

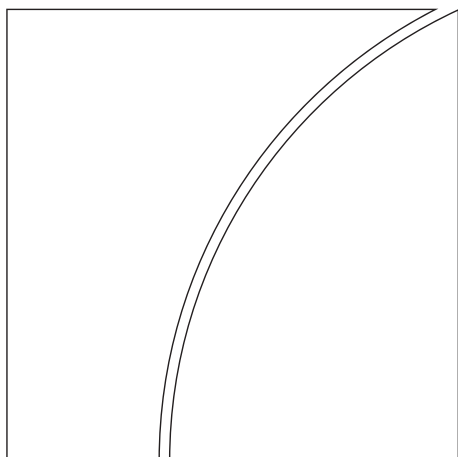


BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

BIZ-Quartalsbericht

März 2002

**Internationales
Bankgeschäft
und internationale
Finanzmärkte**



BIZ-Quartalsbericht
Währungs- und Wirtschaftsabteilung

Redaktionskomitee:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
Renato Filosa

Robert McCauley
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

Bei Fragen zu diesem Bericht:

Allgemeine Anfragen: Eli Remolona, Tel. +41 61 280 8414, E-Mail: eli.remolona@bis.org

Einzelne Teile des Berichts: Autoren (Kontaktangaben jeweils am Anfang des Kapitels)

Statistik: Rainer Widera, Tel. +41 61 280 8425, E-Mail: rainer.widera@bis.org

Bezug von Publikationen oder Aktualisierung der Versandliste:

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
Information, Presse & Bibliothek
CH-4002 Basel, Schweiz

E-mail: publications@bis.org

Fax: +41 61 280 9100 und +41 61 280 8100

Diese Publikation ist auch auf der BIZ-Website verfügbar (www.bis.org).

© *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2002. Alle Rechte vorbehalten.
Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle genannt wird.*

ISSN 1021-2531

Auch in Englisch, Französisch und Italienisch veröffentlicht.

BIZ-Quartalsbericht

März 2002

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

1. Überblick: Transparenzbedenken trüben Optimismus an den Märkten	1
<i>Anhaltende Erholung an den Aktienmärkten</i>	3
<i>Enron erschüttert Vertrauen der Märkte</i>	6
<i>Renditenstrukturkurven verdeutlichen Erwartung einer starken Konjunkturbelebung</i>	6
Kasten: Aufstieg und Fall von Enron – die Rolle von drei „Partnerships“	7
<i>Langfristige Kreditmärkte stabil, kurzfristige Märkte turbulent</i>	12
<i>Trotz Argentinien's Ausfall engere Zinsspannen bei Staatsanleihen</i>	14
2. Das internationale Bankgeschäft	17
<i>Japanische Banken verringern ihre Yen-Forderungen</i>	18
<i>Banken erhöhen Käufe europäischer Staatspapiere</i>	20
<i>Lustloses Geschäft am US-Dollar-Markt</i>	21
<i>Positive Mittelströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften</i>	22
Kasten: Internationale Konsortialkredite: Rekordgeschäft im Energiesektor	26
3. Die internationalen Märkte für Schuldtitel	28
<i>Unterschiede zwischen Regionen und Währungen beim Emissionsverhalten</i>	28
<i>Erholung des Emissionsgeschäfts im privaten Sektor angeführt vom Absatz der Nichtbankunternehmen</i>	33
<i>Anhaltend gedämpfter Absatz in aufstrebenden Volkswirtschaften</i>	35
4. Märkte für derivative Instrumente	36
<i>Aussicht auf Zinswende treibt Handel mit Geldmarkt-Futures an</i>	37
<i>Ausschläge bei US-Hypothekenrefinanzierungen stützen das Geschäft mit Geldmarktoptionen</i>	38
<i>Rückkehr zu Wachstum beim Handel mit Kontrakten auf Staatsanleihen</i>	39
<i>Expandierendes Geschäft mit Aktienindexkontrakten trotz abnehmender Volatilität am Aktienmarkt</i>	41
<i>Enron mit begrenzten Auswirkungen auf das Börsengeschäft</i>	41
Kasten: Höhenflug des Börsengeschäfts im Jahr 2001	42
<i>CBOT beginnt Handel mit Swap-Futures</i>	43

Features

Globalisierung des internationalen Bankgeschäfts.....	46
<i>Robert N. McCauley, Judith S. Ruud und Philip D. Wooldridge</i>	
<i>Paradigmenwechsel von internationalen zu globalen Bankgeschäften ...</i>	47
Kasten: Internationale und globale Banken – der Unterschied	47
<i>Erklärungen für den Paradigmenwechsel</i>	52
<i>Risiken des Paradigmenwechsels zu globalen Bankgeschäften</i>	56
<i>Fragen an die Zukunft</i>	57

Internationales Bankkreditgeschäft mit aufstrebenden Volkswirtschaften: Gründe für das Auf und Ab der neunziger Jahre	60
<i>Serge Jeanneau und Marian Micu</i>	
<i>Auf die fetten Jahre folgen die mageren ...</i>	61
<i>Analytische Rahmenbedingungen</i>	65
<i>Push oder Pull?</i>	66
Kasten: Empirisches Vorgehen und Schätzungsergebnisse	69
<i>Die Rolle des Wechselkursregimes</i>	71
<i>Schlussfolgerung</i>	72
Antizipiert das Konsortialkreditgeschäft die konsolidierte BIZ-Bankenstatistik? ...	75
<i>Blaise Gadanez und Karsten von Kleist</i>	
<i>Filtern der Daten</i>	75
<i>Vergleich mit der konsolidierten BIZ-Bankenstatistik</i>	78
<i>Halbjährliche Schätzungen</i>	79
Kasten: Methodik	80
<i>Vierteljährliche Schätzungen</i>	83
<i>Zusammenfassung</i>	84
Anwendungen der BIZ-Statistiken: eine Einführung	86
<i>Philip D. Wooldridge</i>	
<i>Erweiterung der Geldmengen- und Kreditaggregate</i>	88
<i>Auslandsverschuldung und ihre Veränderungen</i>	90
<i>Risiken der Gläubigerbanken</i>	99
<i>Wandel in der Finanzintermediation</i>	101
<i>Zukünftige Verbesserungen der BIZ-Statistiken</i>	103

Strukturelle und regulatorische Entwicklungen

<i>Initiativen und Berichte zu Finanzinstituten</i>	106
<i>Initiativen und Berichte zu den Finanzmärkten und ihrer Infrastruktur</i>	110
Chronologie der wichtigsten strukturellen und regulatorischen Entwicklungen	115

Statistischer Anhang

Verzeichnis kürzlich herausgegebener BIZ-Publikationen

Abkürzungen und Zeichen

s	geschätzt
LS, RS	linke Skala, rechte Skala
...	nicht verfügbar
.	nicht anwendbar
–	null oder vernachlässigbar
\$	US-Dollar, wenn nicht anders angegeben

Differenzen der Summen durch Runden der Zahlen.

1. Überblick: Transparenzbedenken trüben Optimismus an den Märkten

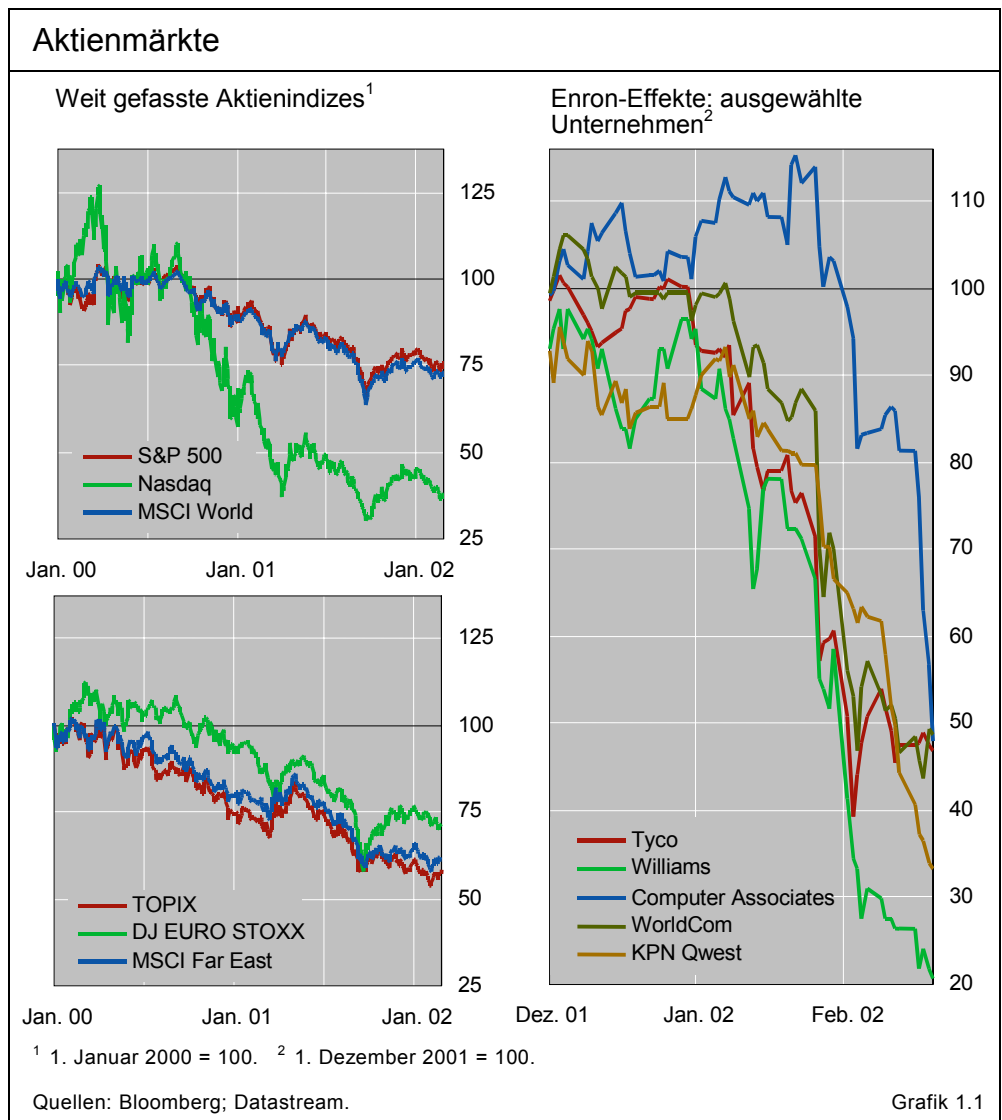
Gegen Ende des Jahres 2001 beendeten Anleger weltweit die Flucht in Qualität und Sicherheit, die im Sommer begonnen hatte, und gingen Positionen in Erwartung einer unmittelbar bevorstehenden konjunkturellen Erholung ein. Im *BIZ-Quartalsbericht* vom Dezember 2001 wurde auf die Stabilität der Märkte nach den Terroranschlägen vom 11. September hingewiesen. In den darauf folgenden Wochen verwandelte sich die Stabilität in Optimismus, und gegen Ende des Jahres erholten sich viele der wichtigsten Aktienmärkte trotz niedriger Ertragszahlen und der Zahlungsunfähigkeit mehrerer bekannter Unternehmen. Anfang November breitete sich an den Märkten für festverzinsliche Instrumente eine ähnlich positive Stimmung aus, was zu engeren Kreditzinsspannen bei Unternehmen und steileren Renditenstrukturkurven an den US-Dollar- und Euro-Märkten führte. In den aufstrebenden Volkswirtschaften entwickelten sich die Aktien- und Fremdkapitalmärkte ebenfalls dynamisch, wobei die Anleger von den Problemen in Argentinien unbeeindruckt blieben.

Anfang Januar 2002 war bei den Aktien- und Anleihekursen in den meisten Ländern die Erwartung eines recht starken Aufschwungs zur Mitte des Jahres erkennbar. Ermutigt wurden die Anleger durch die Lockerungen der Geldpolitik seitens der Federal Reserve und der EZB, durch Wirtschaftsindikatoren, die auf eine Besserung hoffen liessen oder sich zumindest nicht weiter verschlechtert hatten, und durch die unerwartet schnellen Fortschritte der von den USA geführten Militäroffensive in Afghanistan. Von den Industrieländern teilte nur Japan den allgemeinen positiven Stimmungsumschwung nicht. In den ersten beiden Monaten des Jahres 2002 standen die Anleger den Aussichten auf eine nennenswerte Umstrukturierung im Finanzsektor und ein baldiges Ende der Rezession in Japan zunehmend skeptisch gegenüber.

Ende Januar und Anfang Februar erschütterte eine Welle von Enthüllungen über die Umstände des Konkurses eines grossen US-Unternehmens das Vertrauen der Marktteilnehmer. Aufgrund wachsender Bedenken bezüglich der Verlässlichkeit der Unternehmen bei der Offenlegung ihrer Ertrags- und Schuldenlage gingen an den globalen Märkten beträchtliche Gewinne verloren. Als

Einzelheiten über die „kreativen“ Rechnungslegungspraktiken und die mangelhafte interne Managementstruktur bekannt wurden, zweifelten die Marktteilnehmer zunehmend an der Integrität der Informationen, auf die sich die Finanzmärkte stützen. Aktien und Schuldtitel von Unternehmen mit hohem Fremdfinanzierungsanteil oder vergleichsweise mangelhafter Transparenz bei ihren Jahresabschlüssen wurden von den Anlegern gemieden.

In der ersten Märzwoche 2002 gab es Anzeichen für einen erneuten Optimismus, der sich sogar auf Japan erstreckte. In den USA und in Europa richteten die Marktteilnehmer ihre Aufmerksamkeit auf die überraschend stark revidierten US-BIP-Zahlen für das vierte Quartal, die auf einen baldigen Aufschwung schliessen liessen. In Japan wurde die Tatsache, dass der Konkurs des Bauunternehmens Sato Kogyo hingenommen wurde, als Zeichen für einen gesunden Neubeginn bei der Unternehmenssanierung gesehen, was dem Aktienmarkt Auftrieb gab.

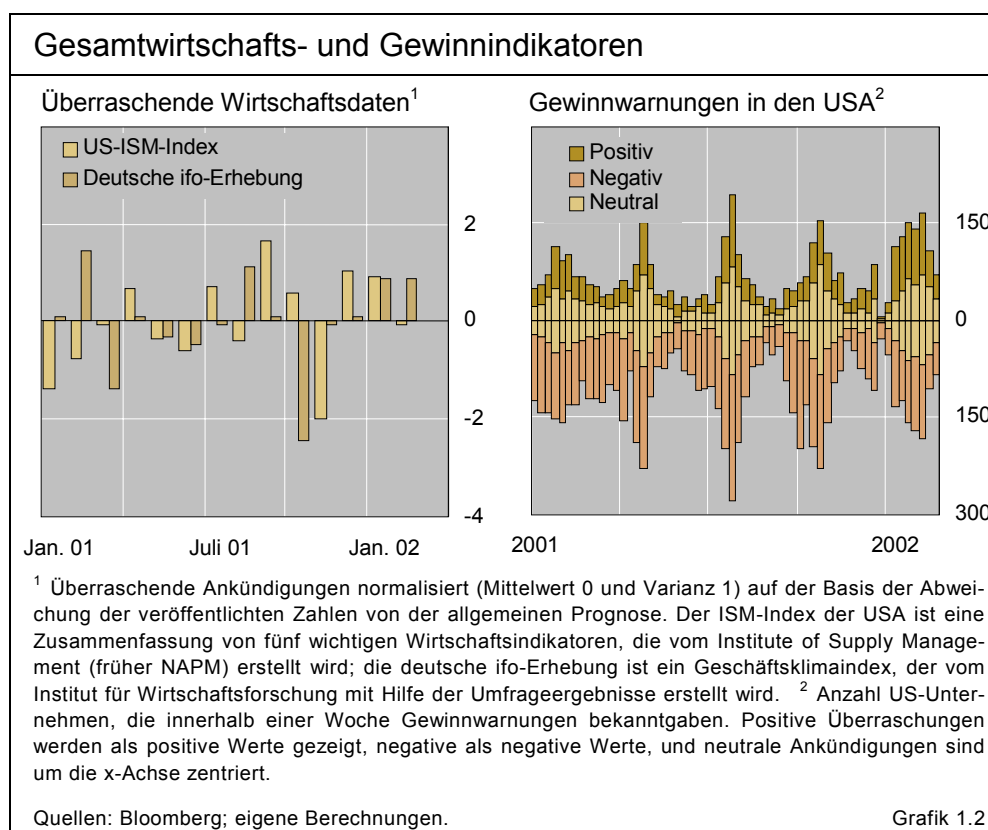


Verglichen mit dem dritten Quartal erholte sich der Absatz von internationalen Aktien und Schuldtiteln im vierten, auch wenn das Gesamtgeschäft 2001 deutlich niedriger war als im Jahr zuvor. Grosse Unternehmen ersetzten weiterhin kurzfristige Kredite durch längerfristige Obligationen und sicherten sich damit eine stabile Finanzierung, wenn auch zu einem höheren Preis. Einige Emittenten, deren Bonität gerade erst zurückgestuft worden war, fanden den Zugang zum Markt für Commercial Paper (CP) schwierig und nahmen stattdessen den Anleihemarkt in Anspruch. Trotz der Krise in Argentinien hatten Emittenten des öffentlichen und des privaten Sektors in den aufstrebenden Volkswirtschaften Zugang zu den internationalen Märkten für Wertpapiere und Konsortialkredite; das Volumen der Kapitalströme blieb allerdings aufgrund der schwachen Weltwirtschaftslage begrenzt.

Anhaltende Erholung an den Aktienmärkten

Aktienmärkte
erholen sich ...

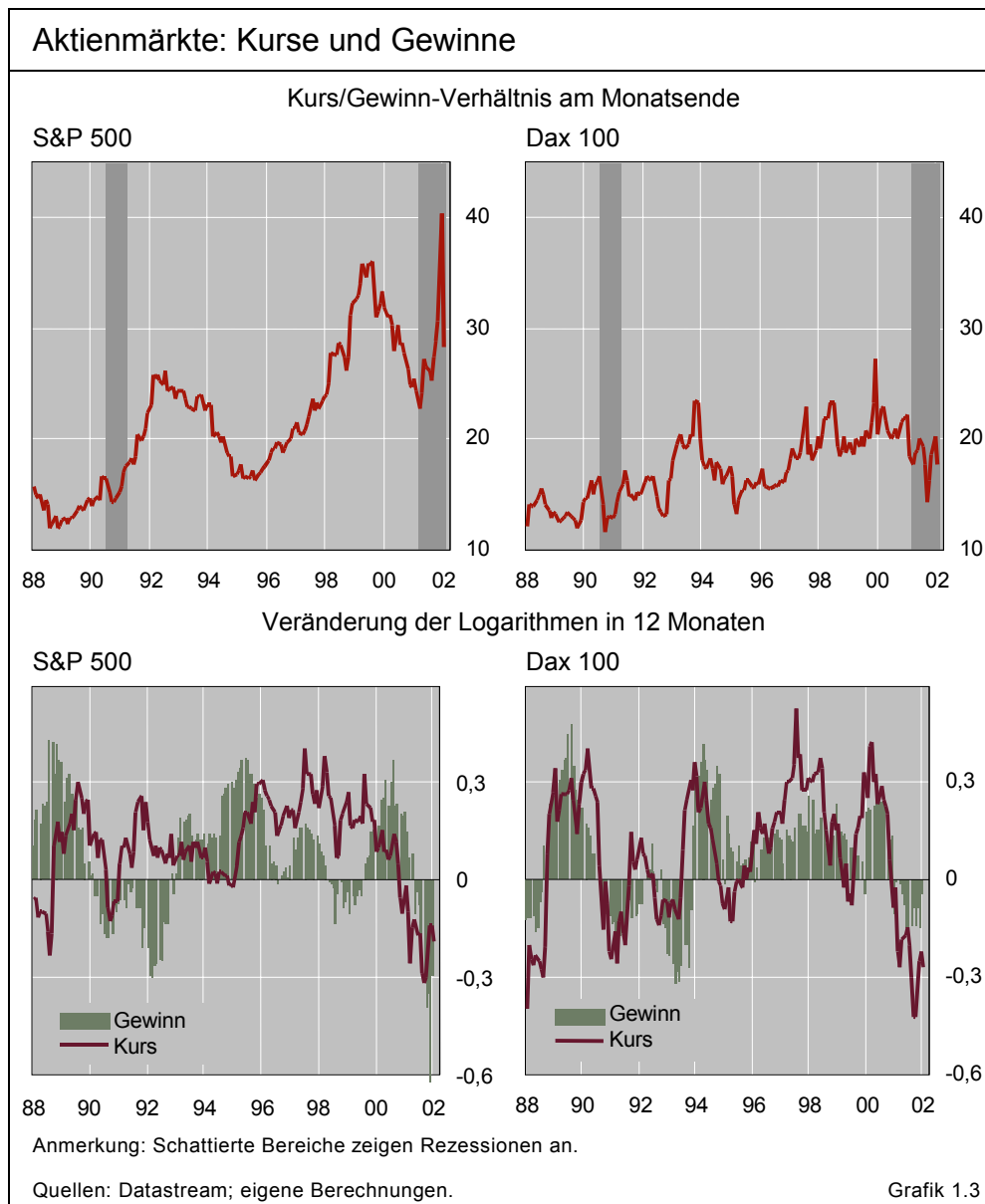
Der Kursanstieg an den Aktienmärkten, der Ende September 2001 einsetzte und bis Anfang Januar 2002 anhielt, war der längste durchgehende Anstieg seit April 2000 (Grafik 1.1). Die Terroranschläge vom 11. September hatten sich ereignet, als bereits eine Reihe ungünstiger Wirtschaftsindikatoren weltweit einen Einbruch an den Aktienmärkten ausgelöst hatte. Nachdem die Aktienkurse in den zwei Wochen nach den Anschlägen stark gefallen waren, hatten sie bis Mitte Oktober wieder ihren vorherigen Stand erreicht. Verglichen mit ihren Tiefstwerten von Ende September waren der Nasdaq Composite bis



Mitte November um 33,5%, der S&P 500 um 18,3% und der MSCI World Index um 18,1% gestiegen.

Diese Kursgewinne an den Aktienmärkten konnten erreicht werden, obwohl die traditionellen Indikatoren enttäuschende Nachrichten über die Weltwirtschaft enthielten. Der Anfang November veröffentlichte Bericht über die Beschäftigungssituation in den USA (ohne Agrarsektor) meldete z.B. eine Einbusse von 415 000 Stellen im Oktober, und aus der ISM-Studie für denselben Monat ging ein ungewöhnlich niedriger Wert von 39,8 hervor (Grafik 1.2). Im November bestätigte das National Bureau of Economic Research die seit März andauernde Rezession der US-Wirtschaft. Angesichts der Tatsache, dass die zehn Rezessionen der USA im Zeitraum 1945 bis 1991 im Durchschnitt zehn Monate dauerten, sahen die Marktteilnehmer in dieser Bestätigung anscheinend einen weiteren Beweis dafür, dass die Wirtschaft das Ende der Talfahrt erreicht hatte und eine unmittelbare Erholung bevorstand.

... trotz anfänglich enttäuschender Wirtschaftsnachrichten ...



... und werden
danach von erfreu-
licheren Daten
gestützt

Im weiteren Verlauf des vierten Quartals wuchs die Zuversicht der Anleger, dass die Zinssenkungen der Federal Reserve, der EZB und anderer Zentralbanken sowie die expansive Finanzpolitik der USA einen raschen Aufschwung gewährleisten würden. In den zwei Monaten nach den Anschlägen hatte gerade die Federal Reserve ihren Leitzinssatz in drei Schritten um insgesamt 150 Basispunkte gesenkt. Erhärtet wurde diese Ansicht offenbar durch die überraschend positiven gesamtwirtschaftlichen Zahlen in den USA und Europa, die im November und Dezember veröffentlicht wurden, und die vorläufigen Schätzungen, dass das US-BIP im vierten Quartal gewachsen sei, wenn auch nur in sehr geringem Masse. Gewinnmeldungen von Unternehmen waren ebenfalls ein Grund für diesen Stimmungswechsel. Im Gegensatz zu 2001, als die bekannt gegebenen Gewinne zumeist unter den Erwartungen lagen, hielten sich Ende 2001 und Anfang 2002 die positiven und negativen Überraschungen bei den Gewinnen in etwa die Waage.

Hohe Kurs/Gewinn-
Verhältnisse ...

Eine Besonderheit am US-Markt waren die ungewöhnlich hohen Werte der Kurs/Gewinn-Verhältnisse. Anfang Januar 2002 lag das Kurs/Gewinn-Verhältnis der Werte des S&P 500 kurzzeitig über dem Stand, den es auf dem Höhepunkt des starken Aktienkursanstiegs im April 2000 erreicht hatte. An sich ist es nicht verwunderlich, dass Kurs/Gewinn-Verhältnisse, die auf nachlaufenden Erträgen basieren, gegen Ende einer Rezession steigen, da der Markt eine Gewinnsteigerung während des Aufschwungs vorwegnimmt. Doch selbst an diesem Standard gemessen, schienen die Verhältnisse Anfang 2002 ungewöhnlich hoch. In den letzten drei Monaten der US-Rezession von 1990/91 lag das Verhältnis z.B. nur bei 18 (Grafik 1.3).

... spiegeln ein-
malige Abschrei-
bungen und voraus-
schauenden
Optimismus wider

Im Gegensatz zu früheren Erfahrungen waren die höheren Kurs/Gewinn-Verhältnisse im vierten Quartal 2001 ungewöhnlich starken Gewinneinbussen und nicht steigenden Aktienkursen zuzuschreiben. Während der Rezession von 1990/91 gingen die Gewinne um etwa ein Drittel zurück; im Zeitraum Dezember 2000 bis Dezember 2001 fielen sie um 47%. Ein beträchtlicher Teil des starken Ertragrückgangs im vierten Quartal war auf „Sonderfaktoren“ wie Sanierungsaufwand und Abschreibungen auf Firmenwerte im Zusammenhang mit früheren Übernahmen zurückzuführen. Anders ausgedrückt: Die Kurs/Gewinn-Verhältnisse erhielten nicht nur durch die optimistische Stimmung Auftrieb, sondern auch durch die Bemühungen der Unternehmen, frühere unkluge Investitionen zu einem Zeitpunkt abzuschreiben, als sich die Aufmerksamkeit des Marktes vorrangig auf die Aussichten für die operativen Gewinne richtete. So deuteten die hohen Kurs/Gewinn-Verhältnisse auf zwei wesentliche Annahmen hin, die der Marktbewertung zugrunde liegen: erstens, dass sich die operativen Gewinne weitaus stärker erholen würden als bei vorangegangenen Konjunkturbelebungen, und zweitens, dass zukünftige Überbewertungen von Investitionen (die später Abschreibungen erfordern) weniger schwerwiegend sein würden.

Enron erschüttert Vertrauen der Märkte

Die stärksten Negativeffekte auf die Aktienmärkte hatten im vierten Quartal die verschlechterte Finanzlage und der spätere Konkurs des Energiekonzerns Enron. Am 16. Oktober revidierte Enron seinen ausgewiesenen Nettoertrag von vier Jahren um insgesamt \$ 591 Mio. und verringerte sein Eigenkapital um \$ 1,2 Mrd., um den Verlusten bei Transaktionen mit verschiedenen nicht konsolidierten Tochtergesellschaften Rechnung zu tragen (s. Kasten auf S. 7). Auf diese Nachricht hin fielen der Nasdaq Composite um 4,4% und der S&P 500 um 1,9%. Am 29. Oktober, als bekannt wurde, dass Moody's Enrons Bonität auf Baa2 zurückgestuft hatte, verzeichneten die Märkte erneut einen starken Rückgang, wobei der Nasdaq Composite um 3,9% fiel und der S&P 500 um 2,4%. Dieses Rating beinhaltet allerdings eine Ausfallwahrscheinlichkeit von lediglich 0,16% innerhalb eines Jahres. In Wirklichkeit sollte Enron jedoch innerhalb eines guten Monats Konkurs anmelden.

Im Januar und Februar kam es nach der Veröffentlichung der Jahresabschlüsse verschiedener Unternehmen und von behördlichen Untersuchungsberichten marktweit zu starken Einbussen. Da diese Einbussen kurz nach Meldungen auftraten, dass Enrons Rechnungsprüfer Unterlagen vernichtet hatte, schienen sie die Bedenken über die Transparenz der Offenlegungen einzelner Firmen und Zweifel an der Zuverlässigkeit der Informationen, auf die sich die Finanzmärkte stützen, widerzuspiegeln. Für die Marktteilnehmer war einer der beunruhigendsten Aspekte im Fall Enron der Einsatz von Transaktionen mit nicht konsolidierten Tochtergesellschaften, die so strukturiert waren, dass positive Rechnungsabschlüsse entstanden. Stärker als der S&P-500-Markt litt der Nasdaq-Markt unter dem Bekanntwerden von Einzelheiten über die Art der Transaktionen – die sich anscheinend über vier Jahre erstreckt hatten – und unter Aussagen über die Rolle des Rechnungsprüfers. Offensichtlich glaubten die Anleger, dass Technologieunternehmen, aus denen sich der Nasdaq grösstenteils zusammensetzt, eher in der Lage seien, ihre ausgewiesenen Erträge – vor allem mittels der Bilanzierung von Übernahmen – zu manipulieren. Der Nasdaq Composite fiel denn auch am 29. Januar 2002 um 2,6%, als Fragen zur Rechnungslegung zahlreicher Firmen aufkamen. Dennoch wurden einige der stärksten Kurseinbrüche in diesen zwei Monaten von Unternehmen wie Tyco (diversifiziertes Konglomerat), Williams (Energie-Pipeline-Unternehmen) und WorldCom (globales Kommunikationsunternehmen) verzeichnet.

Märkte reagieren sensibel auf Nachrichten über Enron ...

... und Transparenzfragen

Renditenstrukturkurven verdeutlichen Erwartung einer starken Konjunkturbelebung

Die optimistische Stimmung an den Aktienmärkten wurde an den Märkten für festverzinsliche Instrumente Anfang November letzten Jahres offenkundig, als die Renditenstrukturkurven in den USA und im Euro-Raum ungewöhnlich steil wurden. Von Anfang September bis Ende Oktober fielen die 3-Monats-Renditen für US-Dollar um 120 Basispunkte und die Renditen für 10-Jahres-Swaps

Steilere Dollar- und Euro-Renditenstrukturkurven deuten auf vorweggenommene Erholung ...

Aufstieg und Fall von Enron – die Rolle von drei „Partnerships“

Drei Monate nach dem Konkurs von Enron ist immer noch unklar, wann und wie die unkorrekten Finanzausweise des US-Energiehandelsriesen zu Gewinnen und Verlusten führten. Die bisher umfassendsten Informationen sind dem „Powers-Report“ zu entnehmen, einem 203-seitigen Bericht eines Sonderausschusses des Enron-Verwaltungsrats. Gemäss diesem Bericht gründete Enron Gesellschaften, die mit Blick auf „vorteilhafte Ergebnisse in den Finanzausweisen und nicht etwa mit realen ökonomischen Zielsetzungen oder für den Risikotransfer“ strukturiert waren.^① Die nachstehenden Erörterungen stützen sich weitgehend auf diesen Bericht, um diese Gesellschaften zu beschreiben, und beziehen weitere Informationen ein, um einige der Ereignisse, die zum Aufstieg und zum Fall von Enron führten, zu rekonstruieren.

Drei Gesellschaften

Enron gründete im Wesentlichen drei „Partnerships“ (Kommanditgesellschaften) mit dem Ziel, ihre Finanzausweise zu verschönern (s. die zusammenfassende Tabelle unten). Die erste, Chewco, wurde im Dezember 1997 gegründet. Ihr Zweck war, eine kommerzielle Investition, die Joint Energy Development Investment (JEDI), aus der Bilanz von Enron herauszunehmen. Im Juni 1999 bildete Enron eine zweite solche Gesellschaft, die LJM1. Diese wurde für die Gründung einer Zweckgesellschaft – Swap Sub – eingesetzt, die wiederum als Kontrahent in Absicherungsgeschäften diente. Die Transaktionen bestanden aus Put-Optionen, mit denen die Investition von Enron in Rhythms, ein privater Internet-Dienstleistungsanbieter, geschützt werden sollte. Die letzte Gesellschaft, LJM2, wurde im Oktober 1999 geschaffen und für die Gründung von vier Zweckgesellschaften – den Raptors – eingesetzt, die als Kontrahenten in mehreren Absicherungsgeschäften auftraten. Mit diesen Transaktionen sollten verschiedene kommerzielle Investitionen abgesichert werden, darunter jene in TNPC, ein Stromlieferant.

Alle diese Gesellschaften wiesen die gleiche verhängnisvolle Schwäche auf: Keine von ihnen war wirklich unabhängig von Enron. Die Unabhängigkeit von Chewco sollte, aus der Perspektive der Rechnungslegung, dadurch sichergestellt werden, dass die aussenstehenden Teilhaber Kapital in Höhe von \$ 12 Mio. einschossen. Dieser Anteil wurde fast vollständig durch einen Bankkredit finanziert. Der Bankkredit wurde jedoch durch eine Bareinlage von \$ 6,6 Mrd. von Enron besichert, sodass das Risiko tatsächlich bei Enron verblieb. LJM1 und LJM2 wurden beide durch Enron gestützt, indem Enron ihnen eigene Aktien und Optionen auf ihre Aktien abgab. Die „Partnerships“ wiederum setzten die Aktien und Optionen für die Kapitalisierung von Swap Sub und den Raptors ein. Die finanzielle Überlebensfähigkeit dieser Zweckgesellschaften hing infolgedessen wesentlich davon ab, dass die Enron-Aktien ihren Wert behielten. Die Zweckgesellschaft, die Enron als Kontrahenten für die Absicherung ihrer Investition in TNPC einsetzte, wurde ihrerseits durch Optionsscheine auf TNPC gestützt: Damit war sie strukturell ausserstande, im Rahmen der Absicherung zu liefern. Was die Absicherungsgeschäfte von Swap Sub und den Raptors betrifft, tätigte Enron diese praktisch mit sich selbst.

Drei „Partnerships“ und ihr Einfluss auf den ausgewiesenen Ertrag von Enron

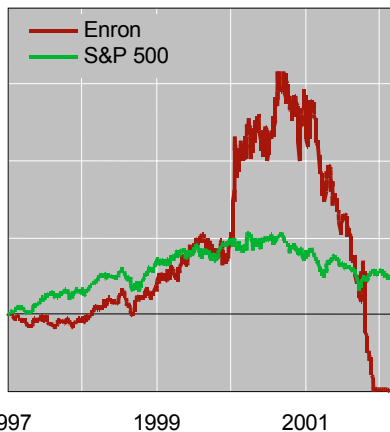
Gründung	„Partnership“/ Zweckgesellschaft(en)	Verbundene Investitionen	Kumulierte Überzeichnung des Ertrags
Dezember 1997	Chewco	JEDI	\$ 405 Mio.
Juni 1999	LJM1/Swap Sub	Rhythms	\$ 102 Mio.
Oktober 1999	LJM2/Raptors	TNPC und andere	\$ 1 077 Mio.

Quellen: Powers-Report; eigene Berechnungen.

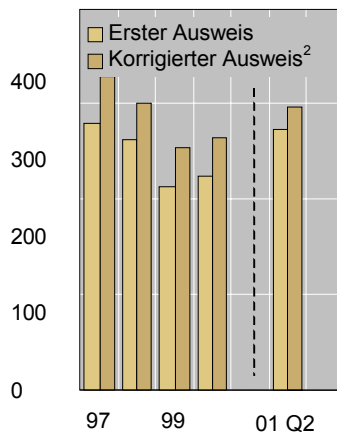
^① S. *Report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of Enron Corp* („Powers-Report“), 1. Februar 2002.

Enron: Rechnungslegung und Aktienkurs

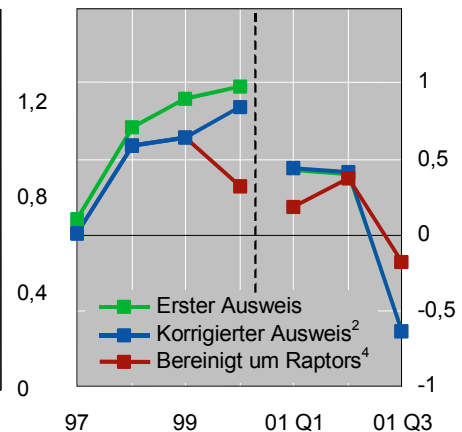
Aktienkurs¹



Verschuldungsgrad



Reinertrag³



¹ 1. Januar 1997 = 100. ² 8. November 2001. ³ Mrd. US-Dollar. ⁴ Gemäss Powers-Report, S. 133.

Quellen: Bloomberg; SEC-Dokumentation Enrons.

Aufstieg

Anfänglich hatten die von den „Partnerships“ ausgewiesenen Ergebnisse offenbar keinen erkennbaren Einfluss auf den Kurs der Enron-Aktie. 1998 und 1999 konnte die Aktie nur mit Mühe mit dem US-Markt insgesamt mithalten (s. Grafik). Erst im Jahr 2000 begann der Kurs der Enron-Aktie steil anzusteigen. In den ersten drei Monaten jenes Jahres legte die Enron-Aktie 72% zu, der S&P-500-Index dagegen lediglich 3%. Dieser Kurs entsprach der Ertragslage, die das Unternehmen bis Ende 1999 auswies. Für 1999 wies es einen Anstieg des Nettoertrags um 27% aus. Dieser Anstieg war jedoch weitgehend auf die Rolle von Chewco und LJM1 zurückzuführen, die die Verluste bei den JEDI- und Rhythms-Investitionen kaschierten. Ohne dieses Frisieren der Rechnungslegung wäre der Ertrag um nur 9% gewachsen, ein Drittel des ausgewiesenen Wachstums. Ende 1999 wies das Unternehmen ferner zunächst Schulden in Höhe von \$ 8,1 Mrd. aus. Eine korrigierte Rechnungslegung ergab später eine Verschuldung von \$ 8,8 Mrd., und damit stieg der Verschuldungsgrad von 0,85 auf 1,01.

Auch als die Internet-Blase im April 2000 zu platzen begann, verzeichnete die Enron-Aktie immer noch eine eindrucksvolle Kursentwicklung. Im Juli gab Enron den Abschluss eines 20-Jahres-Geschäfts mit Blockbuster, einer grossen Videoverleihfirma bekannt, die einen Videodienst über Internet anbieten sollte. Im August erreichte die Enron-Aktie ihren Höchstkurs. Im ganzen Jahr 2000 betrug der Wertgewinn der Aktie 91%, während der S&P 500 9% einbüsste. Für 2000 meldete Enron zunächst einen Ertragszuwachs von 10%. Erneut wurden dabei die Verluste ausser Acht gelassen, die sich in den drei Gesellschaften anhäuferten. Dieses Mal entfiel der Hauptanteil der Verluste auf TNPC und die übrigen Investitionen, die angeblich über LJM2 und die damit verbundenen Raptors-Vehikel abgesichert waren.

Fall

Im Jahr 2001 begann der Kurs der Enron-Aktie stark nachzugeben. Am Jahresanfang wurde mancherorts dem Energiehandelsunternehmen die Schuld an der Energiekrise in Kalifornien gegeben. Im März wurde das Videogeschäft mit Blockbuster abgebrochen. Als die Enron-Aktien immer mehr an Wert verloren, wurde zunehmend klar, dass die „Partnerships“ technisch nicht mehr überlebensfähig waren. Am 16. Oktober überraschte Enron die Anleger mit der Ankündigung einer Abschreibung nach Steuern von \$ 544 Mio. und einer Herabsetzung des Aktienkapitals um \$ 1,2 Mrd. Mit diesen Korrekturen wurden die durch LJM2 und die Raptors kaschierten Verluste offen ausgewiesen. Der Kurs der Enron-Aktie, der seit Jahresbeginn schon um 59% gesunken war, büsste in den folgenden drei Wochen weitere 72% ein. Am 8. November gab Enron bekannt, sie werde ihre Finanzausweise rückwirkend bis 1997 neu erstellen und dabei ihren Nettoertrag von vier Jahren um insgesamt \$ 591 Mio. verringern. Mit dieser Neuerstellung wurden die Verluste ausgewiesen, die durch Chewco und LJM1 verschleiert worden waren.

In den folgenden 15 Handelstagen fiel der Aktienkurs auf praktisch null. Am 9. November erklärte sich Enron zu ihrer Übernahme durch Dynegy, einen kleineren Konkurrenten, bereit. Am 20. November enthüllte Enron, dass ein Kredit von \$ 690 Mio. zur Tilgung fällig wurde. Am 28. November stufen sowohl Moody's als auch Standard & Poor's die Schuldtitel Enrons auf „Junk“-Status herab, und Dynegy trat von dem Übernahmege­schäft zurück. Am 2. Dezember meldete Enron Konkurs an.

um 75 Basispunkte (Grafik 1.4). Aufgrund der Senkungen des Tagesgeld-Zielsatzes durch die Federal Reserve am 6. November und am 11. Dezember gingen die kurzfristigen Renditen in den letzten beiden Monaten des Jahres weiter zurück. Im selben Zeitraum stiegen die Renditen für 2-jährige und längere Laufzeiten und erreichten wieder dieselben Werte wie vor dem 11. September. Gegen Ende des Jahres war die Differenz zwischen den 10-Jahres- und den 3-Monats-Renditen in US-Dollar so hoch wie zuletzt Anfang 1994, wobei die langfristigen Renditen selbst allerdings nahe bei ihren Tiefstwerten vom Herbst 1998 lagen (Grafik 1.5).

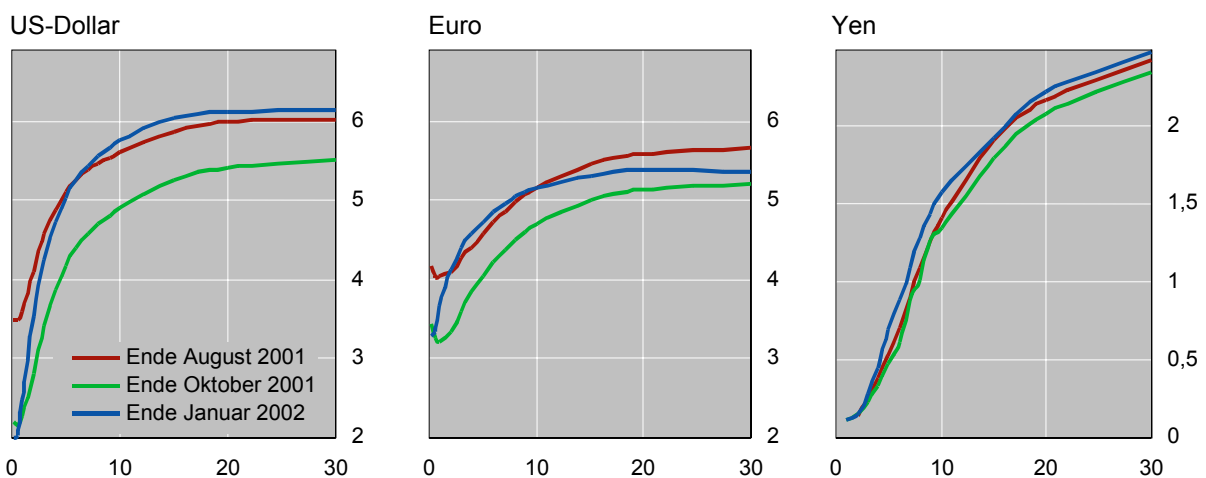
... und auf Ende des Zustroms in sichere Anlagen

Der Anstieg der langfristigen US-Renditen, der Anfang November begann, wurde durch positive Wirtschaftsindikatoren wie ein überraschend starkes Wachstum im Einzelhandel und rückläufige Leistungen der Arbeitslosenversicherungen ausgelöst. Die militärischen Erfolge der Anti-Taliban-Koalition in Afghanistan trugen zusätzlich zur Abkehr vom Streben nach sicheren Anlageformen bei und minderten die Angst vor einem langen und ungewissen Kampf.

Die Differenz zwischen den Renditen für Schatzanleihen mit 2-jähriger und mit 3-monatiger Laufzeit vergrößerte sich sprunghaft von 40-60 Basispunkten im Oktober auf etwa 140 Basispunkte im Dezember, was verdeutlichte, dass die Marktteilnehmer nun zu einem früheren Zeitpunkt mit einer Rückkehr zu einem restriktiveren geldpolitischen Kurs in den USA rechneten.

Private Renditenstrukturkurven¹

Prozent



¹ Laufzeiten 3 Monate, 6 Monate und 1 Jahr: Libor-Sätze; Laufzeiten 2-30 Jahre: Zinsswaps.

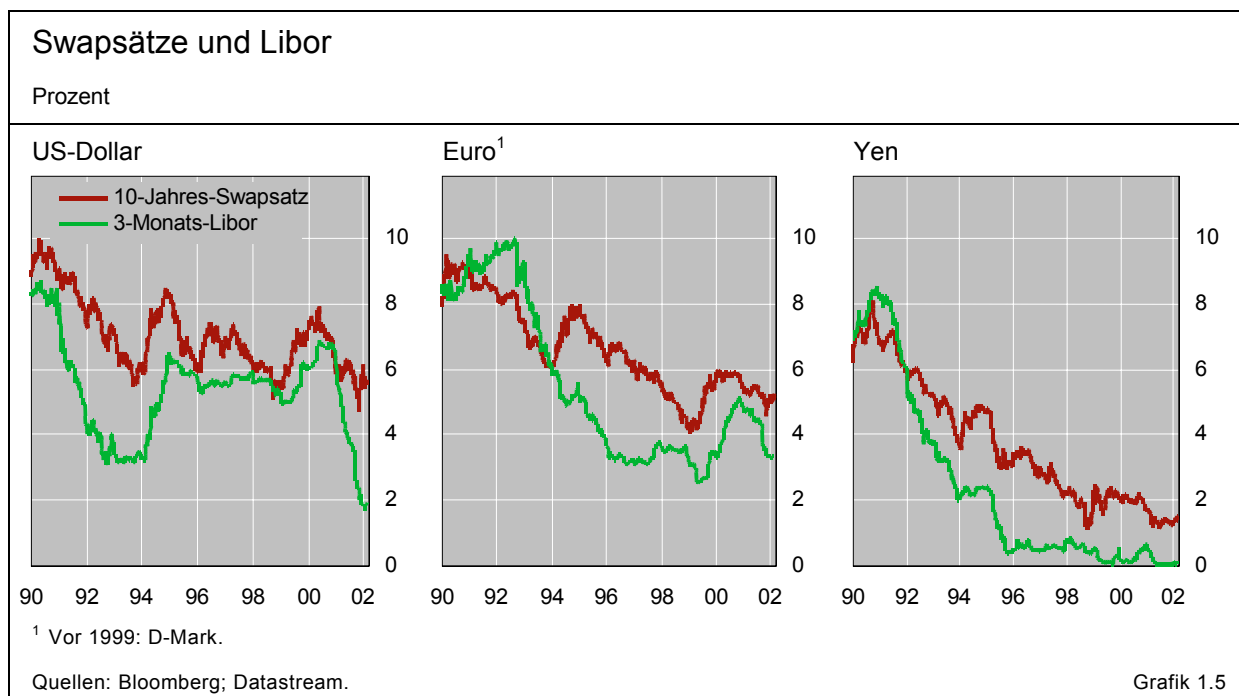
Quelle: Bloomberg.

Grafik 1.4

Der Anstieg der langfristigen Renditen von Staatsanleihen war möglicherweise auch auf eine expansivere Finanzpolitik zurückzuführen. Die Tatsache, dass die Swaprenditen im November und Dezember sogar noch mehr stiegen als die Renditen von Staatsanleihen, legt jedoch den Schluss nahe, dass fundamentale Faktoren als die Angebotskonditionen am Schatztitelmarkt der Hauptgrund für den Renditenanstieg Ende 2001 und Anfang 2002 waren. Das Verfahren, mit dem die Händler von hypothekarisch gesicherten Wertpapieren die Duration ihrer Portfolio-Absicherungspositionen an Veränderungen der Anleiherenditen anpassen, kann ebenfalls zu dem starken Anstieg der Anleiherenditen Ende 2001 beigetragen haben (s. „Märkte für derivative Instrumente“, S. 36).

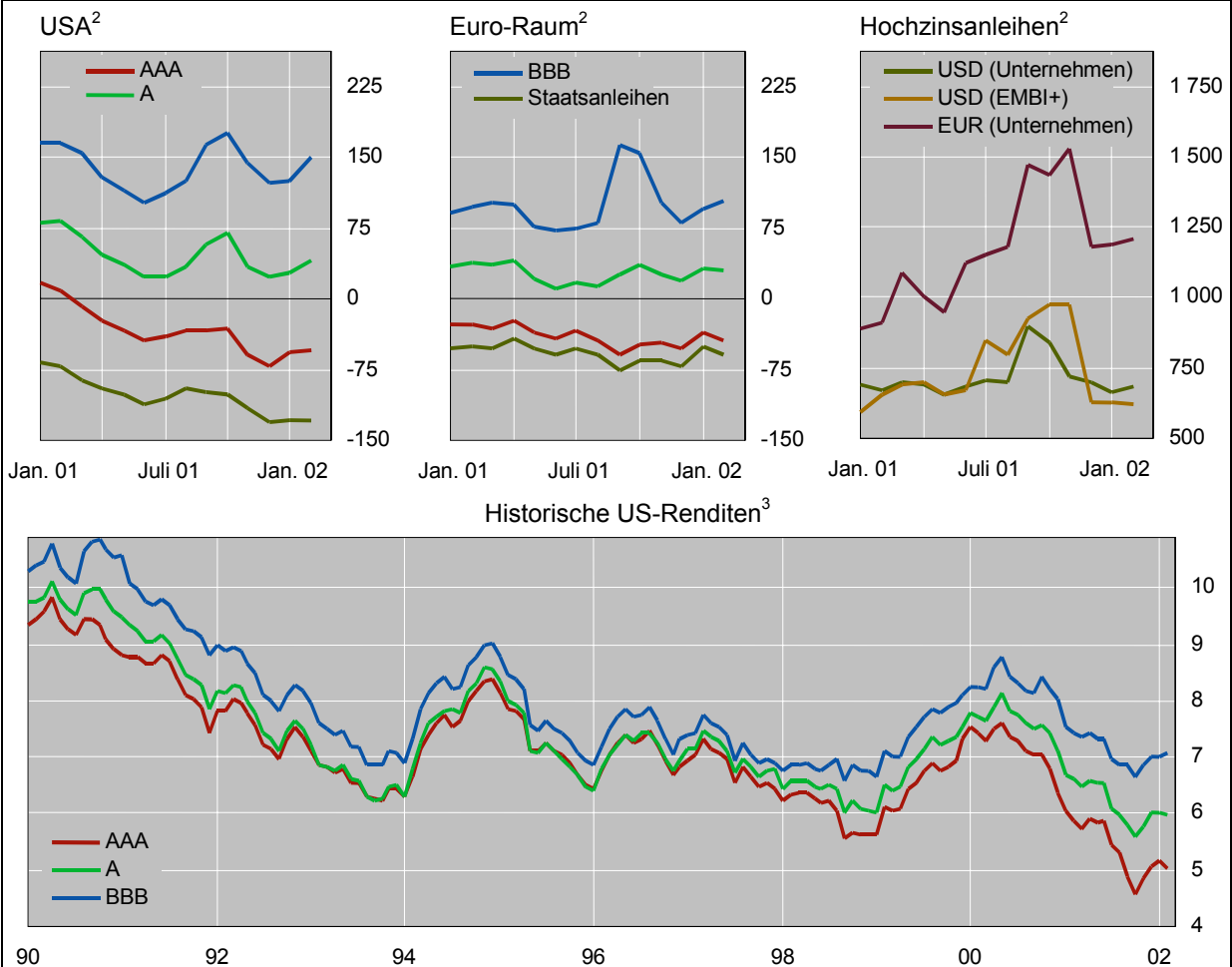
Ein Kursanstieg der 30-jährigen US-Schatzanleihe Ende Oktober erregte zwar kurzfristig Aufsehen, war aber tatsächlich ein weiteres Beispiel für die komplexe Rolle der Angebotsfaktoren im vierten Quartal. Die Renditen für 30-jährige Schatzanleihen fielen deutlich, als am 31. Oktober bekannt wurde, dass der Absatz dieses Instruments ausgesetzt würde. Diese Erholung führte jedoch nur dazu, dass die 30-Jahres-Rendite gleich starke Einbußen erlitt wie die 10-Jahres-Rendite nach dem 11. September. Infolgedessen erreichte die Spanne zwischen den 30-Jahres- und den 10-Jahres-Renditen wieder den Stand der ersten acht Monate 2001, nachdem sie sich Ende September beträchtlich vergrößert hatte, als die 10-Jahres-Renditen sanken, die 30-Jahres-Renditen hingegen nicht. Ebenso weiteten sich die Spannen zwischen 30-jährigen Swaps und den Renditen für Schatztitel nach der Ankündigung des Finanzministeriums stark aus, erreichten damit aber nur wieder dasselbe Niveau wie vor dem 11. September.

Angebotsfaktoren spielen eine Rolle



Renditeaufschläge auf Unternehmens- und Staatsanleihen¹

Daten zum Monatsende



¹ Anleiheindexrenditen gegenüber 10-Jahres-Swapsätzen. ² Basispunkte. ³ Prozent.

Quellen: Bloomberg; Merrill Lynch; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Grafik 1.6

Steilere Euro-Renditenstrukturkurve spiegelt transatlantische Verknüpfungen wider ...

Die Renditen im Euro-Raum orientierten sich eng an den US-Renditen. Zurückzuführen war dies auf die Senkung des wichtigsten Refinanzierungssatzes der EZB am 8. November und die weit verbreitete Annahme, dass gesamtwirtschaftliche Entwicklungen in den USA und in Europa in naher Zukunft miteinander verknüpft bleiben würden. Im langjährigen Vergleich jedoch war die Neigung der Euro-Renditenstrukturkurve im Gegensatz zur Dollar-Kurve nicht ungewöhnlich steil (Grafik 1.5). Die Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar, die sich im neuen Jahr weiter ausprägte, stimmte auch mit der weit verbreiteten Auffassung überein, dass ein Aufschwung im Euro-Raum später – und vielleicht weniger stark – als in den USA eintreten würde.

... während steilere Yen-Renditenstrukturkurve auf grössere Risikoscheu hindeutet

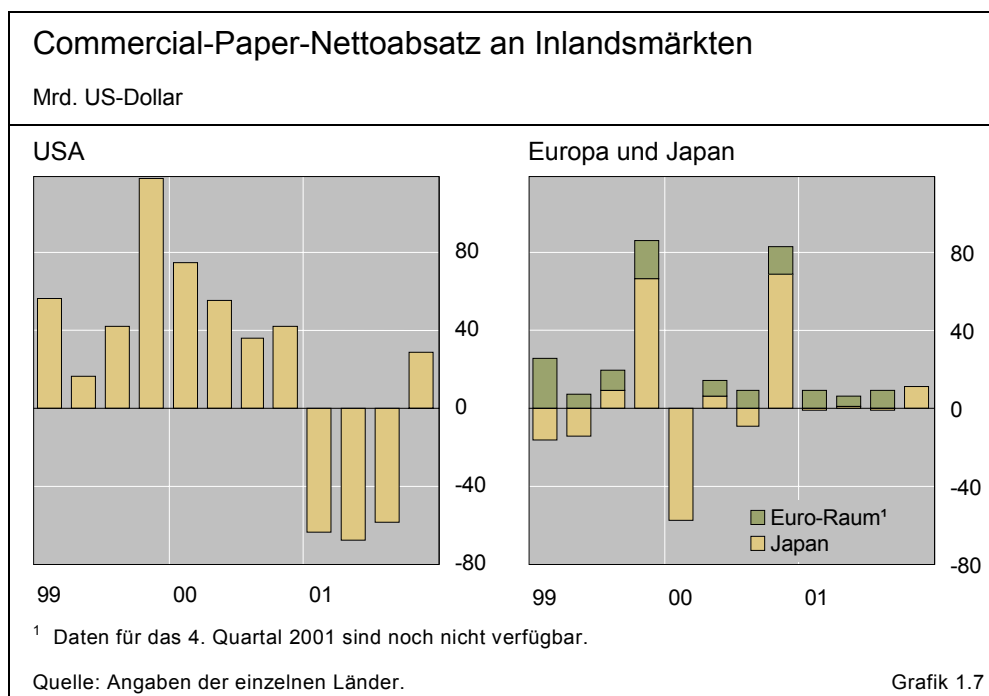
In Japan wurde die Renditenstrukturkurve ebenfalls steiler. Im Zeitraum Ende Oktober 2001 bis Ende Januar 2002 stiegen die 10-Jahres-Renditen von einem sehr niedrigen Niveau um 17 Basispunkte, während die kurzfristigen Sätze praktisch unverändert blieben. Im Gegensatz zu den USA und dem Euro-Raum war dies anscheinend nicht auf die Hoffnung auf einen Aufschwung

zurückzuführen. Vielmehr kam neue Besorgnis über den Zustand des Bankensystems auf angesichts der negativen Auswirkungen des Aktienkursverfalls auf die Bilanzlage der Banken und angesichts der Ungewissheit bezüglich der Folgen der geplanten Senkung des Deckungsgrades bei der Einlagensicherung der Banken nach dem 31. März. Daher nahmen einige Anleger offenbar eine vorsichtigere Haltung gegenüber Yen-Aktiva – einschliesslich langfristige Staatsanleihen – ein. Auch die grossen Rating-Agenturen wurden zunehmend skeptisch. Am 4. Dezember beschloss Moody's, das Rating von japanischen Schuldtiteln um einen Bonitätsgrad herabzusetzen; am 13. Februar gab die Agentur bekannt, dass eine weitere Herabstufung um zwei Grade geplant sei. Nach dem Konkurs von Enron und den Problemen in Argentinien wandten sich die japanischen Anleger weitgehend von ausländischen Yen-Wertpapieren ab, was einen negativen Nettoabsatz von auf Yen lautenden internationalen Schuldtiteln im vierten Quartal zur Folge hatte (s. Tabelle 3.3 auf S. 33).

Langfristige Kreditmärkte stabil, kurzfristige Märkte turbulent

Trotz der Zahlungsunfähigkeit und den Bonitätsrückstufungen mehrerer bekannter Unternehmen verringerten sich die Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen in den letzten beiden Monaten des Jahres und kehrten somit den im dritten Quartal vorherrschenden Trend zu grösseren Aufschlägen um (Grafik 1.6). Moody's meldete, dass die Ausfallquote bis Dezember weiter anstieg, sagte aber auch voraus, dass sie sich zu Beginn des neuen Jahres stabilisieren und danach zurückgehen würde. Emittenten mit Anlagequalität – selbst solche wie Ford und AT&T, die von den Rating-Agenturen zurückgestuft worden waren – konnten im vierten Quartal ohne weiteres langfristige

Optimismus trägt zur Verringerung der Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen bei



Schuldtitel begeben. Verglichen mit dem vorherigen Quartal nahm der Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln stark zu (s. „Die internationalen Märkte für Schuldtitel“, S. 28). Ende Januar und Anfang Februar weiteten sich die Kreditzinsspannen nach einer Reihe von Unternehmenskonkursen und Enthüllungen über die zweifelhaften Rechnungslegungspraktiken bei Enron wieder etwas aus. Die Schuldtitel komplexer Konglomerate und von Emittenten mit hohem Fremdfinanzierungsanteil waren davon besonders stark betroffen.

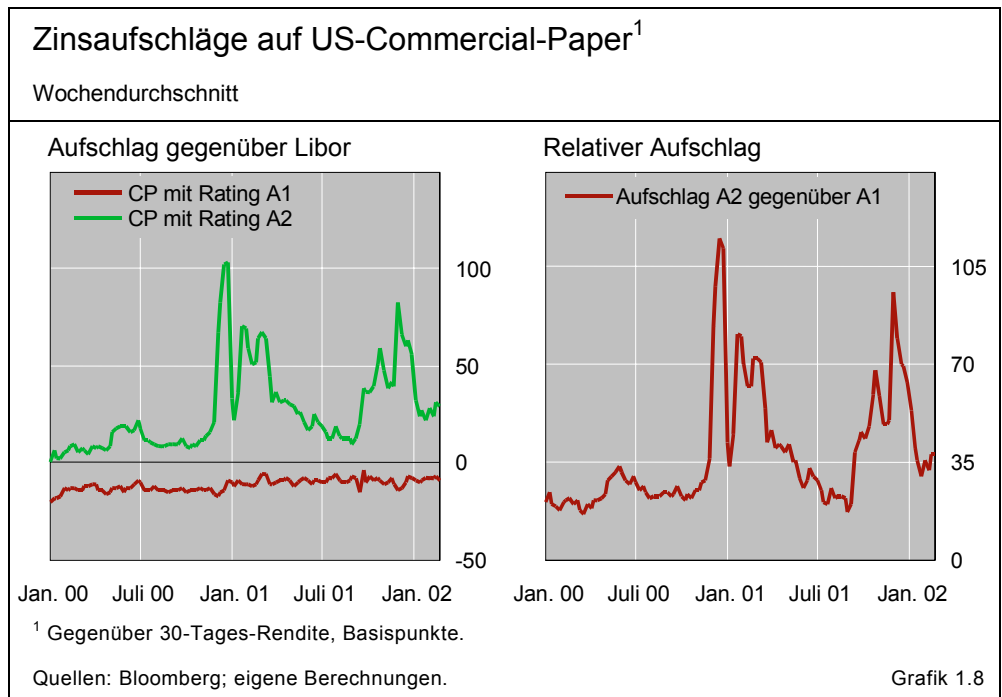
Emittenten ersetzen weiterhin kurzfristige Schuldtitel durch längerfristige Emissionen ...

Die schon in den vorigen Ausgaben des *BIZ-Quartalsberichts* beschriebene Entwicklung des Nettoabsatzes von kurzfristigen Schuldtiteln am internationalen Markt setzte sich im vierten Quartal 2001 fort, d.h. er war schwach, während der Absatz langfristiger Titel vor allem von europäischen Emittenten stark anstieg. Der Umlauf von Commercial Paper (CP) am US-Inlandmarkt nahm im vierten Quartal, in dem der Absatz gemeinhin stark ist, um \$ 28 Mrd. zu; im gesamten Jahr 2001 ging er aber um \$ 161 Mrd. zurück (Grafik 1.7). Dieser Trend scheint sich auch im neuen Jahr fortzusetzen. Der Rückgang des Absatzes von kurzfristigen Schuldtiteln liess sich zum Teil dadurch erklären, dass die grossen Unternehmen aufgrund des Konjunkturabschwungs weniger Bedarf an Lagerfinanzierungen hatten. Eine Rolle spielte auch die Gelegenheit, relativ niedrige langfristige Renditen festzuschreiben, selbst wenn dafür ein Aufschlag auf die extrem niedrigen kurzfristigen Zinsen bezahlt werden musste.

... da die CP-Märkte Anzeichen von Turbulenz zeigen

Für mehrere grosse Emittenten war der CP-Absatz jedoch aufgrund von Bonitätsrückstufungen und einer erhöhten Risikoscheu der Anleger am Geldmarkt abschreckend teuer geworden. Einige dieser Emittenten nahmen selbst für kurzfristigen Finanzierungsbedarf den Anleihemarkt in Anspruch. Die Zinsaufschläge auf CP, deren Volatilität bereits nach den Terroranschlägen vom 11. September zugenommen hatte, weiteten sich nach dem Enron-Konkurs im November stark aus. Anfang Januar wurden sie wieder kleiner und blieben danach im Wesentlichen stabil (Grafik 1.8). Einige Beobachter bemerkten, dass die Banken, die das Funktionieren des CP-Marktes traditionell durch die Bereitstellung von Liquiditätsauffangfazilitäten unterstützen, in letzter Zeit diesbezüglich zurückhaltender waren. Gründe für diese Zurückhaltung könnten u.a. das grössere Risiko solcher Engagements in Zeiten einer Rezession und ganz allgemein die erhöhte Aufmerksamkeit sein, die die Banken jetzt dem Management ihres potenziellen Kreditrisikos schenken.

Die Märkte für Kreditderivate haben die Ausfälle grosser Unternehmen und die Zahlungsunfähigkeit Argentiniens anscheinend reibungslos verkraftet. Diese Ereignisse stellten diesen jungen Markt auf die bisher vielleicht stärkste Probe, ob er das Ausfallrisiko tatsächlich von den Käufern von Absicherungsinstrumenten auf die Verkäufer zu transferieren vermag. Es waren Fragen aufgekomen, ob Argentiniens vorheriges Umtauschangebot ein Ausfallereignis darstellte und ob die bei einem früheren Umtausch erhaltenen Wertpapiere gemäss den Kontraktbestimmungen lieferbar seien. Dennoch schienen die Marktteilnehmer darauf zu vertrauen, dass derartige Fragen geklärt und weitere Auswirkungen auf das gesamte System gering bleiben würden.



Trotz Argentiniens Ausfall engere Zinsspannen bei Staatsanleihen

Das wachsende Vertrauen in die Aussichten auf einen weltweiten Aufschwung schlug sich im vierten Quartal vielfach auch in den Kursen der Wertpapiere aufstrebender Volkswirtschaften nieder, und zwar selbst dann, als sich die Lage in Argentinien zunehmend verschlechterte. Im Gegensatz zum dritten Quartal, als die Anleger bei einigen Emittenten wie Brasilien oder den Philippinen vorsichtig blieben, verringerten sich die Zinsaufschläge im vierten Quartal für fast alle Staatsanleihen von aufstrebenden Volkswirtschaften (Grafik 1.9). Teilweise war dies auf anhaltende Portfolio-Umschichtungen weg von argentinischen Schuldtiteln durch Anleger, die sich in aufstrebenden Volkswirtschaften engagieren, zurückzuführen. Es fällt auf, dass diese Anleger auf die Geschehnisse in Argentinien anscheinend nicht mit einer umfassenden Neubewertung des Risikos reagiert haben.

Tatsächlich wurden einige der aufstrebenden Volkswirtschaften von den Anlegern stark favorisiert, als die Argentinien-Krise schon ausgebrochen war. Während der Nettoabsatz aufstrebender Volkswirtschaften insgesamt im vierten Quartal begrenzt blieb, gelang es mehreren lateinamerikanischen Staaten, darunter Chile, Kolumbien und Mexiko, Neuemissionen auf den internationalen Markt zu bringen. In Mexiko und Brasilien konnten Schuldner des privaten Sektors ebenfalls ohne grosse Schwierigkeiten Konsortialkredite aufnehmen (s. „Internationale Konsortialkredite: Rekordgeschäft im Energiesektor“ S. 26).

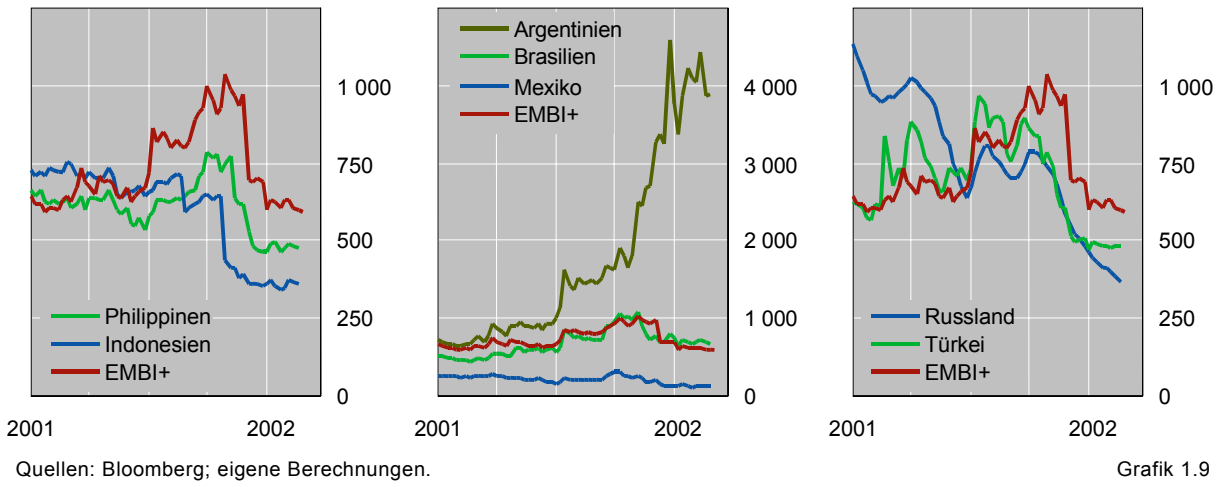
Auch bezüglich der Aussichten für die ostasiatischen Volkswirtschaften und vor allem der nur mässigen Auswirkungen des Abschwungs im Technologiesektor auf die asiatischen Exporte wuchs der Optimismus der Anleger. Der Aktienmarkt in Korea legte 2001 um 33,2% und vom 1. Oktober an um 38,6%

Engere Zinsaufschläge für Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften ...

... Neuemissionen mehrerer Länder Lateinamerikas ...

Zinsaufschläge von US-Dollar-Staatsanleihen gegenüber 10-Jahres-US-Swapsätzen

Wochendurchschnitt, Basispunkte



zu, und Taiwans Aktienmarkt verzeichnete ebenfalls beträchtliche Gewinne. Im dritten Quartal war der Nettoabsatz ostasiatischer Emittenten negativ ausgefallen, die angekündigten internationalen Aktienemissionen waren zurückgegangen, und die Kreditvergabe an Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens hatte abgenommen. Auch hatten mehrere asiatische Länder ihre bei Banken im Ausland platzierten Einlagen abgezogen (s. „Das internationale Bankgeschäft“, S. 17). Im Gegensatz dazu waren im vierten Quartal eine Erholung bei den Aktienemissionen dieser Länder und ein leicht positiver Nettoabsatz von Schuldtiteln zu beobachten. Vor allem koreanische Unternehmen des privaten Sektors nahmen im vierten Quartal die internationalen Märkte für Anleihen und Konsortialkredite in Anspruch.

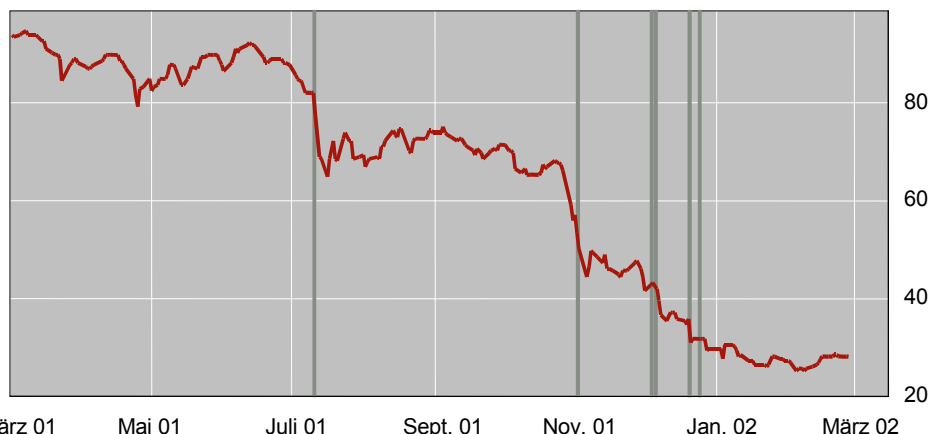
... und von Unternehmen des Privatsektors in Korea

Begrenzte Auswirkungen der Geschehnisse in Argentinien ...

Ein Grund für die begrenzten Auswirkungen der Geschehnisse in Argentinien auf die Finanzkonditionen in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften war der, dass die Märkte schon mehrere Monate vor dem tatsächlichen Ausfall Argentiniens mit einer hohen Ausfallwahrscheinlichkeit gerechnet hatten (Grafik 1.10). Das Gegenteil war bei Enron der Fall, wo das Ausmass der Probleme des Unternehmens erst kurz vor seinem Konkurs deutlich wurde. Spätestens seit dem 10. Juli 2001, als die argentinische Regierung bei einem inländischen Anleihennehmer unerwartet hohe Zinsen zahlen musste, hatten die Märkte erkannt, dass für Argentinien eine reale Ausfallwahrscheinlichkeit bestand. Damals fiel die umsatzstärkste Anleihe Argentiniens um 5,1%. Im November, als die Pläne für eine Umschuldung der ausstehenden Staatsanleihen von den Anlegern negativ aufgenommen wurden, erhöhte sich die Einschätzung des Ausfallrisikos. Anfang Dezember stieg sie erneut, als die Bankkonten eingefroren wurden und der IWF die weitere Auszahlung von Mitteln im Rahmen einer Unterstützungsvereinbarung hinausschob, wobei er als Grund die langsamen Fortschritte bei der Steuerreform nannte. Der Ankündigung Ende

... sowohl im Vorfeld der Krise als auch danach

Kurs einer argentinischen Staatsanleihe¹



Anmerkung: Die vertikalen Linien markieren folgende Ereignisse: 10. Juli – In einer Anleihenauktion wird der Staat mit hohen Zinssätzen konfrontiert; 1. November – Argentinien kündigt Umschuldung an; 2. Dezember – Die Regierung beschränkt die Konvertibilität von Bankeinlagen und führt Devisenkontrollen ein; 5. Dezember – Der IWF verweigert die Freigabe von Mitteln; 20. Dezember – Rücktritt von Präsident de la Rúa; 23. Dezember – Argentinien erklärt sich zahlungsunfähig.

¹ Anleihe Republik Argentinien, 11%, begeben 1997, Fälligkeit 2017.

Quelle: Datastream.

Grafik 1.10

Dezember, dass das Land Zahlungen von \$ 132 Mrd. für seine Auslandsschulden aussetzen werde, waren hartnäckige Bemühungen, das Currency Board und das Bankensystem des Landes zu stützen, und eine Zeit sozialer und politischer Unruhen vorausgegangen.

Im ersten Quartal 2002 bemühte sich die neue Regierung, neue politische Rahmenbedingungen zu schaffen, die erst auf einem dualen Wechselkursregime und anschliessend auf einer frei schwankenden (und stark abgewerteten) Währung basierten. Trotz dieser ungewissen Aussichten schienen die Probleme Argentiniens jedoch weder auf andere Länder Lateinamerikas übergreifen, noch fügten sie dem weltweiten Finanzsystem nennenswerten Schaden zu. Gläubiger mit Grosskrediten an Argentinien, vor allem ausländische Banken, werden höchstwahrscheinlich einen Teil ihrer Forderungen abschreiben müssen. Dennoch konnten offenbar die meisten Gläubiger Argentiniens ihr Engagement in den Monaten vor dem Ausfall auf ein akzeptables Niveau zurückführen. Daher konnten sie den Ausfall verkraften, ohne plötzlich in grossem Umfang andere Staatsanleihen verkaufen zu müssen, um die Verluste aus Geschäften mit Argentinien zu decken.

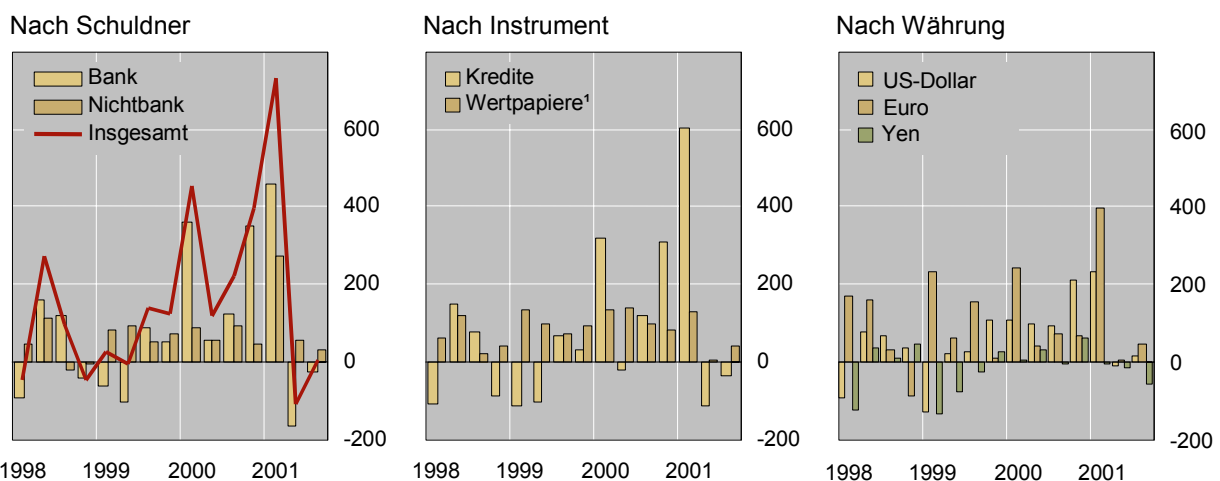
2. Das internationale Bankgeschäft

Das internationale Bankgeschäft entwickelte sich auch im dritten Quartal 2001 verhalten. Nach ihrem beträchtlichen Rückgang im zweiten Quartal stabilisierten sich die Auslandsforderungen der Banken im dritten Quartal wechsellkursbereinigt bei \$ 11,3 Bio. Die Verringerung von Yen-Krediten japanischer Banken trug zu einem Rückgang der Forderungen gegenüber Banken um \$ 26 Mrd. bei; diese sanken damit im zweiten Quartal in Folge. Der anhaltende Anstieg der Forderungen gegenüber Nichtbanken wurde durch den Absatz europäischer Staatspapiere gestützt, doch war dieser Anstieg mit \$ 30 Mrd. der geringste seit fast drei Jahren.

Die Nettoströme von Bankkrediten aus dem Berichtsgebiet der BIZ in die aufstrebenden Volkswirtschaften waren zum ersten Mal seit 1999 positiv. Im dritten Quartal beliefen sich diese Zuflüsse auf \$ 4 Mrd., verglichen mit durchschnittlichen Quartalsabflüssen in Höhe von \$ 35 Mrd. im ersten Halbjahr 2001. Dieser Umschwung war jedoch nicht auf ein Ansteigen der Bankkreditvergabe zurückzuführen; zwar nahmen die Forderungen gegenüber einigen Ländern zu, aber insgesamt bauten die aufstrebenden Volkswirtschaften ihre Verschuldung

Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken

Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar



¹ Hauptsächlich Schuldinstrumente. Sonstige Aktiva machen weniger als 5% der gesamten Forderungen aus. Daten teilweise geschätzt. Grafik 2.1

bei ausländischen Banken weiter ab. Der Umschwung war vielmehr dadurch bedingt, dass die Öl exportierenden Länder und die ostasiatischen Volkswirtschaften, die vorher hohe Einlagen bei Banken im Berichtsgebiet platziert hatten, diese im dritten Quartal abzuziehen begannen.

Japanische Banken verringern ihre Yen-Forderungen

Das Yen-Segment im internationalen Bankgeschäft verzeichnete im dritten Quartal einen kräftigen Rückgang. Die auf Yen lautenden Forderungen gegenüber allen Gläubigern verringerten sich um \$ 54 Mrd. bzw. etwa 7% (Grafik 2.1). Diese Abnahme spiegelt sich gänzlich in einer Verringerung der Interbankforderungen wider (Tabelle 2.1). Vornehmlich waren es japanische Banken, die ihre bei europäischen Banken, insbesondere im Vereinigten Königreich, platzierten Finanzmittel kürzten.

Auslandsforderungen von an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Banken ¹								
Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar								
	1999	2000			2001			Stand Ende Sept. 2001
	Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	
Interbankforderungen insgesamt	- 17,1	900,1	126,5	349,7	456,9	- 166,2	- 25,8	7 416,5
Forderungen an eigene Geschäftsstellen	8,4	408,2	94,0	159,0	185,2	- 65,5	92,8	3 633,5
Kredite und Einlagen	- 221,5	669,9	97,6	302,3	396,9	- 155,3	- 22,0	6 334,7
Wertpapiere ²	204,4	230,2	29,0	47,5	60,0	- 10,9	- 3,8	1 081,8
Entwickelte Länder	200,3	870,0	106,6	280,3	424,3	- 118,6	- 26,1	5 951,7
Europa	291,4	608,1	61,3	197,8	424,4	- 79,8	- 29,1	4 235,9
im Euro-Raum ³	154,6	88,4	10,9	15,7	63,8	25,7	0,2	833,5
Japan	- 188,0	55,4	- 4,8	72,9	5,5	- 30,0	- 13,5	406,7
USA	87,7	185,5	53,2	- 7,1	- 12,2	3,2	10,6	1 142,4
Offshore-Finanzplätze	- 126,2	3,9	20,0	51,2	24,5	- 33,8	- 3,0	882,5
Entwicklungsländer	- 52,1	3,8	- 9,1	8,0	- 6,6	- 13,2	- 2,2	384,1
Nicht aufgliederbar ⁴	- 39,1	22,4	9,0	10,2	14,7	- 0,6	5,5	198,2
US-Dollar	- 108,3	387,7	69,0	152,6	93,4	- 41,3	7,1	3 171,1
Euro	274,3	272,1	20,6	47,1	270,3	4,0	5,3	2 105,4
Yen	- 192,2	75,4	4,5	87,3	- 12,1	- 22,2	- 56,9	510,2
Sonstige Währungen ⁵	9,1	164,9	32,4	62,7	105,3	- 106,7	18,7	1 629,8
<i>Nachrichtlich:</i>								
Inlandsforderungen ⁶	1,5	53,9	27,5	- 23,1	94,4	- 28,1	0,9	865,3

¹ Einschl. Forderungen an eigene Geschäftsstellen. ² Hauptsächlich Schuldtitel. Sonstige Aktiva entsprechen weniger als 5% der gesamten ausstehenden Forderungen. Daten teilweise geschätzt. ³ Euro-Auslandsforderungen der berichtenden Banken mit Sitz im Euro-Raum an Schuldner des Euro-Raums. ⁴ Einschl. Forderungen an internationale Organisationen. ⁵ Einschl. nicht aufgliederbare Währungen. ⁶ Fremdwährungsforderungen an Gebietsansässige des Sitzlandes der berichtenden Bank.

Tabelle 2.1

Umfangreiche Rückführung von Yen-Finanzmitteln nach Japan ...

Der Rückgang der Yen-Forderungen im dritten Quartal 2001 war der stärkste seit dem ersten Halbjahr 1999. Damals war die Abnahme der Yen-Forderungen auf die Schliessung bzw. Verkleinerung von Tochtergesellschaften japanischer Banken im Ausland zurückzuführen gewesen.¹ Im dritten Quartal 2001 standen erneut japanische Banken hinter dem Forderungsrückgang. Jedoch waren nicht Forderungen an eigene Geschäftsstellen, sondern Forderungen an unverbundene Banken für die Abnahme hauptsächlich verantwortlich. Die auf Yen lautenden Forderungen japanischer Banken an verbundene Niederlassungen fielen im dritten Quartal nur um \$ 4 Mrd., im Vergleich zu nahezu \$ 120 Mrd. im ersten Halbjahr 1999. Wenn auch die meisten Finanzmittel von Banken mit Hauptsitz in London abgezogen wurden, so waren insgesamt doch Banken unterschiedlicher Nationalität betroffen: Banken mit Hauptsitz in den Niederlanden, in Deutschland, in der Schweiz, im Vereinigten Königreich und in den USA mussten jeweils einen Verlust an Finanzmitteln in Yen hinnehmen.

... teilweise aufgrund der Auflösung von Offshore-Krediten

Unterschiedliche Faktoren erklären die Rückführung von Yen-Finanzmitteln nach Japan. Erstens hielt die Auflösung von in Offshore-Finanzplätzen verbuchten Yen-Krediten an Nichtbanken in Japan an. Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an Nichtbanken in Japan verringerte sich im dritten Quartal um \$ 11 Mrd. Ein Teil dieser Finanzmittel wurde über den Interbankmarkt zurück nach Japan gelenkt (Tabelle 2.2). Zweitens verlagerten einige Auslandsbanken ihre Yen-Positionen von ihren Geschäftsstellen im Ausland zu ihren Geschäftsstellen in Tokio. Drittens sorgten Fusionen zwischen japanischen Banken Meldungen zufolge für eine Neubewertung der Kreditlimits für Geldmarktgeschäfte mit Auslandsbanken, mit der Konsequenz eines Abzugs von Finanzmitteln. Nahezu alle Bankfusionen führen dazu, dass die vom neuen Finanzinstitut festgelegten Kreditlimits unter der Summe der Kreditlimits der Fusionspartner liegt. (Parallel dazu verringern die Kontrahenten im Normalfall ihre Kreditlimits für die fusionierte Einheit.)

Weitere mögliche Erklärungen für die Rückführung von auf Yen lautenden Finanzmitteln sind die Abnahme der Nachfrage aus Übersee nach Yen-Finanzierungen und der Liquiditätsbedarf japanischer Banken. Diese Faktoren dürften im dritten Quartal jedoch nur eine untergeordnete Rolle gespielt haben. Während im dritten Quartal weniger Portfolioinvestitionen von Gebietsfremden nach Japan flossen, blieb der Bestand der auf Yen lautenden Kredite von Banken im Berichtsgebiet an Gebietsansässige in Ländern, in denen die Banken beheimatet sind, mit \$ 89 Mrd. im Wesentlichen unverändert. Ausserdem ist der Zinssatz, zu dem Banken am Finanzplatz Tokio untereinander ausleihen konnten, seit dem zweiten Quartal 2001 stabil geblieben. Ein Liquiditätsproblem scheint somit nicht vorhanden gewesen zu sein.

¹ S. R. N. McCauley und Y. K. Mo, „Jüngste Entwicklungen des internationalen Bankgeschäfts von Hongkong“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 1999, S. 12-13. S. auch H. Nakaso, „The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt“, *BIS Papers*, Nr. 6, Oktober 2001.

Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Nichtbanken								
Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar								
	1999	2000		2001			Stand Ende Sept. 2001	
	Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.		3. Q.
Forderungen an Nichtbanken insgesamt	303,3	289,4	94,9	45,5	274,0	57,6	30,1	3 854,9
Kredite und Einlagen Wertpapiere ¹	103,0	59,2	23,7	8,5	206,2	50,0	- 11,6	2 262,3
	200,3	230,2	71,3	37,0	67,8	7,7	41,7	1 592,5
Entwickelte Länder	275,4	258,2	81,5	47,7	236,3	46,5	27,2	2 894,7
Europa	259,0	198,3	67,3	31,6	99,6	23,9	31,4	1 615,9
im Euro-Raum ²	147,8	55,2	10,2	4,8	53,5	6,1	13,3	616,3
Japan	- 64,4	- 67,5	- 10,3	- 33,5	- 7,1	4,9	- 10,9	106,3
USA	86,0	123,4	22,7	48,0	141,5	9,8	5,3	1 079,1
Offshore-Finanzplätze	24,6	47,0	7,2	16,0	25,5	7,0	11,0	384,5
Entwicklungsländer	- 15,9	- 15,6	5,4	- 13,8	9,2	4,8	- 8,2	490,4
Nicht aufgliederbar ³	19,1	- 0,2	0,8	- 4,5	3,0	- 0,7	0,1	85,3
US-Dollar	141,5	124,4	26,7	57,7	137,7	30,2	8,7	1 732,9
Euro	185,1	157,4	52,6	21,3	128,2	- 0,2	43,4	1 271,2
Yen	- 7,0	19,3	- 8,6	- 25,8	6,1	7,4	3,2	269,7
Sonstige Währungen ⁴	- 16,3	- 11,7	24,2	- 7,7	2,0	19,3	- 25,2	581,1
<i>Nachrichtlich:</i>								
Inlandsforderungen ⁵	27,1	144,6	- 3,1	40,7	27,6	- 3,6	- 2,4	716,3

¹ Hauptsächlich Schuldtitel. Sonstige Aktiva entsprechen weniger als 5% der gesamten ausstehenden Forderungen. Daten teilweise geschätzt. ² Euro-Auslandsforderungen der berichtenden Banken mit Sitz im Euro-Raum an Schuldner des Euro-Raums. ³ Einschl. Forderungen an internationale Organisationen. ⁴ Einschl. nicht aufgliederbare Währungen. ⁵ Fremdwährungsforderungen an Gebietsansässige des Sitzlandes der berichtenden Bank. Tabelle 2.2

Banken erhöhen Käufe europäischer Staatspapiere

Im Gegensatz zu den Yen-Forderungen stiegen die auf Euro lautenden Forderungen von Banken im Berichtsgebiet der BIZ im dritten Quartal weiter an. Die grenzüberschreitenden Forderungen in Euro erhöhten sich um \$ 49 Mrd. bzw. etwa 2% (Tabellen 2.1 und 2.2). Wie in den Vorquartalen waren die Mittelströme zwischen dem Vereinigten Königreich und dem Euro-Raum für den grössten Teil des Forderungsanstiegs verantwortlich.

Euro-Forderungen
steigen weiter an

Zwar erhöhten sich die auf Euro lautenden Forderungen an Banken im dritten Quartal nur um \$ 5 Mrd. Die kumulierte Zahl verschleiert jedoch eine beträchtliche Umschichtung der Interbankpositionen. Banken mit Hauptsitz im Euro-Raum erhöhten ihre Forderungen an Banken aus dem Vereinigten Königreich, und gleichzeitig verringerten Banken aus dem Vereinigten Königreich ihre Forderungen an Banken aus dem Euro-Raum. Auf Nettobasis erfolgten deswegen hohe auf Euro lautende Mittelströme von Banken aus dem Euro-Raum in das Vereinigte Königreich.

Während in den Vorquartalen Mittelströme aus dem Euro-Raum in das Vereinigte Königreich gewöhnlich im Londoner Interbankmarkt rezykliert wurden, bevor sie zurück an Banken im Euro-Raum gelenkt wurden, flossen die Finanzmittel im dritten Quartal in Form von Krediten direkt an Nichtbanken. Banken mit Hauptsitz im Vereinigten Königreich vergaben Euro-Kredite in Höhe von \$ 15 Mrd. an im Vereinigten Königreich ansässige Nichtbanken, einschliesslich der Wertpapier Tochtergesellschaften der Banken. Zudem legten sie etwa \$ 20 Mrd. in auf Euro lautenden Wertpapieren an, die von Nichtbanken aus dem Euro-Raum emittiert wurden. Banken mit Hauptsitz im Euro-Raum legten weitere \$ 12 Mrd. in Wertpapieren von Nichtbanken aus dem Euro-Raum an.

Banken investieren statt in Unternehmenspapiere vermehrt in Staatspapiere

Dank dieser Wertpapieranlagen verharren die Mittelströme an Nichtbanken in Europa im Bereich des Durchschnitts der Vorquartale. Da öffentliche Schuldner Kreditnehmer aus dem Unternehmensbereich ersetzen, haben sich jedoch offenbar die eigentlichen Empfänger der Finanzmittel geändert. Die Kreditnachfrage der Unternehmen schwächte sich im Einklang mit der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in Europa und anderswo ab. Wie im *BIZ-Quartalsbericht* vom Dezember 2001 bereits erörtert, fiel das Zeichnungsvolumen von Konsortialkrediten für europäische Kreditnehmer im dritten Quartal im Vergleich zum Vorjahresquartal um 58%. Banken scheinen ihre Kreditengagements gegenüber Unternehmensschuldern in Europa weder zu reduzieren noch auszuweiten. Die konsolidierte BIZ-Statistik deutet darauf hin, dass hereinfließendes Geld stattdessen in Staatspapieren angelegt wird. Die Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Schuldern des öffentlichen Sektors in Europa stiegen im dritten Quartal 2001 auf 13% der internationalen Forderungen, nachdem sie im zweiten Halbjahr 2000 und im ersten Halbjahr 2001 konstant bei 12% gelegen hatten. Dabei wiesen die Forderungen an den öffentlichen Sektor Deutschlands und Italiens die grösste Steigerung auf.

Lustloses Geschäft am US-Dollar-Markt

Das US-Dollar-Segment im internationalen Bankgeschäft entwickelte sich auch im dritten Quartal 2001 gedämpft. Die auf US-Dollar lautenden Forderungen von Banken im Berichtsgebiet der BIZ stiegen im dritten Quartal nur um \$ 16 Mrd. – gleichbedeutend mit weniger als 0,5% des ausstehenden Forderungsbestands –, nachdem sie im zweiten Quartal in einer ähnlich geringfügigen Grössenordnung zurückgegangen waren. Im Vergleich zu früheren Quartalen, als der Forderungsanstieg mehr als \$ 100 Mrd. erreichte, stellt dies eine spürbare Verlangsamung dar (Grafik 2.1).

US-Dollar-Interbankgeschäft trotz 11. September schwach

Die Terroranschläge vom 11. September in den USA scheinen auf das grenzüberschreitende Interbankgeschäft nur geringe Auswirkungen gehabt zu haben. Obwohl sich die Nachfrage nach Liquidität in US-Dollar im Anschluss an die Anschläge erhöhte, blieben die US-Dollar-Interbankforderungen nahezu unverändert. Die Federal Reserve injizierte im Laufe des Monats September ungewöhnlich viel Liquidität in das US-Bankensystem, die von Banken in

US-Besitz teilweise an ihre eigenen Geschäftsstellen in Europa und an Offshore-Finanzplätzen gelenkt wurde. Diese Finanzmittel wurden jedoch nicht im internationalen Bankgeschäft rezykliert. Auslandsbanken scheinen für Finanzierungen in US-Dollar andere Quellen gefunden zu haben. Japanische Banken lenkten US-Dollar-Finanzmittel an ihre Tochtergesellschaften in den USA. Banken aus der Schweiz und aus einigen anderen europäischen Ländern lösten US-Dollar-Positionen gegenüber ihren eigenen Geschäftsstellen in den USA auf. Zudem erhöhten sich die US-Dollar-Zuflüsse von Gebietsansässigen aus Ländern, in denen die Banken ihren Hauptsitz haben, da fällige kurzfristige US-Dollar-Kredite nicht erneuert wurden.

Ein weiterer Grund für die verhaltene Entwicklung des US-Dollar-Segments im internationalen Bankgeschäft war die anhaltende Verlangsamung der Mittelströme an Nichtbankschuldner in den USA. Die grenzüberschreitenden Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber US-Nichtbanken erhöhten sich im dritten Quartal nur um \$ 5 Mrd. Dies war die niedrigste Zunahme seit mehreren Jahren (Tabelle 2.2). Im Gegensatz zur Entwicklung in Europa verringert sich der Anteil der Staatstitel an den Bankforderungen gegenüber US-Nichtbanken zugunsten von Schuldtiteln des privaten Sektors. Die Forderungen an den öffentlichen Sektor gingen von 14% der internationalen Forderungen an US-Schuldner Ende des Jahres 2000 auf 12% im dritten Quartal 2001 zurück. Käufe von Schuldtiteln staatlicher Körperschaften, insbesondere von Anleihen, die von „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ emittiert wurden, scheinen diese Verschiebung verursacht zu haben. Aufgrund des gefallen Umlaufs von US-Schatzpapieren, einer wahrgenommenen Verschlechterung der Marktliquidität und niedriger Renditen der Staatspapiere sind Schuldtitel staatlicher Körperschaften eine zunehmend attraktive Alternative zu Schatzpapieren.²

Forderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor in den USA rückläufig

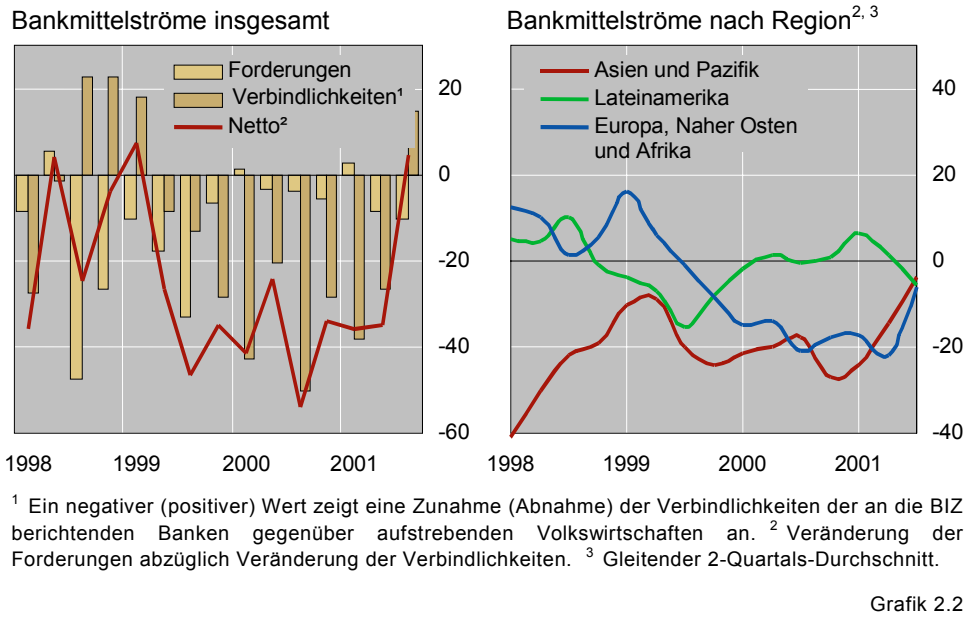
Positive Mittelströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften

Die Nettoströme von Banken im Berichtsgebiet in die aufstrebenden Volkswirtschaften waren zum ersten Mal seit über zwei Jahren positiv (Grafik 2.2). Gebietsansässige sowohl in der Asien-Pazifik-Region als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas, im Nahen Osten und in Afrika erhielten mehr Finanzmittel von Banken, als sie an Banken transferierten. Nur in Lateinamerika blieben die Mittelströme von Banken negativ. Der Umschwung bei den Mittelströmen zeugt jedoch nicht von einem neuerlichen Appetit auf Wertpapiere aus den aufstrebenden Volkswirtschaften, denn die Bankforderungen gingen sogar erneut zurück. Der Umschwung erklärt sich stattdessen durch einen Einlagenabzug von Banken im Berichtsgebiet.

² S. Study group on fixed income markets, „The changing shape of fixed income markets“, in *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIZ Papers, Nr. 5, Oktober 2001, S. 18.

Auslandspositionen der Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften

Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar



Die Banken steigerten die Kreditvergabe an einige aufstrebende Volkswirtschaften, während sie in anderen die Forderungen in einem geringeren Umfang zurückschraubten (Tabelle 2.3). Die Forderungen an Länder, die sich in Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union befinden, stiegen um \$ 1,8 Mrd., die an Taiwan, China, in ähnlicher Grössenordnung. Wertpapierpensionsgeschäfte zwischen koreanischen Wertpapierhäusern und US-Banken trugen zu einem Forderungsanstieg gegenüber Korea um \$ 1 Mrd. bei. Der Mittelabzug von Auslandsbanken aus der Türkei begann nachzulassen. Banken im Berichtsgebiet der BIZ verringerten erneut die kurzfristigen Kredite an türkische Banken, obwohl sie ihnen neue Konsortialkreditfazilitäten in Höhe von \$ 1,4 Mrd. bereitstellten. Die Abnahme in der Interbankkreditvergabe wurde teilweise durch eine Forderungszunahme gegenüber Unternehmensschuldnern ausgeglichen. Folglich fielen die Forderungen gegenüber der Türkei nur um \$ 0,9 Mrd., nachdem sie im ersten und im zweiten Quartal jeweils um mehrere Milliarden US-Dollar abgenommen hatten.

Dennoch verringerten sich die Gesamtforderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften im dritten Quartal um \$ 10 Mrd. Dies war der grösste Rückgang seit zwei Jahren. Die Forderungen an Thailand, Festland-China und Indonesien fielen jeweils um \$ 2 Mrd. oder mehr. Die kurzfristigen Kredite an argentinische Banken verringerten sich um \$ 1 Mrd., und die Forderungen an

Mittelabzug aus der Türkei lässt nach ...

... aber die Gesamtforderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften gehen stark zurück

Auslandspositionen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Entwicklungsländern

Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar

	Position der Banken ¹	1999	2000		2001			Stand Ende Sept. 2001	
		Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.		3. Q.
Insgesamt	Forderungen	- 68,0	- 11,9	- 3,7	- 5,5	2,5	- 8,3	- 10,4	874,5
	Verbindlichkeiten	32,6	141,5	50,2	28,2	38,4	26,7	- 14,8	1 090,0
Argentinien	Forderungen	0,7	1,2	2,3	0,3	- 1,7	1,5	- 2,0	44,8
	Verbindlichkeiten	0,1	3,2	3,7	- 1,0	- 6,0	2,3	- 1,8	34,9
Brasilien	Forderungen	- 8,9	9,5	3,3	4,6	4,0	- 0,0	- 0,2	98,9
	Verbindlichkeiten	2,2	- 4,6	2,3	0,7	- 2,6	2,2	4,8	51,8
Chile	Forderungen	- 1,7	0,3	0,4	- 0,5	0,5	0,4	- 0,5	19,1
	Verbindlichkeiten	2,7	- 1,4	- 0,4	0,4	- 0,3	0,2	- 0,5	15,1
China	Forderungen	- 17,1	- 5,4	- 1,6	- 0,4	- 1,8	1,5	- 2,7	56,1
	Verbindlichkeiten	- 4,1	35,7	5,2	8,1	0,6	3,5	- 6,7	98,8
Indonesien	Forderungen	- 7,1	- 3,6	- 0,3	- 0,4	- 0,8	- 1,5	- 2,3	36,8
	Verbindlichkeiten	- 0,5	- 1,0	- 0,5	- 0,4	1,5	- 0,7	- 0,4	12,9
Korea	Forderungen	- 5,0	- 4,8	- 1,8	- 9,3	3,3	- 2,6	1,0	65,3
	Verbindlichkeiten	- 4,5	- 1,7	- 3,4	- 6,9	4,6	- 2,2	- 2,4	27,3
Mexiko	Forderungen	- 4,0	- 1,0	- 2,3	- 3,8	4,9	0,4	- 1,3	61,9
	Verbindlichkeiten	4,1	7,1	0,2	- 1,6	3,2	0,6	4,9	62,8
Russland	Forderungen	- 6,5	- 6,6	- 3,3	- 0,6	- 1,2	0,3	0,2	34,9
	Verbindlichkeiten	3,8	7,2	3,2	- 1,8	3,8	2,6	- 2,8	26,9
Saudi-Arabien	Forderungen	2,1	0,1	0,0	1,4	- 1,9	0,1	- 1,6	22,7
	Verbindlichkeiten	- 17,9	10,9	7,3	4,9	4,7	- 1,4	- 5,8	57,3
Südafrika	Forderungen	- 0,8	0,6	0,8	0,6	0,5	- 0,6	0,9	19,2
	Verbindlichkeiten	2,1	0,4	1,8	- 1,0	1,2	0,6	1,1	13,7
Thailand	Forderungen	- 17,4	- 7,8	- 1,0	- 3,3	- 1,0	- 0,8	- 3,1	22,3
	Verbindlichkeiten	0,0	1,9	- 0,7	1,8	0,3	1,0	- 0,5	14,8
Türkei	Forderungen	5,9	11,3	2,5	3,4	- 2,2	- 5,1	- 0,9	40,7
	Verbindlichkeiten	3,3	2,3	0,3	2,6	- 1,2	0,4	0,8	20,6
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>EU-Beitrittskandidaten²</i>	<i>Forderungen</i>	<i>5,2</i>	<i>5,2</i>	<i>2,5</i>	<i>2,9</i>	<i>3,4</i>	<i>- 0,5</i>	<i>1,8</i>	<i>70,1</i>
	<i>Verbindlichkeiten</i>	<i>10,3</i>	<i>5,5</i>	<i>2,7</i>	<i>3,0</i>	<i>4,5</i>	<i>- 0,3</i>	<i>0,8</i>	<i>58,1</i>
<i>OPEC-Mitglieder</i>	<i>Forderungen</i>	<i>- 8,9</i>	<i>- 11,8</i>	<i>- 1,7</i>	<i>- 1,5</i>	<i>- 7,2</i>	<i>- 2,8</i>	<i>- 5,1</i>	<i>121,6</i>
	<i>Verbindlichkeiten</i>	<i>- 19,4</i>	<i>37,8</i>	<i>17,2</i>	<i>7,6</i>	<i>13,2</i>	<i>2,0</i>	<i>- 9,9</i>	<i>238,6</i>

¹ Die Verbindlichkeiten bestehen hauptsächlich aus Einlagen. Die übrigen Verbindlichkeiten entsprechen weniger als 1% des Gesamtbestands. ² Länder in Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union: Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Rumänien, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn und Zypern. Tabelle 2.3

in Argentinien ansässige Nichtbanken fielen ebenfalls um \$ 1 Mrd.³ Die Forderungen an Mexiko, Chile und Brasilien gingen in kleinerem Umfang zurück.⁴

³ Nähere Angaben zur Veränderung der Engagements von Banken in Argentinien finden sich in „BIS international consolidated banking statistics – third quarter of 2001“, BIZ-Pressemitteilung 03/2002E vom 28. Januar 2002.

⁴ Die Fusion der Nichtbanktochter einer Auslandsbank mit deren Banktochter führte zu einer Abnahme der Forderungen an Nichtbanken in Brasilien um \$ 4 Mrd., die durch einen entsprechenden Forderungsanstieg an Banken ausgeglichen wurde.

Schuldner aus diesen drei Ländern nahmen jedoch im vierten Quartal vergleichbar hohe Beträge (gemessen an den Vorquartalen) am internationalen Markt für Konsortialkredite auf. Der Forderungsrückgang im dritten Quartal dürfte sich daher als vorübergehend erweisen (s. „Internationale Konsortialkredite: Rekordgeschäft im Energiesektor“ auf S. 26).

Während in den Vorquartalen Gebietsansässige aus den aufstrebenden Volkswirtschaften den Mittelabfluss an Banken im Berichtsgebiet der BIZ durch die Platzierung von Einlagen bei diesen Banken verstärkt hatten, zogen sie im dritten Quartal 2001 einen Teil dieser Finanzmittel wieder ab. Die Verbindlichkeiten der Banken gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften fielen kumuliert um \$ 15 Mrd., nachdem sie vom zweiten Quartal 1999 bis zum zweiten Quartal 2001 jeweils um durchschnittlich \$ 29 Mrd. gewachsen waren. Nur in Lateinamerika platzierten Gebietsansässige erneut Einlagen bei Banken im Berichtsgebiet. Dagegen wurden Finanzmittel in die Asien-Pazifik-Region sowie nach Europa, dem Nahen Osten und Afrika zurückgeführt.

Die Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsansässigen aus Ostasien verzeichneten den stärksten Rückgang. Gebietsansässige aus Festland-China zogen \$ 6,7 Mrd. von Banken im Berichtsgebiet ab. In Korea waren es \$ 2,4 Mrd. und in Malaysia \$ 1,5 Mrd. Auch die OPEC-Länder zogen hohe Beträge ab. Allein Saudi-Arabien repatriierte \$ 5,8 Mrd. In Lateinamerika transferierten Gebietsansässige aus Mexiko und Brasilien erneut Finanzmittel an Auslandsbanken. Dies taten auch in Argentinien ansässige Nichtbanken; sie platzierten im dritten Quartal einen relativ hohen Betrag von \$ 1,4 Mrd. bei Banken im Berichtsgebiet. Diese Platzierungen wurden jedoch durch den Einlagenabzug in Höhe von \$ 3,2 Mrd. durch argentinische Banken mehr als ausgeglichen. Ende September 2001 hielten in Argentinien ansässige Nichtbanken \$ 18,6 Mrd. und argentinische Banken \$ 16,3 Mrd. – fast ausschließlich auf US-Dollar lautend – bei Banken im Berichtsgebiet.

Die Verschlechterung der Leistungsbilanz der aufstrebenden Volkswirtschaften trägt viel zur Erklärung des Umschwungs der Nettoströme von Banken bei. Der Überschuss der Leistungsbilanz der aufstrebenden Volkswirtschaften halbierte sich im Jahr 2001 auf etwa 1% des BIP, und im Jahr 2002 wird ein Defizit erwartet. Eine Verlangsamung des Exportwachstums liess den Überschuss Ostasiens schrumpfen, während der Rückgang der Ölpreise den Überschuss der Erdöl exportierenden Länder verringerte. Fallende Zinsen in den USA und Europa verringerten die relative Attraktivität von Fremdwährungseinlagen bei Banken und trugen somit ebenfalls zum Mittelabfluss von den Banken bei.

Kräftiger Einlagenabzug bei den an die BIZ berichtenden Banken ...

... aufgrund einer Verschlechterung der Leistungsbilanz der aufstrebenden Volkswirtschaften

Internationale Konsortialkredite: Rekordgeschäft im Energiesektor

Jesper Wormstrup

Das Zeichnungsvolumen internationaler Konsortialkredite belief sich im vierten Quartal 2001 auf \$ 322 Mrd. Saisonbereinigt bedeutet dies im Vergleich zum Vorquartal einen leichten Rückgang um 7%. Im Gesamtjahr 2001 erreichte das Zeichnungsvolumen neu bereitgestellter internationaler Konsortialkreditfazilitäten \$ 1,4 Bio., nur 6% weniger als im Rekordjahr 2000 und deutlich mehr als im Durchschnitt der zweiten Hälfte der neunziger Jahre, als die weltwirtschaftliche Lage um einiges günstiger war.

Die Kreditvergabe an Schuldner aus den Industrieländern betrug \$ 297 Mrd. Unternehmen des Energiesektors waren besonders aktiv und nahmen nahezu ein Viertel der verfügbaren Kredite auf, verglichen mit 12% bis 13% im historischen Durchschnitt. Das italienische Energieversorgungsunternehmen Enel (Ente Nazionale per l'Energia Elettrica) zeichnete € 5 Mrd., teilweise zur Refinanzierung einer im November 2000 bereitgestellten Fazilität. Italoenergia, ein Konsortium bestehend aus Fiat und Electricité de France, nahm € 6,5 Mrd. auf, um seinem Übernahmeangebot für Montedison, ein italienisches Konglomerat, finanziellen Rückhalt zu geben. Der US-Energieversorger First Energy Corp schliesslich zeichnete eine mit einer Übernahme zusammenhängende Fazilität über \$ 4 Mrd.

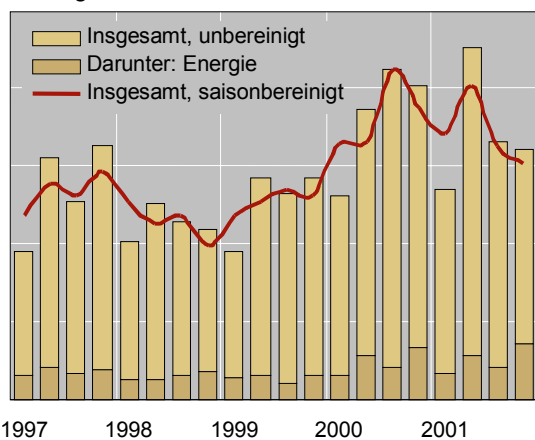
Die Kreditvergabe zur Finanzierung von Fusionen und Übernahmen blieb im vierten Quartal dank der Entwicklung im Energiesektor mit \$ 35 Mrd. im Vergleich zum Vorquartal unverändert. Mit insgesamt \$ 140 Mrd. für das Jahr 2001 jedoch sank sie im Gleichklang mit dem zugrunde liegenden Rückgang der Fusionen und Übernahmen um 33% gegenüber dem Vorjahr.

Die Kreditvergabe im Telekommunikationssektor zog im vierten Quartal an, auch wenn dies zu einem grossen Teil auf die Refinanzierung der im Jahr 2000 bereitgestellten Fazilitäten zurückzuführen ist, als die Kreditvergabe an Telekommunikationsunternehmen ihren Höhepunkt erreichte. Das US-Unternehmen AT&T zeichnete eine Refinanzierungsfazilität über \$ 8 Mrd. und ergänzte und erneuerte damit eine grössere Fazilität von Dezember 2000. Italian Wind Telecomunicazione SpA erneuerte zuvor gezeichnete Fazilitäten über € 5,5 Mrd. Das britische Mobilfunkunternehmen mm02, eine ehemalige Tochtergesellschaft von British Telecommunications, zeichnete eine Fazilität über £ 3,5 Mrd. Nach einer Reihe von Bonitätsherabstufungen in jüngster Zeit sahen sich Telekommunikationsunternehmen im Allgemeinen mit höheren Mittelaufnahmekosten als im Jahr 2000 konfrontiert; in einigen Fällen waren diese sogar um 100 Basispunkte angestiegen.

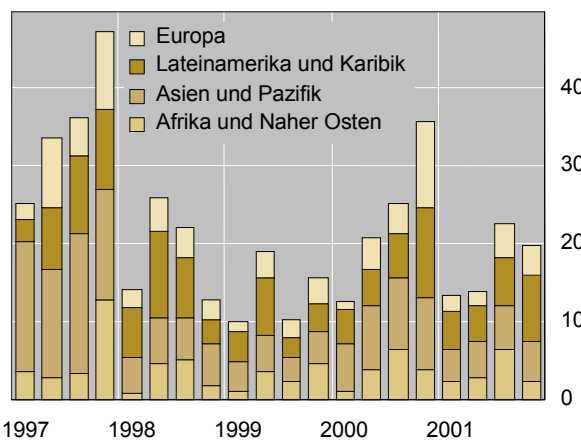
Geschäft am internationalen Konsortialkreditmarkt

Mrd. US-Dollar

Bereitgestellte Fazilitäten



Fazilitäten für aufstrebende Volkswirtschaften



Quellen: Dealogic Loanware; BIZ.

Die Konsortialkreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften verlangsamte sich im vierten Quartal leicht auf \$ 20 Mrd. Nach einer ungewöhnlich schwachen Entwicklung im dritten Quartal waren mexikanische Schuldner – hauptsächlich Telefonunternehmen und andere Konglomerate – mit einem Zeichnungsvolumen von \$ 4 Mrd. die aktivsten Kreditnehmer. Brasilianische Schuldner nahmen \$ 2,2 Mrd. und koreanische Schuldner \$ 1,4 Mrd. auf. Argentinischen Kreditnehmern gelang es trotz der dortigen Krise, \$ 0,5 Mrd. zu zeichnen. Mehr als die Hälfte dieses Betrags ging an Unternehmen aus dem Energiesektor, und ein grosser Teil des Restbetrags war für Handelsfinanzierungen bestimmt. Im Gesamtjahr 2001 nahmen Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften \$ 70 Mrd. auf, 26% weniger als im Jahr 2000.

3. Die internationalen Märkte für Schuldtitel

Nach dem Einbruch im dritten Quartal 2001 erholten sich Brutto- und Nettoabsatz internationaler Schuldtitel teilweise im vierten. Dies könnte zum Teil eine Verschiebung der Emissionstätigkeit vom dritten in das vierte Quartal widerspiegeln, zu der es aufgrund der schweren Beeinträchtigung der Kapitalmärkte durch die Attentate vom 11. September kam. Im Emissionsverhalten waren Ende des Jahres 2001 interessante Unterschiede zwischen den verschiedenen Nationalitäten und Währungen erkennbar. So zeigten die Emittenten von Anleihen und Notes in US-Dollar und in Pfund Sterling eine starke Präferenz für festverzinsliche Papiere, während in Euro und Yen mehr zinsvariable Instrumente begeben wurden. Der bei den US-Schuldnern verzeichnete Anstieg des Nettoabsatzes war überwiegend die Folge niedrigerer Tilgungen, während bei den europäischen Emissionen eine Zunahme der Ankündigungen die Ursache für den starken Nettozuwachs war. Im kürzeren Laufzeitbereich, bei den internationalen Geldmarktinstrumenten, blieb der Nettoabsatz im vierten Quartal negativ; das Commercial-Paper-Segment verzeichnete allerdings einen positiven Umschwung. Der Nettoabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften erholte sich leicht, ist jedoch gegenüber den Werten von 1999 und 2000 nach wie vor auf einem äusserst niedrigen Niveau. Wie im Überblick angemerkt, wurden die Kreditkonditionen an den internationalen Wertpapiermärkten im Laufe des vierten Quartals per Saldo etwas gelockert, allerdings nur im Vergleich zu den strengen Konditionen des Spätsommers.

Unterschiede zwischen Regionen und Währungen beim Emissionsverhalten

Im vierten Quartal stieg der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel um 53% auf \$ 270 Mrd. und erhöhte sich somit nach dem starken und vielleicht auch anomalen Einbruch im dritten Quartal wieder sprunghaft (Tabelle 3.1). Dennoch liegt er immer noch 13% unter dem durchschnittlichen Quartalswert für 2000. Die angekündigten Emissionen von Anleihen und Notes nahmen im vierten Quartal um 16% auf \$ 487 Mrd. zu (Tabelle 3.2).

Der Absatz internationaler Wertpapiere erholt sich ...

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel

Mrd. US-Dollar

	2000	2001	2000	2001				Stand Ende Dez. 2001
	Jahr	Jahr	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Nettoabsatz insgesamt	1 243,5	1 071,1	312,9	328,4	295,5	177,0	270,1	7 247,5
Geldmarktinstrumente ¹	152,1	- 79,3	46,6	2,2	- 26,2	-45,6	- 9,8	397,5
<i>Commercial Paper</i>	55,2	26,9	23,3	22,3	10,1	-12,0	6,5	243,1
Anleihen und Notes ¹	1 091,3	1 150,4	266,2	326,2	321,6	222,7	279,9	6 850,0
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	359,2	306,1	90,7	86,4	72,0	75,0	72,8	1 745,2
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	715,4	808,5	166,1	236,0	239,0	142,2	191,2	4 833,7
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	16,7	35,7	9,4	3,8	10,5	5,5	15,9	271,2
Entwickelte Länder	1 163,1	995,2	302,8	314,0	256,1	164,0	261,0	6 287,5
USA	467,2	483,6	125,9	153,3	121,2	94,8	114,4	2 225,8
Euro-Raum	559,9	429,2	138,9	147,1	100,6	66,0	115,5	2 572,5
Japan	- 25,8	- 12,2	- 5,4	- 4,0	2,3	- 6,8	- 3,7	260,0
Offshore-Finanzplätze	15,0	20,8	3,1	7,3	5,4	4,6	3,5	90,1
Entwicklungsländer	42,8	39,1	- 0,7	8,9	28,4	- 2,6	4,4	486,5
Internationale Organisationen	22,6	16,0	7,6	- 1,8	5,5	11,0	1,2	383,4
Privater Sektor	975,6	807,7	253,1	267,0	219,2	121,7	199,8	5 418,8
<i>Finanzinstitute²</i>	802,8	642,0	203,5	222,7	161,3	102,3	155,6	4 352,2
<i>Unternehmen</i>	172,7	165,7	49,6	44,3	57,9	19,3	44,2	1 066,7
Öffentlicher Sektor ³	245,3	247,4	52,2	63,2	70,7	44,4	69,1	1 445,3
<i>Zentralstaatl. Stellen</i>	52,6	38,0	- 3,6	9,2	23,3	- 2,3	7,9	515,6
<i>Andere staatl. Stellen</i>	192,7	209,4	55,8	54,0	47,5	46,7	61,3	929,6
Nachrichtlich: CP Inland ⁴	255,9	-130,3	124,9	-57,0	- 63,1	-49,2	39,1	1 918,9
darunter: USA	208,3	-161,2	42,5	-63,1	- 67,9	-58,5	28,3	1 440,9

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. ³ Ohne internationale Organisationen. ⁴ Daten für 4. Quartal 2001 teilweise geschätzt.

Quellen: Bank of England; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Stellen; BIZ. Tabelle 3.1

... nach schwerer
Beeinträchtigung im
dritten Quartal

Beim Bruttoabsatz internationaler Anleihen und Notes lassen sich bei monatlicher Betrachtung starke saisonale Schwankungen erkennen, wobei der September in der Regel einer der Monate mit der höchsten Emissionsaktivität und der August der diesbezüglich schwächste Monat ist. Wie in Grafik 3.1 dargestellt, lagen die Ankündigungen internationaler Anleihen und Notes im September 27% bzw. \$ 53 Mrd. unter dem bei Berücksichtigung saisonaler Faktoren erwarteten Niveau. Dies entspricht Hinweisen darauf, dass der Absatz durch die Terroranschläge vom 11. September beeinträchtigt wurde. Dagegen überstiegen die Ankündigungen im Oktober, November und Dezember die erwarteten saisonalen Werte um durchschnittlich 13% und insgesamt nahezu \$ 55 Mrd. Das lässt vermuten, dass ein Grossteil der Erholung im vierten Quartal auf Emissionen, die den anomal niedrigen Absatz im Septem-

Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2000	2001	2000	2001			
	Jahr	Jahr	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Angekündigte Emissionen insgesamt	1 707,7	2 025,3	384,5	555,3	564,1	418,8	487,2
Zinsvariable Emissionen	521,0	554,4	128,6	34,4	134,9	139,1	146,1
Festverzinsliche Emissionen	1 130,2	1 403,3	242,1	408,8	410,9	268,7	314,9
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	56,5	67,6	13,8	12,1	18,3	11,0	26,2
US-Dollar	794,5	980,1	179,5	261,1	286,1	222,9	210,0
Euro	582,7	721,7	134,8	214,8	191,8	123,6	191,4
Yen	129,1	119,5	19,2	27,5	36,0	32,0	24,0
Sonstige Währungen	201,4	203,9	51,0	51,8	50,1	40,2	61,7
Privater Sektor	1 322,6	1 478,7	304,9	412,6	400,9	293,4	371,8
<i>Finanzinstitute²</i>	<i>1 090,4</i>	<i>1 173,0</i>	<i>252,4</i>	<i>333,1</i>	<i>308,4</i>	<i>244,5</i>	<i>287,0</i>
<i>Unternehmen</i>	<i>232,2</i>	<i>305,7</i>	<i>52,5</i>	<i>79,5</i>	<i>92,6</i>	<i>48,9</i>	<i>84,8</i>
<i>davon: Telekommunikation</i>	<i>115,3</i>	<i>133,3</i>	<i>19,6</i>	<i>49,2</i>	<i>29,2</i>	<i>15,9</i>	<i>39,0</i>
Öffentlicher Sektor	316,0	472,1	65,1	125,8	140,4	105,3	100,6
<i>Zentralstaatliche Stellen</i>	<i>92,9</i>	<i>107,0</i>	<i>4,5</i>	<i>31,2</i>	<i>49,4</i>	<i>13,0</i>	<i>13,3</i>
<i>Andere staatliche Stellen</i>	<i>223,1</i>	<i>365,1</i>	<i>60,5</i>	<i>94,5</i>	<i>90,9</i>	<i>92,3</i>	<i>87,3</i>
Internationale Organisationen	69,2	74,5	14,5	17,0	22,7	20,1	14,7
Bruttoabsatz	1 709,5	2 023,3	420,3	543,7	553,4	429,0	497,1
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	<i>618,1</i>	<i>872,9</i>	<i>154,0</i>	<i>217,5</i>	<i>231,8</i>	<i>206,4</i>	<i>217,2</i>

¹ Wandel- und Optionsanleihen. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute.

Quellen: Bank of England; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle 3.2

ber „kompensieren“ sollten, und weniger auf eine grundsätzliche Zunahme von Mittelnachfrage oder -angebot zurückzuführen ist.

Betrachtet man die verschiedenen Nationalitäten, so lässt sich für die Europäische Union nahezu eine Verdoppelung des Nettoabsatzes auf \$ 143 Mrd. und eine Zunahme der Ankündigungen um 20% erkennen. Das Vereinigte Königreich spielte bei diesem Schub mit seinem beinahe verdreifachten Nettoabsatz (\$ 27 Mrd.) eine bedeutende Rolle, doch der Absatz in den Ländern des Euro-Raums war ebenfalls relativ stark: Der Nettoabsatz im Euro-Raum erhöhte sich um 75% auf \$ 115 Mrd., die Ankündigungen stiegen um 19% auf \$ 345 Mrd. Führend beim Absatzwachstum im Euro-Raum waren niederländische und italienische Emittenten, während der Nettoabsatz deutscher Emittenten gegenüber dem niedrigen Niveau des dritten Quartals um lediglich 11% zunahm.

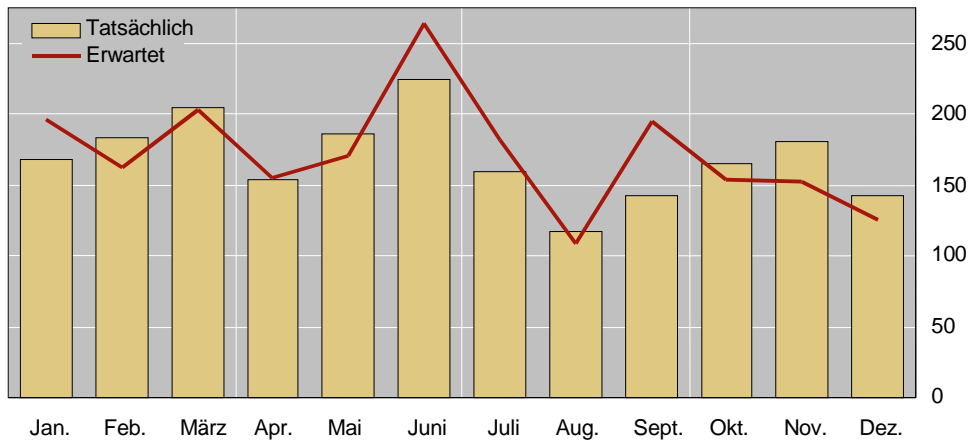
Der internationale Absatz von US-Emittenten sank dagegen auf Bruttobasis um 8%. Ein ähnlich grosser Rückgang der Tilgungen führte zu einem Anstieg des US-Nettoabsatzes um 21% auf \$ 114 Mrd. Es gab fast keine vorzeitigen Tilgungen von US-Emissionen mehr. Der japanische Nettoabsatz blieb

Starke Zunahme beim Absatz in der EU ...

... und rückläufige Tilgungen in den USA

Erwarteter Bruttoabsatz von Anleihen und Notes, tatsächlich und saisonbereinigt, 2001

Mrd. US-Dollar



Quellen: Bank of England; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

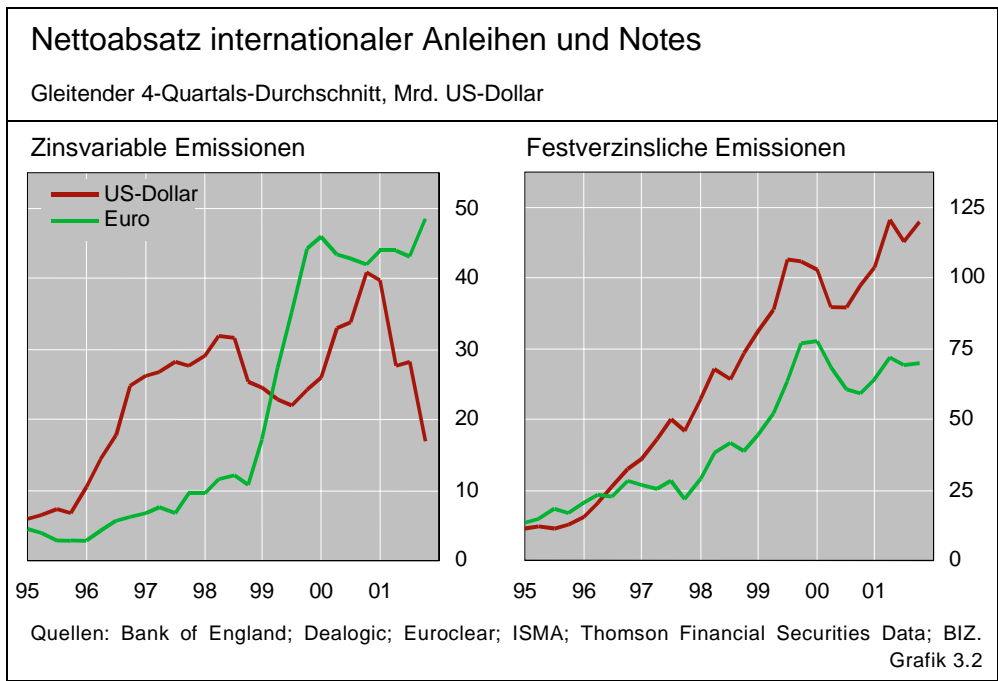
Grafik 3.1

negativ, obwohl beim Bruttoabsatz eine geringfügige Zunahme zu verzeichnen war.

Eine Aufschlüsselung der Emissionen nach Währungen spiegelt im Großen und Ganzen die nationalen Verhaltensmuster wider (Tabelle 3.3). Der Bruttoabsatz von Euro-Titeln nahm um 38% zu und erreichte mit \$ 284 Mrd. beinahe Rekordhöhe, während sich der Nettoabsatz von Euro-Titeln gegenüber dem dritten Quartal verdoppelte. Der Bruttoabsatz in Pfund Sterling erreichte das Rekordhoch von \$ 78 Mrd., der Nettoabsatz stieg um 160%. Der Absatz von auf US-Dollar-Titeln ging auf Bruttobasis leicht zurück, wie der Absatz von US-Emittenten, der Nettoabsatz hingegen legte um 22% zu.

Eine Aufschlüsselung der Emissionen des vierten Quartals nach Währung und Verzinsungsart gibt Aufschluss über interessante Unterschiede im Verhalten der Schuldner (Grafik 3.2). Die Emittenten der auf Dollar und Pfund Sterling lautenden Titel zeigten eine deutliche Präferenz für festverzinsliche Anleihen und Notes, während in Euro und Yen mehr zinsvariable Wertpapiere abgesetzt wurden. Dieser Unterschied spricht dafür, dass die Marktteilnehmer möglicherweise annehmen, der Zinszyklus in den USA und im Vereinigten Königreich habe einen Tiefpunkt erreicht und die Zinsen für alle Laufzeiten würden von nun an wieder steigen, während die Emittenten von Euro-Schuldtiteln entweder unsicher sind oder erwarten, dass die Zinsen im Euro-Raum noch weiter sinken werden. Solche Erwartungen würden mit den im Überblick gezeigten Renditenstrukturkurven übereinstimmen: in den USA ein konsequenter Anstieg und im Euro-Raum kurzfristig eine inverse Zinsstruktur. Vielleicht sind die Emittenten von auf Yen lautenden Schuldtiteln nicht bereit, den in die Renditenstrukturkurve eingebauten steigenden Laufzeitenaufschlag zu zahlen, da sie erwarten, dass die kurzfristigen Zinssätze auf absehbare Zeit niedrig bleiben.

Emittenten in Dollar
und Pfund Sterling
ziehen feste
Zinssätze vor ...



Der Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und Notes in Dollar stieg um 43%, der Absatz in Sterling verdoppelte sich. Auf verhältnismässiger (jedoch nicht absoluter) Basis war ein Grossteil des Zuwachses beim Nettoabsatz der festverzinslichen Dollar-Titel die Folge niedrigerer Tilgungen und eines leichten Anstiegs bei den Ankündigungen. Mit einer Steigerung um 134% schnellte der Bruttoabsatz von festverzinslichen Notes und Anleihen in Pfund Sterling in die Höhe. Im Gegensatz dazu gingen die Ankündigungen von zinsvariablen Anleihen und Notes sowohl beim Dollar als auch beim Pfund Sterling stark zurück (um 37% bzw. 23%). Der Nettoabsatz von zinsvariablen Dollar-Anleihen und -Notes war erstmals seit Anfang 1992 negativ. Der Nettoabsatz zinsvariabler Titel in Pfund Sterling blieb zwar positiv, fiel jedoch gegenüber dem dritten Quartal um 14% ab.

Bei den auf Euro lautenden Emissionen überwogen stattdessen die zinsvariablen Wertpapiere. Der Nettoabsatz zinsvariabler Anleihen und Notes in Euro stieg sprunghaft um 83% auf \$ 64 Mrd. an und übertraf damit sowohl den Nettoabsatz festverzinslicher Titel (\$ 58 Mrd.) als auch die Wachstumsrate des dritten Quartals (36%). Beim Nettoabsatz von zinsvariablen Yen-Titeln war gegenüber dem dritten Quartal ein Anstieg von 25% zu verzeichnen, während sich der Nettoabsatz festverzinslicher Yen-Papiere gegenläufig entwickelte und von \$ 2 Mrd. auf -\$ 5 Mrd. zurückging.

Die Emissionen eigenkapitalbezogener Anleihen und Notes entwickelten sich ebenfalls je nach Währung unterschiedlich. Eine Verfünffachung des Nettoabsatzes von Euro-Wandelanleihen liess den gesamten Nettoabsatz von eigenkapitalbezogenen Titeln auf \$ 16 Mrd. und damit den höchsten Stand seit 12 Jahren steigen (Tabelle 3.1). Mit den Ankündigungen von auf Euro lautenden Titeln in Höhe von \$ 16 Mrd., von denen Titel über \$ 4 Mrd. allein von France Télécom ausgegeben wurden, beliefen sich die Ankündigungen

... Emittenten in Euro und Yen bevorzugen dagegen variable Zinssätze

Schub bei den Emissionen von eigenkapitalbezogenen Wertpapieren, insbesondere in Euro

insgesamt auf \$ 26 Mrd. (Tabelle 3.2). Der Nettoabsatz von eigenkapitalbezogenen Wertpapieren in Dollar hingegen fiel gegenüber dem dritten Quartal um beinahe 70% ab.

Bei den internationalen Anleihen und Notes verlängerte sich die durchschnittliche Laufzeit der Emissionen im vierten Quartal auf 9,7 Jahre, gegenüber 7,2 Jahren im Vorquartal. Die Zunahme der Laufzeit war teilweise durch den höheren Anteil von Pfund-Sterling-Emissionen bedingt, die in der Regel eine längere durchschnittliche Laufzeit als die Emissionen in anderen Währungen aufweisen. Als weiterer Faktor machte sich die gleichzeitige Präferenzverlagerung hin zu zinsvariablen Euro-Emissionen bemerkbar, die mit einem Anstieg der durchschnittlichen Laufzeit für diese Art von Emissionen von 7,4 Jahren im dritten auf 12 Jahre im vierten Quartal gekoppelt war.

Erholung des Emissionsgeschäfts im privaten Sektor angeführt vom Absatz der Nichtbankunternehmen

Der Nettoabsatz sowohl des öffentlichen als auch des privaten Sektors stieg im vierten Quartal, doch der Bruttoabsatz der öffentlichen Hand ging weiter zurück (Tabellen 3.1 und 3.2). An den internationalen Wertpapiermärkten nahm die Nettomittelaufnahme durch die öffentliche Hand um 56% auf \$ 69 Mrd. zu, insbesondere wegen eines Rückgangs der Tilgungen um 29%. Der Absatz der

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region ¹								
Mrd. US-Dollar								
Region/Währung		2000	2001	2000	2001			
		Jahr	Jahr	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Nordamerika	US-Dollar	379,0	401,7	103,3	123,0	96,4	85,0	97,3
	Euro	44,6	64,2	10,8	20,9	15,6	7,0	20,7
	Yen	17,2	16,5	3,2	3,3	5,2	6,4	1,5
	Sonstige Währungen	18,6	7,6	8,9	5,1	3,3	-1,5	0,7
Europa	US-Dollar	171,8	48,3	54,0	24,9	13,1	-2,9	13,2
	Euro	412,5	399,1	104,8	128,3	103,4	57,2	110,1
	Yen	40,9	-2,9	-2,5	-6,0	1,7	4,0	-2,6
	Sonstige Währungen	86,7	67,6	23,7	19,0	10,3	11,8	26,5
Sonstige	US-Dollar	62,5	55,0	4,9	7,7	36,6	9,4	1,2
	Euro	15,1	12,9	2,0	5,4	4,3	0,5	2,7
	Yen	-20,4	-2,4	-4,6	-3,3	4,5	-2,5	-1,0
	Sonstige Währungen	15,1	3,5	4,4	0,3	1,0	2,5	-0,2
Insgesamt	US-Dollar	613,3	504,9	162,1	155,5	146,1	91,6	111,7
	Euro	472,1	476,2	117,7	154,6	123,4	64,7	133,5
	Yen	37,7	11,2	-4,0	-6,0	11,3	8,0	-2,1
	Sonstige Währungen	120,4	78,8	37,1	24,4	14,6	12,8	27,0

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.

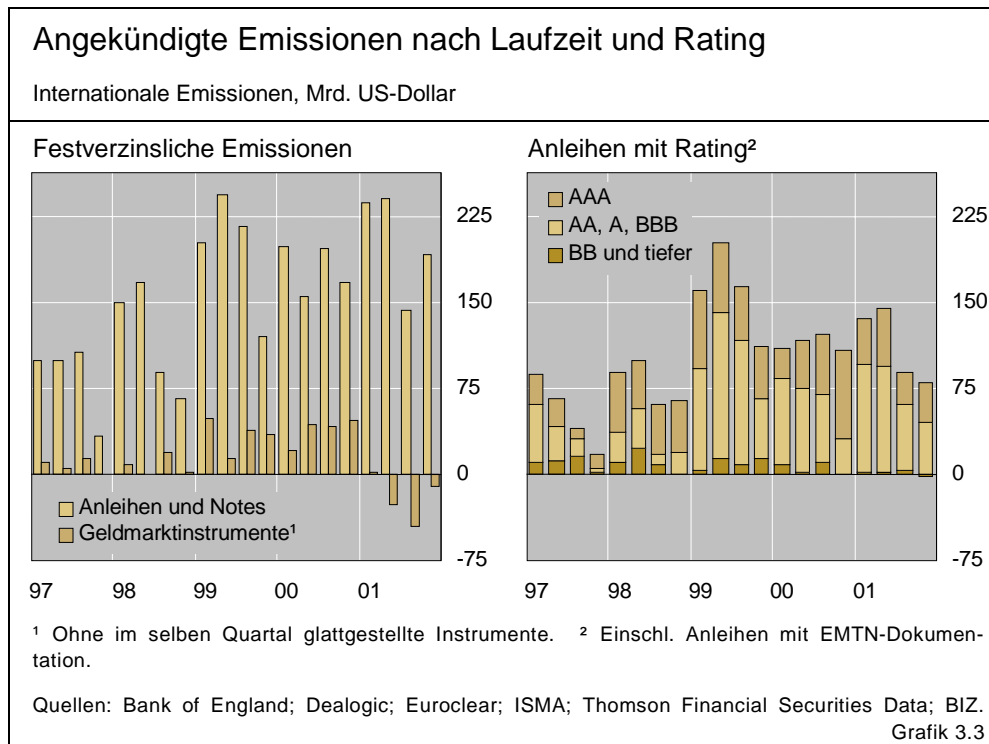
Quellen: Bank of England; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle 3.3

US-Staatsstellen stellte nach wie vor einen bedeutenden Beitrag zum Nettoanstieg bei den Emissionen der öffentlichen Hand an den internationalen Wertpapiermärkten dar. Der Absatz durch internationale Institutionen ging netto um 89% auf knapp über \$ 1 Mrd. zurück.

Im privaten Sektor erholte sich der Nettoabsatz gegenüber dem dritten Quartal sprunghaft um 64% auf \$ 200 Mrd., während gleichzeitig der Bruttoabsatz um 15% wuchs. Dennoch liegt der Nettoabsatz des privaten Sektors nach wie vor deutlich unter den durchschnittlichen Quartalswerten von 2000. Unternehmen waren beim Emissionsgeschäft des privaten Sektors führend: Sie verzeichneten eine Zunahme der Ankündigungen um 34% sowie eine Spitze von 129% beim Nettoabsatz. Viele der Unternehmensemissionen wurden überzeichnet, vor allem im November und Dezember. Im vierten Quartal begannen die Finanzinstitute, die Talfahrt der beiden Vorquartale zu stoppen, und der Nettoabsatz stieg um 52%. Die US-Finanzinstitute wichen von diesem Trend ab: Ihr Nettoabsatz sank im vierten Quartal um 16%.

Sprunghafter Anstieg der Emissionstätigkeit der Unternehmen

Der Nettoabsatz von Anleihen mit Rating bröckelte im vierten Quartal weiter ab (Grafik 3.3). Der Nettoabsatz von Anleihen und Notes mit einem AAA-Rating war zwar in diesem Quartal höher als im dritten, er blieb jedoch trotzdem hinter dem Quartalsdurchschnitt der Jahre 1999 und 2000 zurück. Der Nettoabsatz anderer Wertpapiere mit Anlagequalität war auch im vierten Quartal rückläufig, während die Emissionen von Non-Investment-Grade-Titeln sogar in den negativen Bereich rutschten. Beim Absatz von Wertpapieren ohne Rating war eine Erholung zu verzeichnen, wahrscheinlich infolge des relativen höheren Absatzes durch europäische Unternehmen, für die Kredit-Ratings weniger üblich sind als bei amerikanischen Unternehmen.



Anhaltend negativer Nettoabsatz an den Geldmärkten ...

... doch positive Entwicklung des CP-Nettoabsatzes von Finanzinstituten

Der Nettoabsatz internationaler Geldmarktinstrumente verbesserte sich im vierten Quartal nach der rasanten Talfahrt im dritten Quartal, blieb jedoch negativ (Tabelle 3.1). Namentlich der Nettoabsatz von Commercial Papier (CP) an den internationalen Märkten war im vierten Quartal wieder positiv. Der Nettoabsatz von CP am US-Inlandsmarkt war zwar ebenfalls positiv, doch an den internationalen Märkten war der CP-Nettoabsatz von US-Emittenten weiterhin negativ. Diese Absatzschwäche war teilweise auf Bonitätsrückstufungen von einigen traditionell grossen Emittenten zurückzuführen. Diese fanden am Anleihemarkt freundlichere Aufnahme. Sowohl an den US-Märkten als auch an den internationalen CP-Märkten insgesamt wurde der negative Nettoabsatz der Nichtbanken durch eine starke Erholung des Nettoabsatzes der Finanzinstitute kompensiert.

Anhaltend gedämpfter Absatz in aufstrebenden Volkswirtschaften

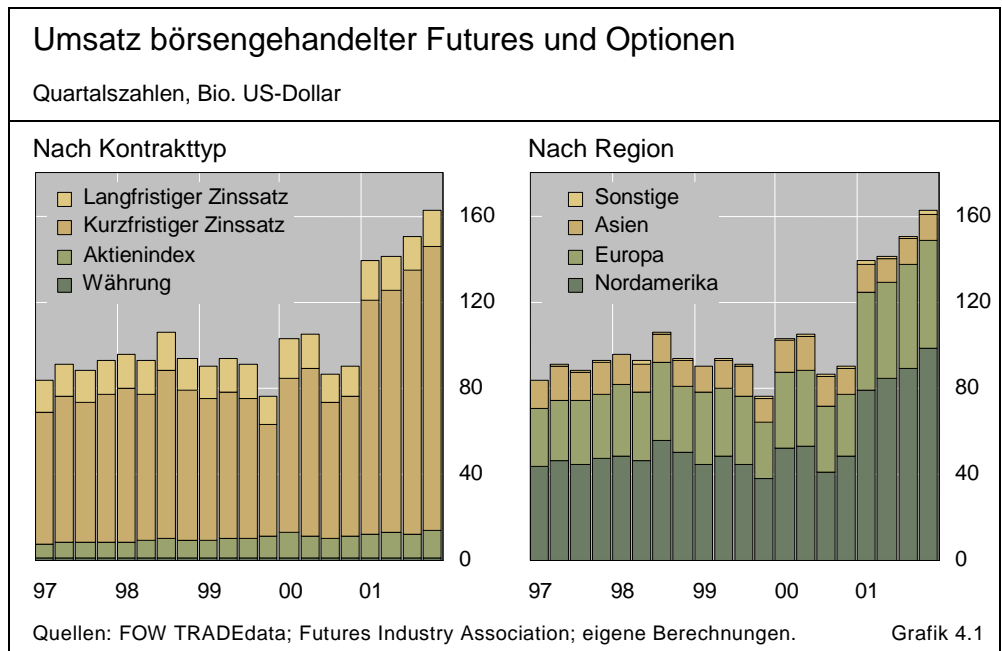
Der Nettoabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften war zwar im vierten Quartal positiv. Mit knapp \$ 4 Mrd. ist dies aber trotz des im Überblick erwähnten starken Rückgangs der Risikoaufläge auf Schuldtiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften nur ein Bruchteil der durchschnittlichen Quartalswerte in den Jahren 1999 und 2000. Der Bruttoabsatz erholte sich ebenfalls teilweise und stieg gegenüber dem dritten Quartal um 43% auf \$ 21 Mrd.

Die Veränderungen beim Nettoabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften entfielen vor allem auf zwei Länder: Mexiko und Südkorea. Die stark gesunkenen Tilgungen der mexikanischen Regierung führten dazu, dass der Nettoabsatz der mexikanischen Emittenten, der im dritten Quartal -\$ 6,9 Mrd. betrug, im vierten Quartal die Nullmarke erreichte. Emissionen des privaten Sektors verliehen Südkoreas Nettoabsatz Auftrieb: Nach -\$ 1,3 Mrd. waren nun \$ 1,6 Mrd. zu verzeichnen.

4. Märkte für derivative Instrumente

Zum vierten Mal in Folge erreichte der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Derivate im vierten Quartal 2001 einen neuen Höchststand; der Nominalwert der Transaktionen erhöhte sich um 8% auf \$ 163 Bio. (Grafik 4.1). Die anhaltende Ungewissheit über das Ausmass weiterer geldpolitischer Lockerungen in den wichtigsten Industrieländern und eine abrupte Umkehr des Abwärtstrends der Renditen auf Staatsanleihen in der Mitte des Quartals gingen einher mit einer starken Zunahme des Handels mit Kontrakten auf festverzinsliche Instrumente. Der Handel mit Geldmarktkontrakten, der seit Anfang des Jahres vor dem Hintergrund geldpolitischer Lockerungen und eines Wandels in der Risikomanagement-Praxis aussergewöhnlich lebhaft gewesen war, war weiterhin dynamisch. Gleichzeitig nahmen auch die Transaktionen mit Aktienindexkontrakten zu.

Die Umsatzentwicklung im Börsengeschäft fiel im Gesamtjahr 2001 mit einem Anstieg des Transaktionswerts um 54% auf \$ 594 Bio. spektakulär aus.



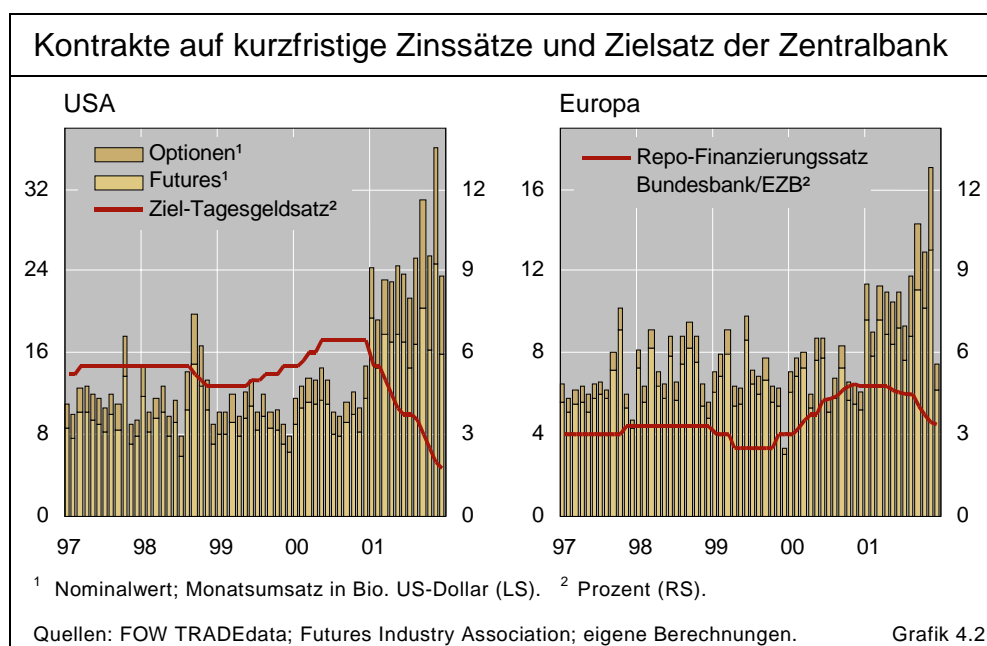
Verantwortlich für den Aufschwung war das Geschäft mit Geldmarktkontrakten, das um 71% zunahm.¹

Aussicht auf Zinswende treibt Handel mit Geldmarkt-Futures an

Das Geschäft mit börsengehandelten Zinskontrakten weitete sich im vierten Quartal 2001 kontinuierlich aus. Der Gesamtumsatz stieg um 8% auf \$ 149,2 Bio. Im Gegensatz zum Vorquartal, als kurzfristige Instrumente stärker zunahmen als langfristige, entwickelten sich die kurz- und langfristigen Kontrakte mehr oder weniger gleich.

Der Handel mit Geldmarkt-Futures erhöhte sich im vierten Quartal um 8% auf \$ 95,7 Bio. (Grafik 4.2). Im November gingen die zu Beginn des vierten Quartals bestehenden Erwartungen weiterer Leitzinssenkungen deutlich zurück. Grund hierfür waren die nachhaltige Erholung an den weltweiten Aktienmärkten und die Einschätzung, dass die US-Konjunktur die Talsohle erreicht hatte. Fortan rechneten die Marktteilnehmer nur noch mit einer moderaten geldpolitischen Lockerung und hielten sogar einen Wechsel hin zu einer restriktiveren Geldpolitik im Jahr 2002 für möglich.² Die wachsenden Erwartungen einer Wende im Zinszyklus angesichts weiterer Leitzinssenkungen scheinen ein wesentlicher Erklärungsfaktor für das Rekordgeschäft

Erwartungs-
umschwung im
November



¹ Im Kasten auf Seite 42 werden die wesentlichen Tendenzen des Börsengeschäfts im Jahr 2001 erörtert.

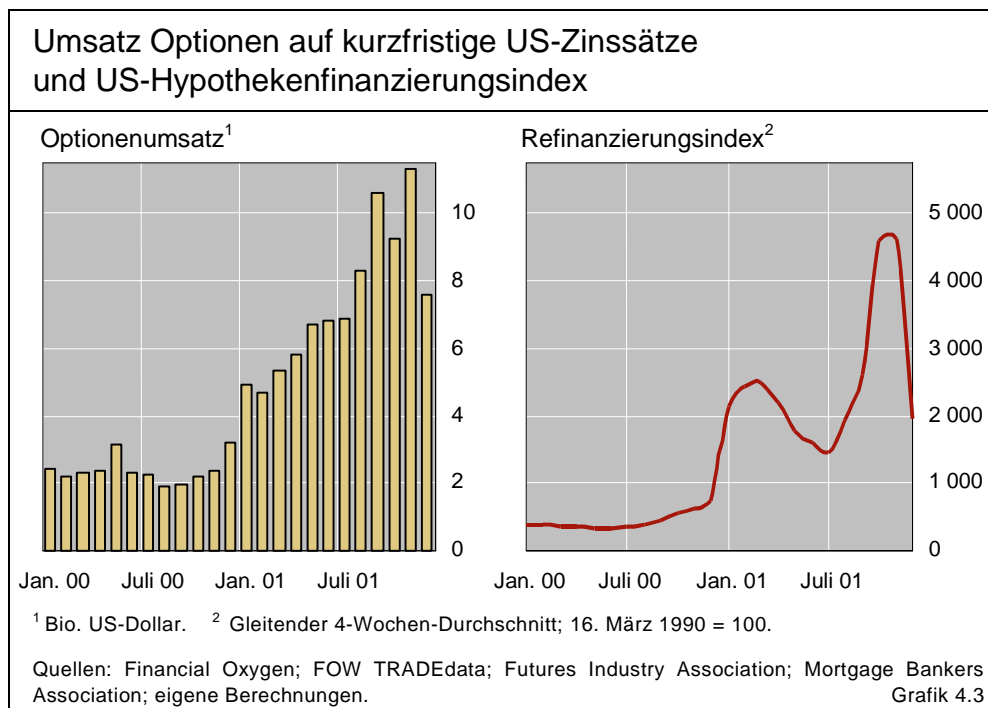
² Dies spiegelte sich in der Geschäftsentwicklung der Eurodollarkontrakte wider. Die Kontrakte des nächstgelegenen Liefermonats erreichten Höchstpreise, während die Kontrakte späterer Liefertermine an Boden verloren, selbst als die US-Leitzinsen gesenkt wurden.

mit US-Geldmarkt-Futures im vierten Quartal zu sein. Obwohl die Leitzinssenkungen in Europa etwas geringer ausgefallen sind, scheint das Ausmass an Unsicherheit an den Weltfinanzmärkten auch dort eine Rolle gespielt zu haben, sodass das Geschäft mit europäischen Geldmarkt-Futures einen Höchststand erreichte.

Ausschläge bei US-Hypothekenrefinanzierungen stützen das Geschäft mit Geldmarktoptionen

Das Umsatzwachstum bei Geldmarktoptionen – ein Marktsegment, das sich seit Anfang des Jahres 2001 ebenfalls besonders dynamisch entwickelte – liess im vierten Quartal etwas nach. Die Transaktionen erhöhten sich um 8% auf \$ 36,2 Bio. Das Geschäft mit kurzfristigen Zinsoptionen scheint erneut im Wesentlichen durch die Entwicklungen am US-Hypothekenmarkt beeinflusst worden zu sein (nähere Angaben finden sich in der Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts* vom Dezember 2001). Zinsoptionen und -swaps werden von den Teilnehmern am Hypotheken-Grosshandelsmarkt benutzt, um sich gegen das Risiko der vorzeitigen Tilgung und das Verlängerungsrisiko abzusichern.³ Wie

US-Hypothekenmarkt stimuliert das Geschäft mit kurzfristigen Zinsoptionen



³ Anleger, die hypothekenunterlegte Wertpapiere erwerben, sind einem erheblichen Risiko vorzeitiger Tilgung (oder Konvexitätsrisiko) ausgesetzt, da die Hypothekarschuldner gewisse Tilgungsrechte haben, z.B. das Recht, die Hypothek zu günstigeren Konditionen neu abzuschliessen, wenn die langfristigen Zinssätze sinken. Solche vorzeitigen Tilgungen wiederum veranlassen die Emittenten, die Wertpapiere zu kündigen, da der zugrundeliegende Hypothekenpool schrumpft. Das Gegenteil trifft zu, wenn die langfristigen Zinsen steigen, da weniger vorzeitige Tilgungen zu einer Erweiterung der Duration führen.

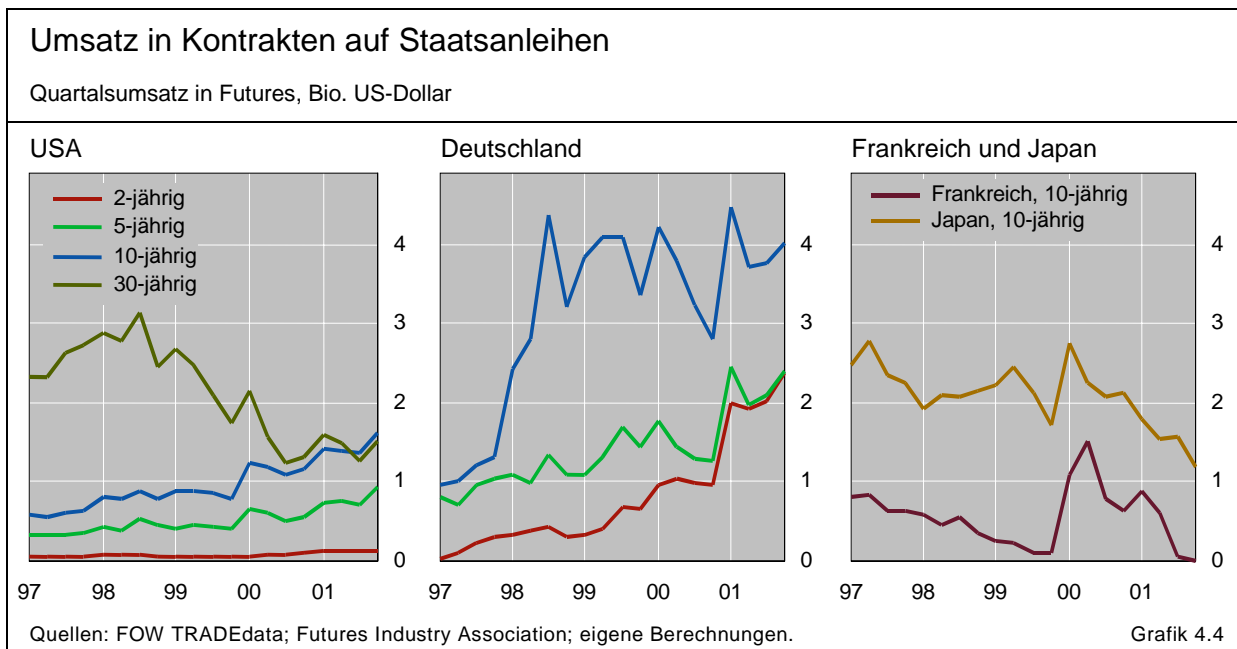
Grafik 4.3 zeigt, fielen die Anträge auf Hypothekenrefinanzierungen in den USA kräftig, nachdem sie Anfang November einen Höchststand erreicht hatten. Dies hatte eine wesentliche Verlängerung der Duration von mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren zur Folge, was wiederum die Schliessung offener Absicherungen und das Eingehen neuer Absicherungen gegen das Verlängerungsrisiko auslöste.⁴

Rückkehr zu Wachstum beim Handel mit Kontrakten auf Staatsanleihen

Der Handel mit Kontrakten auf Staatsanleihen lebte im vierten Quartal 2001 wieder auf, nachdem er während zwei Quartalen in Folge abgenommen hatte. Der Gesamtumsatz stieg um 11% auf \$ 17,7 Bio. Hierzu trugen die Futures, die um 9% zunahmen, \$ 15,2 Bio. bei, die Optionen, die um 24% in die Höhe schnellten, \$ 2,5 Bio.

Die Erholung des Handels mit Derivaten auf Staatsanleihen war das Ergebnis einer Reihe von generellen und spezifischen Faktoren, die die Marktvolatilität auf ein sehr hohes Niveau trieben. Die im November eingetretene Wende am weltweiten Anleihemarkt scheint hierbei den grössten Einfluss ausgeübt zu haben. Insbesondere der US-Schatztitelmarkt durchlebte eine stürmische Entwicklung infolge der Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung in den USA und durch das Auflösen von Positionen, die nach den Terroranschlägen vom 11. September auf der Suche nach einem „sicheren

Wende am weltweiten Anleihemarkt bewirkt Aufschwung bei Anleihe-Futures



⁴ Das Ziel dieser neuen Absicherungen war, die Duration von Portfolios mit hypothekenunterlegten Wertpapieren zu verringern. Einige dieser Absicherungen beinhalteten die Zahlung von festen Zinssätzen im Rahmen von Zinsswaps oder den Kauf von Payer- (oder Put-) Swaptions.

Hafen“ aufgebaut worden waren. Ferner lösten Befürchtungen, dass die Anschläge zu einer weiteren Zunahme der Zahlungsunfähigkeit von US-Unternehmen führen könnten, und der Konkurs von Enron phasenweise Volatilitätsschübe am Markt für Unternehmensanleihen aus. Wahrscheinlich erhöhten die hierdurch hervorgerufenen Mittelströme in US-Schatzpapieren die Volatilität noch zusätzlich. Diese generellen Entwicklungen dürften für einen Grossteil des Umsatzanstiegs um 26% bei US-Anleihekontrakten verantwortlich gewesen sein.

Die verschiedenen Segmente des US-Schatztitelmarktes waren zudem spezifischen Einflüssen ausgesetzt. Die Ankündigung des US-Finanzministeriums vom 31. Oktober, die Ausgabe von 30-jährigen US-Schatzanleihen werde eingestellt, scheint die Marktteilnehmer überrascht zu haben, da sie eine der kräftigsten Aufwärtsbewegungen auslöste, die je am Schatztitelmarkt registriert wurden.⁵ Da Meldungen zufolge zahlreiche Händler Positionen hielten, die auf ein Steilerwerden der Renditenstrukturkurve von US-Schatztiteln ausgerichtet waren,⁶ löste die Ankündigung eine Serie von Deckungskäufen aus, die einen Grossteil der kräftigen Kursgewinne am langen Ende erklären. Das Geschäft am Markt für US-Schatzanleihe-Futures, das während der ersten drei Quartale des Jahres stetig zurückgegangen war, verzeichnete mit einem Anstieg um 21% eine Wiederbelebung. Gleichzeitig ergab sich auch ein kräftiger Umsatzanstieg im 10-jährigen Kontrakt – nunmehr der unumstrittene US-Referenzwert – und im 5-jährigen Future. Das Geschäft im Kontrakt auf 2-jährige Schatzanweisungen nahm dagegen leicht ab. Marktquellen zufolge könnte Liquidität aus dem 2-jährigen Laufzeitbereich, dem eine Schlüsselrolle für das Eingehen von Positionen auf Massnahmen der Federal Reserve zukommt, in den Kassamarkt abgewandert sein.

Ankündigung des US-Finanzministeriums sorgt für Überraschung

Wiederaufleben der US-Schatzanleihe-Futures

Die augenscheinliche Konjunkturschwäche in Europa scheint auch den Umsatz mit europäischen Anleihekontrakten gestärkt zu haben. Der Handel mit Kontrakten auf deutsche Staatsanleihen beschleunigte sich im vierten Quartal (um 11%). Obwohl das Geschäft mit dem 10-jährigen Bund-Kontrakt merklich zunahm (7%), fiel die Expansion bei Laufzeiten von zwei und fünf Jahren wiederum deutlicher aus (Euro-Schatz und Euro-Bobl). Es wird davon ausgegangen, dass dies die wachsende Rolle deutscher Staatspapiere als europäische Referenzwerte widerspiegelt.⁷

Konjunkturschwäche in Europa stärkt Anleihe-Futures

Im Gegensatz dazu beschleunigte sich der seit Anfang des Jahres 2000 sichtbare Abwärtstrend im Handel mit Futures auf japanische Staatsanleihen

⁵ Im Februar 2001 empfahl das Borrowing Advisory Committee des Finanzministeriums, den Verkauf von Schatzanleihen einzustellen. Angesichts der Konjunkturschwäche hatten jedoch die Marktteilnehmer dieser Ankündigung offenbar keine Beachtung geschenkt.

⁶ Diese beinhalten Long-Positionen in kurzfristigen Schatzanweisungen unter Vorwegnahme von Leitzinssenkungen sowie Short-Positionen in längerfristigen Schatztiteln unter der Annahme eines zusätzlichen Angebots.

⁷ Unterdessen versiegte der Handel mit dem Euro-„Notionnel“-Kontrakt an der Euronext in Paris (Matif), während der Handel mit dem 5-jährigen Anleihekontrakt, der im Mai 2001 eingeführt worden war, die Erwartungen nicht erfüllte und eingestellt wurde.

auf einen Umsatzrückgang von 25%. Die Herabstufung japanischer Staatsanleihen durch eine Rating-Agentur Ende November und die Schwäche der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Japan veranlassten Marktteilnehmer, einige ihrer längerfristigen japanischen Vermögenswerte – darunter auch Staatsanleihen – zu verkaufen. Dies wiederum dürfte die Notwendigkeit für die Nutzung des Futures-Marktes zur Absicherung ihrer Portfolios verringert haben.

Langsameres
Wachstum im
Handel mit
Swapnotes

An der LIFFE schliesslich wuchs der Umsatz des Euro-Swapnote-Kontrakts wesentlich langsamer als im Vorquartal (2% gegenüber 27%). Selbst wenn das Geschäft mit solchen Kontrakten bei einem Anteil von weniger als 2% des gesamten Umsatzwerts von Futures auf deutsche Staatsanleihen eher von geringer Bedeutung ist, so glauben doch andere Börsen, dass Futures auf Swapsätze erfolgversprechend sind, wie die Einführung eines ähnlichen Kontrakts am CBOT Ende Oktober deutlich macht (erörtert auf S. 43-45).

Expandierendes Geschäft mit Aktienindexkontrakten trotz abnehmender Volatilität am Aktienmarkt

Obwohl die Volatilität an den weltweiten Aktienmärkten nach Erreichen eines Höchststandes im Oktober zurückging, weitete sich der Handel mit Aktienindexkontrakten insgesamt um 10% auf \$ 12,8 Bio. aus. An den Börsen in Asien und Nordamerika erhöhte sich das Geschäft um 40% bzw. 7%, während es an den europäischen Börsen um 5% zurückging. Der kräftige Anstieg in Asien ist hauptsächlich auf die dynamische Entwicklung des Optionshandels in Korea zurückzuführen. Dies erklärt ausserdem, warum das Umsatzvolumen in asiatischen Aktienprodukten das europäische Geschäft seit dem dritten Quartal 2001 übersteigt.

Enron mit begrenzten Auswirkungen auf das Börsengeschäft

Abwanderung des
Handels von Enron-
Plattform

Meldungen zufolge hat die Häufung zunehmend negativer Nachrichten bezüglich der Finanzlage des US-Energiehandelsunternehmens Enron im November letzten Jahres, gefolgt vom Konkursantrag im Dezember, zu einer Abwanderung der Handelsaktivitäten von der Handelsplattform des Unternehmens zu anderen Handelsplätzen, einschliesslich anderen ausserbörslichen Energiehandelsplattformen sowie geregelten Börsen, geführt. Dennoch fiel die Zunahme des energiebezogenen Geschäfts um 10% im vierten Quartal im historischen Vergleich nicht übermässig hoch aus. In Anbetracht fehlender Vergleichsdaten für das ausserbörsliche Geschäft lässt sich nicht ermitteln, ob ausserbörsliche Handelsplattformen einen grösseren Anteil des Handels auf sich ziehen konnten als das Börsengeschäft.

Höhenflug des Börsengeschäfts im Jahr 2001

Auf das ganze Jahr 2001 gerechnet, stieg der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzinstrumente um 55% auf \$ 594 Bio. Das ist der mit Abstand höchste Umsatzzuwachs seit 1993 (dem Jahr, in welchem die BIZ mit der Erstellung wertmässiger Statistiken für Finanzkontrakte begann). In dieser Zunahme spiegelt sich die Nervosität an den Finanzmärkten über weite Teile des Jahres wider. Die entschiedene Lockerung der Geldpolitik in den USA, die darauf ausgerichtet war, der konjunkturellen Verlangsamung entgegenzuwirken, und die durch die Terroranschläge vom 11. September hervorgerufenen Turbulenzen machten das Jahr 2001 zu einem der volatilsten seit den 1950ern.

Das Geschäft mit Zinskontrakten verzeichnete den kräftigsten Anstieg (um 60% auf \$ 543 Bio.), mit den Geldmarktinstrumenten als Hauptantriebsfaktor (Zunahme um 71% auf \$ 475 Bio.). Dabei wurde das Geschäft am Geldmarkt sowohl durch die geldpolitische Lockerung als auch durch den grundlegenden Wandel in der Risikomanagement-Praxis (nähere Erläuterungen s. frühere *BIZ-Quartalsberichte*) belebt. Im Vergleich hierzu verlief die Geschäftszunahme bei Staatsanleihen in einem moderateren Tempo (um 11% auf \$ 68 Bio.)

Das Geschäft mit Aktienindexkontrakten wies eine ähnlich hohe Zuwachsrate wie die Anleihemarktinstrumente auf (13% auf \$ 48 Bio.).^① In den vergangenen Jahren hat sich der Umsatzwert in diesen Instrumenten beständig ausgeweitet. Diese Entwicklung wurde sowohl durch die Einführung neuer branchenorientierter und für Privatkunden bestimmter Produkte an etablierten Märkten als auch durch das rasche Wachstum an den kürzlich in Asien gegründeten Börsen gestützt. Währenddessen nahm das Geschäft in Währungskontrakten moderat zu (um 8% auf \$ 2,8 Bio.). Die Handhabung des Währungsrisikos ist nach wie vor die Domäne des ausserbörslichen Marktes, sodass dieser Bereich nur einen geringen Anteil am gesamten Börsengeschäft hat.

Der Geschäftsaufschwung an der Chicago Mercantile Exchange (CME) ist eine der bemerkenswertesten Entwicklungen, wenn man den Gesamtumsatz an den grössten Börsen betrachtet.^② Mit einem Anstieg der gehandelten Kontrakte um 78% auf 412 Millionen verdrängte die CME die Chicago Board Options Exchange (CBOE) als zweitstärkste Börse der Welt.^③ Die CME profitierte besonders vom Aufschwung ihres Flaggschiffs, des Eurodollarkontrakts, der zum meistgehandelten Kontrakt weltweit aufstieg (vor dem Bundkontrakt). Dagegen verzeichnete die CBOE einen Umsatzrückgang um 6%. Die Börse profitierte zwar von einem höheren Umsatz ihrer Aktienindexkontrakte, bei Kontrakten auf einzelne Aktien ging das Geschäft jedoch zurück. Die CBOE sah sich starker Konkurrenz durch andere US-Börsen ausgesetzt, insbesondere durch die kürzlich gegründete International Stock Exchange, die erste vollelektronische US-Aktienoptionsbörse. Währenddessen behauptete die Eurex mit einem Geschäftsanstieg um 49% auf 665 Millionen Kontrakte ihre Position als umsatzstärkste Börse der Welt. Obwohl diese Börse von der anhaltenden Beliebtheit ihrer Kontrakte auf Staatsanleihen profitierte, beruhte die Geschäftsausweitung im Wesentlichen auf ihren Aktienprodukten.

^① Die Daten zum Umsatz der Aktienindexkontrakte dürften allerdings die gesamte Ausweitung des aktienbezogenen Geschäfts unterzeichnen, da die BIZ-Daten zum wertmässigen Umsatz nicht das gesamte Marktgeschäft erfassen (nicht erfasst sind z.B. die Umsätze in Optionen auf einzelne Aktien). ^② Ein Vergleich des Geschäftsvolumens der einzelnen Börsen ist nicht einfach, da der Umsatz sowohl anhand der gehandelten Kontrakte als auch anhand des Dollarwerts der Transaktionen gemessen werden kann. Die meisten Börsen tendieren dazu, ihre Umsätze in Form der Anzahl der gehandelten Kontrakte anzugeben. Obwohl die Art der Messung etwas ungenau ist, ist das der einfachste Weg zur Ermittlung des relativen Geschäftsvolumens der Börsen. Dadurch wird ein marktübergreifender Vergleich mit Kontrakten möglich, für die Wertberechnungen nicht ohne weiteres verfügbar sind (hauptsächlich Optionen auf einzelne Aktien und Rohstoffkontrakte). ^③ Auf Basis der Anzahl der gehandelten Kontrakte wäre die Korea Stock Exchange (KSE) die grösste Derivatibörse der Welt. Da jedoch die Grösse der an dieser Börse gehandelten Kontrakte erheblich geringer ist als an den wichtigsten Börsen der Welt, wurde die KSE in unserer weltweiten Börsenrangliste nicht berücksichtigt.

CBOT beginnt Handel mit Swap-Futures

Am 26. Oktober 2001 führte das Chicago Board of Trade (CBOT) Futures auf Zinsswaps ein.⁸ Der neue Kontrakt, der sowohl auf dem Parkett als auch auf der elektronischen Handelsplattform der Börse gehandelt wird, basiert auf dem Referenzzinssatz der International Swaps and Derivatives Association für 10-jährige US-Dollar-Zinsswaps (Tabelle 4.1). Das Produkt stellt für Finanzmarktteilnehmer ein neues Vehikel zur Absicherung von Zinsrisiken, bezogen auf den langlaufenden Libor, dar.

Futures könnten von wachsender Bedeutung der Swaps profitieren ...

Eine Reihe von Marktteilnehmern hat kürzlich festgestellt, dass die wachsende Bedeutung von Zinsswaps an den US-Finanzmärkten die Entwicklung von Futures auf Swapsätze fördern könnte.⁹ Die weltweite Krise, die auf die Zahlungsunfähigkeit Russlands im August 1998 folgte, liess erkennen, welche Risiken mit der Verwendung von Staatsanleihen und ihren börsengehandelten Derivaten zur Absicherung von Positionen in Wertpapieren nicht staatlicher Emittenten verbunden sind, und veranlasste die Marktteilnehmer zur Suche nach alternativen Instrumenten wie z.B. Zinsswaps. Ein Liquiditätsrückgang der US-Staatsschuld, der einer Nettoschuldentilgung durch das US-Finanzministerium in den Jahren 1998 bis 2001 zuzuschreiben war, verstärkte diese Hinwendung zu den Swaps. Für den US-Staatshaushalt wird im Jahr 2002 wieder ein Defizit prognostiziert. Dennoch dürfte der Anteil der US-Schatzinstrumente an der Gesamtheit der US-Festzinsinstrumente weiter zurückgehen, da nicht staatliche Schuldner ihre Emissionstätigkeit weiter ausbauen. Das bedeutet, dass die Finanzmarktteilnehmer auch künftig Handels- und Preisbildungsinstrumente anstreben werden, die enger mit „Zinsspannenprodukten“ zusammenhängen.

... und von einigen ihrer Handicaps

Die Börsen versuchen von dem Sachverhalt zu profitieren, dass der ausserbörsliche Swapmarkt weiterhin einige Handicaps aufweist, die mit dezentralisierten und kundenspezifischen Märkten verbunden sind. Teilnehmer an solchen Märkten tendieren dazu, viele bilaterale Kontrahentenbeziehungen zu unterhalten, da jede neue Transaktion den Abschluss eines zusätzlichen Kontrakts mit einem Händler bedeutet. Ausserdem erschweren Zeit- und Verwaltungsaufwand gewöhnlich die Übertragung (bzw. „Abtretung“ in der Marktterminologie) der Kontrakte von einer Gegenpartei an eine andere.¹⁰ Schliesslich erfordert die Auflösung einer bestehenden Position die Preisfestlegung für einen neuen Swap zu ausserbörslichen Sätzen, was die Händler veranlassen kann, eine etwas grössere Geld-Brief-Spanne zu verlangen.

⁸ Dieser Abschnitt stützt sich auf Informationen des CBOT auf der Internetseite www.cbot.com.

⁹ Ausführliche Erläuterungen der potenziellen Vorteile des neuen Kontrakts finden sich in Gerald Lucas und Joseph Schatz, „CBOT 10-year swap futures“, *Fixed Income Strategy*, Merrill Lynch, 24. Oktober 2001; Laurie Goodman, „The new swap futures contract“, *Mortgage Strategist*, UBS Warburg, 23. Oktober 2001; David A. Boberski, „Swap futures launch at CBOT“, *Bond Market Roundup*, SalomonSmithBarney, 5. Oktober 2001.

¹⁰ Obwohl Swaps z.B. auf beliebige beidseitig akzeptierte Kontrahenten übertragen werden können, müssen beide ursprünglichen Kontrahenten dem neuen Transfer zustimmen, bevor er vollzogen werden kann, was umständlich ist.

Hauptmerkmale des 10-Jahres-Zinsswap-Futures des CBOT

Handelseinheit

Die Handelseinheit basiert auf dem Nominalpreis der festverzinslichen Seite eines 10-Jahres-Zinsswaps mit einem nominalen Kapitalbetrag von \$ 100 000, der halbjährliche Zinszahlungen zu einem festen Zinssatz von 6% p.a. austauscht gegen variable Zinszahlungen, basierend auf dem 3-Monats-Libor.

Preisnotierung

Die Preise werden in Punkten (\$ 1 000) und Zweiunddreissigsteln eines Punktes (1/32 bzw. \$ 31,25) notiert, basierend auf dem nominalen Kapitalbetrag von \$ 100 000.

Kontraktmonate

Die ersten drei aufeinanderfolgenden Fälligkeiten im Vierteljahreszyklus März-Juni-September-Dezember.

Liefermethode

Durch Barabwicklung. Der endgültige Abrechnungswert errechnet sich aus $\$ 100\,000 \cdot [6/r + (1 - 6/r) \cdot (1 + 0,01 \cdot r/2) - 20]$, wobei r für den Referenzzinssatz der ISDA für 10-Jahres-US-Zinsswaps am letzten Handelstag, ausgedrückt als Prozentwert, steht. Läge z.B. der ISDA-Referenzzinssatz bei 5¼%, dann wäre r 5,25. Der Verfallspreis des Kontrakts ist der endgültige Abwicklungswert, aufgerundet auf das nächste Viertel eines Zweiunddreissigstels eines Punktes.

Abwicklung

Der Nominalpreis einer Handelseinheit am letzten Handelstag basiert auf dem ISDA-Referenzzinssatz für einen 10-Jahres-US-Zinsswap am letzten Handelstag, so wie er am darauf folgenden Geschäftstag vom Federal Reserve Board in der täglichen Aktualisierung der statistischen Veröffentlichung H.15 publiziert wird.

Tabelle 4.1

Der aktive Handel an einer zentralisierten Futures-Börse brächte einige Vorteile mit sich. Erstens wäre eine vorzeitige Glättstellung von Kontrakten administrativ einfacher zu bewältigen, da sie jeweils nur eine gegenläufige Transaktion an der Börse erfordert (die Kontrakte sind identisch). Zweitens würde es die Standardisierung der börsengehandelten Kontrakte den Händlern ermöglichen, ihre Transaktionen schneller und zu niedrigeren Kosten abzuwickeln. Drittens könnte die wachsende Besorgnis über das Adressenausfallrisiko einige Marktteilnehmer veranlassen, Risiken lieber gegenüber einem Clearing-Haus mit AAA-Rating als einer handelnden Bank mit niedrigerer Bonitätseinstufung einzugehen. Viertens sollte die Möglichkeit, Swaps an einer Börse zu handeln, den Marktzugang für die Teilnehmer verbessern, für die er aus Bonitätsgründen eingeschränkt war. Marktteilnehmer, die keine Risikoeinstufung aufweisen bzw. keine Anlagequalität besitzen, müssen Swaphändlern oftmals je nach ihrer Kreditqualität einen kleinen Renditeaufschlag (in Form von höheren Geld-Brief-Spannen) zahlen. Mit dem Handel an der Börse, bei dem das Adressenausfallrisiko durch strenge Einschusserfordernisse auf ein Minimum reduziert wird, könnten diese Teilnehmer den Aufschlag vermeiden und so ihre Transaktionen auf Basis des marktüblichen Satzes (des ISDA-Satzes, also des mittleren Marktkurses für

Vorteile durch
Handels-
zentralisierung

Transaktionen unter Händlern) abwickeln. Der erfolgreiche Marktzugang von Kontrahenten mit niedrigerer Bonitätseinstufung könnte zwar Auswirkungen auf die Gewinnmargen der bisherigen ausserbörslichen Marktteilnehmer haben, er könnte aber auch dem weiter gefassten Swapmarkt zusätzliche Tiefe und Liquidität verschaffen.

CBOT-Kontrakt an sich sinnvolle Innovation ...

Neben den Vorteilen, die beim Handel einem zentralisierten Markt entstehen, dürfte der CBOT-Swapkontrakt an sich eine sinnvolle Innovation sein. Erstens dürfte der Kontrakt potenziell eine wirksame Absicherung für nicht staatliche Verbindlichkeiten darstellen, indem er das Basisrisiko bei Wertpapieren von staatlich unterstützten Körperschaften und Unternehmen sowie bei hypothekenunterlegten Wertpapieren minimiert.¹¹ Zweitens dürften Swap-Futures Möglichkeiten für Spread-Geschäfte zwischen Swaps und anderen CBOT-Kontrakten mit ähnlichen Laufzeiten schaffen. Die Ausgestaltung des Swapkontrakts ähnelt bei gleichem Nominalwert und Kupon der eines gewöhnlichen Futures auf Staatsanleihen oder auf Anleihen staatlich unterstützter Körperschaften. Drittens dürfte der Swapkontrakt bestehende Handelsvehikel ergänzen. So verfügt der Kontrakt bei ähnlichem Verfalltermin und Barabwicklung teilweise über die gleichen Merkmale wie die Eurodollar-Futures, die an der CME gehandelt werden. Eurodollar-Futures können dazu benutzt werden, die festverzinslichen oder variabel verzinslichen Seiten von Swapkontrakten nachzubilden. Dies ist allerdings nur bis zu einer Laufzeit von 5 Jahren möglich, weil danach die Liquidität drastisch zurückgeht. Der neue Swapkontrakt sollte dazu beitragen, eine Lücke in der Marktliquidität zu schliessen, mit positiven Folgewirkungen für den Swapmarkt insgesamt.¹²

... aber Erfolg wird weitgehend von Liquidität abhängen

Selbstverständlich wird viel davon abhängen, ob der Swap-Future ausreichend Liquidität anziehen kann. Durch die Entwicklung einer Reihe potenziell vielversprechender Kontrakte, wie Futures auf staatlich unterstützte Körperschaften und auf Hypotheken, hat sich das CBOT in den vergangenen Jahren bemüht, das Geschäft mit US-Schatztitelprodukten zu diversifizieren. Aufgrund unzureichender Liquidität hielt sich deren Wert als Absicherungs- und Handelsinstrumente jedoch in Grenzen.

¹¹ Der Kontrakt ist nicht den besonderen Verzerrungen des US-Schatztitelmarktes ausgesetzt, wie z.B. Ungleichgewichte von Angebot und Nachfrage sowie „spezielle“ Zinssätze bei Wertpapierpensionsgeschäften.

¹² Eines der besonders attraktiven Merkmale des Swapkontrakts ist, dass er die gleiche Konvexität aufweist wie Anleihen am Kassamarkt und Zinsswaps. Dies ist bei den Eurodollar-Futures nicht der Fall, da deren Preisstruktur zu einer linearen Duration führt (da sich der Kontraktpreis berechnet aus $100 - \text{Satz} = \text{Preis}$).

Globalisierung des internationalen Bankgeschäfts¹

Im Lauf der letzten Generation hat bei den international tätigen Banken ein Paradigmenwechsel von internationalen zu globalen Bankgeschäften stattgefunden. Statt in einem Land Spareinlagen hereinzunehmen und die so erhaltenen Mittel in einem anderen Land auszuleihen, schlagen einige Banken inzwischen eine andere Strategie ein: Über eine Niederlassung vor Ort nehmen sie *innerhalb eines Landes* Einlagen entgegen und vergeben Konsumentenkredite, Hypothekendarlehen und Unternehmenskredite. Andere Banken verfolgen eine kapitalmarktorientierte Strategie, bei der sie ihre lokalen Wertpapierportfolios auch lokal absichern. Ob sich diese Banken nun für ein globales Modell mit Schwerpunkt auf Endverbrauchern oder auf Grosskreditnehmern entschieden haben – in beiden Fällen zielen sie darauf ab, ihre Kunden über eine lokal finanzierte Präsenz im Land zu bedienen. Das Bestreben, eine *globale* (oder multinationale) Bank gemäss der vorstehenden Definition aufzubauen, unterscheidet sich von dem Bemühen, eine *internationale* Bank aufzubauen – hier definiert als Bank, die Mittel in einem Land aufnimmt und in einem anderen wieder verleiht.

Im ersten Abschnitt dieser Darstellung wird der zeitliche Verlauf dieses Paradigmenwechsels bei den berichtenden Banken unterschiedlicher Nationalität und an den einzelnen Märkten dargestellt. Der zweite Abschnitt umreisst die Gründe für den Wechsel. Der dritte Abschnitt beleuchtet die Veränderungen des Risikogleichgewichts, die die Strategieänderung begleiten. Der letzte Abschnitt schliesslich wirft einige Fragen zur zukünftigen Entwicklung auf. Im Kasten auf der nächsten Seite wird erläutert, woran anhand der verfügbaren Daten globale von internationalen Bankgeschäften unterschieden werden können.

¹ Judith S. Ruud ist Mitarbeiterin des Congressional Budget Office in den USA. Dieser Artikel gibt die Ansichten der Autoren wieder, die nicht notwendigerweise mit denen der BIZ oder des Congressional Budget Office übereinstimmen.

Paradigmenwechsel von internationalen zu globalen Bankgeschäften

Der Paradigmenwechsel zum globalen Bankgeschäft verläuft ungleichmässig ...

Zwar beziehen sich die umfassendsten verfügbaren Zeitreihen, die den langfristigen Paradigmenwechsel von Auslandsaktivitäten zu lokal refinanzierten Aktivitäten dokumentieren, auf in den USA registrierte Banken, aber die nachfolgenden Ausführungen werden zeigen, dass global ausgelegte Strategien keineswegs auf US-Banken beschränkt sind. Tatsächlich sind die Banken aus Irland, Kanada, der Schweiz, Spanien und dem Vereinigten Königreich sogar stärker globalisiert als die Banken aus den USA. Nach Märkten betrachtet, vollzieht sich der Paradigmenwechsel sehr ungleichmässig, wobei Europa eine bedeutsame Ausnahme darstellt und die asiatischen Märkte stärker globalisiert sind als gemeinhin angenommen.

Internationale und globale Banken – der Unterschied

Der wesentliche Unterschied zwischen internationalen und globalen Bankgeschäften liegt darin, wie die betreffende Bank ihre Auslandsaktiva refinanziert, d.h. die Forderungen gegenüber Schuldern mit Wohn- oder Firmensitz ausserhalb des Landes, in dem die Bank ihren Hauptsitz hat. Internationale Banken refinanzieren ihre Forderungen gegenüber ausländischen Schuldnern mit Mitteln, die im Inland aufgenommen wurden. Globale Banken dagegen refinanzieren ihre Forderungen gegenüber ausländischen Schuldnern mit Mitteln, die sie am Markt des jeweiligen Schuldners aufgenommen haben. Oder anders ausgedrückt: Eine internationale Bank betreibt Geschäfte über Grenzen hinweg. Eine globale Bank bedient lokale Märkte mit lokal vorhandenen Finanzmitteln.

Als Illustration möge eine Bank mit Hauptsitz in den USA dienen, mit Auslandsaktiva in Form von Darlehen an Schuldner in Japan. Die nachfolgende Tabelle zeigt fünf verschiedene Möglichkeiten, diese Darlehen zu refinanzieren. In Beispiel 1 und 2 stammen die Mittel aus den USA, d.h. aus Einlagen von Gebietsansässigen, und werden nach Japan ausgeliehen. Die meisten internationalen Banktransaktionen folgen diesem Muster (oft unter Einschaltung eines Drittlandes, z.B. eines Finanzplatzes in der Karibik). In Beispiel 3 legt ein Einleger in Japan Mittel bei einer US-Bank an, und diese leiht sie dann an einen Kreditnehmer in Japan aus. Auch diese „Rundreise“ ist als internationales Bankgeschäft zu charakterisieren. Was ein globales Bankgeschäft ist, zeigt Beispiel 4: Finanzmittel werden in Japan von der japanischen Tochterbank einer US-Bank beschafft und von dieser Tochter an japanische Kreditnehmer vergeben. Beispiel 5 zeigt eine andere Variante globaler Bankgeschäfte: Hier werden die Finanzmittel zwar im Ausland beschafft, aber das Transferrisiko trägt der Einleger und nicht die Bank.

Nur wenige Banken sind rein internationale Banken oder rein globale Banken. Insbesondere engagieren sich die meisten globalen Banken neben ihren lokal refinanzierten Aktivitäten gleichzeitig erheblich auch im grenzüberschreitenden Geschäft. Die relative Bedeutung der globalen und internationalen Anteile der Aktivitäten einer Bank lässt sich am besten anhand des Verhältnisses ihrer lokal refinanzierten Auslandsaktiva zu ihren gesamten ausländischen Aktiva (grenzüberschreitend und inländisch) ermesen. Das Verhältnis der vor Ort refinanzierten Auslandsaktiva zu den ausländischen Aktiva insgesamt beträgt 1 für eine rein globale Bank und 0 für eine rein internationale Bank. Die meisten Banken werden aber zwischen diesen beiden Extremen liegen.

Dieses Verhältnis lässt sich mit Hilfe der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ annähernd darstellen. Im Idealfall sind die lokal refinanzierten Forderungen der jeweils kleinere der beiden Werte Inlandsforderungen bzw. Inlandsverbindlichkeiten der Auslandstöchter der Banken. Von den Forderungen und Verbindlichkeiten nur den jeweils geringeren Wert zu berücksichtigen, ist wichtig, weil unter Umständen bestimmte Inlandsforderungen vom Hauptsitz refinanziert werden (wie in Beispiel 2), während einige Inlandsverbindlichkeiten vielleicht ins Ausland geleitet werden. Die

Banken, die an der konsolidierten Bankenstatistik beteiligt sind, melden zwar ihre Inlandspositionen in Landeswährung gesondert, nicht jedoch ihre Inlandspositionen in sämtlichen Währungen. Daher lässt sich das Ausmass der Verschiebung von internationalen zu globalen Bankgeschäften nicht präzise erfassen. In Ländern mit dollarisierten Finanzsystemen dürfte die konsolidierte Statistik die Bedeutung globaler Bankgeschäfte tendenziell unterschätzen, weil nicht ausreichend Informationen über Inlandspositionen in Fremdwährungen vorliegen.

Finanzierung ausländischer Aktiva durch Banken

Möglichkeiten für eine Bank mit Hauptsitz in den USA, Darlehen an Schuldner in Japan zu refinanzieren

Art des Bankgeschafths	In den USA Ansässige			Grenzüber-schreitend	In Japan Ansässige		
1. International	Sparer	Einlage →	Hauptsitz	Kredit →		→	Kreditnehmer
2. International	Sparer	Einlage →	Hauptsitz	Einlage →	Banktochter	Kredit →	Kreditnehmer
3. International			Hauptsitz	← Einlage Kredit →		← →	Sparer Kreditnehmer
4. Global					Banktochter	← Einlage Kredit →	Sparer Kreditnehmer
5. Global	Sparer	→		Einlage →	Banktochter	Kredit →	Kreditnehmer

Vom internationalen zum globalen Bankgeschäft: Die letzten 20 Jahre

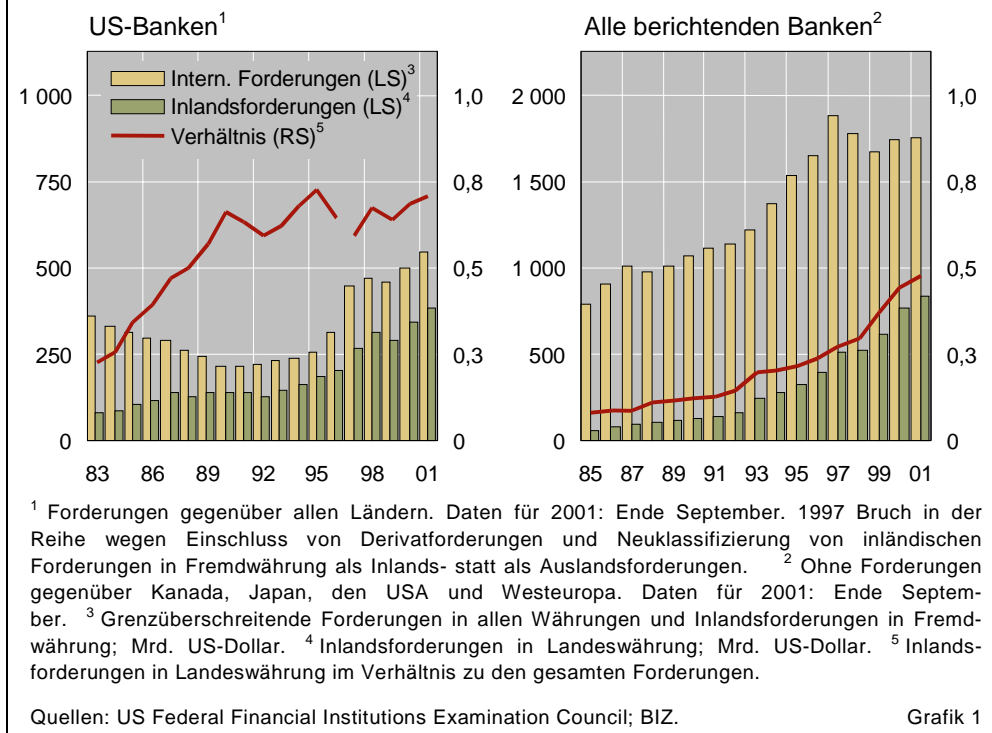
Die strategische Ausrichtung im Bankensektor hat sich bei den einzelnen Banken mit unterschiedlicher Geschwindigkeit verschoben. Der Gesamttrend zeichnete sich jedoch schon spätestens Mitte der achtziger Jahre ab. Grenzüberschreitende Aktivitäten, insbesondere Kredite an Entwicklungsländer, die durch Euromarkteinlagen refinanziert wurden, waren die treibende Kraft hinter dem Wachstum der Auslandsforderungen der Banken in den sechziger und siebziger Jahren gewesen. In den achtziger und neunziger Jahren wuchsen dagegen die lokal refinanzierten Aktivitäten tendenziell stärker als die grenzüberschreitenden Positionen.

... aber der Trend ist deutlich

Daten zu in den USA registrierten Banken illustrieren das Wachstum der lokal refinanzierten Aktivitäten ausländischer Banken.² Während die grenzüberschreitenden Forderungen der US-Banken von 1982 bis 2001 um 55% auf \$ 548 Mrd. wuchsen, erhöheten sich ihre inländischen Forderungen um fast 400% auf \$ 385 Mrd. (Grafik 1, links), sodass sich das Verhältnis auf 0,7 erhöhete. Auch wenn es nach Grafik 1 den Anschein hat, dass die grenzüberschreitenden Forderungen 1997 erheblich stärker zunahmen als die Inlandsforderungen, so ist dies ausschliesslich auf einen Bruch in der Zeitreihe infolge

² S. Palmer (2000). Dieser Abschnitt benutzt Ergebnisse von Ruud (2002).

Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken



der Einbeziehung von Derivatpositionen in diesem Jahr zurückzuführen.³ Seither hat sich das Verhältnis weiter angenähert, weil die breiter gemessenen inländischen Forderungen weiterhin schneller gewachsen sind als die grenzüberschreitenden Forderungen.

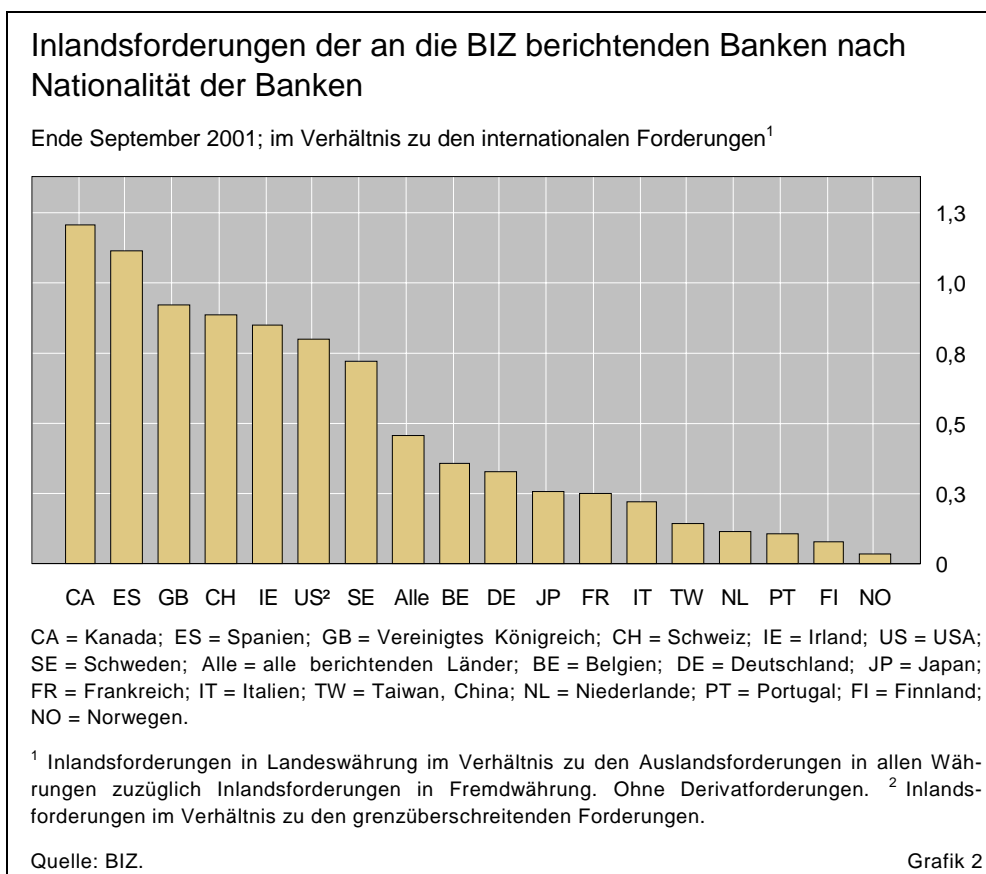
³ Die Strategien der US-Banken in den späten achtziger Jahren spielten das Bilanzwachstum herunter und betonten stattdessen das Derivatgeschäft. Dieses lässt sich zum Nominalwert oder zum positiven Wiederbeschaffungswert erfassen. So würde beispielsweise eine Derivatforderung entstehen, wenn ein Kunde einen Zinsswap mit einer Bank abschliesst, nach dem er dieser langfristig einen festen Zinssatz zahlt und für die gleiche Nominalsumme einen entsprechenden variablen Zinssatz erhält. Wenn anschliessend die langfristigen Zinsen fallen, hätte der Swap einen positiven Wiederbeschaffungswert (und würde somit eine Forderung der Bank gegenüber ihrem Kunden darstellen). Wenn der Kunde seinen Verpflichtungen nicht nachkommt, müsste die Bank dann einem neuen Kunden eine Prämie zahlen, damit dieser die alten Vertragsbedingungen akzeptiert. Seit 1997 werden solche Forderungen in den USA bei den gemeldeten grenzüberschreitenden und inländischen Forderungen mitberücksichtigt. Das geringere Verhältnis im linken Feld von Grafik 1, das die Derivatengagements mit einbezieht, legt somit den Schluss nahe, dass das Derivatgeschäft bis 1997 im Verhältnis mehr Auslandsrisiken enthielt als bilanzwirksame Forderungen. Ausser diesem Bruch in der Reihe gab es auch eine Begriffsverschiebung. Vor 1997 wurde in den US-Daten zwischen grenzüberschreitenden Forderungen und im Ausland refinanzierten Forderungen in Fremd- und Landeswährung einerseits und lokal refinanzierten Forderungen in Landeswährung andererseits unterschieden. Nach 1997 wurden lokal refinanzierte Forderungen in Fremdwährung nicht mehr mit den grenzüberschreitenden Forderungen zusammengefasst, sondern mit den lokal refinanzierten Forderungen in Landeswährung; insgesamt wird das neue Konstrukt pauschal als Inlandsforderungen bezeichnet. (Diese Inlandsforderungen enthalten den positiven Wiederbeschaffungswert von Derivatengagements, doch werden diese nicht gesondert gemeldet.) Diese Begriffsverschiebung spiegelte die zunehmende Präsenz von US-Banken in stark dollarisierten Bankensystemen im Ausland wider sowie die Einschätzung, dass Dollarforderungen, die lokal verbucht und refinanziert werden, nicht dem gleichen Risiko unterliegen wie grenzüberschreitende Forderungen.

Globalisierung nach Nationalität der Banken

Das Wachstum lokal refinanzierter Aktivitäten ist keineswegs auf Banken in den USA beschränkt. Andere Bankensysteme haben ihre Präsenz auf ausländischen Bankenmärkten ebenso schnell verstärkt wie die US-Banken, wenn nicht sogar noch schneller. Die Expansion dieser anderen Banken ist jedoch weniger gut dokumentiert. Erst 1999 wurde die konsolidierte Bankenstatistik der BIZ auf die Auslandsforderungen der Banken gegenüber allen Ländern ausgedehnt. Zuvor meldeten die Banken nur ihre Forderungen gegenüber Ländern ausserhalb des Berichtsgebiets, hauptsächlich Entwicklungsländern (Grafik 1, rechts).

Die neu erhobenen Daten zeigen, dass das Bankensystem der USA verglichen mit der internationalen Konkurrenz nicht aussergewöhnlich stark „globalisiert“ wurde; einige Bankensysteme sind stärker global als das der USA (Grafik 2). Die jüngste konsolidierte Bankenstatistik zeigt, dass das Verhältnis von Inlandsforderungen in Landeswährung zu internationalen Forderungen bei den kanadischen Banken 1,2 beträgt. Dies spiegelt weitgehend die umfangreiche Refinanzierungsbasis der Zweigstellen und Tochterunternehmen dieser Banken in den USA wider, sodass man sagen kann, dass die kanadischen Banken ebenso stark regionalisiert wie globalisiert sind. Auch die spanischen Banken sind sehr stark global und refinanzieren einen grossen Teil ihrer Auslandsforderungen lokal, insbesondere in Lateinamerika. Bei den britischen,

Kanadische und spanische Banken am stärksten globalisiert



schweizerischen und irischen Banken sind die Inlandsforderungen nahezu gleich den internationalen Forderungen. Banken mit Hauptsitz im Vereinigten Königreich sind nicht nur in der westlichen Hemisphäre, sondern auch in Ostasien auf den lokalen Märkten stark repräsentiert.⁴

Globale und internationale Bankgeschäfte nach Märkten

Auf dem westeuropäischen Markt grenzüberschreitende Forderungen der Banken noch dominierend

Sieht man sich statt der Banken, die hinter der Ausweitung der lokal refinanzierten Forderungen stehen, die Märkte an, in die sie expandiert haben, so sind die internationalen und globalen Bankaktivitäten in den verschiedenen Regionen unterschiedlich verteilt. Die Inlandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber den lateinamerikanischen Ländern stiegen Ende der neunziger Jahre erheblich an und haben inzwischen die internationalen Forderungen eingeholt (Grafik 3, links; Tabelle 1). In der Region Asien/Pazifik nähert sich die Summe der Inlandsforderungen rasch der internationalen Forderungen. In Nordamerika ist der Abstand nicht sehr gross. In Osteuropa, im Nahen Osten und in Afrika erreichen die Inlandsforderungen die Hälfte der internationalen Forderungen, steigen aber auch hier rasch. Nur die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber Westeuropa sind immer noch vorwiegend grenzüberschreitend.

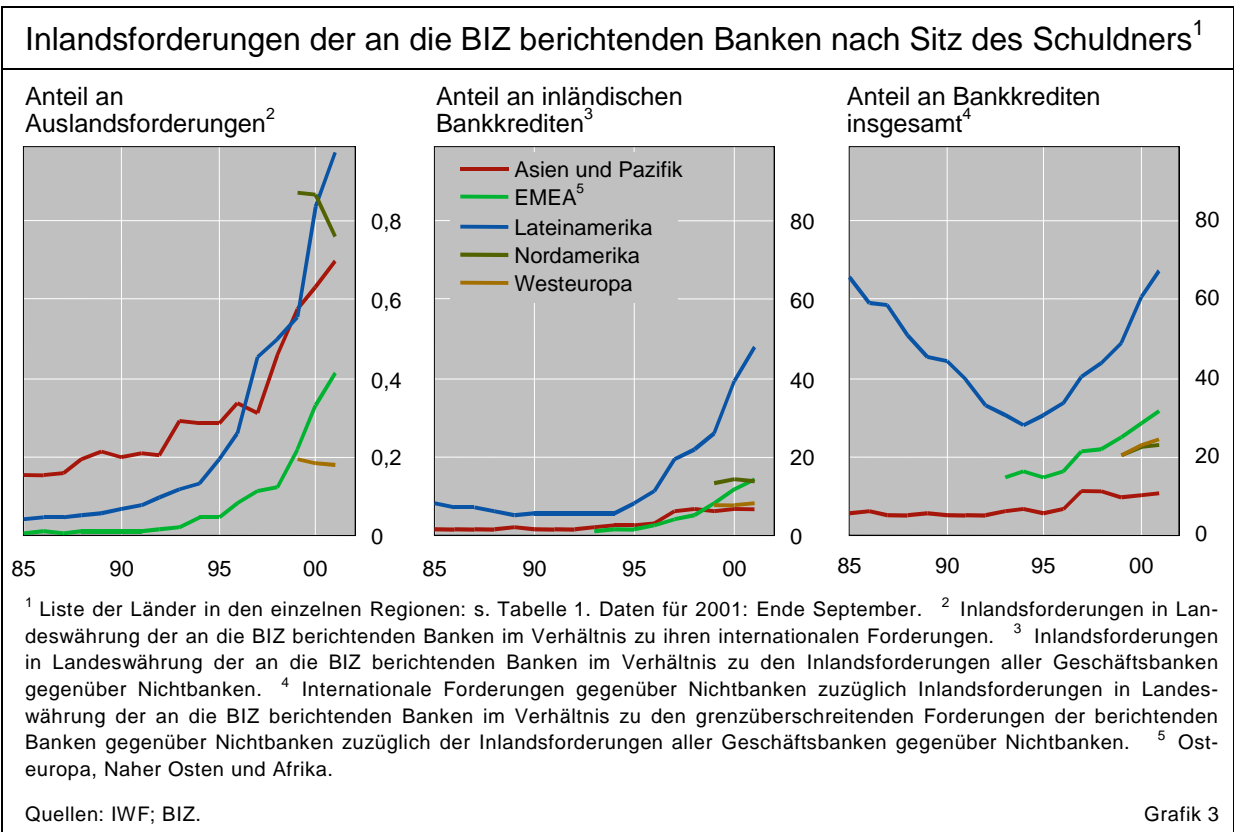
Marktanteil ausländischer Banken

Anteil der Auslandsbanken am lateinamerikanischen Markt doppelt so gross wie an anderen Märkten ...

Betrachtet man nicht nur die Bilanzen der Banken im BIZ-Berichtsgebiet, sondern die Rolle dieser Banken im Intermediationsprozess auf den verschiedenen Märkten insgesamt, bietet sich ein etwas anderes Bild. Gängige Berechnungsweisen für den Marktanteil ausländischer Banken als Kreditgeber berücksichtigen nur deren Inlandsforderungen als Anteil an den lokal vergebenen Bankkrediten insgesamt. Derartige Berechnungen zeigen dann, dass der Marktanteil ausländischer Banken in Lateinamerika mehr als doppelt so gross ist wie in allen anderen Märkten (Grafik 3, Mitte). Auf Inlandsforderungen ausländischer Banken entfällt in Lateinamerika fast die Hälfte der inländischen Bankkredite, verglichen mit etwa 15% in Nordamerika, Osteuropa, im Nahen Osten und in Afrika. Mit unter 10% liegen die Region Asien/Pazifik sowie Westeuropa um einiges dahinter.

Eine umfassendere Berechnungsweise berücksichtigt jedoch auch die grenzüberschreitende Kreditvergabe. Insbesondere addiert sie die inländischen Forderungen gegenüber Nichtbanken zu Zähler wie Nenner der erwähnten Messgrösse. Erwartungsgemäss zeigt sich dann, dass ausländische Banken – insbesondere in Westeuropa, wo die grenzüberschreitenden Forderungen im Verhältnis zur inländischen Kreditvergabe hoch sind – erheblich höhere Marktanteile haben (Grafik 3, rechts).

⁴ Dieser Vergleich unterzeichnet sogar das Ausmass der Globalisierung der Nicht-US-Banken. Die USA aggregieren seit 1997 lokal refinanzierte Forderungen in Fremdwährungen mit lokal refinanzierten Forderungen in Landeswährung, während die übrigen Länder Inlandsforderungen in Fremdwährungen unter den internationalen Forderungen erfassen.



Die Kombination der beiden Betrachtungsweisen lässt einige interessante Kontraste zwischen Lateinamerika und der Region Asien/Pazifik erkennen. Erstens engagieren sich die an die BIZ berichtenden Banken in der Region Asien/Pazifik wesentlich stärker als in Lateinamerika, nämlich mit etwa \$ 1,5 Bio. gegenüber \$ 0,5 Bio. (Tabelle 1). Zweitens ist das Verhältnis zwischen grenzüberschreitenden und Inlandsforderungen in den beiden Regionen nicht allzu unterschiedlich; die Werte liegen sogar noch enger zusammen, wenn man die Investitionen eines ausländischen Konsortiums in die frühere Long-Term Credit Bank of Japan und in die Korea First Bank sowie die Minderheitsbeteiligungen ausländischer Banken an anderen koreanischen Banken berücksichtigt (Grafik 3, links). Drittens schliesslich ist dies der Fall, obwohl die Banken des BIZ-Berichtsgebiets auf dem lateinamerikanischen Bankenmarkt eine viel grössere Rolle spielen als in der Region Asien/Pazifik (Grafik 3, rechts), was den Schluss nahe legt, dass das Expansionspotenzial für ausländische Banken in Asien vom Wirtschaftswachstum und von möglichen zusätzlichen Marktanteilen abhängt, während es in Lateinamerika mehr vom Wirtschaftswachstum und der Tiefe der Finanzmärkte in der Region bestimmt wird.

... aber Engagement in Asien grösser als in Lateinamerika

Erklärungen für den Paradigmenwechsel

Die Verlagerung vom internationalen zum globalen Bankgeschäft spiegelt Veränderungen sowohl der Strategien der Banken als auch der für sie geltenden Rahmenbedingungen wider. Es stellt sich die interessante Frage, warum

Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken

Ende September 2001

	Internat. Forderungen ¹		Inlands- forderungen in Landeswährung	Inlandsford./ Internationale Forderungen ²	Inlandsford./ Inlands- bankkredite ³	Auslandsbank- kredite/Bank- kredite insgesamt ⁴
	Insgesamt	An Nicht- banken				
	Mrd. US-Dollar			Quote	Prozent	
Alle Länder ⁵	7 801	3 900	3 034	0,39	10	21
Asien und Pazifikraum	904	395	631	0,70	7	11
Australien	85	38	67	0,79	19	28
China	54	27	5	0,90	0	2
Hongkong SVR	106	64	169	1,59	71	88
Indien	19	16	16	0,85	7	14
Indonesien	36	32	4	0,10	5	39
Japan	365	104	224	0,61	4	6
Korea	54	23	20	0,36	5	10
Malaysia	20	17	28	1,39	27	41
Neuseeland ⁶	14	8	18	1,27	29	38
Philippinen	16	12	5	0,34	13	35
Singapur	94	27	42	0,44	53	77
Taiwan, China	15	10	16	1,06	4	6
Thailand	24	18	17	0,72	15	29
Osteuropa, Nahe Osten und Afrika ⁷	196	131	81	0,41	14	31
Polen	25	20	34	1,33	52	72
Russland	39	20	1	0,30	2	27
Südafrika	19	10	5	0,29	10	24
Tschechische Republik	8	6	20	2,38	68	77
Türkei	38	28	1	0,20	1	26
Ungarn	18	12	9	0,50	40	71
Lateinamerika ⁸	270	223	263	0,97	48	67
Argentinien	61	53	21	0,34	26	67
Brasilien	72	53	66	0,91	30	45
Chile	20	19	22	1,08	48	66
Mexiko	74	63	134	1,82	99	105
Venezuela	12	11	9	0,72	50	69
Nordamerika	1 578	1 068	1 197	0,76	14	23
Kanada	158	66	63	0,40	12	22
USA	1 420	1 001	1 134	0,80	14	23
Westeuropa ⁹	4 854	2 083	862	0,18	8	25
Euro-Raum	3 016	1 415	467	0,15	6	22
Deutschland	715	286	87	0,12	3	13
Frankreich	491	208	88	0,18	6	19
Italien	441	273	53	0,12	5	24
Niederlande	341	194	63	0,18	11	34
Schweiz	342	65	11	0,30	3	15
Vereinigtes Königreich	1 235	490	366	0,30	18	38

¹ Grenzüberschreitende Forderungen in allen Währungen der an die BIZ berichtenden Banken sowie Inlandsforderungen in Fremdwährungen ihrer Auslandsstochter (aus der konsolidierten Bankenstatistik). ² Inlandsforderungen in Landeswährung der an die BIZ berichtenden Banken als Quote ihrer internationalen Forderungen. ³ Inlandsforderungen in Landeswährung der an die BIZ berichtenden Banken als Prozentsatz der Inlandsforderungen aller Geschäftsbanken gegenüber Nichtbanken. ⁴ Internationale Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken an Nichtbanken zuzüglich Inlandsforderungen in Landeswährung als Prozentsatz der grenzüberschreitenden Forderungen der berichtenden Banken an Nichtbanken zuzüglich Inlandsforderungen aller Geschäftsbanken gegenüber Nichtbanken. ⁵ Summe der in der Tabelle angegebenen Regionen. ⁶ Ohne Forderungen australischer Banken, die nicht zur konsolidierten Bankenstatistik beitragen; mehrere der grössten Banken in Neuseeland stehen im Eigentum australischer Banken. ⁷ Angegebene Länder sowie Ägypten, Algerien, Bulgarien, Israel, Marokko, Rumänien, Slowakische Republik, Tunesien und Zypern. ⁸ Angegebene Länder sowie Ecuador, Kolumbien, Peru und Uruguay. ⁹ Euro-Raum und angegebene Länder sowie Dänemark, Island, Norwegen und Schweden.

Quellen: IWF; BIZ.

Tabelle 1

die Verschiebung vom internationalen zum globalen Bankgeschäft auf dem europäischen Markt so wenig ausgeprägt ist.

Bankstrategien

Im Laufe der letzten Generation haben viele Banken ihre Geschäftspolitik geändert. Die strategische Neuausrichtung hat dazu geführt, dass die Inlandsforderungen und die Inlandsverbindlichkeiten in vergleichbarem Mass angestiegen sind. Die internationalen Abteilungen der Grossbanken verbrachten einen Grossteil der achtziger Jahre damit, vor 1982 ausgereichte Kredite umzuschulden. Währenddessen gelangten Banken, die sich in dieser Zeit durch den Ausbau des Privatkunden- oder Wertpapiergeschäfts einen Namen gemacht hatten, in führende Positionen. Liegt der Schwerpunkt auf dem Privatkundengeschäft, so ist damit das Bestreben verbunden, aus Einlegern Kreditkartenutzer und Hypothekenkreditnehmer zu machen und umgekehrt. Dies hat tendenziell ein ausgeglichenes Wachstum von Forderungen wie Verbindlichkeiten auf den ausländischen Märkten zur Folge. Ähnlich bewirkt auch die Entwicklung des Wertpapiergeschäfts innerhalb eines Landes ein Wachstum von Forderungen wie Verbindlichkeiten gleichermaßen, beispielsweise wenn Staatsanleihen mit Repogeschäften finanziert werden.

Ähnlich hat auch der strategische Wechsel der Banken vom reinen Halten internationaler Forderungen zu deren Erzeugung und Verkauf tendenziell zu einem Rückgang ihres grenzüberschreitenden Geschäfts geführt. Mit den Umschuldungen der achtziger Jahre entstand schliesslich eine völlig neue Kategorie von Vermögenswerten für institutionelle Anleger, nämlich ursprünglich die Brady-Anleihen, und später dann auf allgemeinerer Ebene Staats- und Unternehmensanleihen aus aufstrebenden Volkswirtschaften. Internationale Banken fungieren zwar sowohl als Inhaber als auch als Emissionsinstitute für diese Schuldverschreibungen, doch haben sich durch die Erweiterung der Anlegerbasis auf die institutionellen Investoren die Gewichte teilweise zuungunsten der grenzüberschreitenden Bankkreditvergabe verschoben.

Die Erfahrungen aus der Schuldenkrise der achtziger Jahre führten ebenfalls dazu, dass die Banken eher auf globale als auf internationale Geschäfte setzten, insbesondere auf risikoreicheren Märkten. Anfang der achtziger Jahre verhängten mehrere Regierungen infolge von Krisen an den Devisenmärkten Zahlungsmoratorien für Auslandsschulden (s. unten). Für lokal refinanzierte Forderungen bestanden in solchen Phasen zwar auch Kreditrisiken, doch war mit ihrer Bedienung keine Belastung der Devisenreserven verbunden, sodass sie von Zahlungsmoratorien nicht unbedingt betroffen waren.

Ihre neuen Strategien verfolgen die Banken durch den Neueintritt in Märkte, durch organische Expansion bestehender Aktivitäten und durch grenzüberschreitende Übernahmen. Die grenzüberschreitenden Übernahmen von Banken waren dabei nur ein Teil einer grösseren Welle von grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen. Diese erreichten Ende der neunziger Jahre das Rekordniveau von 8% des weltweiten BIP (s. UNCTAD 2001). Einerseits hatten sich die Banken entschlossen, dem Vorbild ihrer Kunden zu

Der Wechsel hin zum globalen Bankgeschäft spiegelt strategische Veränderungen wider ...

folgen, damit sie von ihrer Bilanzsumme her den gestiegenen Ansprüchen dieser fusionierten Kunden gerecht werden konnten. Aber die Expansion der Banken folgte auch der gleichen Überzeugung wie bei ihren Kunden – dass nämlich jeder Geschäftsbereich von relativ grossen „Global Players“ beherrscht werden wird.

Veränderte Rahmenbedingungen

Der Paradigmenwechsel hin zu globalen Bankgeschäften war aber nicht nur strategisch, sondern auch durch veränderte Rahmenbedingungen bedingt. Einer der wichtigsten Faktoren, die die Geschwindigkeit der Expansion ausländischer Banken auf lokalen Märkten bestimmen, ist die Liberalisierung im Finanzsektor. In den vergangenen zwei Jahrzehnten haben viele Länder ihre relativ abgeschotteten und reglementierten Finanzsysteme stärker geöffnet. In aller Regel war damit auch die Lockerung von Beschränkungen hinsichtlich ausländischer Beteiligungen an inländischen Banken verbunden. In Kanada hatten beispielsweise derartige Beschränkungen für Zweigniederlassungen ausländischer Banken und für ausländische Beteiligungen an kanadischen Kreditinstituten dazu geführt, dass ausländische Banken kanadische Kunden aus dem Ausland und nicht über Niederlassungen in Kanada bedienten.

... aber auch
Wandel an
inländischen
Bankenmärkten

In manchen Fällen wurde die Liberalisierung durch eine Finanzkrise ausgelöst.⁵ Für Banken mit globalen Ambitionen konnte es lohnend sein, inländische Banken zu übernehmen, die nach grossen Verlusten im Kreditgeschäft verstaatlicht worden waren und anschliessend zum Verkauf standen. Ausserdem bietet eine durch eine Krise geschwächte einheimische Bankenlandschaft multinationalen Banken die Gelegenheit, ihr vorhandenes Tätigkeitsfeld gegenüber Wettbewerbern zu erweitern. In Ländern mit staatlich beherrschten Finanzsystemen gingen die Liberalisierung und die Krisenbewältigung oft einher mit einer Privatisierung, an der sich auch ausländische Banken beteiligen konnten.

Ein weiterer Faktor, der die stärker lokale Ausrichtung der Aktivitäten ausländischer Banken begünstigt, ist die abnehmende Bedeutung der unverzinslichen Mindestreserve als Mittel der Geldpolitik. So konnte eine ausländische Bank, die einen Kredit an ein US-Unternehmen vergab und diesen ausserhalb der USA refinanzierte, damit früher die Mindestreservepflicht der Federal Reserve umgehen. 1990 wurde diese Mindestreservepflicht jedoch auf 0% verringert, wodurch der Anreiz, Kredite ausserhalb der USA zu verbuchen, weitgehend wegfiel.⁶

⁵ S. Hawkins und Mihaljek (2001).

⁶ Für einige ausländische Banken war jedoch die Pflichtmitgliedschaft im Einlagensicherungssystem ein Anreiz, weiter von ihren Offshore-Standorten aus zu operieren. S. McCauley und Seth (1992).

Europa – die Ausnahme

Europa hat ebenfalls viele der oben beschriebenen Veränderungen durchgemacht, liegt aber hinter anderen Regionen zurück, was den Anteil des lokal refinanzierten Auslandsgeschäfts der Banken betrifft. Warum stellt Europa eine Ausnahme dar?

Eine Erklärung lautet, dass Europa über mehrere bedeutende Finanzplätze verfügt. Der grösste ist London, aber Amsterdam, Dublin, Luxemburg und Zürich sind ebenfalls Standort zahlreicher Unternehmen, die Finanzdienstleistungen anbieten. Deren Aktivitäten stärken tendenziell den grenzüberschreitenden Intermediationsprozess. Aber selbst wenn die grenzüberschreitenden Aktivitäten an diesen Finanzplätzen unberücksichtigt bleiben, stellt Europa eine Ausnahme dar.

Eine zweite mögliche Erklärung für die grosse Bedeutung des grenzüberschreitenden Geschäfts ist die Integration des Interbankgeldmarktes in Europa. Diese Integration war schon vor der Einführung des Euro und der Errichtung des Zahlungsverkehrssystems TARGET für den Euro-Raum als Ganzes ziemlich weit fortgeschritten. Aber auch hier gilt: Selbst ohne die Interbanktransaktionen spielen grenzüberschreitende Forderungen in Europa eine wesentlich grössere Rolle als in anderen Regionen.

Der dritte Faktor ist eine Kombination aus intensivem Wettbewerb um die grössten Firmenkunden in Europa und zunehmende Depotbestände von Schuldverschreibungen von Emittenten aus anderen Ländern vor dem Hintergrund der begrenzten Präsenz europäischer Banken auf dem Privateinlagenmarkt der jeweiligen Nachbarländer. Die Fusionen, die in Erwartung oder in Folge der Euro-Einführung stattgefunden haben, waren bisher im Wesentlichen Fusionen *innerhalb* des gleichen Landes. Die Einführung des Euro hat das internationale Geschäft der Banken in Europa im Verhältnis allenfalls noch gestärkt, weil sie es ermöglicht, Euro-Forderungen gegenüber Unternehmen und Privathaushalten in anderen europäischen Ländern auf dem eigenen Heimatmarkt in Euro zu refinanzieren.

Stärkung des internationalen Bankgeschäfts in Europa durch den Euro

Risiken des Paradigmenwechsels zu globalen Bankgeschäften

Aus ganz allgemeiner Perspektive gesehen ist der Übergang von der internationalen zur globalen Kreditvergabe mit einem Übergang von einem Transfer- zu einem breiter angelegten Länderrisiko verbunden. Streng genommen besteht das Transferrisiko darin, dass ein Kreditnehmer durchaus in der Lage ist, seine Verpflichtungen in Landeswährung zu bedienen – die Kreditwürdigkeit also gegeben ist –, dass ihm jedoch nicht gestattet wird, gegen seine Landeswährung die Fremdwährung zu erwerben, die er für den Schuldendienst benötigt. Das Länderrisiko ist ein umfassenderes Konzept und schliesst das Risiko von rechtlichen Veränderungen oder von Veränderungen in den steuerlichen oder wirtschaftlichen Rahmenbedingungen innerhalb eines Landes mit ein. Durch Entgegennahme von Einlagen und Ausreichung von

Vom Transfer- zum Länderrisiko

Kredit in im gleichen Land lässt sich das Transferrisiko ausschalten, aber das sonstige Länderrisiko bleibt natürlich erhalten.

Dieser Unterschied wird durch ein klassisches Gerichtsverfahren illustriert, das auf das internationale Zahlungsmoratorium der Philippinen 1983 zurückging.⁷ Die Tochtergesellschaft einer US-Bank in Singapur hatte bei der Zweigniederlassung einer anderen US-Bank in Manila eine Dollar-Einlage getätigt. Nachdem die Regierung der Philippinen ein Moratorium auf den Abzug solcher Einlagen ausgesprochen hatte, verklagte die US-Gläubigerbank die US-Schuldnerbank vor einem US-Gericht auf Rückzahlung innerhalb der USA. Es wurde letztlich klargestellt, dass in einem solchen Fall der Einleger das Transferrisiko trägt, während die Bank, die die Einlage entgegennimmt und lokal ausleiht, das restliche Länderrisiko trägt.

Die jüngsten Ereignisse in Argentinien haben ein Schlaglicht auf das Risiko geworfen, das eine Bank eingeht, wenn sie einen Dollarkredit lokal refinanziert, insbesondere wenn viele solche Kredite an Schuldner ohne eigene Dollareinnahmen vergeben werden. Mit der Globalisierung verringern sich zwar einige der Risiken des internationalen Bankgeschäfts, es entstehen aber auch neue Risiken.

Fragen an die Zukunft

Aus dem derzeitigen Status des Paradigmenwechsels vom internationalen zum globalen Bankgeschäft ergeben sich drei Fragen. Eine Frage betrifft die anhaltende aussergewöhnliche Vorherrschaft internationaler Bankgeschäfte in Europa. Die zweite betrifft das Ausmass der weiteren Globalisierung des Bankgeschäfts in Ostasien, insbesondere angesichts der derzeitigen Leistungsbilanzsalden und der Aufnahme Chinas in die Welthandelsorganisation WTO. Die dritte Frage gilt den Reaktionen der Banken auf die jüngsten Ereignisse in Argentinien.

In Europa ist der Wettbewerb zwischen den Banken mit der Einführung des Euro in eine neue Phase eingetreten. Durch Fusionen innerhalb der einzelnen Länder wurde versucht, eine Kostendegression und eine Verschmelzung von Bank- und Versicherungsaktivitäten (Allfinanzkonzerne) zu bewirken.⁸ Fusionen dieses Typs haben sich kaum auf das grenzüberschreitende Bankgeschäft in Europa ausgewirkt, und die Einführung des Euro hat den Wettbewerb auf dem europäischen Finanz-Binnenmarkt mit auf dem Heimatmarkt refinanzierten Kreditvergaben erleichtert. Einige Beobachter erwarten nun eine zweite Phase grenzüberschreitender Fusionen (s. White 1998). Ob dann auch auf

Wird das globale Bankgeschäft in Europa stärker werden?

⁷ 936 F.2d 723; 1991 US App. Der Oberste Gerichtshof der USA entschied letzten Endes für den Kläger, indem er ausführte, dass der Einlagevertrag nicht ausdrücklich eine Rückzahlung in New York ausschloss. Die gesetzliche Lage in den USA wurde daraufhin dahingehend geändert (Title 12, *United States Code*, Section 633 (1994)), dass dieses Gerichtsurteil effektiv wieder rückgängig gemacht wurde, sodass im Falle eines Moratoriums eine Zahlung in den USA nur dann erzwungen werden konnte, wenn der Einlagevertrag unter diesen Bedingungen ausdrücklich eine Rückzahlung vorsah.

⁸ S. Borio und Tsatsaronis (1999).

dem europäischen Bankenmarkt der Übergang von internationalen zu globalen Bankdienstleistungen stattfindet?

In Ostasien spiegelt die jüngste Verschiebung hin zu globalen Bankgeschäften bis zu einem gewissen Grad die Spannungen in vielen Bankensystemen in Folge der Asien-Krise 1997 wider. Auch in Lateinamerika bildete das geschwächte Bankensystem den Hintergrund für die Hinwendung zum globalen Bankgeschäft, doch weisen die Leistungsbilanzüberschüsse in Ostasien im Nachgang der Krise auf einen entscheidenden Unterschied hin. In Ostasien als Ganzes steigen die Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Rest der Welt nicht allgemein an, und daher ist auch der Druck von aussen gering, eine grössere Rolle ausländischer Banken in den eigenen Bankensystemen zuzulassen. Mit der Aufnahme in die WTO hat sich China verpflichtet, seinen Bankenmarkt, auch in Landeswährung, ausländischen Banken zu öffnen, und viele dieser Banken hoffen jetzt kollektiv auf ein rasches Wachstum ihrer Marktanteile. Ob Ostasien seine lokalen Bankenmärkte auch dann noch weiter ausländischen Banken öffnet, wenn der in der Asien-Krise entstandene Schaden behoben ist?

Wird sich Asien weiterhin ausländischen Banken öffnen?

Schliesslich können sich die Strategien der Banken in der Folge der Ereignisse in Argentinien weiterentwickeln. Die Aussicht, dass Forderungen und Verbindlichkeiten in US-Dollar dort unterschiedlich behandelt werden könnten, könnte die Banken veranlassen, das Risiko lokal refinanzierter Aktivitäten in Fremdwährung neu zu bewerten. Wenn die Banken für derartige Transaktionen eine höhere Länderrisikoprämie ermitteln, könnten sie darauf bestehen, eine engere Beziehung zwischen der Währung der ausgereichten Kredite und dem Cash-flow ihrer Kreditkunden in Landeswährung herzustellen. Eine solche Reaktion könnte das internationale Bankensystem stärken. Ob mit der globalen Strategie der Banken in Zukunft Geschäfte in Landeswährung bevorzugt werden?

Welche Folgen wird der Fall Argentinien haben?

Bibliografie

Borio, Claudio und Kostas Tsatsaronis (1999): „Restrukturierung im Bankensektor weltweit“, *BIZ-Quartalsbericht*, August, S. 36-49.

Hawkins, John und Dubravko Mihaljek (2001): „The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability – an overview“, in *The banking industry in the emerging market economies*, *BIS Papers*, Nr. 4, August.

McCauley, Robert N. und Rama Seth (1992): „Foreign bank credit to US corporations: the implications of offshore loans“, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Bd. 17, Frühjahr.

Palmer, David (2000): „US bank exposure to emerging-market countries during recent financial crises“, *Federal Reserve Bulletin*, S. 81-96, Februar.

Ruud, Judith S. (2002): „US banks' exposure to losses in foreign countries“, *Congressional Budget Office Paper*; erscheint demnächst.

United Nations Conference on Trade and Development (2001): *World Investment Report 2001*, Genf.

White, William R. (1998): „The coming transformation of continental banking?“, *BIS Working Papers*, Nr. 54, Juni.

Internationales Bankkreditgeschäft mit aufstrebenden Volkswirtschaften: Gründe für das Auf und Ab der neunziger Jahre¹

Zu den herausragenden Merkmalen des globalen Finanzmarktgeschäfts in den neunziger Jahren gehören die beachtliche Zunahme der Kreditgeschäfte internationaler Banken mit Entwicklungsländern und der abrupte Rückzug im Anschluss an die Finanzkrise in Asien im zweiten Halbjahr 1997. Der grosse Umfang der Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften und ihre anschliessende Umkehr regten seit Beginn der neunziger Jahre umfassende Forschungsarbeiten an. Dennoch konzentrierte sich nur eine verhältnismässig geringe Anzahl von Untersuchungen speziell auf die Determinanten des internationalen Kreditgeschäfts der Banken, eines der wichtigsten Elemente dieser Kapitalströme.² Dieses Feature untersucht systematisch die Bestimmungsfaktoren der Veränderungen bei den Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber den grössten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika. Die Analyse stützt sich auf die Hypothese, dass die Kreditströme tendenziell von den wirtschaftlichen Fundamentaldaten gelenkt werden, dass aber auch andere Faktoren bisweilen eine Rolle spielen. Legt man den bekannten Ansatz zugrunde, der zwischen externen und internen Bestimmungsparemtern („Push“- bzw. „Pull“-Faktoren) unterscheidet, zeigen die vorläufigen Ergebnisse, dass beide Arten von Faktoren einen Einfluss auf die internationale Bankkreditvergabe haben. Weitere Untersuchungen lassen vermuten, dass die Entwicklung des internationalen Bankkreditgeschäfts möglicherweise auch vom jeweiligen Wechselkursregime abhing.

¹ Wir danken an dieser Stelle Florence Béranger und Philippe Hainaut für ihre Unterstützung bei der Zusammenstellung und Aufbereitung eines Grossteils der in diesem Feature verwendeten Daten. Der Beitrag gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Bemerkenswerte Ausnahmen sind hier Buch (2000) und Goldberg (2001).

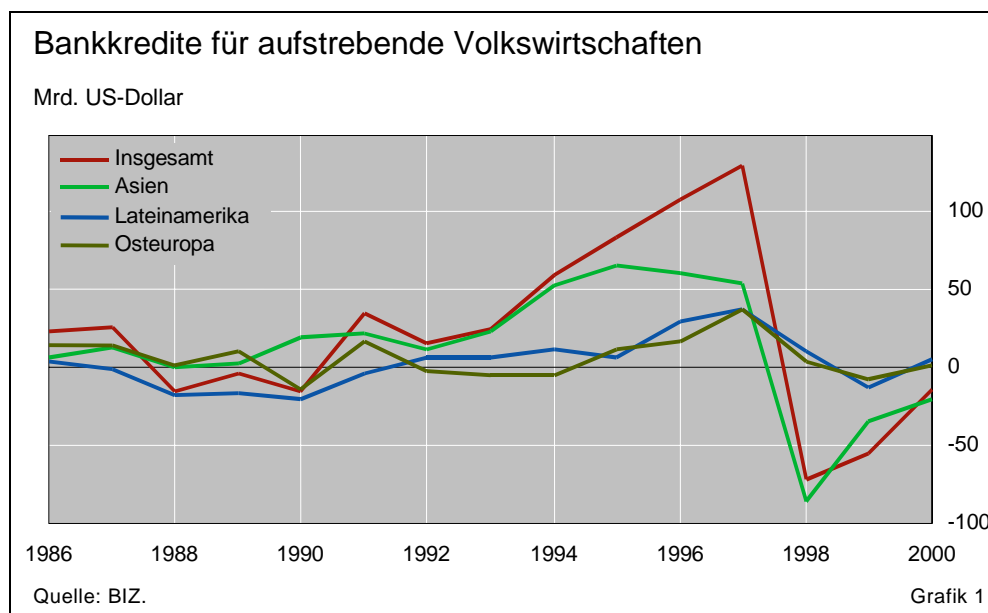
Auf die fetten Jahre folgen die mageren ...

Starke Zunahme
der Bankkredite ...

Die internationalen Bankkredite an Entwicklungsländer nahmen von Ende 1990 bis Ende 1997 stark zu. Am ausgeprägtesten war dieser Zuwachs in Asien, gefolgt von Osteuropa und Lateinamerika (Grafik 1). Im Vergleich dazu blieb die Kreditvergabe an Afrika und den Nahen Osten (in der Grafik nicht dargestellt) nahezu gleich.³

... vor allem bei den
kurzfristigen Forderungen

Für die generelle Zunahme der Kredite in jenem Zeitraum war vor allem der deutliche Anstieg der kurzfristigen Forderungen verantwortlich (Grafik 2). Dieser Trend wurde auf eine Reihe von Faktoren zurückgeführt, wie z.B. den Zuwachs bei den Handelsfinanzierungen, die Liberalisierung der Finanzsektoren, die Gründung von Offshore-Zentren, die Vorteile kurzfristiger Kredite bei der Überwachung und Handhabung internationaler Risikoengagements sowie die sogenannten „Arbitrage“-Möglichkeiten, die durch die Kombination von hohen lokalen Nominalzinsen und festen oder beinahe festen Wechselkursen geschaffen wurden.⁴ Als weitere Erklärung wird angeführt, dass möglicherweise auch die jeweiligen rechtlichen Rahmenbedingungen die kurzfristigen Kreditströme begünstigt haben.⁵



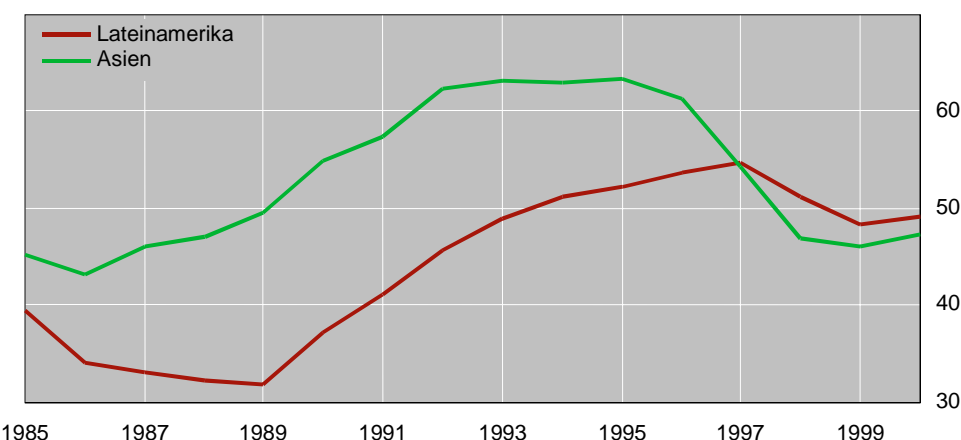
³ Das allgemeine Thema der Globalisierung des internationalen Bankgeschäfts wird im gleichnamigen Feature auf S. 46 dieses *BIZ-Quartalsberichts* erörtert.

⁴ Solche Carry-Trade-Strategien wurden zwar allgemein „Arbitrage“ genannt, doch diese Bezeichnung ist falsch, denn Arbitragegeschäfte sind definitionsgemäss mit keinem Risiko verbunden. Eine ausführlichere Behandlung verwandter Themen ist bei Moreno et al. (1998) zu finden.

⁵ Unter anderem wird der Standpunkt vertreten, dass die geltende Basler Eigenkapitalvereinbarung von 1988 womöglich die Vergabe von kurzfristigen Krediten an Entwicklungsländer begünstigt hat. Laut Eigenkapitalvereinbarung gilt für internationale Bankforderungen gegenüber Nicht-OECD-Ländern von bis zu einem Jahr ein Risikogewicht von 20% für die Eigenkapitalberechnung, während für längerfristige Kredite ein Risikogewicht von 100% zugrunde gelegt wird. Eine Arbeitsgruppe des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (1999) fand keine schlüssigen Beweise für diese Theorie.

Gliederung der internationalen Bankkredite für aufstrebende Volkswirtschaften nach Fälligkeit

Kurzfristige Kredite¹ in Prozent des gesamten Kreditvolumens



¹ Kredite mit Restlaufzeit bis zu 1 Jahr.

Quelle: BIZ.

Grafik 2

Der Anteil der kurzfristigen Kredite war in Asien am höchsten, was auf die zügige Entwicklung der lokalen und Offshore-Bankensysteme und möglicherweise auf eine Zins-„Arbitrage“ internationaler Banken hinweist. Der Anstieg des Anteils kurzfristiger Kredite in Lateinamerika hingegen erfolgte von einem niedrigeren Niveau aus, einerseits wegen des höheren Anteils langfristiger Kredite für den öffentlichen Sektor und andererseits aufgrund der Nachwirkungen früherer Umschuldungsvereinbarungen.

Am meisten kurzfristige Kredite in Asien

Ein weiterer bemerkenswerter Trend war die starke Ausweitung des Geschäfts der europäischen Banken (Grafik 3). Sie wurde besonders in Asien und Lateinamerika damit erklärt, dass die europäischen Banken bestrebt sind, ihr Engagement in den Regionen, in denen sie traditionell eine dominierende Rolle gespielt haben (Afrika, Osteuropa und Naher Osten), zugunsten anderer Regionen zu verringern, dass die ausländischen Direktinvestitionen und der Handel der europäischen Unternehmen zugenommen haben und dass angesichts des schwachen Wirtschaftswachstums in Europa im traditionellen Geschäft niedrige Renditen erzielt wurden.⁶ Ende 1997 war das Engagement der europäischen Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften am grössten. Sie wiesen auch die stärkste geografische Diversifizierung auf.

Starke Ausweitung des Geschäfts europäischer Kreditgeber

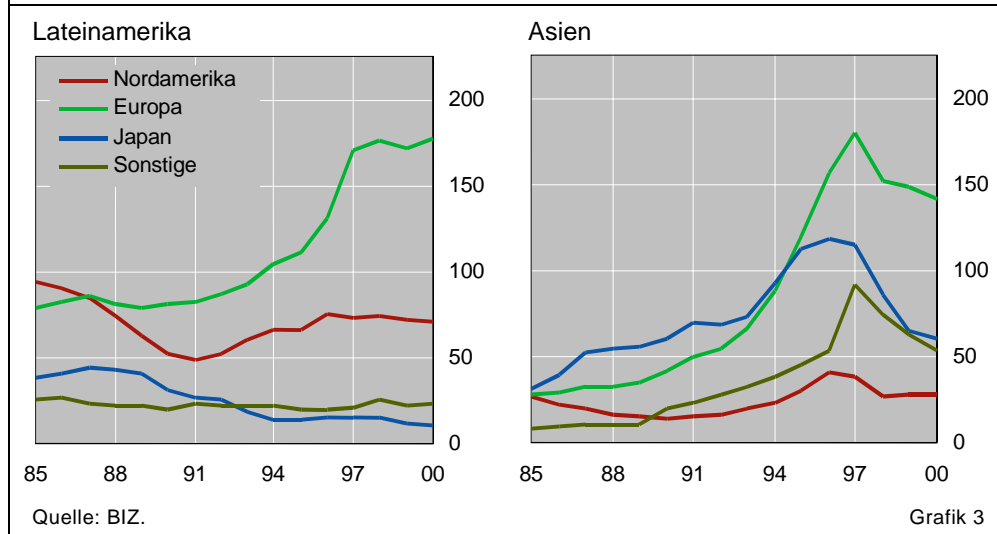
In der gleichen Zeit wuchs das Kreditgeschäft der nordamerikanischen Banken relativ langsam. Diese vorsichtige Haltung ist wahrscheinlich auf die Anfang der achtziger Jahre gemachten Erfahrungen zurückzuführen, als die Bilanzen dieser Banken durch notleidende Kredite an Lateinamerika drastisch

Vergleichsweise bescheidene Kreditvergabe nordamerikanischer Banken

⁶ Bei den deutschen Banken war möglicherweise auch die starke Konkurrenz der staatlichen Banken ein Grund für die niedrigen Renditen. Diese Banken machten sich Berichten zufolge die staatliche Unterstützung zunutze, um hohe Bonitätsbeurteilungen und entsprechend niedrigere Finanzierungskosten zu erzielen als die Banken ohne solche Unterstützung.

Gliederung der internationalen Kredite für aufstrebende Volkswirtschaften nach Nationalität der Kreditgeber

Mrd. US-Dollar



geschwächt wurden. Von 1992 bis 1994 verstärkten die nordamerikanischen Banken ihr Engagement auf diesem Kontinent wieder, zogen sich jedoch abermals zurück, als die „Tequila-Krise“ in Mexiko Ende 1994 zu einer allgemeinen Veräusserung hochverzinslicher kurzfristiger mexikanischer Staatsschuldtitle führte. Danach blieb die Kreditvergabe von US-Banken an Lateinamerika verhalten, und ihr Engagement konzentrierte sich auf Regionen, in denen sie bislang eine geringere Rolle gespielt hatten (z.B. Asien, Afrika, Osteuropa und Naher Osten).

Das Verhalten der japanischen Banken bildete einen scharfen Kontrast zu dem anderer bedeutender Banken. Obwohl der von den japanischen Banken gehaltene Kreditbestand zunächst umfangreich war und zu Beginn der neunziger Jahre zunahm, liess ihr Anteil an den weltweiten Bankforderungen einen rückläufigen Trend erkennen. Da sie bei den inländischen Darlehen zunehmend Verluste verzeichneten und unter dem Druck standen, ihre Eigenkapitalausstattung zu verbessern, liess ihr Interesse am internationalen Kreditgeschäft nach. In den Jahren 1994 und 1995 verstärkten die japanischen Banken ihre internationale Kreditvergabe wieder (insbesondere an Asien). Die sich herausbildende beträchtliche Prämie auf die finanziellen Verbindlichkeiten der japanischen Banken infolge der wachsenden Besorgnis über die Stärke des japanischen Finanzsystems führte jedoch zu einem erneuten Rückzug aus dem internationalen Geschäft. Mit einer Vergabe von nahezu 80% ihrer internationalen Kredite an asiatische Gebietsansässige war das Engagement der japanischen Banken in Asien im Vergleich zu den anderen nationalen Bankengruppen am grössten.

Geringes Engagement japanischer Kreditgeber

Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Private Kapitalströme insgesamt	42,8	97,4	107,0	128,6	142,3	211,4	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4
<i>darunter:</i>											
Private Direktinvestitionen	19,0	32,2	35,7	57,9	81,0	95,8	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9
Private Portfolioinvestitionen	- 0,9	25,1	62,7	76,8	105,0	41,4	79,6	39,4	0,3	4,8	17,3
Andere private Kapitalströme ¹	24,6	40,1	8,5	- 6,1	- 43,7	74,2	25,6	- 65,6	- 85,6	- 91,9	-122,8
¹ Einschl. Bankkredite.											
Quelle: IWF, <i>World Economic Outlook</i> .											
											Tabelle 1

Die im Juli 1997 ausgebrochene Asien-Krise führte zu einer Verschlechterung der Bedingungen am internationalen Bankkreditmarkt. Obgleich die Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften insgesamt Ende 1997 einen neuen Höchststand erreichte, hatte die Straffung des Geschäfts zu diesem Zeitpunkt bereits eingesetzt. Während die Banken ihre Forderungen gegenüber asiatischen Gebietsansässigen ab der zweiten Jahreshälfte 1997 rasch reduzierten (überwiegend durch Nichterneuern der kurzfristigen Kredite), verstärkten sie im ersten Halbjahr 1998 ihr Engagement in Lateinamerika und Osteuropa. Von der zweiten Hälfte des Jahres 1998 an waren jedoch sämtliche Regionen mit Ausnahme von Afrika und dem Nahen Osten von der Straffung des internationalen Kreditgeschäfts im Anschluss an das russische Schuldemoratorium betroffen. Der Rückgang des Kreditgeschäfts war nicht nur auf eine geringere Bereitschaft zur Vergabe von Krediten zurückzuführen, sondern auch auf eine schwächere Kreditnachfrage, insbesondere in Asien. In dieser Region führten der Umschwung der Leistungsbilanzsalden in Überschüsse, die Reduzierung des Fremdkapitalanteils in Unternehmen und die Zuflüsse von Kapitalbeteiligungen zu einem sinkenden Bedarf an Krediten ausländischer Banken. Insgesamt ging das internationale Bankkreditgeschäft ab Ende 1997 deutlich zurück. Während die Abnahme der Forderungen auf Asien beschränkt blieb, war in anderen Regionen eine Stagnation der Kreditvergabe zu verzeichnen. Das Kreditgeschäft hat sich seitdem nicht wieder erholt.

Mit den jüngsten Finanzkrisen wurden bisherige Sichtweisen bezüglich der relativen Stabilität verschiedener Arten von Kapitalflüssen infrage gestellt. So war man lange davon ausgegangen, dass sich die Mittelaufnahme über Bankkredite durch grössere Stabilität auszeichne als die Finanzierung über den Kapitalmarkt und bei angespannten Märkten ein Substitut für die Emission von Wertpapieren bilde (Weltbank 2000, 2001). Dies wurde darauf zurückgeführt, dass die kreditgebenden Banken den langfristigen wirtschaftlichen Fundamentaldaten grössere Bedeutung beimessen, nicht zuletzt aufgrund der begrenzten Möglichkeiten, Kredite am Sekundärmarkt weiterzuverkaufen (Sarno und

Rückgang der Kredite an Asien Ende 1997 ...

... weitet sich zu einem allgemeinen Rückzug aus

Volatile Bankkreditvergabe in den jüngsten Krisen

Taylor 1999). Der wachsende Anteil kurzfristiger Bankkredite in der ersten Hälfte der neunziger Jahre höhnte diese vermeintliche Stabilität jedoch entscheidend aus, weil das grössere Gewicht der kurzfristigen Darlehen es den Banken ermöglichte, ihr Engagement rasch zu verringern (Tabelle 1). Die Kürzungen bei den kurzfristigen Kreditlinien trugen zu der grösseren Marktvolatilität während der Asien-Krise bei und stellten die Länder in dieser Region vor besonders akute Probleme.

Analytische Rahmenbedingungen

Umfassende Literatur über die Bestimmungsparameter von Kapitalströmen ...

Das grosse Volumen des seit Beginn der neunziger Jahre in aufstrebende Volkswirtschaften fliessenden Kapitals und das Ausmass seiner Umkehr ab 1997 waren Anlass dafür, dass viel über die Bestimmungsparameter solcher Kapitalströme geschrieben wurde. Der Schub bei den Kapitalzuflüssen und ihre anschliessende Umkehr wurden auf die Wechselwirkung einer Reihe von Faktoren zurückgeführt. Dazu zählen: a) Veränderungen der globalen makroökonomischen Bedingungen, b) Veränderungen der wirtschaftlichen Fundamentaldaten in den Empfängerländern, c) Herdenverhalten unter den Kreditgebern, d) die wachsende Bedeutung von Verbriefung und institutioneller Anlage, e) die Liberalisierung der Beschränkungen bei der Kapitalverkehrsbilanz und der Finanzsektoren in aufstrebenden Volkswirtschaften sowie f) die Unterbewertung der Risiken angesichts impliziter oder expliziter Staatsgarantien.⁷

... mit Unterscheidung von internen und externen Faktoren

Während die theoretische Literatur ein breites Spektrum möglicher Faktoren in Betracht zieht, verfolgen die empirischen Arbeiten zum grossen Teil einen Ansatz, bei dem zwischen externen („Push“) und internen/regionalen („Pull“) Determinanten der Kapitalflüsse unterschieden wird (Calvo et al. 1993, Chohan et al. 1998, Fernandez-Arias 1996, Montiel und Reinhart 1999).

Externe Faktoren liegen ausserhalb des Einflusses der Schuldnerländer

Als externe Faktoren gelten Faktoren, die ausserhalb des Einflussbereichs eines gewöhnlichen Schuldnerlandes liegen. Sie umfassen strukturelle und zyklische Elemente, die Kreditgeber und Anleger in entwickelten Finanzmärkten veranlassen, ihre Portfolios international zu diversifizieren. Zum Tragen kommen diese Elemente vor allem durch eine vorübergehende Abnahme der Attraktivität von Vermögenswerten der Industrieländer, z.B. aufgrund niedrigerer Renditen oder einer schwachen Konjunktur. Auch Erwägungen bezüglich „Moral Hazard“ spielen insofern eine Rolle, als implizite oder explizite Garantien von Regierungen der Gläubigerländer oder von internationalen Finanzinstituten dazu führen können, dass das Risiko der von Schuldnerländern in aufstrebenden Volkswirtschaften emittierten Schuldtitel unterbewertet wird.⁸

⁷ Dieses Feature beschäftigt sich primär mit den ersten beiden Faktoren.

⁸ Einlagensicherungssysteme in Gläubigerländern und implizite Garantien durch Schuldnerländer in Form von festen Wechselkursregimen sind Beispiele für Push- und Pull-Faktoren, die durch regulatorische Massnahmen herbeigeführt werden.

Interne Faktoren, die im Allgemeinen mit der inländischen Wirtschaftspolitik und -leistung zusammenhängen, wirken über die Erwartung nachhaltiger Verbesserungen beim Risiko/Ertrags-Trade-off (erhöhte Rendite oder niedrigeres Risiko) von Investitionsvorhaben in Schuldnerländern. Zu diesen Faktoren gehören allgemeine wirtschaftspolitische Verbesserungen wie die Stabilisierung der Inflation in Kombination mit fiskalpolitischen Anpassungen, kurzfristige Massnahmen, die die erwartete Rendite lokaler Finanzanlagen steigern, sowie institutionelle Reformen, durch die sich die inländischen Finanzmärkte stärker öffnen.

Interne Faktoren sind verbunden mit inländischer Wirtschaftspolitik und -leistung

Zwar zeigte ein Grossteil des Datenmaterials, das in der ersten Hälfte der neunziger Jahre zusammengetragen wurde, dass die Zinssätze und das konjunkturelle Umfeld in den USA einen bedeutenden Einfluss auf die Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften hatten, spätere Untersuchungen jedoch konnten diesen Zusammenhang in der Regel nicht bestätigen (s. beispielsweise Weltbank 1997).

In jüngeren Untersuchungen wird tendenziell eher das Zusammenspiel von Push- und Pull-Faktoren hervorgehoben, wobei die erste Gruppe von Faktoren Zeitpunkt und Umfang der Kapitalbewegungen bestimmt und die zweite Gruppe ihre geografische Verteilung (Montiel und Reinhart 1999, Dasgupta und Ratha 2000). In einigen Arbeiten wie z.B. Eichengreen und Mody (1998) wurden auch Vorbehalte gegen die Determinanten von Kapitalflüssen geäussert mit dem Argument, dass jede Analyse sowohl den Preis- als auch den Volumeneffekt von Veränderungen der externen Determinanten berücksichtigen sollte.

Jüngere Untersuchungen betonen das Zusammenspiel verschiedener Faktoren

In einer kleineren Zahl von Untersuchungen wurden alternative Ansätze gewählt wie z.B. „Gravity“-Modelle (Gosh und Wolf 2000, Portes et al. 2001). Diese Modelle postulieren im Allgemeinen, dass die Finanzströme genau wie die Handelsströme ganz wesentlich von Distanzen oder der relativen wirtschaftlichen Bedeutung abhängen, die wiederum als Ersatzwerte für Informationsprobleme bzw. die Entwicklungsstufe dienen.

Insgesamt war zu Beginn der neunziger Jahre die Meinung vorherrschend, dass konjunkturelle Faktoren die treibende Kraft hinter den Kapitalströmen in aufstrebende Volkswirtschaften waren. Die in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts verfassten Arbeiten hingegen deuten darauf hin, dass strukturelle Kräfte wie z.B. die weltweite Integration im Finanzsektor und eine noch komplexere Dynamik ebenfalls eine Rolle spielten.

Push oder Pull?

Wie im Kasten auf S. 69 erörtert, zeigt die in dieser Arbeit verwendete Basisgleichung, dass sowohl Push- als auch Pull-Faktoren das internationale Bankkreditgeschäft im Beobachtungszeitraum (1985-2000) beeinflusst haben. Insgesamt betrachtet steht dieses Ergebnis in einem gewissen Gegensatz zu den Ergebnissen der frühen Literatur über die internationalen Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften, es weist jedoch Ähnlichkeiten mit jüngeren Untersuchungen auf.

Sowohl Push- als auch Pull-Faktoren beeinflussen Bankkredite

Schwache Korrelation zwischen dem BIP der Gläubigerländer und den Bankkreditströmen ...

Betrachtet man die verschiedenen Push-Faktoren, so erkennt man, dass die reale Konjunktur in den wichtigsten Industrieländern eine schwache positive Korrelation mit dem internationalen Bankkreditgeschäft aufweist. Diese positive Beziehung ist das Ergebnis sowohl des starken Wachstums in den wichtigsten Gläubigerländern in den neunziger Jahren (mit der bemerkenswerten Ausnahme Japans) als auch der bis Ende 1997 umfangreichen Kreditströme.⁹ Demnach hätte die Erwartung geherrscht, dass sich eine starke Konjunktur in den wichtigsten Gläubigerländern günstig auf die aufstrebenden Volkswirtschaften auswirkt und somit Anreize für die Kreditgeber schafft, ihr Engagement im Ausland zu verstärken. Dies steht im Gegensatz zu der in früheren Arbeiten aufgestellten Hypothese (z.B. Calvo et al. 1993, Hernandez und Rudolph 1995), wonach eine Verlangsamung der Konjunktur in den wichtigsten Gläubigerländern die Banken veranlasste, im Ausland Absatzmöglichkeiten für ihre Kredite zu suchen.

... aber starke positive Wirkung ihrer Realzinssätze

Darüber hinaus lässt sich eine positive Beziehung zwischen den kurzfristigen Realzinssätzen in den Gläubigerländern und den Kapitalströmen in aufstrebende Volkswirtschaften feststellen. Auch diese Beziehung widerspricht den Ergebnissen früherer Arbeiten über Kapitalzuflüsse in Entwicklungsländern. Diese wurden damit erklärt, dass eine konjunkturelle Abkühlung in den Industrieländern mit niedrigeren inländischen Renditenerwartungen verbunden sei, was sich in den kurzfristigen Realzinsen zeige. Unter diesen Bedingungen würden die Banken mittels Diversifikation ihrer Portfolios in höher verzinsliche Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften höhere Renditen anstreben. Nach den in der vorliegenden Arbeit gemachten Schätzungen zu schliessen war jedoch das Vertrauen der globalen Anleger im Zuge der positiven Auswirkungen des starken Wachstums in den Gläubigerländern auf die Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften gewichtiger als ein etwaiger Diversifikationseffekt. Während also das starke Wirtschaftswachstum in den Gläubigerländern den Realzinsen Auftrieb verlieh, blieben die Kreditströme fast die gesamten neunziger Jahre über umfangreich. Zudem folgte auf die Finanzkrisen am Ende des Jahrzehnts eine Phase, in der fast keine neuen Bankkredite mehr vergeben und die Notenbankzinsen in den wichtigsten Gläubigerländern etwas gesenkt wurden. Dies ist wahrscheinlich ebenfalls eine Erklärung für die positive Beziehung zwischen Zinssätzen und Kreditströmen.

Auch das Risikoverhalten der Gläubiger wirkt sich auf die Bankkredite aus

Veränderungen bei der Risikoscheu in den Gläubigerländern haben offenbar einen Einfluss auf das internationale Kreditgeschäft. In der in dieser Arbeit verwendeten Gleichung wird als Ersatzwert für die Risikoeinstellung der Gläubiger die Risikoprämie auf US-Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating verwendet. In einer höheren Prämie spiegelt sich eine höhere Risikoscheu wider, die systematisch mit einem Rückgang der Kreditströme verbunden ist.

⁹ In einigen Untersuchungen wurde auch die Produktionslücke in den Industrieländern zur Erklärung herangezogen, doch die vorliegende Arbeit ergab, dass die Produktionslücke eng mit den kurzfristigen Realzinssätzen korreliert war. Da dies zu Kollinearitätsproblemen hätte führen können, wurde in dieser Arbeit der Hodrick-Prescott-Ansatz für die Dekomposition des realen BIP gewählt.

Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass eine höhere Risikoprämie nicht ausschliesslich mit einer veränderten Risikoeinstellung zusammenhängt, da sie auch Ausdruck eines allgemeinen Anstiegs des Ausfallrisikos infolge eines Konjunkturabschwungs in den Gläubigerländern sein könnte.¹⁰

Im Hinblick auf die verschiedenen Pull-Faktoren scheinen die Ergebnisse dieser Arbeit im Grossen und Ganzen mit der bisherigen Literatur übereinzustimmen. Der bilaterale Handel zwischen den Gläubiger- und Schuldnerländern ist in diesem Zusammenhang von grosser Bedeutung. Die positive Korrelation zwischen Handel und Bankkreditgeschäft lässt sich dadurch erklären, dass Handelsfinanzierungen schon immer einer der wichtigsten Wege für die internationale Expansion des Kreditgeschäfts waren. Zudem können stärkere Handelsbeziehungen potentielle Informationsasymmetrien zwischen Gläubigern und Schuldnern verringern, wodurch das Kreditgeschäft gefördert würde.

Die stärkere Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften stand in einer positiven Beziehung zum internationalen Bankkreditgeschäft. Dies kann sich vor allem auf zwei Arten äussern: Erstens ziehen Konsum, Investitionen und Handel, wenn sie rasch erfolgen oder zunehmen, in der Regel neue Kredite an. Zweitens werden bessere wirtschaftliche Aussichten in der Länderisikoanalyse als günstig erachtet. Natürlich hängt viel davon ab, ob das Wachstum als nachhaltig gilt oder nicht (dies wurde im Rahmen dieser Arbeit nicht untersucht).

Die Volatilität der nominalen Wechselkurse in Schuldnerländern beeinträchtigte das Kreditgeschäft.¹¹ Das überrascht nicht, denn eine ungewöhnliche Wechselkursvolatilität ist wahrscheinlich ein Indikator für instabile Verhältnisse oder Finanzmarkturbulenzen im betreffenden Land. Insbesondere hohe Devisenengagements der Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhen die Fragilität des dortigen Finanzsektors.

Bei der Erklärung der Kreditentwicklung insgesamt war die binäre Variable für den Schuldenabbau mittels Brady-Anleihen hoch signifikant. Dies bedeutet nicht, dass Transaktionen im Zusammenhang mit Brady-Anleihen zu geringeren Bankkreditströmen führen; sie führen vielmehr zu einer Abschreibung von Bankforderungen, die sich in geringeren oder negativen Kreditströmen ausdrückt, weil diese aus den Veränderungen der Bestandszahlen errechnet werden.

Bedeutend für die Erklärung der Kreditströme sind Handel ...

... und das grössere Wachstum in den Schuldnerländern ...

... während sich volatile Wechselkurse negativ auswirken

Signifikanz des Schuldenabbaus

¹⁰ Einige Autoren weisen nach, dass das Kreditrisiko prozyklisch ist. Für eine ausführlichere Erörterung s. Borio et al. (2001).

¹¹ Die Volatilität von Wechselkursen kann sowohl durch starke Mittelzuflüsse als auch durch starke Mittelabflüsse bedingt sein. In dieser Arbeit wurde der erste Lag der Varianz des Wechselkurses verwendet, um diese potentielle Endogenität zu berücksichtigen.

Empirisches Vorgehen und Schätzungsergebnisse

Abhängige Variable

Als abhängige Variable wurde die Veränderung der internationalen Bankforderungen gemäss konsolidierter BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft gewählt. Diese Statistik eignet sich gut für die Analyse der Bestimmungsfaktoren des Kreditgeschäfts der Banken, da sie eine Untersuchung der Engagements nach Nationalität von Gläubigern und Schuldern erlaubt. Diese Daten sind aus anderen Datenquellen zum internationalen Kreditgeschäft wie der Zahlungsbilanzstatistik des IWF^① oder den Daten der Weltbank aus dem Meldesystem ihrer Schuldner^② nicht ersichtlich. Da die konsolidierte BIZ-Statistik in US-Dollar ausgedrückte Bestandszahlen enthält, wurden die Kreditströme ermittelt, indem jeweils die Veränderungen in den ursprünglichen halbjährlichen Beständen von 1985 bis 2000 berechnet wurden.^③

Auf der Seite der Kreditgeber wurden nur die wichtigsten Gläubigerländer betrachtet, nämlich: USA, Japan, Vereinigtes Königreich, Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Die für die Schätzung verwendete abhängige Variable war die Summe der Kredite sämtlicher Gläubiger an jedes der folgenden Länder: Argentinien, Brasilien, Chile, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, Philippinen, Thailand und Venezuela. Ende Juni 1997 (also noch bevor das volle Ausmass der Asien-Krise deutlich wurde) entfielen die Forderungen der genannten Gläubiger gegenüber Entwicklungsländern zu rund 55% auf diese Länder.

Erklärungsvariable

Gestützt auf die empirische Literatur über internationale Kapitalströme wurden eine Reihe von Erklärungsvariablen zusammengetragen. Für die Analyse wurde zwischen Push- und Pull-Faktoren unterschieden.^④

Push-Faktoren: i) Ausgehend von der Hypothese, dass eine schwächere Konjunktur in den Gläubigerländern die Banken veranlasst, im Ausland Absatzmöglichkeiten für ihre Kredite zu suchen, wurde der Dollarwert des aggregierten realen BIP sämtlicher Gläubigerländer als ein Erklärungsfaktor verwendet. Um potenziellen Bewertungsschwierigkeiten in Bezug auf die Nichtstationarität des realen BIP vorzubeugen, wurde für die Dekomposition der halbjährlichen Zahlenreihen der

Bestimmungsfaktoren des internationalen Kreditgeschäfts

	Koeffizient	t-Statistik	Signifikanzniveau
Reales BIP in den Gläubigerländern	0,07	1,63	0,10
Kurzfristige Realzinssätze in den Gläubigerländern	0,22	2,84	0,00
Indikator der Risikoscheu ¹	-0,30	-5,39	0,00
Bilateraler Handel	0,36	4,77	0,00
Reales BIP in den aufstrebenden Volkswirtschaften	0,09	2,28	0,02
Bilaterale Wechselkursvolatilität ²	-0,15	-3,41	0,00
Transaktionen im Zusammenhang mit Brady-Anleihen	-0,27	-5,24	0,00
Relation der Auslandsverschuldung zum BIP in den aufstrebenden Volkswirtschaften	-0,11	-3,12	0,00

¹ Renditenabstand zwischen Unternehmensanleihen mit BBB-Rating und US-Schatzpapieren. ² Erster Lag der Varianz des bilateralen Wechselkurses. Die bereinigte R²-Kennziffer für diese Regression ist 0,24 und der Durbin-Watson-Wert 1,67.

^① Obwohl die aggregierten Kapitalströme in der IWF-Statistik umfassend berücksichtigt sind, ist die Herkunft der Zuflüsse nicht ersichtlich. ^② Die Daten der Weltbank enthalten sowohl Daten der Schuldnerländer über die langfristigen unbesicherten Schulden des privaten Sektors als auch Daten der Gläubiger über die kurzfristigen Kreditengagements, aber auch hier ist die Herkunft der Kredite nicht ersichtlich. ^③ Aufgrund der mangelnden Aufgliederung nach Währung lassen sich keine wechselkursbereinigten Veränderungen errechnen, da die sich ergebenden Ströme entweder auf eine tatsächliche Veränderung in der Kreditvergabe zurückzuführen sind oder auf eine Veränderung der Wechselkurse. ^④ Die Daten für die Erklärungsvariablen stammen aus verschiedenen Quellen: *International financial statistics* (IWF), *Global development finance* (Weltbank) und der gemeinsamen BIZ-IWF-OECD-Weltbank-Statistik zur Auslandsverschuldung.

Hodrick-Prescott-Ansatz gewählt. ii) Als Indikator für den Anreiz seitens der Kreditgebenden Banken, im Ausland höhere Renditen zu erzielen, wurden die kurzfristigen Realzinssätze in den Gläubigerländern herangezogen. Diese werden mittels einfachem Durchschnitt der monatlichen Werte von 3-monatigen Nominalzinssätzen in jedem Gläubigerland dargestellt, deflationiert mit dem jeweiligen Verbraucherpreisindex. iii) Um zu überprüfen, ob die Risikoeinstellung der Gläubiger das Kreditgeschäft beeinflusst hat, wurde eine Variable für die Risikoscheu geschaffen, und zwar in Form des Renditenabstands zwischen US-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating und US-Schatzpapieren.

Pull-Faktoren: i) Handelsfinanzierungen waren schon immer einer der wichtigsten Wege für die internationale Expansion des Kreditgeschäfts. Als Variable für den bilateralen Handel wurde die Summe der vierteljährlichen Handelsströme aus sämtlichen Gläubigerländern in jedes Schuldnerland verwendet. Diese Ströme wurden zu halbjährlichen Zahlenreihen kumuliert. ii) Da rasches oder stärkeres Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften von den Kreditgebern als positiv angesehen werden kann, wurde der Dollarwert des realen BIP in den Schuldnerländern verwendet. Die Daten wurden anhand des Hodrick-Prescott-Filters trendbereinigt. Angesichts fehlender Quartalsreihen für einige aufstrebende Volkswirtschaften wurde eine lineare Interpolation der jährlichen Daten durchgeführt, um halbjährliche Zahlenreihen zu erhalten. iii) Die Volatilität des bilateralen Wechselkurses eines Schuldnerlandes ist ein Indikator für Instabilität im Finanzsystem. Dargestellt wurde dies mittels Durchschnitt der auf Jahresbasis umgerechneten Varianz der monatlichen bilateralen Wechselkurse zwischen jedem einzelnen Schuldnerland und jedem Gläubigerland. iv) Es wird davon ausgegangen, dass eine hohe Auslandsverschuldung zu geringeren Bankkreditströmen führt. Aufgrund von potentiellen Endogenitätsproblemen wurde das Verhältnis der Auslandsverschuldung zum BIP dem Leistungsbilanzdefizit als Messwert vorgezogen. Die Zahlenreihen für die einzelnen Schuldnerländer wurden durch Interpolation der jährlichen Verschuldung in Relation zum BIP ermittelt. v) Um schliesslich den Schuldenabbau mittels Brady-Anleihen zu berücksichtigen, wurden für Argentinien, Brasilien, Mexiko, die Philippinen und Venezuela binäre Variable verwendet. Diese haben den Wert 1 in den Jahren, in denen solche Schuldenabbau-Transaktionen stattfanden, und den Wert 0 in den anderen Jahren.

Schätzungsmethode

Es wurden Panel-Daten-Methoden verwendet. Um einen Effizienzverlust aufgrund von Kovarianzen zwischen den Kreditströmen zu vermeiden, wurde das beschriebene Modell durch scheinbar unzusammenhängende Regressionen geschätzt.⁶ Um ferner der unterschiedlichen wirtschaftlichen Bedeutung der Länder und dem Ausmass von Schocks Rechnung zu tragen, wurde jede Variable normalisiert, indem ihr Mittelwert vom tatsächlichen Wert abgezogen und die sich daraus ergebende Differenz durch die Standardabweichung der Variable dividiert wurde.

Grundlegende Schätzungen

Die in der Tabelle dargestellten Schätzungen deuten darauf hin, dass sich sowohl Push- als auch Pull-Faktoren auf das internationale Kreditgeschäft auswirken. Der Indikator für die Risikoscheu in den Gläubigerländern ist ein signifikanter Push-Faktor. Im Gegensatz zu den Befunden früherer Arbeiten weisen das reale BIP und die kurzfristigen Realzinssätze in den Gläubigerländern ein prozyklisches Verhalten auf. Die Pull-Faktoren sind allesamt signifikant; dazu zählen die bilateralen Handelsströme zwischen Gläubiger- und Schuldnerländern, der Konjunkturzyklus in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die Volatilität der bilateralen Wechselkurse und das Verhältnis der Auslandsverschuldung zum BIP in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Diese Ergebnisse werden auf S. 66-72 ausführlicher erläutert.

Untersuchung der Rolle des Wechselkursregimes

Es wurde ausserdem untersucht, ob andere Faktoren wie z.B. die Art des Wechselkursregimes die Kreditströme möglicherweise begünstigt haben. Die Basisgleichung wurde abgeändert, indem die Wechselkursvarianz herausgenommen und durch drei neue Variable ersetzt wurde. Die erste Variable ist der Abstand zwischen den kurzfristigen Nominalzinssätzen in den Gläubiger- und den

Schuldnerländern. Die zweite ist eine binäre Variable für die Art des Wechselkursregimes. Für diese Variable wurden die Methoden gemäss Calvo und Reinhart (2000) sowie Bailliu et al. (2000) verwendet, und es wurde zwischen festen Wechselkursregimen, solchen mit frei schwankenden Wechselkursen und Zwischenformen von Regimen unterschieden. Die dritte Variable ist eine interaktive Binärvariable zwischen dem Zinsabstand und dem Wechselkursregime. So kann der marginale Effekt jedes Faktors auf die Kreditvergabe analysiert werden, wobei die interaktive Binärvariable für die Relevanz von Carry-Trade-Strategien steht. Die Untersuchungen zeigen, dass Systeme mit festen oder streng kontrollierten Wechselkursen Kredite tendenziell anziehen, während freie Wechselkurse hemmend wirken. Carry-Trade-Strategien haben in Ländern mit streng kontrollierten Wechselkursen offenbar eine Rolle gespielt.

Eine Reihe von zusätzlichen Untersuchungen wurden durchgeführt, u.a. ob sich die kurz- und langfristigen Forderungen unterschiedlich entwickelten, ob zwischen Zu- und Abflüssen eine Asymmetrie bestand und ob es Hinweise auf Herdenverhalten gab. Diese Fragen werden in Jeanneau und Micu (2002) ausführlicher behandelt.

⁶ Dazu wurde die generalisierte Kleinst-Quadrat-Schätzung (Generalised Least Squares) gemäss Zellner (1962) angewandt.

Hohe Auslandsverschuldung als Hindernis für neue Kredite

Wie erwartet führte die hohe Auslandsverschuldung in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu einem Rückgang der Bankkredite.¹² Das Verhältnis der Auslandsverschuldung zum BIP ist eine wichtige Messgrösse für die Kreditwürdigkeit. Die Schuldenkrise der Entwicklungsländer zu Beginn der achtziger Jahre und die jüngeren Krisen in den aufstrebenden Volkswirtschaften hatten einen grossen Einfluss darauf, wie die Banken das Länderrisiko einschätzen. Im Zuge dieser Krisen liess die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe an Länder, die als hohes Risiko eingestuft werden, deutlich nach. Das mit einer hohen Auslandsverschuldung verbundene Risiko bezieht sich entweder auf die Auferlegung von Wechselkurskontrollen bzw. Schuldenmoratorien oder auf andere politische und soziale Risiken, die mit der Wahrscheinlichkeit von Zahlungsschwierigkeiten bei den Auslandsschulden zusammenhängen könnten.

Die Rolle des Wechselkursregimes

In der Basisgleichung der vorliegenden Arbeit wurden die Auswirkungen der Wechselkursvolatilität auf das internationale Bankkreditgeschäft analysiert. Dabei zeigte sich, dass eine hohe Wechselkursvolatilität die Kreditströme beeinträchtigte. Da einige Länder fast während des ganzen Beobachtungszeitraums feste Wechselkurse beibehielten, wurde ausserdem untersucht, ob sich die Art des Wechselkursregimes möglicherweise auf das Kreditgeschäft ausgewirkt hat.

¹² Aufgrund der potentiellen Endogenität der Leistungsbilanz wurde die Höhe der Auslandsverschuldung dem Leistungsbilanzdefizit als Messwert vorgezogen. Die Leistungsbilanz ist zudem aufgrund ihrer instabilen Beziehung zum Kreditgeschäft als Indikator weniger zuverlässig. In Fällen nämlich, in denen ein Leistungsbilanzdefizit mit nachhaltigem Wirtschaftswachstum und einem günstigen politischen Umfeld zusammentrifft, kann man von einer umgekehrten Beziehung zum internationalen Bankkreditgeschäft ausgehen (d.h. ein negativer Leistungsbilanzsaldo ist mit positiven Bankkreditströmen verbunden). Wenn hingegen bei den Gläubigern Bedenken aufkommen, dass das Leistungsbilanzdefizit nicht mehr tragbar ist, können die Kreditströme der Banken rasch versiegen.

Die betrachteten Länder wiesen unterschiedliche Wechselkursregelungen auf. Mehrere Länder hatten ihre Währungen implizit oder explizit an die Währung eines grossen Industrielandes (hauptsächlich der USA) gekoppelt, während es in anderen Ländern unterschiedliche Regime frei schwankender Wechselkurse gab (vom streng kontrollierten System gleitender Paritätsanpassungen bis hin zu völlig frei schwankenden Kursen). Die Finanzkrisen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre veranlassten viele Länder, die faktisch festen Wechselkurse aufzugeben (mit Ausnahme von Malaysia, das 1998 einen festen Wechselkurs und Devisenkontrollen einführte).

Verschiedene Wechselkursregime

Die Analyse des Einflusses von Wechselkursregimen ist deshalb interessant, weil die Existenz von faktisch festen Wechselkursen in den asiatischen Ländern zu einer Art „Moral Hazard“ hätte führen können. Insbesondere haben diese Wechselkursregelungen möglicherweise wie eine implizite Garantie gewirkt und inländische Anleger ermutigt, auf die häufig grosse Differenz zwischen inländischen und ausländischen Zinssätzen (oder auf einen Auftrieb bei den Preisen für lokale Vermögenswerte) zu spekulieren, indem sie bei ausländischen Banken Mittel aufnahmen, um sie an den lokalen Finanzmärkten zu investieren.¹³ Anlagestrategien, bei denen die Kreditaufnahme in einer Niedrigzinswährung und die Investition in einer Hochzinswährung erfolgt und gleichzeitig mit Wechselkursstabilität gerechnet wird, können als Zinsdifferenzgeschäfte (Carry Trades) bezeichnet werden.

Mögliche Begünstigung des Kreditgeschäfts durch feste Wechselkursregime ...

Die Basisgleichung dieser Arbeit wurde ausgeweitet, um die Möglichkeit solcher „Moral Hazard“-Effekte einzubeziehen (die Methodik wird im Kasten kurz beschrieben). Die Ergebnisse dieser neuen Regression zeigen, dass die Zinsdifferenz an sich kein statistisch signifikanter Erklärungsfaktor ist (in der Tabelle im Kasten nicht dargestellt). Dennoch ist es möglich, dass Anleger Positionen in anderen inländischen Vermögenswerten eingingen, deren erwartete Renditen nicht mit der verwendeten Zinsdifferenzvariable erfasst wurden. Darüber hinaus scheinen feste und streng kontrollierte Wechselkurse die Kreditströme begünstigt zu haben, während freie Wechselkurse hemmend wirkten. Die statistischen Untersuchungen haben auch gezeigt, dass Carry-Trade-Strategien in Ländern mit streng kontrollierten Wechselkursen offenbar eine Rolle spielten, insbesondere in den im Rahmen dieser Arbeit untersuchten Ländern Asiens.

... die die Untersuchungen zu bestätigen scheinen

Streng kontrollierte Systeme begünstigten auch Carry Trades

Schlussfolgerung

In diesem Feature wurde die Bedeutung von Push- und Pull-Faktoren bei der Erklärung der Bankkreditströme an aufstrebende Volkswirtschaften untersucht. Ziel war es, die Fülle der Informationen zu nutzen, die in der konsolidierten BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft enthalten sind, einer Datenquelle, die in der empirischen Literatur über internationale Kapitalströme bisher

¹³ Solche Strategien waren wahrscheinlich für das kurzfristige Bankkreditgeschäft wichtiger als für das langfristige Geschäft, da langfristige Kredite in der Regel mehr von den Fundamentaldaten abhängen.

noch nicht umfassend berücksichtigt wurde. Die BIZ-Statistik eignet sich besonders für diese Art von Analysen, da sie nicht nur Auskunft über die Herkunft, sondern auch über die Bestimmung von Finanzmitteln gibt.

Die vorläufigen Ergebnisse dieser Untersuchung stehen in einem gewissen Gegensatz zu den Ergebnissen der frühen Literatur über die internationalen Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften, sie weisen jedoch Ähnlichkeiten mit jüngeren Untersuchungen auf. Es zeigte sich, dass sowohl Push- als auch Pull-Faktoren einen wesentlichen Einfluss auf das internationale Bankkreditgeschäft hatten. Allerdings lässt sich bei zwei der am meisten diskutierten Push-Faktoren, nämlich dem realen BIP und den Realzinssätzen in den Gläubigerländern, feststellen, dass diese Variablen das internationale Bankkreditgeschäft eher pro- als antizyklisch beeinflusst haben. Ein stärkeres Wirtschaftswachstum und höhere kurzfristige Realzinssätze in den Gläubigerländern gehen mit umfangreicheren Kreditströmen einher. Die Ergebnisse bezüglich der Pull-Faktoren stimmen im Grossen und Ganzen mit denen anderer Untersuchungen überein.

Zudem können offenbar auch andere Einflussgrößen wie z.B. die Art des Wechselkursregimes zur Erklärung herangezogen werden. Weitere Untersuchungen zeigen, dass Systeme mit festen oder streng kontrollierten Wechselkursen die Bankkreditvergabe tendenziell fördern, während freie Wechselkurse hemmend wirken. Sie zeigen auch, dass Carry-Trade-Strategien in Ländern mit streng kontrollierten Wechselkursen offenbar eine Rolle gespielt haben.

Bibliografie

Bailliu, Jeannine, Robert Lafrance und Jean-François Perrault (2000): „Exchange rate regimes and economic growth“, *Revisiting the case for flexible exchange rates*, Conference proceedings, Bank of Canada.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (1999): „Supervisory lessons to be gained from the Asian crisis“, *BCBS Working Papers*, Nr. 2.

Borio, Claudio, Craig Furfine und Philip Lowe (2001): „Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options“, *BIS Papers*, Nr. 1.

Buch, Claudia M. (2000): „Information or regulation: what is driving the international activities of commercial banks?“, *Kiel Working Paper*, Nr. 1011.

Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman und Carmen M. Reinhart (1993): „Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America – the role of external factors“, *IMF Staff Papers*, Vol. 40, Nr. 1, S. 108-51.

Calvo, Guillermo A. und Carmen M. Reinhart (2000): „Fear of floating“, *NBER Working Paper*, Nr. 7993.

Chuhan, Punam, Stijn Claessens und Nlandu Maimingi (1998): „Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of global and country factors“, *Journal of Development Economics*, Vol. 55, S. 439-63.

Dasgupta, Dipak und Dilip Ratha (2000): „What factors appear to drive private capital flows to developing countries? And how does official lending respond?“, *World Bank Policy Research Working Paper*, Nr. 2392.

Eichengreen, Barry und Ashoka Mody (1998): „What explains changing spreads on emerging market debt: fundamentals or market sentiment?“, *NBER Working Paper*, Nr. 6408.

Fernandez-Arias, Eduardo (1996): „The new wave of private capital inflows: push or pull?“, *Journal of Development Economics*, Vol. 48, S. 389-418.

Goldberg, Linda (2001): „When is US bank lending to emerging markets volatile?“, *NBER Working Paper*, Nr. 8209.

Gosh, Swati und Holger Wolf (2000): „Is there a curse of location? Spatial determinants of capital flows to emerging markets“, Edwards (Hrsg.), *Capital flows and the emerging economies*, S. 137-56.

Hernandez, Leonardo und Heinz Rudolph (1995): „Sustainability of private capital flows to developing countries – is a generalised reversal likely?“, *World Bank Policy Research Working Paper*, Nr. 1518.

Jeanneau, Serge und Marian Micu (2002): „The determinants of international bank lending to emerging market countries“, *BIS Working Papers* (demnächst).

McCauley, Robert N., Judith S. Ruud und Philip D. Wooldridge (2002): „Globalisierung des internationalen Bankgeschäfts“, in diesem *BIZ-Quartalsbericht*, S. 46-59.

Montiel, Peter und Carmen M. Reinhart (1999): „Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s“, *Journal of Money and International Finance*, Vol. 18, S. 619-35.

Moreno, Ramon, Gloria Pasadilla und Eli Remolona (1998): „Asia's financial crisis: lessons and policy response“, *Asia: responding to crisis*, S. 1-27, Asian Development Bank Institute.

Portes, Richard, Helene Rey und Yonghyup Oh (2001): „Information and capital flows: the determinants of transactions in financial assets“, *European Economic Review*, Vol. 45, S. 783-96.

Sarno, Lucio und Mark P. Taylor (1999): „Hot money accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: an empirical investigation“, *Journal of Development Economics*, Vol. 59, S. 337-64.

Weltbank (1997): *Private capital flows to developing countries: the road to financial integration*, Kapitel 2, S. 75-149, Oxford University Press.

——— (2000): *Global development finance*, Washington DC.

——— (2001): *Global development finance: building coalitions for effective development finance*, Washington DC.

Zellner, Arnold (1962): „An efficient method of estimating seemingly unrelated regressions, and tests for aggregation bias“, *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 57, S. 348-68.

Antizipiert das Konsortialkreditgeschäft die konsolidierte BIZ-Bankenstatistik?¹

Die Marktdaten über die Vergabe von internationalen Konsortialkrediten stehen drei Monate vor der konsolidierten BIZ-Bankenstatistik zur Verfügung und liefern Angaben über eine ganze Reihe von Merkmalen der einzelnen Fazilitäten. Die BIZ-Daten wiederum spiegeln die tatsächliche Inanspruchnahme der Kredite sowie Tilgungen wider, während die Daten über Konsortialkredite auf Ankündigungen von Fazilitäten beruhen, wobei nicht feststeht, ob diese auch tatsächlich in Anspruch genommen werden. Dennoch machen Konsortialkredite einen erheblichen Teil der tatsächlichen internationalen Bankforderungen aus und müssten deshalb eigentlich Informationen enthalten, welche die BIZ-Daten ergänzen.² In diesem Feature vergleichen wir Messwerte der beiden Datenreihen, wobei wir konzeptionelle und praktische Unterschiede berücksichtigen. Der Vergleich ist sowohl im Hinblick auf die Art der an die BIZ gemeldeten konsolidierten Forderungen als auch hinsichtlich der Art der Nutzung der Konsortialfazilitäten aufschlussreich. Darüber hinaus hat sich gezeigt, dass unter bestimmten Bedingungen und bei bestimmten Kategorien von Kreditnehmern die früher vorliegenden Konsortialkreditdaten nützliche Vorabinformationen in Bezug auf die konsolidierten Daten enthalten.

Filtern der Daten

Vergleich der beiden Datenreihen erfordert Filtern ...

Ein direkter Vergleich der beiden Datenreihen ist nicht ganz einfach. Wie sich aus Tabelle 1 ergibt, sind die Konsortialkreditdaten eine Mischung aus in- und ausländischen Fazilitäten, während die BIZ-Bankenstatistik ausschliesslich internationale Kredite erfasst. Die Konsortialkreditdaten beruhen auf Ankündigungen von Bruttokreditfazilitäten (d.h. Kreditzusagen, die nicht vollständig

¹ Der Beitrag gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Der geschätzte Bestand an ausstehenden Konsortialkrediten beläuft sich auf ca. 50% der ausstehenden BIZ-Bankkredite an Lateinamerika und die Reformländer Europas, aber auf rund 100% bei Krediten an Asien und die Region Afrika/Naher Osten.

Unterschiede zwischen Konsortialkrediten und der konsolidierten BIZ-Bankenstatistik	
Konsortialkredite	Konsolidierte BIZ-Bankenstatistik
Sehr wenig Konsortialkredite werden an Banken gewährt	Sämtliche Kredite an Banken und Nichtbanken werden erfasst
Daten über angekündigte Kredite stehen wöchentlich mit einer Verzögerung von einigen Tagen zur Verfügung	Bilanzdaten werden vierteljährlich (bis Ende 1999 halbjährlich) mit einer Verzögerung von drei Monaten gemeldet
Beschränkt auf Konsortialkredite von Banken	Sämtliche Kredite (Konsortial- und bilaterale), einschl. aller bilanzwirksamen Positionen
Erfassen inländische Bankkredite, sofern inländische Banken dem Konsortium angehören	Meldungen an die BIZ beschränken sich auf die Summe der Auslandsforderungen der Banken in allen Währungen und Inlandsforderungen der Auslandstöchter der berichtenden Banken in Fremd- und Landeswährung
Ankündigungen von Bruttokreditfazilitäten (immer positiv oder null)	Nettoneukreditvergabe ergibt sich aus Bestandsveränderungen; vorzeitige Tilgungen, Zahlung von Rückständen sowie Abschreibungen werden erfasst (kann negativ sein)
Kreditzusagen	Tatsächliche Bilanzpositionen
Ohne Repo-Geschäfte	Einschl. Repo-Geschäfte als besicherte Kredite
Quellen: Dealogic Loanware; BIZ.	Tabelle 1

bzw. sofort in Anspruch genommen werden müssen), während sich die Veränderung der ausstehenden Beträge in den BIZ-Daten im Wesentlichen durch neu vergebene Nettokredite (tatsächliche Kreditvergabe) ergibt. Da die BIZ-Daten den Bilanzen entnommen werden, spiegeln sie das tatsächliche Kreditgeschäft der Banken genauer wider, weil sie vorzeitige Tilgungen, die Zahlung von Rückständen und Abschreibungen berücksichtigen.³

Die Unterschiede der beiden Messreihen wurden durch Filtern der Konsortialkreditdaten reduziert, um diese unter konzeptionellen Gesichtspunkten soweit wie möglich an die konsolidierte BIZ-Bankenstatistik anzunähern. Die wichtigste Anpassung besteht dabei darin, dass wir nur die Fazilitäten berücksichtigen, bei denen sich die Nationalität von mindestens einer der beteiligten Konsortialbanken von der des Kreditnehmers unterscheidet.⁴

Konsortialkreditdaten von kommerziellen Anbietern (z.B. Dealogic Loanware) liegen nicht in Form von Bestandsgrößen vor, sondern bestehen

³ Das Neuverhandeln von Konsortialkrediten gestaltet sich mit steigender Anzahl der beteiligten Banken schwieriger. Deshalb dürften sich vorzeitige Tilgungen auf nicht von Konsortien vergebene, herkömmliche Bankkredite konzentrieren, die in den BIZ-Daten enthalten sind. S. Berlin (1996).

⁴ Zur Zusammensetzung internationaler Konsortialkreditfazilitäten s. die Anmerkung zu Tabelle 10 auf S. A70 des Statistischen Anhangs.

aus einer Reihe von Ankündigungen von Kreditfazilitäten, die von Bankenkonsortien bereitgestellt werden. Das ausstehende Kreditvolumen lässt sich aus einem Bestand von Kreditfazilitäten herleiten, dem die Annahme zugrunde gelegt wird, dass die neuen Fazilitäten zum Zeitpunkt der Ankündigung beansprucht und bei Fälligkeit getilgt werden. Dabei handelt es sich um Pseudobestände, weil unterstellt wird, dass die Fazilitäten vollständig in Anspruch genommen und nicht vorzeitig getilgt werden. Um planmässige Tilgungen von älteren Krediten abbilden zu können, wurden die gefilterten Loanware-Daten (ab dem Jahr 1992) mit historischen Daten der Bank of England, die bis in die 70er Jahre zurückgehen und die mit einem ähnlichen, aber nicht identischen Verfahren erhoben wurden, zeitlich nach hinten erweitert. Dadurch wird sichergestellt, dass der Bestand vollständig erfasst und die Amortisierung älterer (vor 1992 vergebener) Kredite voll berücksichtigt wird.

Ankündigungen von Konsortialkrediten werden von Loanware tendenziell innerhalb einer Woche gemeldet. Im Gegensatz dazu dauert der gesamte Prozess der Meldung der weltweit konsolidierten Quartalsbilanzdaten der berichtenden Banken an die Währungsbehörden und dann an die BIZ derzeit bis zu zwölf Wochen.

Da die Banken untereinander sehr wenig Konsortialkredite vergeben, werden die beiden Datenreihen auf den Nichtbankensektor begrenzt. Dabei werden hauptsächlich die konsolidierten und weniger die standortbezogenen BIZ-Bankendaten als Grundlage genommen, weil die Klassifizierung der konsolidierten Nichtbanken derjenigen der Konsortialkreditdaten näher kommt. Im Gegensatz dazu sind mindestens 20% des Kreditvolumens, das in der standortbezogenen Statistik als Kreditvergabe an Banken ausgewiesen wird, letztlich Mittel für Nichtbanken. Dies ergibt sich aus einem Vergleich der standortbezogenen mit der konsolidierten Statistik für Entwicklungsländer. In der konsolidierten Statistik hingegen wird die Kreditvergabe zwischen verbundenen Bankniederlassungen ausgeklammert, und an deren Stelle werden Folgeausleihungen an Nichtbanken erfasst. Weil die Banken im Rahmen der konsolidierten Statistik den Kredit- und Wertpapierbestand als eine aggregierte Grösse melden, wird die standortbezogene Statistik verwendet, um die *Darlehens*-Komponente sämtlicher konsolidierter Ausleihungen an Nichtbanken zu schätzen. Gesonderte Daten zur Darlehenskomponente der standortbezogenen BIZ-Statistik stehen ab 1993 zur Verfügung, sodass die vergleichende Analyse in der zweiten Hälfte jenes Jahres einsetzen kann.⁵

Um die Stärke der Beziehung zwischen den beiden Datenreihen zu bestimmen, werden, soweit entsprechende BIZ-Daten verfügbar sind, die halb- und die vierteljährliche Bestandsveränderungen zum Vergleich herangezogen. In diesen Veränderungen sind jeweils ähnliche Wechselkurseffekte enthalten, da die Nicht-Dollarkomponente des fiktiven Bestands an Konsortialkrediten am

⁵ Weitere Ausführungen zur konsolidierten und zur standortbezogenen BIZ-Statistik s. Wooldridge, in diesem *BIZ-Quartalsbericht*. Die den beiden BIZ-Statistiken zugrunde liegenden Begriffe werden auch in der Einleitung zum Statistischen Anhang erläutert (S. A4).

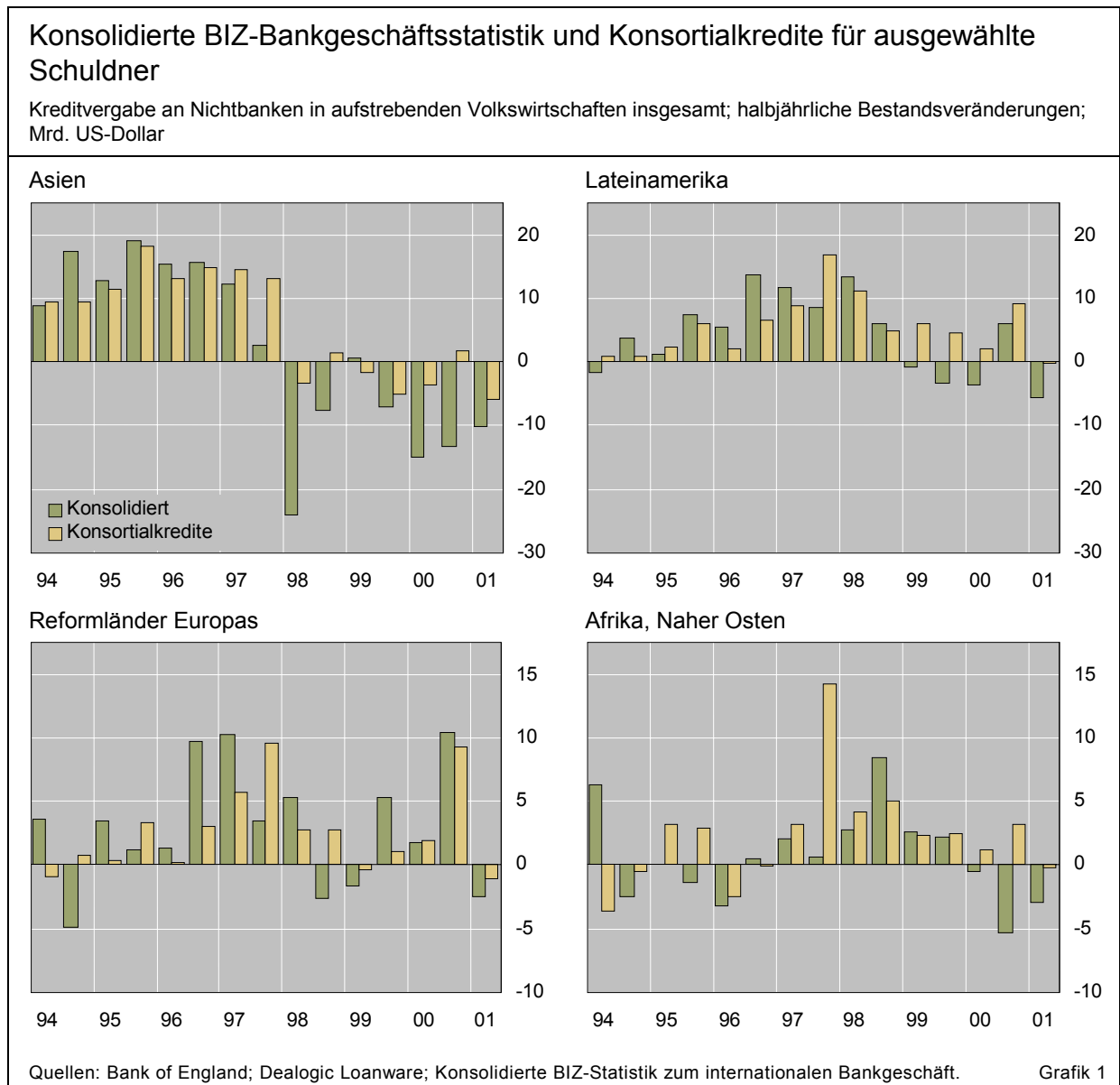
Ende jeder Periode zu den laufenden Wechselkursen in Dollar umgerechnet und damit das Meldeverfahren an die BIZ nachgebildet wird.

Vergleich mit der konsolidierten BIZ-Bankenstatistik

Da die konsolidierte BIZ-Bankenstatistik erst seit Ende 1999 vierteljährlich vorliegt, werden die halbjährlichen Veränderungen beider Datenreihen verglichen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den Ausleihungen an aufstrebende Volkswirtschaften, wo aufgrund der begrenzten Beteiligung einheimischer Banken an Konsortien das Filtern im Hinblick auf internationale Kredite gute Ergebnisse zeigt.

Bei einer vergleichenden Betrachtung der beiden angepassten Datenreihen lässt sich eine gewisse Korrelation feststellen. In Grafik 1 sind die jeweiligen Veränderungen für vier Gruppen aufstrebender Volkswirtschaften

Beide Datenreihen offenbar korreliert



dargestellt. Ein Abschwung schlägt sich in der konsolidierten Bankenstatistik stärker nieder als in den Konsortialkreditdaten (s. insbesondere Lateinamerika in den Jahren 1999 und 2000 oder Asien im Jahr 1998), weil ein Rückgang sich bei letzteren auf die angenommene Rückzahlung der gesamten Kreditsumme bei Fälligkeit beschränkt. Hingegen kann ein Rückgang in der konsolidierten Bankenstatistik auch durch Kündigung von Darlehen, durch Abschreibungen sowie durch Darlehen, die nach Abtretung nicht mehr in den Büchern der Banken erscheinen, verursacht sein. Gleichzeitig erscheinen Veränderungen aufgrund aussergewöhnlicher Verzögerungen zwischen Kreditzusage und Auszahlung, zu denen es in Zeiten turbulenter und angespannter Finanzmärkte (s. z.B. Lateinamerika in der Zeit von 1997 bis 1999) kommen kann, in den BIZ-Daten entsprechend später als in den Konsortialkreditdaten.⁶

Nach eingehender Prüfung individueller Kreditfazilitäten können für einige der wichtigsten Diskrepanzen mögliche Ursachen benannt werden. So dürfte z.B. eine Kreditlinie zur Sicherung der Liquidität im Wert von \$ 2,5 Mrd. an die mexikanische Regierung nicht in Anspruch genommen worden sein, was dann wahrscheinlich zu der starken Abweichung der beiden Datenreihen für Lateinamerika gegen Ende des Jahres 1997 beigetragen hat. Genauso dürfte die Kreditrefinanzierung in Höhe von \$ 3,5 Mrd. für ein chilenisches Versorgungsunternehmen, die auf die BIZ-Daten⁷ per Saldo keinen Einfluss hatte, aber in den Konsortialkreditdaten als neue Fazilität (Zugang) erschien, für die gegenläufigen Veränderungen in Lateinamerika im zweiten Halbjahr 1999 verantwortlich sein.

Halbjährliche Schätzungen

Als Nächstes versuchen wir, die Stärke der Beziehung zwischen den beiden Datenreihen zu quantifizieren. Wie im Kasten „Methodik“ erläutert, werden die Halbjahresveränderungen der konsolidierten BIZ-Kredite mit den Veränderungen des fiktiven Bestands an Konsortialkrediten für sämtliche aufstrebende Volkswirtschaften insgesamt und differenziert nach Regionen für den Zeitraum von Mitte 1994 bis Mitte 2001 in Beziehung gesetzt.⁸ Damit sollten zwei Fragen beantwortet werden:

⁶ Es wurde geprüft, ob ein systematischer Ausschluss von Standby-Fazilitäten, Commercial-Paper-Auffang-Kreditlinien, Anschlussfinanzierungen, Fazilitäten für die Tilgung von Verbindlichkeiten oder vorgesehene Übernahmen aus dem Bestand an Konsortialkrediten die Korrelation der Daten verbessert, da derartige Fazilitäten möglicherweise nicht sofort oder überhaupt nicht in Anspruch genommen werden und da der Verlauf ihrer Inanspruchnahme unbestimmt ist und „Rauschen“ („noise“) verursachen kann. Obwohl sich die Amplitude der entgegengesetzten Bewegungen bei Verwendung des eingeschränkten Datensatzes reduziert, sind die ursprünglichen Messreihen enger korreliert.

⁷ Wobei angenommen wird, dass die zu refinanzierenden Verbindlichkeiten bilaterale Bankkredite waren und schon in der konsolidierten BIZ-Bankenstatistik erfasst waren.

⁸ Zu Faktoren, die die internationale Kreditvergabe in dieser Zeit beeinflussten, s. Jeanneau und Micu, in diesem *BIZ-Quartalsbericht*.

Methodik

Mit einer Regressionsanalyse lässt sich die Stärke der Korrelation zwischen der Veränderung der Bestände in der BIZ-Bankenstatistik und derjenigen der Konsortialkredite quantifizieren. Vom Allgemeinen zum Speziellen vorgehend, ergab sich, dass Lags der Konsortialkreditvariablen von einer oder zwei Perioden nicht signifikant zur Erklärung der Veränderung der BIZ-Daten beitragen. Das Modell wurde daher auf zwei Parameter reduziert:

$$\Delta CONS_i = \alpha_i + \beta_i \Delta SC_i + \varepsilon_i$$

mit:

- $\Delta CONS_i$ für die halbjährlichen Änderungen^① der konsolidierten BIZ-Kreditbestände eines geographischen Bereichs i , ggf. bereinigt um Brüche in den Datenreihen, deren genaue Grösse in der BIZ-Datenbank zur Verfügung steht.
- ΔSC_i für die halbjährlichen Bestandsveränderungen der ausstehenden Konsortialkredite an die Region i .
- ε_i als Zufalls-Störgrösse.^②

Zu schätzende Parameter:

- α_i entspricht der durchschnittlichen Differenz der beiden Reihen für die Region i , die nicht mit gleichgerichteten Bewegungen der beiden Reihen in Verbindung steht.
- β_i ist die geschätzte proportionale Kovarianz zwischen den beiden Datenreihen für die Region i .

Regression der Veränderungen der konsolidierten BIZ-Bankendaten auf die Bestandsveränderungen von Konsortialkrediten

Zeitraum der Stichprobe: 1. H. 1994 bis 1. H. 2001; 15 halbjährliche Beobachtungen; Mrd. US-Dollar

Veränderung der konsolidierten Kreditvergabe ($\Delta CONS$)	Konstante	Veränderung der Konsortialkredite (* ΔSC)	R ²	Standardfehler der Regression	Durbin-Watson-Statistik
Aufstrebende Volkswirtschaften insgesamt	= - 1,8 (- 1,94)	+ 1,02 (7,67)	0,50	5,7	1,33
Asien	= - 6,6 (- 2,92)	+ 1,43 (6,34)	0,76	7,1	1,28
Lateinamerika	= - 0,8 (- 0,38)	+ 0,89 (3,14)	0,43	4,9	1,23
Reformländer Europas	= 0,9 (0,66)	+ 0,79 (2,39)	0,30	4,1	2,48
Afrika und Naher Osten	= 0,4 (0,37)	+ 0,10 (0,42)	0,01	3,7	1,21

Anmerkung: t-Werte in Klammern.

Quellen: Bank of England; Dealogic Loanware; konsolidierte BIZ-Bankenstatistik.

^① Sowohl die Konsortialkredite als auch die konsolidierten BIZ-Daten sind nicht stationär. Mit Ausnahme der Konsortialkredite für Asien sind die Änderungen stationär in einem Phillips-Perron-Test auf dem 5%-Niveau. ^② Im White-Test zeigte sich kein Hinweis für Heteroskedastie der Residuale.

In der Tabelle sind die halbjährlichen Schätzungen dieses Modells für den Zeitraum 1994 bis 2001 für die Regionen insgesamt sowie getrennt für die einzelnen Regionen dargestellt. Die Steigungskoeffizienten für alle Regionen ausser Afrika/Naher Osten sind auf dem 5%-Niveau oder besser signifikant, während lediglich die Konstante für Asien sich signifikant von null unterscheidet.

Die Schätzung dieses Regressionsmodells wurde mit den verfügbaren Quartalsdaten des Zeitraums 2000/01 wiederholt (nicht tabellarisch dargestellt). Dabei zeigt sich erneut eine hoch signifikante Konstante für Asien. Allerdings ist lediglich der Steigungskoeffizient für Europa (Reformländer) in der Quartalschätzung signifikant. Die Werte von R^2 sind im Allgemeinen niedriger; eine Ausnahme stellt $R^2 = 0,98$ für Europa (Reformländer) dar, mit sehr grosser optischer Übereinstimmung zwischen den beiden regionalen Messreihen in den letzten Perioden. Für beide Regressionsmodelle sind die jeweiligen Steigungskoeffizienten und Standardfehler nach Region in Grafik 2 dargestellt.

Es wurde geprüft, ob zeitliche Differenzen bei der Erfassung der Kredite sich bei den Quartalsim Vergleich zu den Halbjahresdaten stärker auswirken, und ob sich die weniger gute Qualität der Regression mit Quartalsdaten für die meisten Regionen damit zum Teil erklären lässt. Eine Verschiebung der Quartalsintervalle bei den Konsortialkrediten um einen Monat nach vorn bzw. nach hinten ergibt jedoch keine bessere Übereinstimmung.

Die BIZ-Bankdaten sind in der Tendenz volatiler als die Werte der Konsortialkredite, weil sie kurzfristige Repo-Transaktionen einschliessen. Nach dem Ausschluss kurzfristiger Komponenten (unter einem Jahr) aus beiden Quartalsdatenreihen ergab sich insgesamt ein R^2 von 0,45, wobei die Koeffizienten mit denjenigen des Quartalsmodells, das sämtliche Laufzeiten enthielt, vergleichbar waren.

- Erstens, wie gross ist – unabhängig von gleichgerichteten Tendenzen der beiden Reihen – der durchschnittliche Unterschied zwischen den beiden Reihen? Das ist die Frage nach der Regressionskonstante. Ihr Wert dürfte im Wesentlichen vom Volumen der in den BIZ-Daten enthaltenen *Nicht-Konsortial-Ausleihungen* abhängen, aber auch von den durchschnittlichen vorzeitigen Tilgungen sowie vom durchschnittlichen Betrag der angekündigten, aber nicht in Anspruch genommenen Konsortialkredite. Dieser Betrag kann positiv oder negativ sein und hängt davon ab, welcher Faktor während der Periode der Stichprobe vorherrschend war.
- Zweitens, inwiefern entwickeln sich die beiden Datenreihen im Verlauf der Zeit gleichartig? Wenn das Volumen an Konsortialkrediten um einen Dollar steigt, erhöhen sich dann im Durchschnitt die BIZ-Daten um genau einen Dollar oder um mehr oder weniger? Wenn zum Beispiel, ceteris paribus, Konsortialkredite in jeder Periode jeweils nur teilweise in Anspruch genommen werden, dürfte dieser Faktor kleiner als 1 sein. Er wird negativ, wenn die Veränderungen der beiden Reihen entgegengesetzt verlaufen, z.B. wenn die vorzeitigen Tilgungen grösser sind als der Nettobetrag der neu angekündigten Konsortialkredite. Wenn die Zunahme der Nicht-Konsortial-Ausleihungen im Allgemeinen proportional zu den Konsortial-Ausleihungen ist, dürfte der Koeffizient grösser als 1 sein. Es kann sein, dass sich diese Auswirkungen zum Teil gegenseitig aufheben und noch andere Faktoren auf diese proportionale Beziehung einen Einfluss haben. Im Idealfall, wenn die Veränderungen in beiden Datenreihen identisch wären, sollte das Regressionsmodell exakt ein Verhältnis von einem Dollar zu einem Dollar ergeben.

In Bezug auf die erste Frage wurde festgestellt, dass bei Ausleihungen an die vier Regionen aufstrebender Volkswirtschaften zusammengenommen (Asien, Lateinamerika, Reformländer Europas und Afrika/Naher Osten) *im Durchschnitt* und über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg der Bestand der Kredite der BIZ-Banken in jedem Halbjahr um \$ 1,8 Mrd. mehr zurückging als aufgrund der Veränderung des Konsortialkreditvolumens zu erwarten war. Wie die Grafik 1 zeigt, haben massive vorzeitige Tilgungen in Asien in der Zeit nach 1997 diese Durchschnittsgrösse beeinflusst. Bezüglich der zweiten Frage scheinen die proportionalen Veränderungen in beiden Datenreihen eng miteinander verknüpft, wobei der Veränderungsfaktor sich signifikant von 0 unterscheidet und praktisch gleich 1 ist. Im Durchschnitt können über den gesamten Betrachtungszeitraum in diesem einfachen Modell 50% der Veränderungen der BIZ-Bankausleihungen an aufstrebende Volkswirtschaften mit Veränderungen der Konsortialkreditfazilitäten in Zusammenhang gebracht werden.

Stärke der Beziehung je nach Region unterschiedlich ...

Danach wurden für jede Region unterschiedliche konstante und proportionale Faktoren eingeführt. Die verschiedenen regionalen Konstanten (s. Kasten) bestätigen, dass die oben erwähnte grosse Tilgungskonstante im Wesentlichen auf Asien zurückzuführen ist, wo massive vorzeitige Tilgungen von Bankkrediten sich nicht in den Konsortialdaten niederschlagen. Die Ausleihungen an Asien sind also offenbar in jeder Periode um \$ 6,6 Mrd. mehr gefallen als aufgrund der Konsortialdaten zu erwarten war. Die positiven Konstanten für die Reformländer Europas und die Region Afrika/Naher Osten deuten darauf hin, dass in diesen Regionen die Veränderungen der konsolidierten Daten um \$ 0,9 Mrd. bzw. \$ 0,4 Mrd. pro Halbjahr grösser sind als die der Konsortialdaten, obwohl diese Zuwächse statistisch gesehen durch Zufallsschwankungen der gemeldeten Daten verursacht sein können.

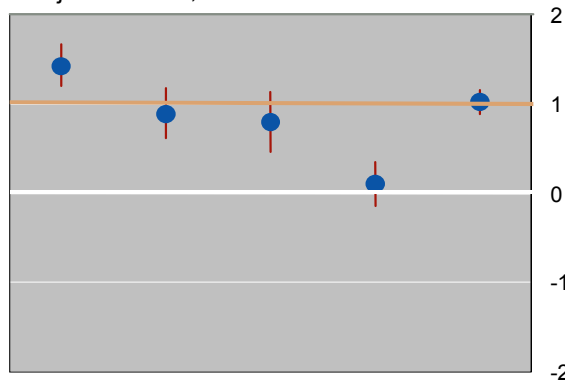
... und von vorzeitigen Tilgungen oder nur teilweiser Inanspruchnahme beeinflusst

Die resultierenden Proportionalfaktoren für die einzelnen Regionen sind in Grafik 2 (links) dargestellt. Die Länge der senkrechten Linien spiegelt den Konfidenzgrad der Schätzung wider. Die längeren Geraden deuten darauf hin, dass der tatsächliche zugrunde liegende Parameter sich erheblich von unserer Zentralschätzung unterscheiden könnte. Die Proportionalfaktoren sind alle positiv; in drei Regionen unterscheiden sie sich signifikant von 0 und liegen nahe bei 1.⁹ Sie lassen den Schluss zu, dass im Verlauf einer Periode eine Veränderung des Bestands an Konsortialkrediten an Lateinamerika und die Reformländer Europas um einen Dollar sich tendenziell in einer proportionalen Veränderung in Höhe von 90 bzw. 80 Cent in den konsolidierten BIZ-Bankdaten niederschlug. Der Koeffizient für Asien deutet darauf hin, dass Veränderungen des Konsortialvolumens im Verhältnis zu den Bewegungen der BIZ-Daten überproportional sind. Beeinflusst wird dieses Ergebnis vermutlich durch die umfangreichen vorzeitigen Tilgungen nach der Asien-Krise (Grafik 1).

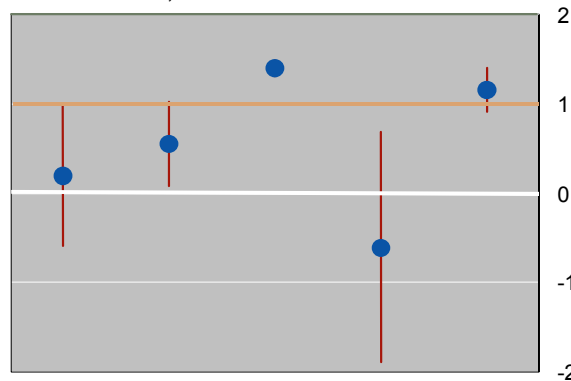
⁹ In der Region Afrika/Naher Osten scheint zwischen den beiden Datensätzen keine statistisch signifikante Beziehung zu bestehen.

Durchschnittliches Verhältnis zwischen Veränderungen der Konsortialkreditdaten und der konsolidierten BIZ-Bankenstatistik für aufstrebende Volkswirtschaften

Halbjahresdaten, 1994-2001



Quartalsdaten, 2000-01



Anmerkung: Die Punkte entsprechen den mittleren Schätzungen der Proportionalfaktoren. Die vertikalen Linien zeigen einen Standardfehler auf jeder Seite an; damit wird die statistische Zuverlässigkeit der Schätzungen gemessen: Der tatsächliche Wert liegt mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% innerhalb dieser Bandbreite.

Grafik 2

Vierteljährliche Schätzungen

Jüngste Quartalsdaten ergeben insgesamt ähnliche Schätzungen ...

Seit Ende 1999 wird die konsolidierte BIZ-Bankenstatistik vierteljährlich erstellt. Eine Wiederholung der Modellschätzung mit Quartalsdaten des Jahres 2000 und der ersten Hälfte des Jahres 2001 ergab für die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt im Vergleich zu den vorherigen Ergebnissen für den gesamten Zeitraum ab 1994 ähnliche Ergebnisse. Fasst man sämtliche Daten der vier Regionen aufstrebender Volkswirtschaften zusammen, zeigt sich ein konstanter Rückgang von \$ 2,7 Mrd. je Quartal bei den Krediten der BIZ-Statistik, was die umfangreichen vorzeitigen Tilgungen während des Betrachtungszeitraums widerspiegelt; diese können aus den Veränderungen bei den Konsortialkrediten nicht abgeleitet werden. Die proportionalen Veränderungen beider Datenreihen scheinen auch hier wieder eng miteinander zusammenzuhängen, wobei der hoch signifikante Proportionalkoeffizient bei 1 liegt und der Standardfehler gering ist. Im Durchschnitt können 46% der gesamten Veränderung der BIZ-Bankkredite an aufstrebende Volkswirtschaften mit Veränderungen der Konsortialkreditfazilitäten in diesem Zeitraum erklärt werden.

... aber weniger starke regionale proportionale Faktoren

Wenn wir jedoch bei den konstanten und proportionalen Faktoren nach Regionen differenzieren, zeigt sich nur für die europäischen Reformländer ein hoch signifikanter und positiver Steigungskoeffizient,¹⁰ was darauf hindeutet, dass die Summe der Ausleihungen an diese Region im Betrachtungszeitraum grösser war als das Volumen der Konsortialkredite. Die übrigen Koeffizienten sind ziemlich klein und nicht signifikant (Grafik 2, rechts). Die Werte und die Signifikanz der regionalen Schätzungen für die Proportionalfaktoren stehen im Einklang mit dem Umfang und Ausmass der vorzeitigen Tilgungen: Diese

¹⁰ Die Standardabweichung des geschätzten Koeffizienten ist für diese Region sehr klein.

konzentrieren sich stark auf Asien, waren weniger ausgeprägt in Lateinamerika und am schwächsten in Europa. Zwar lassen sich 46% der Veränderungen der BIZ-Daten mit Veränderungen der Konsortialkredite erklären, doch liegt der Wert einiger zur Schätzung verwendeter Faktoren so nahe bei 0, dass nicht von statistisch zuverlässigen Schätzungen ausgegangen werden kann. Im derzeit herrschenden Klima, das geprägt ist von vorzeitiger Kreditrückzahlung und Zurückhaltung bei der Vergabe neuer Kredite an aufstrebende Volkswirtschaften, ist es somit für die meisten Regionen – die Reformländer Europas ausgenommen – schwierig, so klare Beziehungen zwischen den Daten über das Konsortialkreditgeschäft und den aus Bankbilanzen übernommenen BIZ-Daten nachzuweisen wie früher. Darüber hinaus schränken die wenigen bisher vorhandenen konsolidierten Quartalsdaten der BIZ die statistische Zuverlässigkeit der Schätzungen weiter ein.

Zusammenfassung

Es ist deutlich geworden, dass zwischen den beiden Datensätzen signifikante Unterschiede bestehen. Auch nach den vorgenommenen Anpassungen sind die Veränderungen der beiden Datensätze nicht immer ähnlich und sogar teilweise mit unterschiedlichen Vorzeichen versehen. Im Schätzungszeitraum lassen sich bei internationalen Bankkrediten an aufstrebende Volkswirtschaften ca. 50% der Veränderungen statistisch mit Veränderungen der Konsortialkredite erklären. Darin spiegelt sich wahrscheinlich zum Teil die Tatsache wider, dass im Rahmen der konsolidierten BIZ-Bankenstatistik die tatsächliche Inanspruchnahme der Kredite sowie vorzeitige Tilgungen berücksichtigt werden, was anhand des fiktiven Bestands an Konsortialkrediten nicht nachvollzogen werden kann.

Aufgrund der schwachen Korrelation zwischen den beiden Reihen bei Verwendung von vierteljährlichen Daten spricht wenig dafür, dass die Konsortialkredite in naher Zukunft als ein verlässlicher Frühindikator für die konsolidierten Bankkredite betrachtet werden könnten. Wenn zusätzliche zeitnahe Daten über Tilgungen zur Verfügung stehen oder wenn das Ausmass der vorzeitigen Tilgungen wieder abnimmt, wird es möglich sein, diese Schlussfolgerung zu überprüfen.

Dennoch kann es – zumindest für die Zeitabschnitte, in denen sich beide Datenreihen betragsmässig ähnlich verändern – nützlich sein, sich mit der Zusammensetzung der Konsortialkreditdaten zu befassen, um unsere Kenntnisse über die an die BIZ gemeldeten Kredite an Regionen und einzelne Volkswirtschaften zu verbessern. Der Zweck, die Laufzeit und der Zinssatz der meisten Konsortialfazilitäten sind bekannt, und es kann zwischen Fazilitäten, die zu dem fiktiven Bestand an Konsortialkrediten hinzukommen bzw. aus diesem ausscheiden, differenziert werden; deshalb können Veränderungen in der Zusammensetzung der neu vergebenen Nettokredite analysiert werden. Allgemein lässt sich sagen, dass die Datensätze komplementär sind. Besser als in isolierter Betrachtung vermitteln beide Datenreihen zusammen-

genommen ein umfassenderes Verständnis der Entwicklungen am internationalen Markt für Bankkredite.

Bibliografie

Berlin, M. (1996): „For better and for worse: three lending relationships“, in *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, (November/Dezember).

Jeanneau, Serge und Marian Micu: „Kreditgeschäft mit aufstrebenden Volkswirtschaften: das Auf und Ab der neunziger Jahre“, in diesem *BIZ-Quartalsbericht*.

Wooldridge, Philip: „Anwendungen der BIZ-Statistiken: eine Einführung“, in diesem *BIZ-Quartalsbericht*.

Anwendungen der BIZ-Statistiken: eine Einführung¹

Zu den Aufgaben der BIZ gehört es, die Zusammenarbeit im Währungs- und Finanzbereich unter Zentralbanken und in internationalen Finanzkreisen zu fördern. Die Zusammenstellung, Veröffentlichung und Analyse von Statistiken über das internationale Bankgeschäft und die Finanzmärkte bilden einen wichtigen Beitrag zur Erfüllung dieser Aufgabe.² Jedes Quartal veröffentlicht die BIZ Statistiken über die internationalen Positionen der Banken, den Absatz von internationalen und inländischen Schuldtiteln, Umsätze und offene Positionen in börsengehandelten Derivaten sowie internationale Aktienemissionen. Zweimal jährlich werden Daten zu den nominalen Beständen und den Marktwerten von ausserbörslichen Derivaten veröffentlicht. Alle drei Jahre schliesslich werden Statistiken zu den Umsätzen an den Devisenmärkten und Märkten für ausserbörsliche Derivate zur Verfügung gestellt.

Die BIZ-Statistiken werden von einem weiten Kreis von Benutzern für vielfältige Zwecke konsultiert. Der Schwerpunkt dieses Features liegt auf einigen der wichtigsten Anwendungen der Statistiken; untersucht wird insbesondere, wie die Statistiken ergänzend verwendet werden können, z.B. bei der Analyse der Geldmengen und Kreditvolumina, der Auslandsverschuldung und ihrer Veränderungen, der internationalen Risikoengagements der Banken oder eines Wandels in der Finanzintermediation.

Jede statistische Reihe dient einem ganz bestimmten Zweck; entsprechend unterscheidet sich die Datenerhebung jeweils in wichtigen Aspekten. Diese Unterschiede genau zu kennen ist daher für jede Analyse der Statistiken wesentlich. Die folgenden Erörterungen befassen sich zwar auch mit den Vorbehalten, die bei der Verwendung der Statistiken zu beachten sind, dieses Feature soll jedoch ausführlichere Beschreibungen der BIZ-Statistiken ergänzen, nicht ersetzen. Zahlreiche Berichte und Publikationen erläutern, aus wel-

¹ Der Beitrag gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Die G10-Zentralbanken sind für die Überwachung der BIZ-Statistiken zuständig. In Zusammenarbeit mit Zentralbanken und Währungsbehörden in aller Welt erhebt und verbreitet die BIZ die statistischen Daten gemäss den Empfehlungen der G10-Zentralbanken.

Von der BIZ veröffentlichte Statistiken				
	Häufigkeit/ erstmalig im Jahr	Art der Daten	Veröffentlichte Aufgliederungen	Datenquelle/ Publikationsform ¹
Internationales Bankgeschäft Standortbezogene Statistik	Vierteljährlich/1983	Stromgrößen ² Bestandsgrößen (Forderungen und Verbindlichkeiten)	Nationalität und Sitzland des meldenden Instituts; Sitzland und Sektor des Kontrahenten; Währung; Instrument	Zentralbankerhebung/ QR Tabellen 1–8
Konsolidierte Statistik	Vierteljährlich/1985 ³	Bestandsgrößen (nur Forderungen)	Nationalität des meldenden Instituts und Sektor des Kontrahenten; Laufzeit; Risikoübertragungen	Zentralbankerhebung/ QR Tabelle 9; Pressemitteilung
Konsortialkredite	Vierteljährlich/1992	Zeichnungsvolumen	Nationalität des Schuldners	Kommerzielle Quellen/ QR Tabelle 10
Wertpapiermärkte Internationale Schuldtitel	Vierteljährlich/1962 ⁴	Ankündigungen ⁵ Abschlüsse Tilgungen Nettoabsatz Bestandsgrößen	Nationalität, Sitzland und Sektor des Emittenten; Währung; Instrument; Laufzeit	Kommerzielle Quellen/ QR Tabellen 11–15, 17
Inländische Schuldtitel	Vierteljährlich/1989 ⁶	Stromgrößen ² Bestandsgrößen	Sitzland und Sektor des Emittenten; Laufzeit	Angaben der einzelnen Länder/ QR Tabellen 16–17
Internationale Aktien	Vierteljährlich/1983	Ankündigungen ⁵	Nationalität des Emittenten	Kommerzielle Quellen/ QR Tabelle 18
Märkte für derivative Instrumente Ausserbörsliche Derivate	Halbjährlich/ 1998	Bestandsgrößen ⁷	Sektor des Kontrahenten; Risikokategorie; Währung; Instrument; Laufzeit	Zentralbankerhebung/ QR Tabellen 19–22; Pressemitteilung
Ausserbörsliche Derivate	Alle 3 Jahre/ 1995	Bestandsgrößen ⁷ Umsatz	Sitzland des meldenden Instituts; Sektor des Kontrahenten; Risiko- kategorie; Währung; Instrument	Zentralbankerhebung/ Pressemitteilung; Bericht
Börsengehandelte Derivate	Vierteljährlich/1975	Bestandsgrößen ⁸ Umsatz ⁸	Standort der Börse; Risikokategorie; Instrument	Kommerzielle Quellen/ QR Tabelle 23
Devisenmärkte	Alle 3 Jahre/ 1989	Umsatz	Sitzland des meldenden Instituts; Sektor des Kontrahenten; Währung; Instrument; Laufzeit	Zentralbankerhebung/ Pressemitteilung; Bericht

¹ „QR“: Statistischer Anhang des *BIZ-Quartalsberichts*; Daten auch auf der BIZ-Website (www.bis.org) verfügbar.
² Wechselkursbereinigte Veränderung der Bestandsgrößen. ³ Vor 2000: halbjährlich. ⁴ Vor 1993: ohne Geldmarktinstrumente. ⁵ Angekündigte Emissionen. ⁶ Vor 1993: jährlich. ⁷ Nominalwert und Bruttomarktwert. ⁸ Nominalwert und Anzahl Kontrakte.

Tabelle 1

chen Gründen und in welcher Form die Statistiken erhoben werden; die neuesten sind: BIZ (2000), BIZ (2002a), BIZ (2002b) und CGFS (2000).³

Erweiterung der Geldmengen- und Kreditaggregate

Die BIZ-Statistiken erleichtern die Ausweitung inländischer Geldmengen- und Kreditaggregate auf Auslands- und Fremdwährungspositionen. Dies war denn auch der Grund für die Einführung der ersten statistischen Reihe – der standortbezogenen Statistik zum Bankgeschäft – in den 1960ern. Das Wachstum der so genannten Euromärkte (internationale Einlagen- und Kreditmärkte) weckte damals bei den für die Wirtschaftspolitik Verantwortlichen Besorgnis wegen der möglichen wirtschaftlichen Folgen der Ausweitung des Geldangebots durch diese Märkte (Mayer 1979). Die standortbezogene BIZ-Statistik zum Bankgeschäft erleichterte die Überwachung des Geldmengen- und Kreditwachstums erheblich. Die Besorgnis der politischen Entscheidungsträger liess mit der Zeit nach, da die Zentralbanken nicht mehr so viel Gewicht auf Geldmengenziele legten und die Länder von streng regulierten und administrierten Finanzsystemen zu offeneren, stärker dem Wettbewerb ausgesetzten übergingen. Dennoch ist der Blick auf breit abgegrenzte Messgrössen für Geld und Kredit, unter Einschluss internationaler Positionen, für das Verständnis inländischer Währungs- und Finanzverhältnisse heute so wichtig wie in den 1960ern.

Was die BIZ-Statistik für die Erweiterung der Geldmengenaggregate so nützlich macht, sind die Daten zu den internationalen Verbindlichkeiten der Banken. In der standortbezogenen Bankenstatistik melden Geschäftsbanken aus rund 30 Rechtshoheitsgebieten ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten gegenüber Gebietsansässigen sowie ihre Auslandsverbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden.⁴ Darüber hinaus melden sie die Währung, auf die diese Verbindlichkeiten lauten, und ob die Gegenpartei eine Bank oder eine Nichtbank ist. Dies erleichtert die Analyse der verschiedenen Messgrössen der Geldbestände. Monticelli (1993) verwendet die standortbezogene Statistik für die Ableitung sechs verschiedener Geldmengenaggregate für die Europäische Union, u.a. die monetären Aktiva, die von EU-Gebietsansässigen gehalten werden, unabhängig vom Sitz des Emittenten und der Währung, und die von Finanzinstituten mit Sitz in der EU begebenen monetären Aktiva, unabhängig vom (Wohn-)Sitz des Halters und von der Denominationswährung.

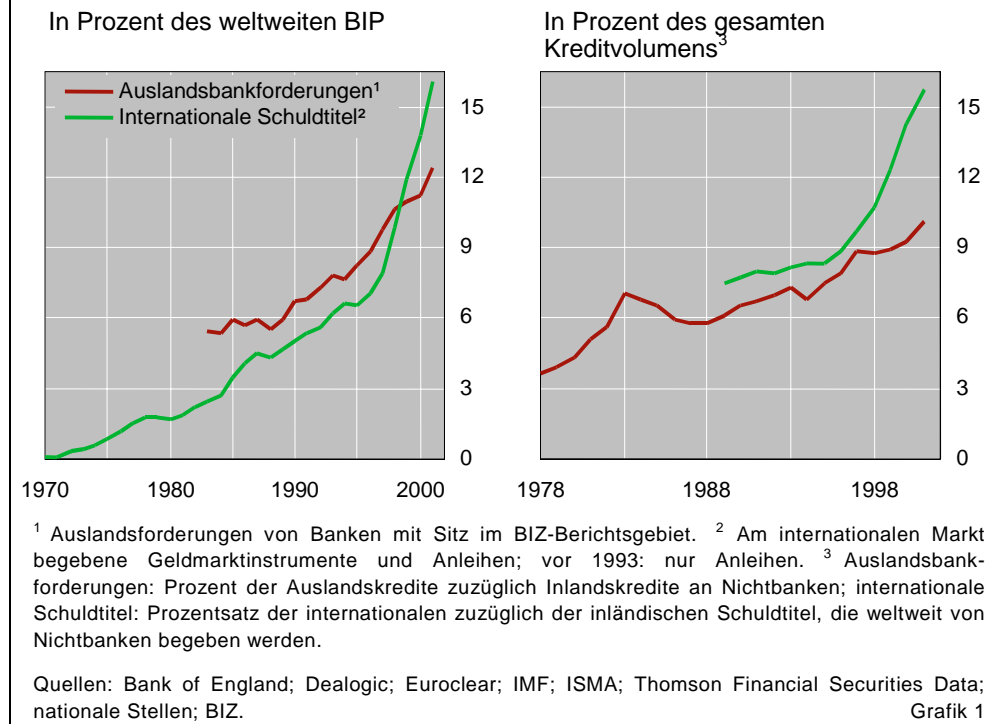
Bankenstatistik diente ursprünglich der Beobachtung der Eurowährungsmärkte

Daten zu Auslands- und Fremdwährungsverbindlichkeiten und -verbindlichkeiten der Banken

³ Die BIZ-Statistiken sowie verschiedene Publikationen dazu stehen in Englisch auf der BIZ-Website (www.bis.org) zur Verfügung.

⁴ Ende Dezember 2001 trugen Banken aus 32 Rechtshoheitsgebieten zur standortbezogenen Statistik bei: Australien, Bahamas, Bahrain, Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Guernsey, Hongkong (Sonderverwaltungsregion), Indien, Insel Man, Irland, Italien, Japan, Jersey, Kaimaninseln, Kanada, Luxemburg, Niederlande, Niederländische Antillen, Norwegen, Österreich, Portugal, Schweden, Schweiz, Singapur, Spanien, Taiwan (China), Türkei, USA, Vereinigtes Königreich.

Internationale Kreditvergabe an Nichtbanken



Was die Erweiterung der inländischen Kreditaggregate betrifft, sind die Daten zur internationalen Mittelaufnahme von Unternehmen und anderen Nichtbanken in der BIZ-Statistik hilfreich. In den inländischen Kreditbeständen sind Auslandskredite an inländische Nichtbanken in der Regel nicht enthalten. Die standortbezogene Bankenstatistik hingegen erfasst das direkte grenzüberschreitende Kreditgeschäft der Banken – Darlehen, Einlagen, Schuldtitel und sonstige Forderungen. Der internationale Bankkreditmarkt war jahrzehntelang die wichtigste Quelle von Auslandsmitteln für Nichtbankschuldner, und Ende September 2001 machten die offenen Auslandsforderungen der Banken gegenüber Nichtbanken rund 10% der gesamten Bankforderungen – Inland plus Ausland – aus (Grafik 1). In vielen Ländern ist dieser Prozentsatz erheblich höher, z.B. 31% in Mexiko und 43% in Venezuela. Selbst in den Ländern, in denen die Auslandskredite nur einen kleinen Teil der gesamten Bankkredite ausmachen, können sie eine wichtige Finanzierungsquelle für bestimmte Wirtschaftszweige darstellen. Gestützt auf die standortbezogene Statistik schätzen McCauley und Seth (1992), dass in den frühen 1990ern über 20% der gesamten Ausleihungen an Industrie- und Handelsunternehmen in den USA im Ausland aufgenommen wurden. Daraus schliessen sie, dass die Finanzierung von Unternehmen zu einem grösseren Teil von Banken gewährt wurde, als man damals allgemein annahm.

Die BIZ-Statistik wurde in den 1980er Jahren erweitert und erfasste nun auch den internationalen Absatz von Geldmarktinstrumenten und Anleihen, später zudem den Umlauf von im Inland begebenen Schuldtiteln. Die von der BIZ zusammengestellten Datenreihen zu den internationalen und inländischen

Schuldtiteln werden um bekannte Überlappungen beim Absatz bereinigt und sind daher einigermassen vergleichbar. Dennoch sind sie nicht völlig kohärent, da die Erhebungsmethoden unterschiedlich sind. Die internationale Wertpapierstatistik beruht auf den einzelnen Emissionen, die inländische Wertpapierstatistik dagegen auf den aggregierten Daten aus nationalen Quellen. Darüber hinaus sind bei den inländischen Wertpapieren nicht alle Länder erfasst; zu den erfassten gehören allerdings die mit Abstand grössten Märkte.

Die Schuldner wandten sich für die Mittelbeschaffung immer häufiger den inländischen und vor allem den internationalen Kapitalmärkten zu. 1999 löste dann der internationale Markt für Schuldtitel den internationalen Bankkreditmarkt als wichtigste Quelle von Auslandsmitteln für Nichtbanken ab (Grafik 1, links). Der Umlauf internationaler Schuldinstrumente von Nichtbanken erreichte Ende 2001 den Stand von \$ 5,0 Bio., was 16% der weltweit von Nichtbanken begebenen Schuldtitel entspricht. Banken erwarben einen erheblichen Teil dieser Wertpapiere; es ist daher sorgfältig darauf zu achten, dass bei der kombinierten Verwendung der verschiedenen statistischen Reihen der BIZ für die Erweiterung inländischer Kreditbestandsgrössen Doppelzählungen vermieden werden (s. unten).

Internationale Anleihenmärkte als Finanzierungsquelle immer wichtiger

Die BIZ veröffentlicht ferner Daten zu internationalen Aktienemissionen. Diese stützen sich auf Ankündigungen und signalisieren die Bereitschaft der Schuldner, sich Eigenmittel zu beschaffen. Da die Ankündigungen jedoch häufig von der tatsächlichen Emission abweichen und da keine Informationen über Aktienrückkäufe verfügbar sind, ist die BIZ-Statistik für eine genaue Schätzung der netto an den internationalen Aktienmärkten neu aufgenommenen Mittel nur von begrenztem Nutzen.

Auslandsverschuldung und ihre Veränderungen

Die Verwendung der BIZ-Statistik für die Erweiterung der inländischen Kreditaggregate legt eine weitere Anwendung nahe: die Überwachung der Auslandsverschuldung. Im engsten Sinne werden mit „Auslandsverschuldung“ die vertraglichen Verbindlichkeiten von Gebietsansässigen gegenüber Gebietsfremden bezeichnet.⁵ Diese Verbindlichkeiten bestehen in der Regel grossenteils aus Bankkrediten, Einlagen und Schuldtiteln. Ferner werden Engagements in derivativen Finanzinstrumenten zu einem immer bedeutenderen Element. Diese enge Definition der Auslandsverschuldung ist unbedingt durch weitere Messgrössen zu ergänzen, welche die Risiken, denen ein Land oder ein Wirtschaftszweig möglicherweise ausgesetzt ist, klarer umreissen, z.B. das Liquiditätsrisiko im Zusammenhang mit kurzfristigen Schulden.

⁵ Die Inter-Agency Task Force on Finance Statistics verwendet folgende Definition: „Die Brutto-Auslandsverschuldung entspricht zu jedem Zeitpunkt dem offenen Betrag der tatsächlich bestehenden Verbindlichkeiten (d.h. nicht Eventualverbindlichkeiten), bei denen der Schuldner zu einem oder mehreren zukünftigen Zeitpunkten Kapital- und/oder Zinszahlungen leisten muss und die Gebietsfremden von den Gebietsansässigen einer Volkswirtschaft geschuldet werden.“ (BIZ et al. 2001, S. 17)

Mitarbeit der BIZ
bei gemeinsamer
Statistik über
Auslands-
verschuldung ...

Um die zur Verfügung stehenden Daten über die Auslandsverschuldung zu verbessern, begannen die BIZ, der IWF, die OECD und die Weltbank nach der Asien-Finanzkrise, eine gemeinsame Statistik über die Auslandsverschuldung von Entwicklungsländern zu veröffentlichen. Hierzu trägt die BIZ Daten über Bankkredite und internationale Schuldtitel bei. Im Erfassungsbereich dieser gemeinsamen Statistik bestehen Lücken und Überlappungen, sodass sie kein Ersatz für die Daten aus den einzelnen Ländern ist. Vielmehr dient sie als Ergänzung der nationalen Daten, da sie Informationen über die Zusammensetzung der Auslandsverschuldung aus der Sicht der Gläubiger enthält. Darüber hinaus ist die gemeinsame Statistik manchmal etwas aktueller als die nationalen Daten, bisweilen auch genauer, was das Erkennen von Trends erleichtert.

Auslandsschulden bei Banken

... und Zahlungs-
bilanzschätzungen

Die BIZ veröffentlicht drei statistische Reihen zum internationalen Bankgeschäft: die standortbezogene Bankenstatistik, die konsolidierte Bankenstatistik und die Konsortialkreditstatistik. Die standortbezogene Statistik entspricht den Messgrößen der Auslandsverschuldung, die auf der Basis der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung oder der Zahlungsbilanz erhoben werden. Sie wird denn auch von den Statistikstellen zahlreicher Länder verwendet, um ihre eigenen Zahlungsbilanzschätzungen zu verbessern (IWF 1992, Bach 2001). Die konsolidierte Statistik und die Konsortialkreditstatistik liefern Angaben zur grenzüberschreitenden Kreditaufnahme bei Banken. Wegen unterschiedlicher Meldeverfahren ist die Interpretation dieser beiden Statistiken jedoch anders als bei den konventionellen Messgrößen der Auslandsverschuldung.

Standortbezogene
Bankenstatistik
stimmt mit Zah-
lungsbilanzdaten
überein

Die standortbezogene Statistik zum Bankgeschäft stimmt mit den Daten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung oder der Zahlungsbilanz überein, weil die Daten auf der Basis des Sitzes der berichtenden Bank erhoben werden. Sie erfasst die Auslandsposten aller Banken im Berichtsgebiet, einschliesslich Positionen gegenüber Auslandstöchtern. Die konsolidierte Statistik dagegen beruht auf der Nationalität der berichtenden Bank; konzerninterne Positionen werden ausgeklammert.⁶ Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an eigene Tochtergesellschaften in der standortbezogenen Statistik wird in der konsolidierten Statistik statt dessen als Kreditvergabe an die Endkreditnehmer erfasst.

In Ländern mit wenig umfangreichem internationalem Bankgeschäft ist der Unterschied zwischen den Auslandsschulden bei Banken nach der standortbezogenen Statistik und der gleichen Bestandsgrösse nach der internationalen Komponente der konsolidierten Statistik oft nicht sehr gross. Beispielsweise

⁶ Ende Dezember 2001 trugen Banken aus 24 Rechtssoheitsgebieten zur konsolidierten Statistik bei: Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Hongkong (Sonderverwaltungsregion), Indien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Portugal, Schweden, Schweiz, Singapur, Spanien, Taiwan (China), Türkei, USA, Vereinigtes Königreich.

sind die grenzüberschreitenden (standortbezogenen) Forderungen gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt nur 5% grösser als die internationalen (konsolidierten) Forderungen. In der internationalen Komponente der konsolidierten Statistik werden neben den Auslandsforderungen der berichtenden Banken auch die Inlandsforderungen ihrer ausländischen Töchter in Fremdwährung erfasst.⁷ In vielen Ländern werden solche Forderungen vom Hauptsitz im Ausland aus refinanziert; sie sind somit ein vertretbarer Näherungswert für die grenzüberschreitenden Positionen unter verbundenen Niederlassungen.

In einzelnen Ländern kann der Unterschied zwischen Auslandsforderungen und internationalen Forderungen dagegen erheblich sein. In Volkswirtschaften mit Dollar-Bindung wird ein Grossteil der Fremdwährungs-Inlandsforderungen der Banken vor Ort refinanziert, sodass die internationalen Forderungen tendenziell viel grösser als die Auslandsforderungen sind. An internationalen Finanzplätzen werden eigenen Tochtergesellschaften zugeleitete Mittel in der Regel an Gebietsfremde weiterverliehen, sodass die internationalen Forderungen weit unter den Auslandsforderungen liegen. Die Auslandsforderungen gegenüber in Offshore-Finanzzentren ansässigen Schuldern beliefen sich Ende September 2001 auf \$ 1,3 Bio., die internationalen Forderungen gegenüber den Offshore-Zentren dagegen nur auf \$ 666 Mrd.; die Differenz entfiel grösstenteils auf Positionen zwischen verbundenen Niederlassungen.

Die Erfassung der internationalen Bankgeschäfte in den BIZ-Statistiken ist praktisch lückenlos. Die grössten internationalen Finanzplätze tragen alle zu wenigstens einer, wenn nicht beiden statistischen Reihen bei, und darüber hinaus weitet sich das Berichtsgebiet ständig aus. Dennoch ist zu beachten, dass die standortbezogene Statistik Positionen in nicht berichtenden Ländern nicht einschliesst und dass in der konsolidierten Statistik die Positionen von Banken mit Hauptsitz in solchen Ländern nur teilweise erfasst werden.⁸ Die standortbezogene und die konsolidierte Bankenstatistik können daher die Bankschulden einzelner Länder unterzeichnen. Beispielsweise sollen koreanische Banken in erheblichem Umfang russische Staatspapiere gekauft haben, bevor Russland im August 1998 ein Zahlungsmoratorium erklärte. Für die meisten Länder dürften solche Auslassungen jedoch nicht signifikant sein.

Die Banken, die zu der standortbezogenen und der konsolidierten Statistik der BIZ beitragen, melden nur Bestandsgrössen und nicht Stromgrössen. Die Zuströme in einzelne Länder werden als Bestandsveränderungen geschätzt. Für die standortbezogene Statistik melden die Banken die Währung, auf die

Erfassungsbereich
praktisch lückenlos

Berechnung der
Stromgrössen
mittels Währungs-
aufgliederung der
standortbezogenen
Statistik

⁷ Die Banken, die an der konsolidierten Statistik mitarbeiten, melden internationale Forderungen sowie inländische Forderungen und Verbindlichkeiten in Landeswährung. Die internationalen Forderungen umfassen die Auslandsforderungen der berichtenden Banken in allen Währungen zuzüglich der Inlandsforderungen ihrer Auslandstöchter in Fremdwährungen.

⁸ Die konsolidierte Statistik erfasst die weltweit konsolidierten Forderungen von Banken mit Hauptsitz im BIZ-Berichtsgebiet sowie die unkonsolidierten Forderungen von Tochterbanken mit Sitz im Berichtsgebiet, deren Mutterinstitute jedoch in einem Land ausserhalb des Berichtsgebiets ansässig sind.

ihre Forderungen und Verbindlichkeiten lauten; dadurch können die vierteljährlichen Stromdaten berechnet werden, indem die offenen Bestände um Wechselkursveränderungen während des Quartals bereinigt werden. Die Ströme können zu verschiedenen Wechselkursen erfolgt sein, sodass die wechsellkursbereinigten Veränderungen der Bestandsgrößen kein vollkommenes Substitut für Daten zu den tatsächlichen Strömen sind. Sie sind jedoch ein sehr viel besserer Näherungswert als die unbereinigten Bestandsveränderungen. Für die konsolidierte Statistik ist keine Aufschlüsselung nach Währung verfügbar. Infolgedessen können Wechselkursschwankungen zu Veränderungen der in US-Dollar gemeldeten konsolidierten Positionen führen, selbst wenn die tatsächlichen Positionen unverändert bleiben. Die Aufgliederung nach Währung aus der standortbezogenen Statistik kann in der konsolidierten Statistik für die Wechselkursbereinigung verwendet werden. Daraus ergeben sich jedoch nur sehr grobe Schätzungen.

Konsortialkreditstatistik für die Überwachung des Marktzugangs

Die Konsortialkreditstatistik kann ebenfalls für die Überwachung der grenzüberschreitenden Bankkreditströme verwendet werden. Auch sie ist aber kein Ersatz für Daten über die tatsächlichen Ströme. Sie bezieht sich nämlich auf das Zeichnungsvolumen, das nicht unbedingt den tatsächlichen Auszahlungen entspricht, und Informationen über Tilgungen oder offene Forderungen sind nicht verfügbar.⁹ Dennoch ist sie zeitnäher als die beiden anderen BIZ-Statistiken zum Bankgeschäft, und sie enthält Einzelheiten über den Zweck, die Laufzeit und die Konditionen der Konsortialfazilitäten, die für das Verständnis des Charakters des internationalen Bankkreditgeschäfts hilfreich sind. In einem Feature auf S. 75 wird gezeigt, dass die Konsortialkreditdaten unter bestimmten Umständen und für bestimmte Schuldnerkategorien nützliche Vorabinformationen über die konsolidierten Daten liefern können. Darüber hinaus eignet sich die Konsortialkreditstatistik besser als die anderen BIZ-Bankenstatistiken für die Überwachung des Zugangs der Schuldner zu den Kreditmärkten. Die Nettozahlen geben nicht unbedingt an, welche Schuldner am aktivsten sind, da grosse Kreditaufnahmen durch ebenso grosse Tilgungen ausgeglichen werden können. Besseren Aufschluss über Unterschiede beim Kreditbedarf und beim Marktzugang geben hingegen die Bruttozahlen (Bereitstellungen oder Auszahlungen).

Auslandsschulden bei Nichtbanken

Die Schulden bei internationalen Banken bilden natürlich nur eine von mehreren Komponenten der Auslandsverschuldung. Andere Anleger wie Pensions-

⁹ Die Konsortialkreditstatistik tendiert zur Überzeichnung der grenzüberschreitenden Bruttokreditströme. Erstens werden Unterstützungsfazilitäten für Commercial-Paper-Programme oder Standby-Fazilitäten vielleicht gar nicht in Anspruch genommen. Andere Fazilitäten werden vielleicht nur teilweise beansprucht, sei es wegen Änderungen in den Investitionsvorhaben des Kreditnehmers oder wegen Verletzung der Kreditaufgaben. Zweitens wird in der Konsortialkreditstatistik eine Palette von Instrumenten erfasst, z.B. Multi-Options-Fazilitäten, die teils Kredit, teils Wertpapier sind. Drittens ist die internationale Kreditvergabe in einer bestimmten Tranche manchmal nicht ohne weiteres als solche erkennbar, weil der von jedem Institut, insbesondere von Banken mit Sitz im selben Land wie der Kreditnehmer, bereitgestellte Betrag nicht bekannt ist.

kassen, Versicherungsgesellschaften, Hedge-Fonds und Privatpersonen sind in den letzten zehn Jahren an den weltweiten Finanzmärkten zunehmend aktiv geworden und halten infolgedessen einen wachsenden Anteil an Auslandsschulden. Leider sind von Gläubigerseite nur wenig Informationen über die Schulden der einzelnen Länder bei solchen Nichtbankanlegern erhältlich.

Die Auslandsschulden bei Nichtbanken lassen sich mit Hilfe der Daten über Schuldtitel, die an internationale Anleger abgegeben werden, annähernd schätzen. Die BIZ-Statistik über die internationalen Schuldtitel ist die ergiebigste Quelle für solche Daten. Erfasst werden Ankündigungen, abgeschlossene Emissionen sowie termingemäße und vorzeitige Tilgungen. Besonders wertvoll sind die von der BIZ erhobenen Tilgungsdaten, da mit ihrer Hilfe der Refinanzierungsbedarf beobachtet und der Nettoabsatz berechnet werden kann.

Banken spielen am internationalen Markt für Schuldtitel eine wichtige Rolle, als Anleger, Emissionsinstitute und Emittenten, sodass eine gewisse Überlappung zwischen der BIZ-Statistik zum Bankgeschäft und derjenigen zu den internationalen Schuldtiteln besteht. Sie kann eliminiert werden, indem nur die Auslandskredite und -einlagen der Banken berücksichtigt werden. Eine Aufgliederung der internationalen Positionen der Banken nach Instrument – Kredit, Einlage, Wertpapier – ist seit dem vierten Quartal 1995 für die standortbezogene Bankenstatistik öffentlich verfügbar.

Der Absatz an den internationalen Märkten für Schuldtitel ist als Näherungswert für die grenzüberschreitenden Portfolioströme nicht mehr so zuverlässig wie früher. Da immer mehr Länder ihren Kapitalverkehr und ihre Finanzmärkte liberalisieren, hat die Unterscheidung zwischen internationalen und inländischen Märkten im Lauf der Jahre an Aussagekraft eingebüßt. Die BIZ-Statistiken können daher die Auslandsverbindlichkeiten von Gebietsansässigen über- oder unterzeichnen. Wenn einerseits Anleger, die im Land des Emittenten ansässig sind, Schuldtitel kaufen, die am internationalen Markt abgesetzt werden, dürften die BIZ-Statistiken die grenzüberschreitenden Portfolioströme überzeichnen.¹⁰ Anleiheemissionen, deren Zielpublikum sowohl Gebietsansässige als auch Gebietsfremde umfassen, sind zunehmend üblich. Beispielsweise wurden 1995 noch weniger als 5% des Nettoabsatzes von staatsnahen US-Emittenten wie „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ in den BIZ-Statistiken den internationalen Emissionen zugeordnet, während es 2001 beinahe 50% waren. Wenn andererseits Gebietsfremde Anlagen an den inländischen Wertpapiermärkten tätigen, dürften die BIZ-Statistiken die grenzüberschreitenden Portfolioströme eher unterzeichnen. Beispielsweise werden zwar

Auslandsschulden bei Nichtbanken können mit Hilfe von Wertpapierstatistiken annähernd geschätzt werden ...

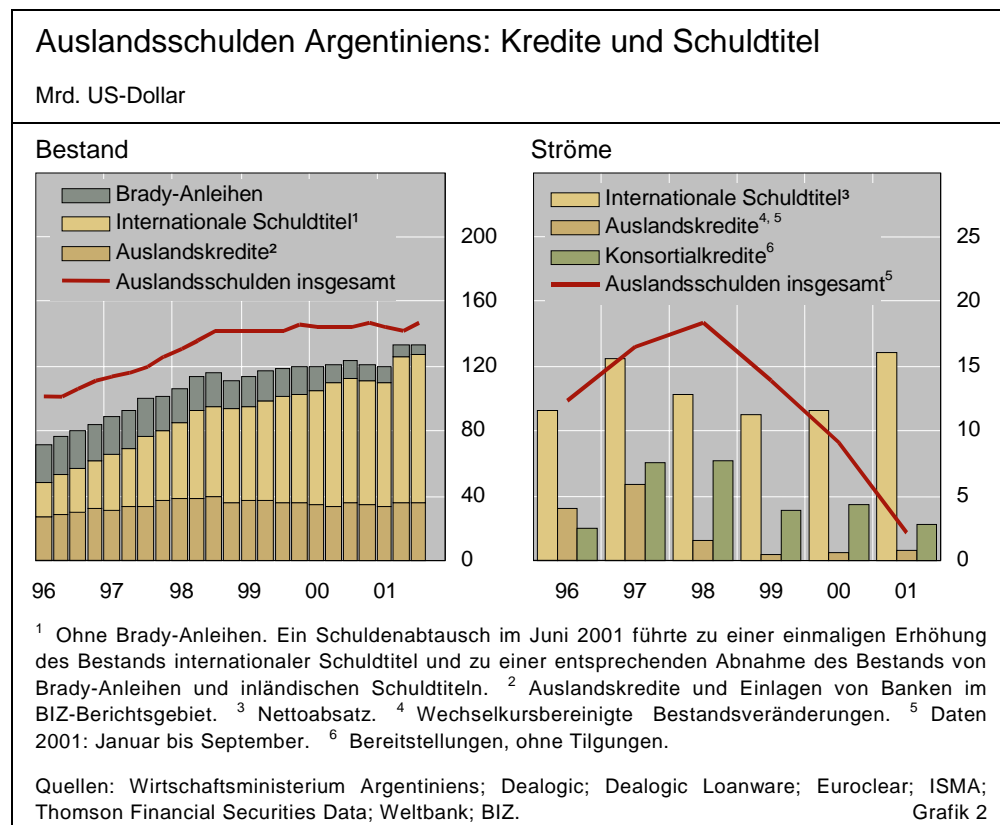
... aber weniger zuverlässig als früher

¹⁰ Die Datenbank zu den internationalen Schuldtiteln erfasst drei Kategorien von Instrumenten: Wertpapiere, die auf eine andere Währung als die des Emissionsmarktes lauten („Eurobonds“), Wertpapiere, die auf die Währung des Emissionsmarktes lauten, die aber von Gebietsfremden begeben werden (Auslandsanleihen wie z.B. „Yankee“-Anleihen am US-Markt), sowie Wertpapiere, die auf die Währung des Emissionsmarktes lauten und von Gebietsansässigen begeben werden, die aber für gebietsfremde Anleger bestimmt sind. Bei der letztgenannten Kategorie werden für inländische Anleger bestimmte Tranchen manchmal gesondert von den für internationale Anleger bestimmten Tranchen ausgewiesen; in diesem Fall überzeichnen die BIZ-Statistiken die Portfolioströme nicht unbedingt.

Marktwert von Derivaten als wachsende Komponente der Auslandsverschuldung

die meisten Staatspapiere im Inland begeben und erscheinen daher nicht in der internationalen Wertpapier-Datenbank, aber in vielen Ländern wird ein beträchtlicher Teil der Staatsschuldtitel von Gebietsfremden erworben. In Grafik 2 werden bei der Auslandsverschuldung von Argentinien die BIZ-Daten zu Auslandskrediten und zu internationalen Schuldtiteln sowie Daten über die Brady-Anleihen aus der gemeinsamen Statistik den Angaben des Landes selbst gegenübergestellt.

Neben den Krediten, Einlagen und Schuldtiteln bilden derivative Finanzinstrumente eine wachsende (wenn auch in den meisten Ländern immer noch kleine) Komponente der Auslandsschulden. Futures, Swaps, Optionen und andere Derivate schaffen vertragliche Verpflichtungen, die mit einer grenzüberschreitenden Erfüllung verbunden sein können. Für die Messung der Auslandsschulden ist der Marktwert (oder Barwert) dieser Kontrakte von Bedeutung, nicht der Wert des Basisinstruments. Die BIZ veröffentlicht Daten zum Bruttomarktwert verschiedener Arten von ausserbörslich gehandelten Derivaten. Für die Messung der Auslandsverschuldung sind diese Daten jedoch von geringem Nutzen, da lediglich ein global aggregierter Wert verfügbar ist; die Händler, die Daten zu dieser Statistik liefern, müssen das Sitzland ihrer Kontrahenten nicht melden. Dennoch kann der Statistik zu ausserbörslichen Derivaten der potenzielle Umfang der Verbindlichkeiten aus Derivatpositionen entnommen werden. Ende Juni 2001 betrug der Bruttomarktwert für alle Arten von ausserbörslichen Derivaten insgesamt \$ 3,0 Bio., was 8% des Umlaufs der weltweit gegebenen Schuldtitel entspricht.



Risiken der Mittelaufnahme im Ausland

Die herkömmlichen Messgrößen für die Auslandsverschuldung können unter bestimmten Umständen ein unzuverlässiger Indikator möglicher Schwachstellen sein. Durch Garantien, Besicherungen, Derivate und sonstige Ausserbilanzgeschäfte kann das Risiko vom Schuldner im einen Land – dem unmittelbaren Kreditnehmer – auf einen Schuldner in einem anderen Land – den letztlichen Schuldner – übertragen werden. Darüber hinaus können nach Laufzeit, Währung, Sektor oder Gläubiger aufgeschlüsselte Daten bei der Erkennung von Risiken, die aus den Bruttozahlen nicht unbedingt ersichtlich sind, hilfreich sein.

Die der Zahlungsbilanz entnommenen Messgrößen der Auslandsverschuldung beruhen auf dem Sitzland des unmittelbaren Kreditnehmers, aber Messgrößen, die auf dem Sitzland des letztlichen Schuldners beruhen, sind manchmal nützlicher, u.a. um Erneuerungen zu überwachen oder eine Umschuldung einzuleiten. Zum Beispiel wird die Kreditaufnahme der Auslandstochter einer Bank in London oder einem anderen internationalen Finanzzentrum in den Auslandsschuldenstatistiken nicht erfasst. Sie könnte aber unter Umständen zu Liquiditätsproblemen am Hauptsitz führen, wenn die Tochtergesellschaft Mühe hat, ihre Verbindlichkeiten zu refinanzieren. Ein anderes Beispiel: Für die Kreditaufnahme der ausländischen Tochter eines multinationalen Unternehmens leistet die Muttergesellschaft Bürgschaft, was zu einer vertraglich verbindlichen Risikoübertragung von einem Land in ein anderes führt. Die konsolidierte Statistik zum Bankgeschäft erfasst einige dieser Risikoübertragungen (s. unten).

Ein weiterer wichtiger Indikator der Verwundbarkeit ist das Laufzeitspektrum der Auslandsschulden eines Landes. Die Finanzkrisen, die in verschiedenen aufstrebenden Volkswirtschaften in den späten 1990er Jahren auftraten, zeigten, dass eine rasche Anhäufung kurzfristiger Schulden die Finanzstabilität eines Landes selbst dann unterhöhlen kann, wenn seine Auslandsverschuldung mässig ist (Hawkins und Klau 2000). Eine Aufgliederung nach Laufzeit ist für die Schuldtitelstatistik und die internationale Komponente der konsolidierten Bankenstatistik verfügbar.¹¹ Die konsolidierte Statistik ist im übrigen eine der wenigen Quellen für international vergleichbare Daten zur kurzfristigen Auslandsverschuldung. Die Aufgliederung nach Laufzeit in der konsolidierten Statistik erfolgt auf der Grundlage der Restlaufzeit. Die Verfügbarkeit eines Laufzeitbands 1-2 Jahre ermöglicht eine Schätzung des Anteils der kurz-

Von Schuldnern eingegangene Risiken aufgliederbar nach Laufzeit ...

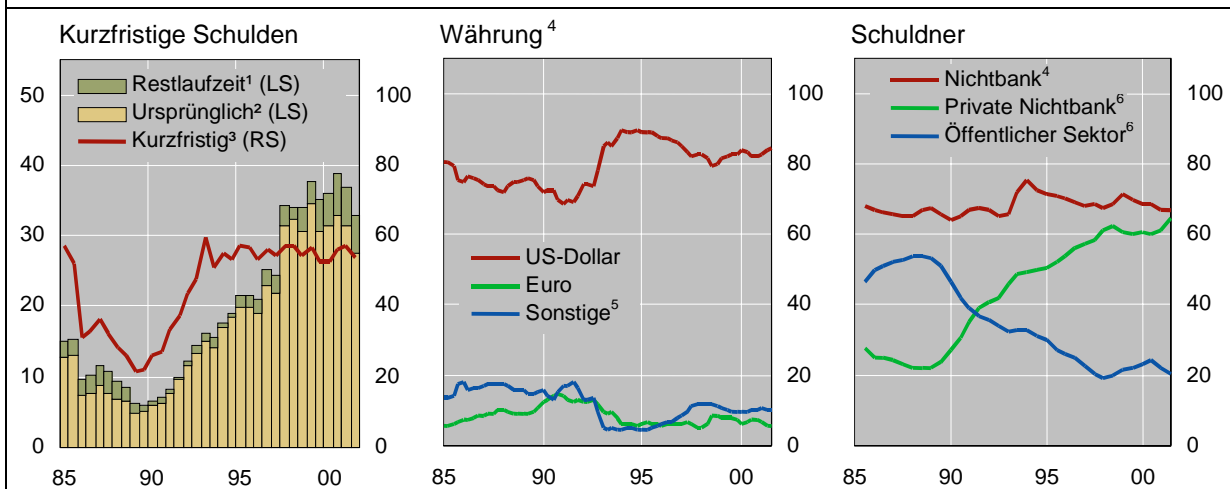
¹¹ Für die standortbezogene Statistik zum Bankgeschäft ist keine Aufgliederung nach Laufzeit verfügbar. Die Aufgliederung aus der konsolidierten Statistik könnte auf die standortbezogene Statistik angewandt werden, sodass man eine Messgrösse der kurzfristigen Bankschulden erhält, die den Meldegrundsätzen der Zahlungsbilanz entspricht. Es kann aber auch die Aufgliederung nach Instrument aus der standortbezogenen Statistik auf die konsolidierte Statistik angewandt werden, um die Überlappungen mit der internationalen Schuldtitelstatistik möglichst klein zu halten. Keines dieser beiden Verfahren dürfte jedoch verlässliche Schätzungen ergeben.

fristigen Schulden mit ursprünglich längerer Laufzeit.¹² Das linke Feld der Grafik 3 veranschaulicht die Entwicklung der kurzfristigen Verbindlichkeiten Argentiniens gegenüber Banken.

... Währung ...

Die in den BIZ-Statistiken verfügbare Aufgliederung nach Währung ist bei der Beleuchtung von Risiken ebenfalls hilfreich. Bei Auslandsschulden in Fremdwährung setzen sich die Schuldner eher einem Liquiditäts- oder sogar Solvenzrisiko aus als bei Schulden in ihrer Landeswährung. Für die internationale Schuldtitelstatistik ist eine vollständige Aufgliederung nach Währung verfügbar, sodass der Anteil der internationalen Schuldtitel, die auf die Landeswährung des Schuldners lauten, ermittelt werden kann. Dieser Anteil reicht von 86% für internationale Emittenten mit Sitz in den USA bis zu 0% für Emittenten in den meisten Entwicklungsländern. Die Banken, die Daten für die standortbezogene Statistik liefern, melden nicht jede Währung ihrer Forderungen und Verbindlichkeiten, sondern nur die wichtigsten Währungen.¹³ Mit Hilfe der verfügbaren Informationen kann eine Obergrenze des Betrags der Bankschulden geschätzt werden, die auf die Währung des Schuldners lauten könnten, und es können Währungsinkongruenzen ermittelt werden, die z.B. bei

Auslandsschulden Argentiniens: Verbindlichkeiten gegenüber an die BIZ berichtenden Banken



¹ Langfristige Verbindlichkeiten mit Restlaufzeit von höchstens 1 Jahr; Mrd. US-Dollar. ² Verbindlichkeiten mit ursprünglicher Laufzeit von höchstens 1 Jahr; Mrd. US-Dollar. ³ In Prozent der internationalen (konsolidierten) Bankforderungen. ⁴ In Prozent der Auslandsforderungen (standortbezogen) von Banken; gleitender 2-Quartalsdurchschnitt. ⁵ Einschl. nicht aufgliederbare Währungen. ⁶ In Prozent der internationalen (konsolidierten) Bankforderungen; gleitender 2-Quartalsdurchschnitt.

Quelle: BIZ.

Grafik 3

¹² Mit dieser Methode wird allerdings der Anteil der kurzfristigen Schulden mit ursprünglich längerer Laufzeit tendenziell unterschätzt, da die USA und Luxemburg keine Meldung für die Laufzeit 1-2 Jahre machen und die Sonderverwaltungsregion Hongkong überhaupt keine Aufgliederung nach Laufzeiten vornimmt.

¹³ Die Banken melden sieben Währungskategorien: Währung ihres Sitzlandes, US-Dollar, Euro, Yen, Pfund Sterling, Schweizer Franken und Sonstige.

der Hereinnahme von Exporterlösen in einer Währung und der Schuldenbedienung in einer anderen entstehen.

Ein wichtiger Vorbehalt ist bei der Interpretation der Währungsaufgliederung in der standortbezogenen Statistik und der Schuldtitelstatistik anzubringen: Sie erfasst nur die in der Bilanz ausgewiesenen Verbindlichkeiten. Die Emittenten sichern aber vielleicht ihr Fremdwährungsrisiko mit Exporterlösen oder Auslandsaktiva oder mit Hilfe von Derivaten ab. Aus den BIZ-Statistiken zum Derivatgeschäft geht hervor, dass sich der gesamte Nominalbetrag von ausserbörslichen und börsengehandelten Devisenkontrakten Ende Juni 2001 auf \$ 20,5 Bio. belief, was gut der Hälfte des weltweiten Umlaufs von Schuldtiteln entspricht. Wegen der fehlenden Angaben zum Sitzland der Kontrahenten geben diese Daten jedoch nur wenig Aufschluss über die Absicherungsgeschäfte in den einzelnen Ländern.

Die Aufgliederung nach Laufzeit und Währung kann durch eine Aufgliederung nach Sektor ergänzt werden, um so die am stärksten dem Liquiditäts- oder Fremdwährungsrisiko ausgesetzten Sektoren zu ermitteln. Die Finanzkrise von 1997/98 in Asien zeigte in aller Deutlichkeit, wie wichtig die Überwachung der Auslandspositionen des Finanz- und des Unternehmenssektors, getrennt von derjenigen des öffentlichen Sektors, ist (Forum für Finanzstabilität 2000). Die standortbezogene Statistik enthält Angaben zu den Forderungen internationaler Banken gegenüber Banken und Nichtbanken, und die konsolidierte Statistik gliedert den Nichtbankensektor weiter in öffentlichen und privaten Sektor auf. Die internationale Schuldtitelstatistik verfeinert die Aufgliederung des Nichtbankensektors noch weiter. Die Aufgliederung nach Laufzeit der konsolidierten Statistik kann nicht mit der Gliederung nach Sektor kombiniert werden, wohl aber die für die anderen Statistiken verfügbaren Aufgliederungen.

... Sektor ...

Eine weitere mögliche Gefahrenquelle ist ein gemeinsamer Gläubiger. Ein Schuldner, der für seine Auslandsfinanzierungen eine heterogene Gruppe von Gläubigern in Anspruch nimmt, dürfte Ansteckungseffekten in geringerem Masse ausgesetzt sein. Die Verteilung der Bankforderungen nach Nationalität der Banken kann der konsolidierten Bankenstatistik entnommen werden. Die Verteilung nach Sitzland der Banken geht aus der standortbezogenen Statistik hervor, aber das Sitzland ist für die Beurteilung der Heterogenität der Gläubiger weniger aussagekräftig als die Nationalität. Ob die Gläubiger eines Landes heterogen sind, kann auch durch Vergleichen der Finanzierung durch Bankkredite mit der Finanzierung am Markt für internationale Schuldtitel festgestellt werden.

... oder Gläubiger

Die Verbindlichkeiten allein vermitteln jedoch ein unvollständiges Bild der möglichen Anfälligkeit eines Landes. Selbst wenn die Verbindlichkeiten klein oder stabil sind, kann die Auslandsposition eines Landes durch Kapitalflucht geschwächt werden. Darüber hinaus halten sich Gebietsansässige oft Auslandsaktiva, um damit einem plötzlichen Liquiditätsbedarf begegnen zu können, wobei allerdings die Inhaber der Aktiva nicht unbedingt gleichzeitig Kreditnehmer im Ausland sind. Die bei Banken im Ausland angelegten Mittel werden durch die standortbezogene Bankenstatistik erfasst. Wegen solcher

Ausgleich von Verbindlichkeiten durch Einlagen und sonstige Fremdwährungsaktiva

Aktiva können Länder mit hoher Auslandsverschuldung gleichwohl Nettogläubiger sein. Beispielsweise betragen Ende September 2001 die Verbindlichkeiten aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber Banken weltweit insgesamt \$ 875 Mrd., aber ausstehende Auslandseinlagen und sonstige Aktiva, die von Gebietsansässigen derselben Länder bei den internationalen Banken angelegt waren, beliefen sich auf \$ 1,1 Bio.

Risiken der Gläubigerbanken

Konsolidierte
Statistik misst
Auslands-
engagement der
Banken

Was für den Schuldner eine Verbindlichkeit ist, ist für den Gläubiger natürlich eine Forderung. Die Einführung der konsolidierten Bankenstatistik nach dem Schuldenmoratorium Mexikos im Jahr 1982 beruhte denn auch auf dem Wunsch, die Auslandsforderungen der Banken zu überwachen – und nicht die Auslandsverschuldung der Länder. Veränderungen bei den Auslandsforderungen der Banken sind aus der standortbezogenen Statistik zum Bankgeschäft ersichtlich. Wegen des Sitzlandgrundsatzes, auf dem die standortbezogene Statistik basiert, ist es jedoch nicht möglich, das Risiko abzuschätzen, das das Bankensystem eines bestimmten Landes in einzelnen Ländern eingegangen ist. Insbesondere erfasst die standortbezogene Statistik keine Positionen in nicht berichtenden Ländern, und es ist auch nicht möglich, die Aufgliederung nach Sitzland des Kontrahenten mit der Aufgliederung nach Nationalität der berichtenden Bank zu kombinieren. Hingegen liegt der Schwerpunkt der konsolidierten Statistik explizit auf den ausländischen Kreditrisiken der Banken, d.h. gemessen werden auf weltweit konsolidierter Basis die Auslandsforderungen von Banken mit Hauptsitz im Berichtsgebiet.¹⁴

Transferrisiko als
ursprünglicher
Schwerpunkt ...

Als die konsolidierte Statistik eingeführt wurde, galt die Besorgnis der Behörden im Berichtsgebiet vor allem dem Transferrisiko, d.h. dem Risiko, das mit politischen Massnahmen mit territorialer Rechtskraft, wie z.B. Kapitalverkehrskontrollen oder Zahlungsmoratorien, verbunden ist.¹⁵ Infolgedessen erfasste die konsolidierte Statistik nur Forderungen auf der Basis des unmittelbaren Kreditnehmers (auch als vertragliche Forderungen bezeichnet). Darüber hinaus lag der Schwerpunkt auf der internationalen Komponente der konsolidierten Forderungen, d.h. den Auslandsforderungen der berichtenden Banken in allen Währungen zuzüglich der Inlandsforderungen ihrer Auslandstöchter in Fremdwährungen. Die andere Komponente der konsolidierten Forderungen – Inlandsforderungen in Landeswährung – wurde in der Regel im betreffenden Land refinanziert und war somit nicht mit einem Transferrisiko behaftet. Der Grund für den Einschluss von Inlandsforderungen in Fremdwährung war, dass

¹⁴ Die Auslandsforderungen umfassen die Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken zuzüglich der Inlandsforderungen ihrer Auslandstöchter.

¹⁵ Die Aufgliederung nach Kontrahent in der konsolidierten Statistik beschränkte sich zunächst auf Entwicklungsländer. Dies war der Besorgnis von Währungs- und Finanzbehörden über die umfangreiche Kreditvergabe der Banken an Entwicklungsländer zuzuschreiben; diese Besorgnis verstärkte sich noch, als Mexiko im August 1982 ein Moratorium für die Bedienung seiner Auslandsschulden verkündete. Im zweiten Quartal 1999 wurde die Statistik auf alle Länder erweitert.

diese oft im Ausland refinanziert wurden und dass somit ein Transferrisiko bestand.

Die Finanzkrisen in Asien und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften in den späten neunziger Jahren sowie der strukturelle Wandel im internationalen Bankgewerbe führten zu einer Neubewertung der Informationen, die durch die konsolidierte Bankenstatistik vermittelt werden. Vor allem wegen der wachsenden Globalisierung und der zunehmenden Komplexität der Bankkredit- und Finanzmärkte verloren die vertraglichen Forderungen als Messgrösse für das Kreditrisiko der Banken an Aussagekraft. Ausserbilanzielle Transaktionen können die in der Bilanz ausgewiesenen Forderungen erheblich verändern. Derivate zum Beispiel sind solche Transaktionen. Durch den Einbezug von Derivatforderungen erhöhte sich das Auslandsengagement der US-Banken per Ende September 2001 um fast 20%. Wegen der Bemessungsweise des Werts von Derivatforderungen kann der Einfluss der Derivate in Zeiten anomaler Volatilität der Marktpreise noch grösser sein. In der Zeit von Juni bis Dezember 1997, als der Wechselkurs des thailändischen Baht freigegeben wurde, vervierfachte sich der Betrag, den thailändische Kontrahenten US-Banken über Devisen- und Derivatinstrumente schuldeten, beinahe auf \$ 2,5 Mrd.; das Verhältnis zu Bilanzforderungen erhöhte sich von 15% auf 89% (Ruud 2002).

Bilanzforderungen können auch durch Garantien, Besicherungen und sonstige Übertragungen des Kreditrisikos wesentlich verändert werden. Beispielsweise kann die Kreditvergabe an die Londoner Tochter einer ausländischen Bank als Kreditvergabe an einen britischen Kontrahenten verbucht werden, aber der letztliche Schuldner dürfte anderswo ansässig sein. Die Neuzuweisung von Forderungen weg vom direkten Kreditnehmer an den letztlichen Schuldner kann das von Banken gegenüber einigen Ländern eingegangene Risiko erheblich vergrössern und gegenüber anderen Ländern verkleinern. Beispielsweise sind die Forderungen gegenüber Deutschland, wenn man sie nach dem letztlichen Risiko („ultimate risk“) bemisst, um 20% höher als die vertraglichen Forderungen, im Falle des Vereinigten Königreichs dagegen sind sie fast 25% tiefer.

Neben der wachsenden Globalisierung und der zunehmenden Komplexität der Märkte haben auch grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen die von den Banken eingegangenen Risiken verändert. Insbesondere verschiebt sich wegen des wachsenden Anteils lokal refinanzierter Geschäfte an den Auslandsforderungen der Banken der Risikoschwerpunkt weg vom Transferisiko hin zum Länderrisiko, d.h. dem Risiko, das mit den wirtschaftlichen, geschäftlichen, politischen und sozialen Rahmenbedingungen des Schuldners verbunden ist. Während sich das Transferrisiko auf grenzüberschreitende Forderungen beschränkt, unterliegen alle Auslandsforderungen – grenzüberschreitend und inländisch, in Fremd- und in Landeswährung – dem

... durch Länderrisiko abgelöst

Länderrisiko.¹⁶ Als die konsolidierte Statistik erstmals erstellt wurde, machten die Inlandsforderungen nur einen kleinen Teil der Auslandsforderungen der Banken aus, aber dies ist jetzt nicht mehr der Fall. 1985 entfielen lediglich 6% der Auslandsforderungen der berichtenden Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften auf Inlandsforderungen in Landeswährung. Im Jahr 2001 war dieser Anteil auf 37% gestiegen. Das Feature auf S. 46 untersucht diese Verlagerung von internationalen zu lokal refinanzierten Geschäften.

Erweiterung der konsolidierten Statistik zur Erfassung ausserbilanzieller Risiken

Im Juni 1999 wurde die konsolidierte Statistik erweitert und erfasst jetzt auch Risikoübertragungen. Nach dem derzeitigen Meldeverfahren verteilen die konsolidierten Forderungen (auf der Basis des letzten Risikos) besicherte Forderungen auf das Sitzland des Bürgen um und weisen Forderungen gegenüber rechtlich abhängigen Bankzweigstellen dem Sitzland der Mutterbank zu. Gemäss den Empfehlungen des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (CGFS 2000) soll die konsolidierte Statistik bis Ende 2004 nochmals erweitert werden und dann alle relevanten Aspekte der von den Banken eingegangenen Kreditrisiken erfassen, einschliesslich aller ausserbilanziellen Finanzgeschäfte.

Wandel in der Finanzintermediation

Eine letzte Anwendung der BIZ-Statistiken besteht darin, den Wandel in der Finanzintermediation zu belegen. Zahlreiche von der BIZ publizierte Statistiken können nach Instrument, Kontrahent und Sitz des berichtenden Instituts aufgliedert werden. Anhand der BIZ-Statistiken kann daher nicht nur das Wachstum verschiedener Marktsegmente verfolgt werden, sondern es können auch Änderungen in diesen Segmenten wie z.B. die relative Bedeutung von nicht zum Finanzsektor gehörenden Kunden an den Derivatmärkten oder der Karibik als Finanzplatz analysiert werden. Die verschiedenen marktübergreifenden und marktinternen Veränderungen, die untersucht werden könnten, sind zu zahlreich, als dass sie im Einzelnen erörtert werden könnten; im Folgenden wird daher nur auf einige wenige Anwendungsmöglichkeiten der BIZ-Statistiken bei der Beobachtung des Wandels in der Finanzintermediation eingegangen.

BIZ-Statistiken dienen der Beobachtung von Grösse, Wachstum und Struktur der Märkte ...

Auf der Hand liegt die Verwendung der BIZ-Statistiken für die Messung von Grösse, Wachstum und Struktur der verschiedenen Marktsegmente. Dies erfolgt regelmässig in den Analysen der Marktentwicklungen des *BIZ-Quartalsberichts*. Unzählige analytische Studien verwenden die BIZ-Statistiken für eine Vielzahl weiterer Vergleiche. Alworth und Andresen (1992) verwenden die standortbezogene Bankenstatistik, um Verknüpfungen zwischen Herkunfts- und Bestimmungsort von Auslandseinlagen zu untersuchen. Die Studiengruppe über die Märkte für festverzinsliche Instrumente (2001) kombiniert die inländische und die internationale Schuldtitelstatistik, um Gemeinsamkeiten und

¹⁶ Vor kurzem änderte die BIZ die Darstellung der konsolidierten Statistik dahingehend, dass dem Länderrisiko mehr Gewicht gegeben und die Vergleichbarkeit der statistischen Angaben für die verschiedenen nationalen Bankensysteme verbessert wurde. Während der Schwerpunkt zuvor auf den internationalen Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken lag, werden in den Tabellen der konsolidierten Statistik jetzt die Auslandsforderungen insgesamt betont.

Unterschiede der US-Dollar-, Euro-, Yen- und Pfund-Sterling-Märkte aufzuzeigen. Kambhu et al. (1996) werten die im 3-Jahres-Abstand stattfindende Erhebung aus, um die Rolle der Derivatmärkte bei der Übertragung von Risiken und dem Handel damit zu analysieren. Die verschiedenen statistischen Reihen, die von der BIZ publiziert werden, sind mehr oder weniger vergleichbar, wenn die verschiedenen Erhebungsmethoden berücksichtigt werden. Dennoch können spezifische Merkmale der einzelnen Märkte einen direkten Vergleich erschweren. Beispielsweise führt an den Derivatbörsen die Glattstellung einer Position zu einem Rückgang des Nominalbestands, da die Kontrakte über einen zentralen Kontrahenten ausgeglichen werden. Dagegen werden Positionen am ausserbörslichen Markt in der Regel durch Schreiben eines neuen Kontrakts glattgestellt, sodass sich der Nominalbestand erhöht.

Informationen über die Konstellation der Marktteilnehmer und Strategien an den Märkten können den BIZ-Statistiken ebenfalls entnommen werden. Die Bedeutung von Banken im Vergleich zu Nichtbanken sowohl als Kreditnehmer als auch als Kreditgeber an den internationalen Märkten kann aus den BIZ-Statistiken zum Bankgeschäft und zu den Wertpapiermärkten abgeleitet werden. Die Statistiken zu den Devisenmärkten und zu ausserbörslichen Derivaten lassen sich nach Händlern, sonstigen Finanzinstituten und Nichtfinanzkunden aufschlüsseln. Wenn die Daten mit Informationen aus anderen Quellen kombiniert werden, können die Akteure, die hinter einem Wandel im Geschäft stehen, vielleicht noch genauer bestimmt werden. Zum Beispiel zeigt Dixon (2001), wie u.a. mit Hilfe der BIZ-Statistik zum Bankgeschäft die Kreditvergabe über Offshore-Finanzplätze, einschliesslich die Kreditaufnahme durch Hedge-Fonds, beobachtet werden kann. McCauley und von Kleist (1998) benutzen die standortbezogene Bankenstatistik, um die Bedeutung von Geschäftsstrategien mit Zinsdifferenzen zu beurteilen.

... der Konstellation
der Marktteil-
nehmer ...

Die ausserbilanziellen Geschäfte von Marktteilnehmern können ebenfalls mit Hilfe der BIZ-Statistik zum Derivatgeschäft überwacht werden. Die Statistik über börsengehandelte Derivate, die auf kommerziellen Daten beruht, und die halbjährliche Statistik zu den ausserbörslichen Derivaten, deren Daten den Erhebungen von Zentralbanken entnommen werden, messen den Nominalwert der Basiskontrakte. Verschiedene Aufgliederungen sind verfügbar, u.a. nach Instrument, Risikokategorie, Währung oder eine Kombination von Typ, Risiko und Währung. Der Marktwert und das Kreditrisiko, d.h. der Marktwert nach Berücksichtigung von rechtlich durchsetzbaren bilateralen Netting-Vereinbarungen, können der Statistik zu den ausserbörslichen Derivaten ebenfalls entnommen werden. Die Daten zum Kreditrisiko enthalten keine Kassapositionen – die das mit Derivatpositionen eingegangene Risiko ausgleichen könnten – und überzeichnen so eventuell das tatsächliche Risiko der Teilnehmer.

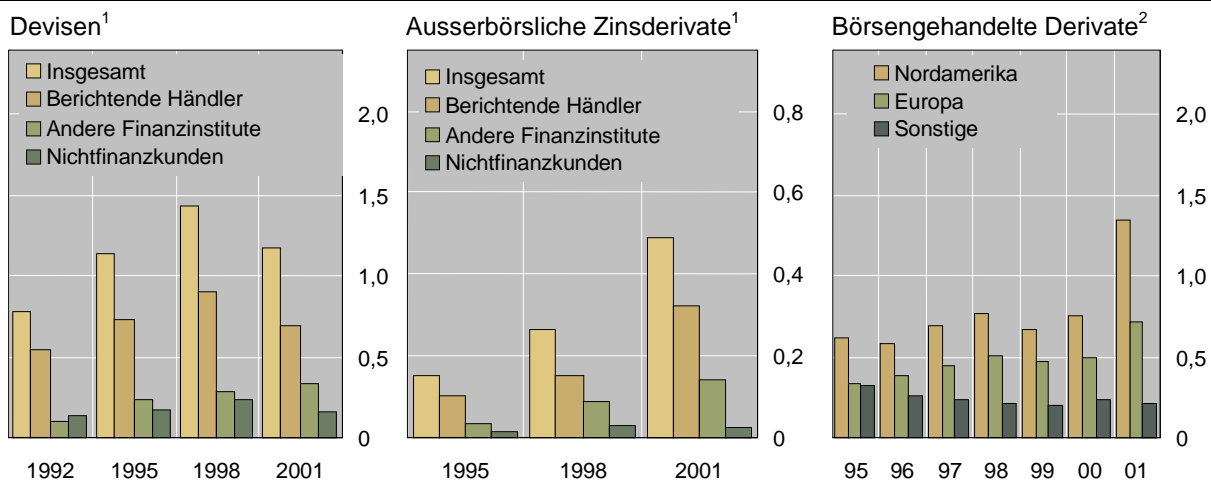
... ausserbilan-
zieller Geschäfte ...

Eine weitere Anwendungsmöglichkeit der BIZ-Statistiken ist die Messung von Veränderungen der Marktliquidität. Der Umsatz an den Derivatbörsen kann der entsprechenden Statistik entnommen werden, der Umsatz in ausser-

... oder der
Liquidität

Umsatz an den Devisen- und Derivatmärkten

Tagesdurchschnitte; Bio. US-Dollar



¹ Bereinigt um Doppelzählungen In- und Ausland; Tagesdurchschnitte im April. ² Tagesdurchschnitt für das ganze Jahr.

Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; BIZ.

Grafik 4

börslichen Derivaten und an den Devisenmärkten der 3-Jahres-Erhebung. Grafik 4 zeigt den Umsatz an den verschiedenen Märkten und zwischen verschiedenen Kontrahenten. Der Umsatz ist nur ein Aspekt der Liquidität und kann überdies bisweilen ein irreführender Indikator sein, da er auch durch die Volatilität beeinflusst wird (CGFS 1999). Der Handel sollte daher zusammen mit anderen Messgrößen der Marktliquidität betrachtet werden. Galati (2001) kommt zu dem Schluss, dass der Umsatz an den Devisenmärkten 2001 zwar zurückging, dass aber nicht klar ist, ob auch die Liquidität abnahm.

Zukünftige Verbesserungen der BIZ-Statistiken

Die BIZ-Statistiken haben sich entsprechend den sich verändernden grundsätzlichen Anliegen von Währungs- und Finanzbehörden und dem Strukturwandel an den Bankkredit- und Finanzmärkten weiterentwickelt. Die erste statistische Reihe – die standortbezogene Statistik zum Bankgeschäft – konzentrierte sich auf die Währungsstabilität, aber der Schwerpunkt der späteren Reihen verlagerte sich allmählich zur Finanzstabilität. Die Statistiken werden laufend verbessert, um Finanzinnovationen zu berücksichtigen. Von 2005 an soll eine konsolidierte Statistik zum Bankgeschäft auf der Basis des letzten Risikoträgers („ultimate risk“) mit einer detaillierten Aufgliederung nach Sektor sowie unter Einschluss von ausserbilanziellen Positionen veröffentlicht werden; sie wird ein besseres Mass der von den internationalen Banken eingegangenen Länderrisiken liefern. Ferner wird an der Erweiterung des Länder- und Instrument-Erfassungsbereichs der Datenbanken über inländische und internationale Schuldtitel gearbeitet.

Obwohl die Statistiken ursprünglich für einen ganz bestimmten Zweck erstellt wurden, besteht dennoch ein breites Spektrum von Anwendungen. Darunter fallen die Erweiterung der Geldmengen- und Kreditaggregate, die Überwachung der Auslandsverschuldung, die Analyse des Länderrisikos der Banken sowie das Aufzeigen eines Wandels in der Finanzintermediation. Mit dem Wandel an den Märkten ändern sich auch die Anwendungen der Statistiken. Es ist jedoch nicht machbar und vielleicht auch nicht wünschenswert, den Veränderungen an den Märkten und bei den Anwendungsmöglichkeiten Rechnung zu tragen, indem Erstellung und Verbreitung der Statistiken ständig weiter verfeinert werden. Die Kosten solcher Verfeinerungen für die Institute, die zu den Statistiken beitragen, wären zu hoch und könnten von der Teilnahme abschrecken. Sofern man ihre Grenzen im Auge behält, sind die derzeit verfügbaren bzw. geplanten Statistiken ausreichend flexibel, um Aufschluss über viele Aspekte der Bankkredit- und Finanzmärkte zu geben.

Mit dem Wandel an den Märkten ändern sich die Anwendungen der Statistiken

Bibliografie

Alworth, Julian S. und Svein Andresen (1992): „The determinants of cross-border non-bank deposits and the competitiveness of financial market centres“, *Money Affairs*, Vol. 5, Nr. 2, Juli, S. 105–33.

Bach, Christopher L. (2001): „US international transactions, revised estimates for 1989–2000“, *Survey of Current Business*, US Department of Commerce, Juli, S. 30–6.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2000): *Guide to the international banking statistics*, Basel, Juli.

——— (2002a): „Guide to the BIS international financial statistics“, *BIS Papers*, Basel, erscheint demnächst.

——— (2002b): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*, Basel, erscheint demnächst.

BIZ, Commonwealth-Sekretariat, Eurostat, IWF, OECD, Sekretariat des Pariser Clubs, UNCTAD und Weltbank (2001): *External debt statistics: guide for compilers and users*, IWF, November.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS, 1999): *Market liquidity: research findings and selected policy implications*, Basel, Mai.

——— (2000): *Report of the working group on the BIS international banking statistics*, Basel, September.

Dixon, Liz (2001): „Financial flows via offshore financial centres as part of the international financial system“, *Financial Stability Review*, Bank of England, Juni, S. 105–16.

Forum für Finanzstabilität (2000): *Report of the working group on capital flows*, Basel, April.

Galati, Gabriele (2001): „Warum der Umsatzrückgang an den weltweiten Devisenmärkten? Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2001“, *BIZ-Quartalsbericht: Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte*, Dezember, S. 44–53.

Hawkins, John und Marc Klau (2000): „Measuring potential vulnerabilities in emerging market economies“, *BIS Working Papers*, Nr. 91, Basel, Oktober.

International Monetary Fund, Working party on the measurement of international capital flows (1992): *Report on the measurement of international capital flows*, IMF.

Kambhu, John, Frank Keane und Catherine Benadon (1996): „Price risk intermediation in the over-the-counter derivatives markets: interpretation of a global survey“, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, April.

Mayer, Helmut (1979): „Credit and liquidity creation in the international banking sector“, *BIS Economic Papers*, Nr. 1, Basel, November.

McCauley, Robert N. und Rama Seth (1992): „Foreign bank credit to US corporations: the implications of offshore loans“, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Vol. 17, Frühjahr, S. 52–65.

McCauley, Robert N. und Karsten von Kleist (1998): „Geschäftsstrategien mit Zinsdifferenzen“, *BIZ-Quartalsbericht: Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte*, Februar, S. 25/26.

Monticelli, Carlo (1993): „All the money in Europe? An investigation of the economic properties of EC-wide extended monetary aggregates“, *BIS Working Papers*, Nr. 19, Basel, Oktober.

Ruud, Judith S. (2002): „US banks' exposure to losses in foreign countries“, US Congressional Budget Office paper, erscheint demnächst.

Study group on fixed income markets (2001): „The changing shape of fixed income markets“, *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, Nr. 5, Basel, Oktober, S. 1-43.

Strukturelle und regulatorische Entwicklungen

Initiativen und Berichte zu Finanzinstituten

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS)

Im Oktober veröffentlichte der BCBS Richtlinien für Banken und Bankenaufsichtsinstanzen über die Sorgfaltspflicht bei der Feststellung der Kundenidentität.¹ Der BCBS vermerkte, dass Aufsichtsinstanzen in aller Welt immer mehr erkennen, wie wichtig es ist, dafür zu sorgen, dass die Banken über angemessene Kontrollen und Verfahren für die Identifizierung der Kunden verfügen. Dies ist nicht nur notwendig, um die gesetzlichen Vorschriften im Kampf gegen die Geldwäsche einzuhalten, sondern auch aus einer erweiterten Vorsorgeperspektive heraus. Bei mangelnder Sorgfalt können Banken operationellen, Rechts-, Reputations- und Konzentrationsrisiken ausgesetzt sein, die erhebliche Kosten zur Folge haben können. Der Bericht empfiehlt den Banken, in zentralen Bereichen wie Annahme von Kunden, Identifikation von Kunden und Überwachung von risikoreichen Konten Grundsätze und Verfahren zu entwickeln, um sich vor diesen Risiken zu schützen.

BCBS gibt Richtlinien zur Sorgfaltspflicht bei der Feststellung der Kundenidentität heraus ...

Ebenfalls im Oktober veröffentlichte der BCBS ein Arbeitspapier,² in dem eine besondere Behandlung von „Spezialkrediten“³ nach dem auf internen Ratings basierenden Ansatz („IRB-Ansatz“) vorgeschlagen wurde. Eine grundlegende Annahme des vorgeschlagenen IRB-Ansatzes für Unternehmenskredite ist, dass die Rückzahlungsfähigkeit des Kredits primär auf den laufenden Geschäften des Unternehmens und weniger auf den Zahlungsströmen eines spezifischen Projektes oder einer Immobilie basiert. In diesem Zusammenhang dienen als Sicherheit verpfändete Vermögenswerte als

... und veröffentlicht Arbeitspapier über die Behandlung von Spezialkrediten

¹ S. *Sorgfaltspflicht der Banken bei der Feststellung der Kundenidentität*, BCBS, Basel, Oktober 2001. Englische Fassung auf der BIZ-Website verfügbar (www.bis.org). Eine frühere Fassung des Berichts wurde im Januar 2001 zur Konsultation herausgegeben, und zahlreiche Kommentare flossen in die endgültige Fassung ein.

² S. *Working paper on the internal ratings-based approach to specialised lending exposures*, BCBS, Basel, Oktober 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website (www.bis.org).

³ Im Konsultationspapier vom Januar 2001 als „Projektfinanzierungen“ bezeichnet.

Risikominderung und als sekundäre Rückzahlungsmöglichkeit. Nach dieser Definition umfasst die Kategorie „Unternehmenskredite“ keine Kredite, deren Rückzahlung in erster Linie von den Zahlungsströmen des Vermögenswerts und weniger von der Bonität des Kreditnehmers abhängt. Die Banken haben darauf hingewiesen, dass historische Daten über die Wertentwicklung von Spezialkrediten nur spärlich vorhanden sind. Viele Banken haben daher Schwierigkeiten, plausible und verlässliche Schätzungen der wichtigsten Risikofaktoren, einschliesslich der Ausfallwahrscheinlichkeit, zu formulieren. Infolgedessen gibt es keine brancheneinheitliche Praxis für eine strenge und risikogerechte Schätzung des ökonomischen Kapitals, das für Spezialkredite benötigt wird. Der für Spezialkredite vorgeschlagene IRB-Ansatz ergänzt daher die Basisversion und die fortgeschrittene Version des IRB-Ansatzes mit einer einfacheren Methode, die auf aufsichtlichen Schätzungen der Ausfallwahrscheinlichkeit sowie Ausfallquote und Risikoengagement zum Zeitpunkt des Ausfalls beruht.

BCBS gibt Arbeitspapier über die Behandlung von Verbriefungen heraus ...

Als letztes veröffentlichte der BCBS im Oktober noch ein Arbeitspapier über zwei Vorschläge, die ursprünglich im Konsultationspapier vom Januar 2001 skizziert worden waren.⁴ Der erste Vorschlag betrifft eine Behandlung von Verbriefungen nach dem IRB-Ansatz, beim zweiten geht es um einen allgemeinen Ansatz gegenüber synthetischen Verbriefungen. Ziel des BCBS ist es, eine umfassende, risikogerechte Regelung für die Verbriefung zu entwickeln, die den Banken einen Anreiz gibt, vom Standardansatz zum IRB-Ansatz zu wechseln. Mit diesem Papier soll das weitere Gespräch mit dem Bankgewerbe über die Entwicklung einer Mindestkapitalanforderung für Verbriefungen gefördert werden.

... veröffentlicht Ergebnisse einer Studie über Auswirkungen der Neuen Eigenkapitalvereinbarung ...

Im November veröffentlichte der BCBS die Ergebnisse einer Studie über die quantitativen Auswirkungen (Quantitative Impact Study; QIS2), in die eine Reihe von Banken aus den G10- und anderen Ländern einbezogen worden waren.⁵ Das Ziel der im April 2001 begonnenen Studie war, die Daten zu sammeln, die dem BCBS eine Beurteilung der Auswirkungen der im Januar 2001 vorgeschlagenen neuen Eigenkapitalregelung ermöglichen würden. Die Ergebnisse von QIS2 und die Rückmeldungen der Banken veranlassten den BCBS, mehrere Änderungen der vorgeschlagenen Eigenkapitalregelung in Betracht zu ziehen. Mit Hilfe dieser Änderungen soll der Ausschuss sein Ziel besser erreichen, ein im Durchschnitt ausgewogenes Verhältnis zwischen den derzeitigen Eigenkapitalanforderungen und dem revidierten Standardansatz zu erhalten und einen kleinen Anreiz hinsichtlich der gesamten erforderlichen Eigenkapitalbasis nach dem IRB-Basisansatz zu schaffen. Bevor der BCBS jedoch eine endgültige Entscheidung über die Änderungen trifft, benötigt er statis-

⁴ S. *Working paper on the treatment of asset securitisations*, BCBS, Basel, Oktober 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website (www.bis.org).

⁵ S. *Results of the second quantitative impact study*, BCBS, Basel, November 2001 und *Potential modifications to the Committee's proposals*, BCBS, Basel, November 2001. Beide Dokumente sind auf der BIZ-Website (www.bis.org) verfügbar.

tische Angaben zu den Auswirkungen dieser Änderungen auf verschiedene Banken. Um diese Angaben zu erhalten, hat der Ausschuss eine Reihe von Banken gebeten, an einem Nachtrag zu QIS2 (QIS2.5) mitzuwirken, bei dem die Eigenkapitalanforderungen im Rahmen des IRB-Basisansatzes unter Berücksichtigung der verschiedenen Änderungen neu berechnet werden.

Im Dezember gab der BCBS bekannt, er werde eine zusätzliche Untersuchung in Angriff nehmen, mit der die Gesamtfolgen einer neuen Eigenkapitalregelung für das Bankgewerbe abgeschätzt werden sollten, bevor das nächste Konsultationspapier veröffentlicht wird. Während dieser „Qualitätssicherungsphase“ wird sich der Ausschuss vor allem mit drei Problemen befassen: Abwägung der Notwendigkeit einer risikogerechten Regelung, die ausreichend klar und flexibel ist, damit die Banken sie effizient anwenden können; Sicherstellung einer angemessenen Behandlung von Krediten für kleine und mittlere Unternehmen; Festlegung der endgültigen Mindestkapitalanforderungen, sodass sich ein Eigenkapitalniveau ergibt, das im Durchschnitt etwa den Anforderungen der jetzigen Eigenkapitalvereinbarung entspricht, aber gleichzeitig den Banken einen gewissen Anreiz gibt, die risikogerechtere, auf internen Ratings beruhende Methode anzuwenden. Der BCBS hatte zuvor beabsichtigt, eine umfassende Untersuchung der Folgen gleichzeitig mit der nächsten Konsultation durchzuführen; jetzt ist er jedoch der Ansicht, dass das Konsultationsverfahren konstruktiver sein wird, wenn zuerst die Folgenabschätzung durchgeführt wird. Das nächste Konsultationspapier des Ausschusses wird daher nicht, wie ursprünglich angegeben, im Frühjahr 2002 erscheinen. Stattdessen will der BCBS nun zunächst eine vollständige Fassung seiner Vorschläge in Entwurfform erstellen. Als nächstes wird er dann eine umfassende Folgeneinschätzung dieses Vorschlagentwurfs vornehmen. Darauf wird er diese Vorschläge für eine weitere formelle Konsultation herausgeben, mit dem Ziel, die Eigenkapitalvereinbarung in eine endgültige Form zu bringen. Nach Ansicht des Ausschusses dürfte dieses zusätzliche Überprüfungsverfahren nicht sehr lange dauern, und er hat daher seinen Zeitplan für die Fertigstellung der Eigenkapitalvereinbarung nicht revidiert. Wenn nötig wird er dies jedoch noch tun.

Ebenfalls im Dezember veröffentlichte der BCBS ein Papier über die Entwicklung sachgerechter Methoden für die Handhabung und Überwachung des operationellen Risikos.⁶ Darin werden eine Reihe von Grundsätzen vorgelegt, die einen Rahmen für die wirksame Handhabung und Überwachung des operationellen Risikos bilden. Das Papier richtet sich an international tätige Banken sowie an Aufsichtsbehörden für die Beurteilung der Risikomanagement-Grundsätze, -Methoden und -Verfahren. Die Risikomanagement-Methoden für das operationelle Risiko entwickeln sich zwar rasch weiter, aber nach Ansicht des Ausschusses bleibt immer noch viel zu tun. Beispielsweise stehen Fortschritten in Richtung einer Standarddefinition unterschiedliche

... und gibt nochmalige Prüfung der Folgen der neuen Eigenkapitalvereinbarung bekannt

BCBS veröffentlicht Papier über sachgerechte Methoden für Handhabung und Überwachung des operationellen Risikos

⁶ S. *Sound practices for the management and supervision of operational risk*, BCBS, Basel, Dezember 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website (www.bis.org).

Interpretationen unter den Banken im Wege. Nach Meinung des BCBS ist ein aktiver Gedankenaustausch zwischen Aufsichtsbehörden und dem Bankgewerbe daher ein wesentliches Element für die Erarbeitung von Richtlinien für die Behandlung operationeller Risiken.

BCBS/IOSCO/IAIS

Gemeinsames Forum veröffentlicht Berichte über Vorschriften und Praktiken im Finanzgewerbe

Im November veröffentlichten der BCBS, das Technical Committee der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) und die International Association of Insurance Supervisors (IAIS) zwei Berichte des Gemeinsamen Forums für Finanzkonglomerate. Der erste Bericht enthält Vergleiche der Risikomanagement-Praktiken und Eigenkapitalvorschriften in den verschiedenen Branchen des Finanzsektors, der zweite legt zentrale Grundsätze vor, die von den drei Gremien für ihren jeweiligen Sektor erarbeitet wurden.⁷ Der erste Bericht entspricht dem Wunsch der drei Trägerratschüsse, diese Ansätze zu vergleichen, um ein besseres Verständnis der derzeitigen branchenüblichen Praktiken in allen drei Sektoren zu ermöglichen. Der zweite Bericht vergleicht die von den drei Gremien herausgegebenen Grundsätze und stellt Gemeinsamkeiten und Unterschiede heraus.

G-20-Gruppe

G-20 verabschiedet Aktionsplan gegen Terrorismusfinanzierung

Im November, anlässlich eines Treffens in Ottawa, verabschiedeten die Finanzminister und Notenbankpräsidenten der G-20-Länder einen umfassenden Aktionsplan für eine multilaterale Zusammenarbeit beim Kampf gegen die Terrorismusfinanzierung, mit u.a. folgenden Schritten: rasche Ratifizierung und Umsetzung der Übereinkommen und Beschlüsse der Vereinten Nationen über die Austrocknung der Geldquellen des Terrorismus, Zusammenarbeit mit einschlägigen internationalen Gremien bei der Förderung von Standards zur Verhinderung des Missbrauchs des Finanzsystems, verstärkter Informationsaustausch unter den G-20-Ländern, Bereitstellung technischer Unterstützung für Länder, die Hilfe bei der Einführung von Gesetzen und Regelungen zur Bekämpfung der Terrorismusfinanzierung benötigen, Unterstützung des „Counter-Terrorism Committee“ der Vereinten Nationen sowie Überwachung durch die Financial Action Task Force (FATF) und andere internationale Gremien.

⁷ S. *Risk management practices and regulatory capital*, BCBS, IOSCO und IAIS, Basel, November 2001 und *The Joint Forum Core Principles – cross-sectoral comparison*, BCBS, IOSCO und IAIS, Basel, November 2001.

Initiativen und Berichte zu den Finanzmärkten und ihrer Infrastruktur

FATF

Auf einer ausserordentlichen Plenarsitzung über die Finanzierung des Terrorismus, die am 29. und 30. Oktober 2001 in Washington abgehalten wurde, hat die FATF ihre Tätigkeit über die Bekämpfung der Geldwäsche hinaus ausgeweitet.⁸ Sie wird nun ihre Energie und ihr Fachwissen auch auf die weltweiten Bemühungen zur Unterbindung der Terrorismusfinanzierung konzentrieren. Die FATF verabschiedete eine Reihe von Empfehlungen zur Bekämpfung von Terroristen, die ihre Mitglieder zu Folgendem verpflichten: Ergreifen sofortiger Massnahmen zur Kriminalisierung der Finanzierung des Terrorismus, Einfrieren und Beschlagnahme terroristischer Vermögen, Meldung verdächtiger Transaktionen, Unterstützung der Strafverfolgungsorgane anderer Länder, Unterstellung alternativer Zahlungssysteme unter die Geldwäscherregelungen, Verstärkung der Massnahmen zur Kundenidentifikation sowie Sicherstellen, dass Rechtssubjekte, insbesondere nicht gewinnstrebige Organisationen, nicht zur Finanzierung des Terrorismus missbraucht werden können. Um eine schnelle und effektive Umsetzung dieser neuen Standards sicherzustellen, stimmte die FATF einem umfassenden Aktionsplan zu.

Neuer Schwerpunkt
Kampf gegen
Terrorismus-
finanzierung bei der
FATF

International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

Im Oktober bekräftigte die ISDA ihren Standpunkt, den sie im letzten Entwurf des Benutzerhandbuchs für ihre „Credit Derivatives Definitions“ dargelegt hatte, dass nämlich Wandelanleihen, bei denen der Inhaber das Wandelrecht nach Belieben ausüben kann, der „not-contingent“-Klausel über die lieferbaren Titel genügen und daher im Rahmen von Credit-Default-Swaps lieferbar sein sollten.⁹ Die Frage der Lieferbarkeit hatte sich gestellt, als sich einige Verkäufer von Absicherung gegenüber Railtrack PLC weigerten, die Lieferung von Wandelanleihen des Unternehmens zu akzeptieren, nachdem die britische Regierung beschlossen hatte, das Unternehmen unter Zwangsverwaltung zu stellen. Kern des Problems war eine Standardklausel von europäischen Wandelanleiheemissionen, gemäss welcher Treuhänder dafür verantwortlich sind, die Wandelrechte auszuüben, wenn der umgerechnete Aktienwert der Anleihe ihren Nominalwert bei Fälligkeit übersteigt. Marktteilnehmer zeigten sich besorgt, eine solche Klausel könnte bedeuten, dass die Inhaber der Anleihen keine uneingeschränkten Verfügungsrechte darüber haben (da die Anleihen dadurch „Eventualcharakter“ erhielten) und dass die Wertpapiere daher im Rahmen von Standard-Default-Swaps nicht lieferbar wären.

ISDA gibt
Stellungnahme zur
Lieferbarkeit von
Wandelanleihen im
Rahmen von Credit-
Default-Swaps ab

Im November gab die ISDA bekannt, dass sie den Anhang über Rechtsnachfolger und kritische Kreditereignisse zu ihren Kreditderivatdefinitionen von

ISDA definiert
Rechtsnachfolger
bei Kreditderivaten

⁸ Massnahmen, welche die US-Regierung im Oktober 2001 ergriff, wurden im *BIZ-Quartalsbericht* vom Dezember 2001 erörtert (S. 83).

⁹ S. www.isda.org.

1999 abgeschlossen und veröffentlicht hat.¹⁰ Der Anhang revidiert die Definition des Rechtsnachfolgers im Falle einer Fusion, einer Konsolidierung oder eines Transfers und ersetzt die Worte „all or substantially all“ (alle oder nahezu alle) in den Definitionen mit einer zahlenmässigen Schwelle, sodass nun, wenn ein Referenzunternehmen zu 75% oder mehr in die Anleihen und Kredite des ursprünglichen Schuldners eintritt, dieses Unternehmen als einziger Rechtsnachfolger gilt. Für den Fall, dass das 75%-Kriterium nicht erfüllt wird, enthält der Anhang Alternativen. Ferner wurden die Definitionen hinsichtlich bestimmter kreditrelevanter Ereignisse geändert, d.h. neu gilt als ein solches Ereignis nur noch die Eröffnung eines gerichtlichen, aufsichtlichen oder verwaltungsrechtlichen Verfahrens, eine beschleunigte Tilgung hingegen nicht mehr. Diese Änderung wurde als nötig empfunden, um die Möglichkeit des „Moral Hazard“ zu verringern.¹¹

virt-x

virt-x gibt Gründung eines gesamt-europäischen zentralen Kontrahenten bekannt

Im Oktober gab virt-x, die elektronische Börse, die aus der Fusion von Tradepoint PLC und Schweizer Börse entstanden ist, Pläne für die Gründung eines gesamteuropäischen zentralen Kontrahenten für den Aktienhandel bekannt. Die neue Stelle wird in Zusammenarbeit mit dem London Clearing House (LCH) und x-clear, einer Tochter der Swiss Financial Services Group geschaffen. x-clear wird Transaktionen mit Schweizer Kontrahenten verarbeiten, LCH sonstige europäische Transaktionen.

Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) / Technical Committee IOSCO

Ausschüsse geben Empfehlungen für Wertpapier-abwicklungssysteme ab

Im November veröffentlichten der CPSS und das Technical Committee der IOSCO einen Bericht mit 19 Empfehlungen, mit denen Mindeststandards für Systeme zur Abwicklung von Wertpapiergeschäften definiert werden.¹² Die Empfehlungen sollen für Systeme für alle Arten von Wertpapieren sowie für inländische und internationale Geschäfte gelten. Sie behandeln die Ausgestaltung, den Betrieb und die Überwachung solcher Systeme mit dem Ziel, die weltweite Umsetzung von Massnahmen zur Verminderung von Risiken, Erhöhung der Effizienz und Gewährleistung angemessener Sicherheit für die Anleger zu fördern.

¹⁰ S. www.isda.org.

¹¹ Banken, die für einige gewährte Kredite Absicherung erwerben, konnten die Beschleunigungsklausel benutzen, um Zahlungen im Rahmen von Kreditderivaten auszulösen.

¹² S. *Recommendations for securities settlement systems*, CPSS und IOSCO, Basel und Madrid, November 2001. Dieses Dokument ist auf der BIZ-Website (www.bis.org) und der IOSCO-Website (www.iosco.org) verfügbar.

Europäische Union

Im November nahm der Ministerrat einen Vorschlag an, die EU-Geldwäscherichtlinie zu ergänzen, das letzte Stadium im EU-Rechtssetzungsverfahren.¹³ Die neue Richtlinie weitet den Geltungsbereich der derzeitigen Richtlinie über die Geldwäsche aus und verpflichtet die EU-Mitgliedstaaten, die Wäsche des Erlöses aus allen schweren Verbrechen zu bekämpfen. Die derzeit geltende Richtlinie gilt nur für Erlöse aus dem Drogenhandel. Die Ergänzung dehnt ferner den Anwendungsbereich der Richtlinie auf eine Reihe von Tätigkeiten und Berufen ausserhalb des Finanzsektors aus, die dem Risiko ausgesetzt sind, von Geldwäschern missbraucht zu werden.

Europäische Union ergänzt Geldwäscherichtlinie

Ebenfalls im November veröffentlichte die Europäische Kommission den ersten von zwei Berichten über grenzübergreifende Clearing- und Settlement-Systeme in der Europäischen Union.¹⁴ Ziel des Berichts war, die bestehenden grenzübergreifenden Systeme zu beurteilen und die wichtigsten Ursachen mangelnder Effizienz zu ermitteln. Der Bericht kommt zu dem Schluss, dass die Fragmentierung von Clearing und Abwicklung grenzüberschreitende Transaktionen erschwert. Es kommt zu Komplikationen, weil auf mehrere nationale Systeme zugegriffen werden muss, wobei unterschiedliche technische Anforderungen/Marktusancen, Steuerregelungen und Rechtsvorschriften Hindernisse darstellen. Die Effizienz könnte erheblich verbessert werden, wenn der Markt selbst auf die Harmonisierung bestimmter technischer Anforderungen und Marktusancen unter den nationalen Systemen hinarbeiten würde. Hingegen sei für die Beseitigung von Hindernissen im Zusammenhang mit Steuern und Rechtssicherheit der öffentliche Sektor zuständig. Ein zweiter Bericht, dessen Herausgabe auf Mitte 2002 vorgesehen ist, wird sich vor allem mit Grundsatzaspekten befassen und mögliche Modelle für effizienteres Clearing und Settlement prüfen.

Europäische Kommission gibt Bericht über grenzübergreifendes Clearing und Settlement heraus

Im Dezember nahm der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der Europäischen Union (ECOFIN) zwei Richtlinien über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) an. Die erste Richtlinie beseitigt die Schranken für die grenzübergreifende Vermarktung von OGAW, indem das Spektrum der Vermögenswerte, in die sie investieren dürfen, ausgeweitet wird. Mit der zweiten Richtlinie wird den Verwaltungsgesellschaften der „europäische Pass“ verliehen, aufgrund dessen sie EU-weit tätig sein können; ausserdem werden die Tätigkeiten ausgedehnt, die sie ausüben dürfen. Es wird auch das Konzept eines vereinfachten Prospekts eingeführt, der den Anlegern leichter zugängliche Informationen vermittelt.

ECOFIN verabschiedet zwei Richtlinien über Auslandsanlagen

¹³ S. die entsprechende Website (www.europa.eu.int).

¹⁴ S. *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union* („Giovannini-Report“), Europäische Kommission, Brüssel, November 2001. Verfügbar auf der Website www.europa.eu.int.

Parlament Italiens

Parlament Italiens vereinfacht Rück-erstattung der Quellensteuer auf Staatsanleihen an ausländische Anleger

Das italienische Parlament änderte im November eine Verordnung, mit der Anlegern im Ausland die Quellensteuer auf italienischen Staatsanleihen erlassen wird. Die Beseitigung bürokratischer Hürden bei der Rückforderung der Quellensteuer, mit Wirkung vom 1. Januar 2002, könnte Anlagen in italienischen Staatsanleihen begünstigen. Ausländische Anleger in Steueroasen müssen die Quellensteuer allerdings weiterhin zahlen.

Securities and Exchange Commission (SEC) und Commodity Futures Trading Commission (CFTC) der USA

Aufsichtsbehörden versprechen Regelung für US-Wertpapier-futures

Im Dezember versprachen SEC und CFTC die rasche Verabschiedung einer endgültigen Regelung der Einschusszahlungen für Wertpapierfutures und des Schutzes von Kundemitteln, nachdem diese Instrumente im Jahr 2000 durch den Commodity Futures Modernization Act (CFMA) zugelassen worden waren. Die Verabschiedung einer endgültigen Regelung würde den öffentlichen Handel mit Wertpapierfutures spätestens im zweiten Quartal 2002 ermöglichen. Die beiden Behörden einigten sich auch auf ein rasches Vorgehen in bezug auf Indexprodukte für ausländische Wertpapiere.

SEC gibt Ratschläge zu Pro-forma-Finanz-ausweisen heraus

Unabhängig davon gab die SEC im Dezember Ratschläge heraus, die von den Unternehmen bei der Veröffentlichung von Pro-forma-Finanzinformationen beachtet werden sollten. Pro-forma-Ausweise entsprechen insofern nicht den allgemein anerkannten Buchführungsgrundsätzen, als sie den Unternehmen gestatten, bestimmte Aufwendungen und Einnahmen unter gewissen Annahmen oder aufgrund noch nicht erfüllter vertraglicher Verpflichtungen aus der Gewinn- und Verlustrechnung herauszunehmen. Da die Finanzinformationen eines Emittenten aufgrund von Pro-forma-Ausweisen möglicherweise nur schwer mit anderen Berichtszeiträumen oder mit anderen Unternehmen zu vergleichen sind, erinnerte die SEC die Anleger daran, sie mit angemessener Skepsis zu betrachten.

Europäische Clearing-Häuser und Börsen

EuroCCP bietet sich als Clearing-Stelle für Nasdaq Europe an

Im Dezember erklärte European Central Counterparty Limited (EuroCCP), eine hundertprozentige Tochtergesellschaft von The Depository Trust & Clearing Corporation, sie sei bereit, Clearing, Abwicklung und Risikomanagement für Nasdaq Europe zu übernehmen. EuroCCP ist die erste zentrale Gegenpartei, die grenzübergreifende Dienstleistungen für ganz Europa anbietet, einschliesslich Dienstleistungen für in Europa gehandelte US-Wertpapiere.¹⁵ Nach Angaben der Promotoren wird das Netting von Transaktionen über EuroCCP die Clearing- und Abwicklungskosten senken und dazu führen, dass die Mitglieder von Nasdaq Europe ihre Eigenkapitalunterlegung reduzieren können. Falls EuroCCP den geplanten Eröffnungstermin einhält, wird es den Betrieb vor dem

¹⁵ Eine zentrale Gegenpartei trägt als Bindeglied zwischen Käufern und Verkäufern zum Kosten- und Risikomanagement beim Handel bei, indem sie sicherstellt, dass der Besitzerwechsel bei Geld und Wertpapieren reibungslos und effizient erfolgt.

Konkurrenzsysteem aufnehmen, das gemeinsam von virt-x und europäischen Clearing-Stellen entwickelt wird.

Ebenfalls im Dezember vereinbarten die London Stock Exchange (LSE) und das London Clearing House (LCH) die Entwicklung der durchgängig automatisierten Abwicklung mit Euroclear, und zwar für die LSE-Transaktionen mit Clearing via LCH. Die Vereinbarung umfasst Handel, Clearing und Abwicklung sowohl für britische als auch nicht britische Wertpapiere, die an der LSE notiert sind. Diese neue Dienstleistung, die im zweiten Halbjahr 2002 zur Verfügung stehen sollte, wird die Auswahl und den Wettbewerb unter den Abwicklungsdienstleistern vergrößern, aber gleichzeitig zur Kostenreduktion bei grenzüberschreitenden Transaktionen beitragen. Ausserdem ergänzt sie die bereits von CRESTCo für LSE-Mitglieder angebotenen Dienstleistungen. Wertpapierübertragungen mit CRESTCo werden nahtlos erfolgen, da zwischen Euroclear und CRESTCo bereits eine Verbindung besteht. Die Vereinbarung zwischen LSE und LCH folgt auf den kürzlichen Entscheid des Konkurrenten Clearstream, ein Übernahmeangebot von Euroclear zugunsten von Exklusivverhandlungen mit der Deutschen Börse (DB) auszuschlagen, die auch die 50% von Clearstream, die ihr noch nicht gehören, übernehmen möchte. Eine mögliche Einigung zwischen Clearstream und der DB würde zu einer „vertikal integrierten“ Gesellschaft („Silo“ in der Marktsprache) führen, die Handel, Clearing und Abwicklung vereint. Dagegen stellt der von Euroclear bevorzugte Ansatz eine „horizontale Integration“ dar, indem eine Partnerschaft mit anderen Clearing-Stellen eingegangen würde. Euroclear hat bereits mit Euronext, virt-x und Nasdaq Europe Verbindungen hergestellt.

LSE und LCH
planen durchgängig
automatisierte
Abwicklung

Chronologie der wichtigsten strukturellen und regulatorischen Entwicklungen		
Monat	Gremium	Initiative
Okt. 2001	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Herausgabe von Richtlinien zur Sorgfaltspflicht bei der Feststellung der Kundenidentität
	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Veröffentlichung eines Arbeitspapiers über die Behandlung von Spezialkrediten nach dem IRB-Ansatz
	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Veröffentlichung eines Arbeitspapiers über die Behandlung von Verbriefungen nach dem IRB-Ansatz
	Financial Action Task Force	Ausweitung ihrer Tätigkeit über die Bekämpfung der Geldwäsche hinaus
	International Swaps and Derivatives Association	Bekräftigung ihres Standpunkts zur Lieferbarkeit von Wandelanleihen im Rahmen von Credit-Default-Swaps
	virt-x	Ankündigung von Plänen zur Schaffung eines gesamteuropäischen zentralen Kontrahenten für den Aktienhandel
Nov. 2001	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Veröffentlichung der Ergebnisse einer Studie über die quantitativen Auswirkungen der vorgeschlagenen neuen Eigenkapitalregelung
	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Technical Committee der International Organization of Securities Commissions und International Association of Insurance Supervisors	Veröffentlichung zweier Berichte ihres Gemeinsamen Forums über einen Vergleich der Risikomanagement-Praktiken und des Risikokapitals in den verschiedenen Branchen des Finanzsektors
	G20-Gruppe	Verabschiedung eines umfassenden Aktionsplans gegen Terrorismusfinanzierung
	Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme und Technical Committee der International Organization of Securities Commissions	Herausgabe eines Berichts mit Empfehlungen über Mindeststandards von Wertpapierabwicklungssystemen
	EU-Ministerrat	Annahme eines Vorschlags zur Ergänzung der EU-Geldwäscherichtlinie
	Europäische Kommission	Herausgabe eines Berichts über grenzübergreifendes Clearing und Settlement in der EU
	International Swaps and Derivatives Association	Bekanntgabe des Abschlusses und der Veröffentlichung des Anhangs über Rechtsnachfolger und kritische Kreditereignisse zu ihren Kreditderivatdefinitionen von 1999
	Parlament Italiens	Änderung der Verordnung über den Erlass der Quellensteuer für von ausländischen Anlegern gehaltene italienische Staatsanleihen (per 1. Januar 2002).
Dez. 2001	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Bekanntgabe einer nochmaligen Prüfung der Folgen der vorgeschlagenen neuen Eigenkapitalvereinbarung
	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Veröffentlichung eines Papiers über die Erarbeitung sachgerechter Methoden zur Handhabung und Überwachung des operationellen Risikos
	Securities and Exchange Commission und Commodity Futures Trading Commission, USA	Zusicherung einer raschen Verabschiedung der Regelung von Wertpapierfutures

	<p>Securities and Exchange Commission, USA</p> <p>Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU</p> <p>European Central Counterparty Limited</p> <p>London Stock Exchange und London Clearing House</p>	<p>Herausgabe von Ratschlägen zu Pro-forma-Finanzinformationen</p> <p>Einführung zweier neuer Richtlinien über Auslandsanlagen</p> <p>Bereitschaftserklärung, Clearing, Abwicklung und Risikomanagement für Nasdaq Europe zu übernehmen</p> <p>Vereinbarung über die Entwicklung der durchgängig automatisierten Abwicklung mit Euroclear</p>
--	--	---