

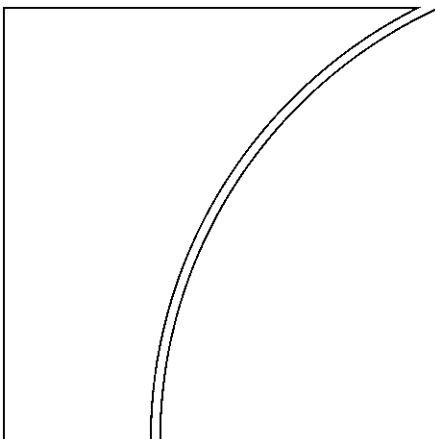


BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

BIZ-Quartalsbericht

September 2003

Internationales
Bankgeschäft
und internationale
Finanzmärkte



BIZ-Quartalsbericht
Währungs- und Wirtschaftsabteilung

Redaktionskomitee:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
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
Presse und Kommunikation
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 2003. Alle Rechte vorbehalten.
Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle genannt wird.*

ISSN 1683-0164 (Druckversion)

ISSN 1683-0172 (Online)

Auch in Englisch, Französisch und Italienisch veröffentlicht.

BIZ-Quartalsbericht

September 2003

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

1. Überblick: Verkaufswelle am globalen Anleihemarkt	1
<i>Ungewöhnliche Ursachen des Renditenanstiegs</i>	1
<i>Hypothekarabsicherungen destabilisieren den Swapmarkt</i>	6
<i>Kasten: Auswirkungen der Absicherung von Hypothekenpapieren auf die US-Finanzmärkte</i>	6
<i>Nachlassen der „Jagd nach Renditen“</i>	10
<i>Bankaktien halten mit Aktienmärkten Schritt</i>	12
2. Das internationale Bankgeschäft	15
<i>Forderungen an Nichtbanken – Repo-Geschäfte und Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor</i>	15
<i>Nettozufluss in aufstrebende Volkswirtschaften mit regionalen Unterschieden</i>	19
<i>Sinkende Länderrisiken wegen geringeren Engagements in aufstrebenden Volkswirtschaften</i>	23
<i>Kasten: Durchschnittliche Länder-Ratings: Berechnung und Analyse</i>	24
<i>Kasten: Internationale Konsortialkredite im zweiten Quartal 2003</i>	28
3. Der internationale Markt für Schuldtitel	31
<i>Wechsel der Schuldner zu längerfristigen Titeln angesichts schwindender geopolitischer Risiken und Suche der Anleger nach höheren Renditen</i>	32
<i>Schuldner aus Entwicklungsländern profitieren von kräftiger Anlegernachfrage</i>	34
<i>Markt aufgeschlossen für Emissionen niedrigerer Bonität</i>	36
<i>Rekordhoch bei Euro-Emissionen</i>	37
<i>Deckungslücke in betrieblichem Pensionsplan am internationalen Markt für Wertpapiere finanziert</i>	38
4. Märkte für derivative Instrumente	41
<i>Absicherungsgeschäfte kurbeln Geschäft mit Zinskontrakten an</i>	42
<i>Kasten: Neues Leben an den Derivatibörsen</i>	46
<i>Wieder Wachstum bei den Aktienindexkontrakten</i>	48
<i>Vorsichtiges Comeback der Währungskontrakte</i>	49
<i>Kasten: Entwicklungsschwerpunkt der Börsen: aktienbezogene Kontrakte</i>	49
<i>Geringfügiger Rückgang des weltweiten Handels im Juli</i>	50

Features

Neue Muster in der Verflechtung zwischen entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkten	53
<i>Philip D. Wooldridge, Dietrich Domanski und Anna Cobau</i>	
<i>Kapitalströme und Marktverflechtung</i>	53
<i>Diversifizierung der Anlegerbasis</i>	55
<i>Veränderungen im Bankgeschäft</i>	56
<i>Globale Präsenz von Akteuren aus aufstrebenden Volkswirtschaften</i>	58
<i>Neue Verflechtungen, neue Herausforderungen</i>	60

Vorsicht Stufe: Unterschiede im Rating für Staatsschulden in Landes- und in Fremdwährung	65
<i>Frank Packer</i>	
<i>Landes- und Fremdwährungsratings – ein wachsender Markt</i>	66
<i>Unterschiedliches Rating</i>	67
<i>Die Lücke und die Rating-Verteilung</i>	68
<i>Ausfall des Staatsschuldners bei Schuldtiteln mit Rating</i>	69
<i>Unterschiede zwischen den Rating-Agenturen</i>	70
<i>Zusammenfassung und Ausblick</i>	72
Auf der Suche nach höheren Renditen: Herausforderungen für die Manager von Währungsreserven	75
<i>Eli M. Remolona und Martijn A. Schrijvers</i>	
<i>Duration und Volatilität: Haben niedrigere Renditen den Trade-off verändert?</i>	76
<i>Kreditrisiko und Asymmetrie: die Herausforderung der Diversifizierung</i>	78
<i>Instrumente in anderen Währungen: Entsprechen höhere Renditen höheren Erträgen?</i>	81
<i>Zusammenfassung</i>	83
Institutionelles Portfoliomanagement: Branchentrends, Anreizstrukturen und die Folgen für die Markteffizienz	85
<i>Ingo Fender</i>	
<i>Entwicklung der Branchenstruktur</i>	86
<i>Entwicklungen bei den Anreizstrukturen</i>	91
<i>Institutionelle Anleger und die Effizienz der Finanzmärkte</i>	93
<i>Kasten: Ergebnismessung, Tracking Error und Anlegerverhalten</i>	96
Die jüngsten Initiativen der in Basel beheimateten Ausschüsse und des Forums für Finanzstabilität	99
<i>Basler Ausschuss für Bankenaufsicht</i>	99
<i>Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i>	101
<i>Weitere Initiativen</i>	101
Statistischer Anhang	A1
Features im BIZ-Quartalsbericht	B1
Verzeichnis kürzlich herausgegebener BIZ-Publikationen	B2

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: Verkaufswelle am globalen Anleihemarkt

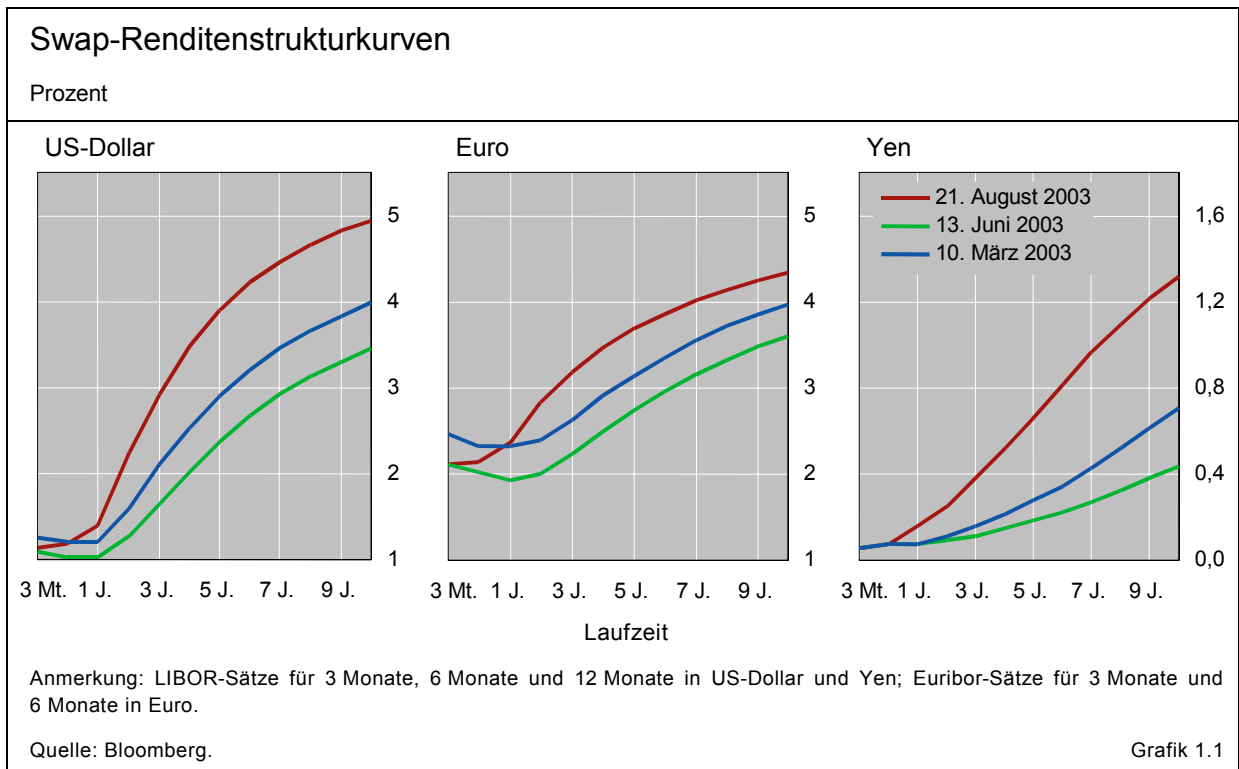
Ende Juni und im Juli bekam der globale Anleihemarkt die grösste Verkaufswelle seit 1994 zu spüren. Die Renditen in US-Dollar, Yen und Euro erhöhten sich kräftig – die Dollar-Renditen um volle 140 Basispunkte. Zum Teil kamen in diesem Anstieg die nach oben revidierten Erwartungen der Anleiheanleger hinsichtlich der Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft zum Ausdruck. Eine weitere Ursache war offenbar, dass die Anleiheinvestoren ihre Einschätzung der Wahrscheinlichkeit „unkonventioneller“ geldpolitischer Massnahmen der US-Notenbank änderten.

Am US-Dollar-Markt wurde der Renditenanstieg noch durch Absicherungsgeschäfte der Halter von mit Hypothekarkrediten besicherten Wertpapieren (Mortgage-Backed Securities, MBS) verstärkt. Als die Renditen anzogen, begannen die Hypothekenrefinanzierungen zu versiegen, und die Duration der MBS-Portfolios überschritt plötzlich die Zielvorgaben der Anleger. Um diese Zielmarken wieder zu erreichen, nutzten viele Anleger den Zinsswapmarkt, wo ihre Nachfrage nach der festverzinslichen Seite von Kontrakten zu einer Verdoppelung der Spreads beitrug.

Auf die Kredit- und die Aktienmärkte griff diese Entwicklung im Allgemeinen kaum über. Obwohl sich die Zinsaufschläge auf hoch rentierende Schulden und Schulden aufstrebender Volkswirtschaften ausweiteten, als die „Jagd nach Renditen“ nachliess, löste die Volatilität an den Staatsanleihe- und Swapmärkten keine allgemeine Verkaufswelle an den Kreditmärkten aus. An den Aktienmärkten zeigte sich ein ähnliches Bild. Der Aktienmarkt von Tokio erholte sich sogar, als die Anleiherenditen stiegen. Die Kurse der Bankaktien sowie der Aktien der meisten anderen Finanzinstitute hielten mit den Veränderungen in den allgemeinen Marktindizes Schritt, was darauf hindeutet, dass sich die Aktienanleger keine Sorgen über die Auswirkungen höherer Renditen auf die Bilanzen dieser Institute machten.

Ungewöhnliche Ursachen des Renditenanstiegs

Beim jüngsten Renditenanstieg spielte zwar der zunehmende Wachstumsoptimismus der Anleger eine wichtige Rolle, doch kamen immer wieder auch Sonderfaktoren zum Tragen, wie z.B. Ergebnisse von Anleiheauktionen,



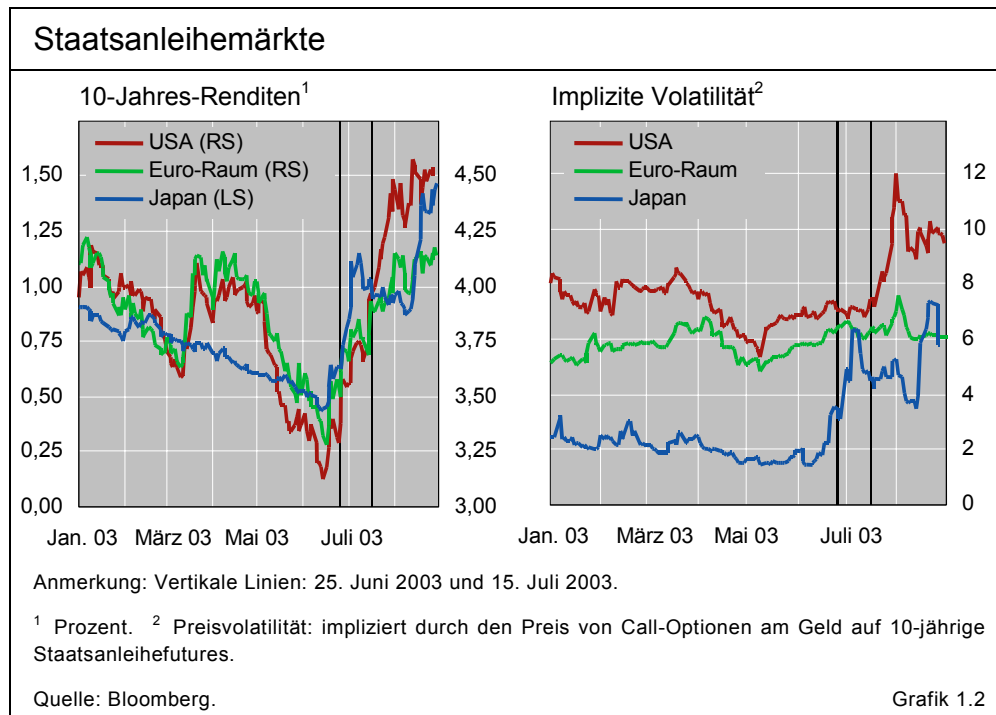
Risikomanagement-Mechanismen, die Absicherung von Hypothekenpositionen sowie die Erwartungen hinsichtlich „unkonventioneller Massnahmen“ der Geldpolitik. Infolgedessen schnellten die Renditen für 10-jährige US-Schatztitel von einem Tiefstand von 3,11% am 13. Juni auf über 4,40% Ende Juli hoch. Im selben Zeitraum stieg die Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen um 50 Basispunkte auf 0,93%, diejenige deutscher Bundesanleihen um 70 Basispunkte auf 4,19%. Am ausgeprägtesten war der Anstieg bei den längeren Laufzeiten, sodass die Renditenstrukturkurven erheblich steiler wurden (Grafik 1.1).

Seit 1994 waren die langfristigen Renditen nicht mehr in so kurzer Zeit so stark gestiegen. Damals schnellten in den acht Wochen ab Anfang Februar die Renditen für 10-jährige Staatspapiere in den USA um rund 130 Basispunkte hoch, in Deutschland um 80 Basispunkte und in Japan um 35 Basispunkte. Als Katalysator dieser Entwicklung wirkte ein Umschwung in der US-Geldpolitik: Nach einem langen Zeitraum niedriger oder sinkender Zinssätze erhöhte die Federal Reserve ihren Zielsatz um 25 Basispunkte. Obwohl sich das globale Finanzsystem 1994 weitgehend reibungslos an die höheren Renditen anpasste, traten doch einige Anspannungen auf. Im Dezember 1994 erlitt der kommunale Investmentpool von Orange County, der Anlagen im Wert von \$ 7 Mrd. hielt, Konkurs; kurz darauf brach die Mexiko-Krise aus. Der jüngste Renditenanstieg war dagegen nicht von einem Umschwenken zu einer restriktiveren Geldpolitik begleitet. Die Zentralbanken aller wichtigen Volkswirtschaften führten ihre akkommodierende Geldpolitik fort.

Der Renditenanstieg dieses Sommers erfolgte in mindestens vier Phasen. In der ersten Phase, vom 13. bis zum 24. Juni, war der japanische Markt am

Verkaufswelle am Anleihemarkt ...

... nicht durch straffere Geldpolitik ausgelöst



stärksten von der Verkaufswelle betroffen. In der zweiten Phase, vom 25. Juni bis zum 14. Juli, wurde an allen wichtigen Märkten massiv verkauft. In der dritten Phase, vom 15. Juli bis Anfang August, zogen die Dollar-Renditen weiter an. In der letzten Phase, von Anfang August bis zum Monatsende, kletterten die japanischen Renditen erneut.

Yen-Renditen verlassen Talsohle als erste

In der ersten Phase löste eine Kombination von technischen Faktoren und neuen Wirtschaftsdaten ab Mitte Juni einen beträchtlichen Anstieg der Yen-Renditen aus. Eine wenig erfolgreiche Auktion von 20-jährigen japanischen Staatsanleihen am 17. Juni führte Meldungen zufolge zu Gewinnmitnahmen japanischer Banken und Verkäufen durch Hedge-Fonds. Die Verkaufswelle dieser ersten Phase gipfelte in einem Anstieg der Rendite für 10-jährige japanische Staatsanleihen um 16 Basispunkte auf 0,69% am 19. Juni (Grafik 1.2). Die dadurch entstandene höhere Volatilität veranlasste Anleger, die sich stark auf quantitative Risikomanagement-Techniken wie Value-at-Risk-Modelle stützten, Limits zu überschreiten und ihre Positionen aufzulösen, wodurch sich die Preisdynamik am japanischen Staatsanleihemarkt noch verstärkte. Es wurde mit einem Andauern dieser Volatilität gerechnet. Die implizite Volatilität der Futures auf japanische Staatsanleihen erhöhte sich in der ersten Phase auf das Anderthalbfache, während der Anstieg am Euro- und am Dollar-Markt viel verhaltener war.

Interessanterweise wurden die Renditen japanischer Staatsanleihen in dieser Phase offenbar stärker durch ausländische Wirtschaftsdaten als durch inländische beeinflusst. Unerwartet positive US-Wirtschaftsindikatoren in der Woche vom 16.-20. Juni, insbesondere der Empire State Manufacturing Survey und der Bericht über die Verbraucherpreisinflation, wurden als mitverantwortlich für den Anstieg der japanischen Renditen genannt. Auch die Dollar-Renditen erhielten in dieser Zeit durch die US-Daten Auftrieb.

In der zweiten Phase löste der Beschluss der US-Notenbank vom 25. Juni, den Leitzinssatz um nur 25 Basispunkte statt der erwarteten 50 Basispunkte zu senken, einen weiteren Renditeanstieg aus. Die Marktteilnehmer interpretierten den Beschluss als Signal, dass die Federal Reserve in naher Zukunft wohl kaum zu unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen greifen würde. Insbesondere schätzten sie es als weniger wahrscheinlich ein, dass die Federal Reserve US-Schatzpapiere kaufen würde, um die langfristigen Sätze niedrig zu halten; diese Möglichkeit hatte dem US-Schatztitelmarkt nach der Federal-Reserve-Sitzung vom Mai Auftrieb gegeben. Die Renditen 10-jähriger Schatzpapiere erhöhten sich in den zwei Tagen nach der Zinssenkung um 30 Basispunkte. Mit einer Verzögerung von ein paar Tagen folgten die Euro- und die Yen-Renditen.

„Unkonventionelle Massnahmen“ weniger wahrscheinlich

Die Reaktion der Marktteilnehmer auf den Beschluss der Federal Reserve wurde durch die Entwicklung in Japan noch verstärkt. Die Verkäufe von US-Schatzpapieren und anderen ausländischen Wertpapieren durch japanische Banken überstiegen im Juli die Käufe um den ungewöhnlich grossen Betrag von \$ 25 Mrd. Darüber hinaus rechneten die Anleger angesichts eines so starken und plötzlichen Anstiegs der Renditen und der Volatilität am Yen-Markt wohl damit, dass es auch an anderen wichtigen Märkten zu einer solchen Entwicklung kommen könnte.

Rückkopplung vom Yen-Markt

Obwohl ein unerwartet gutes Wirtschaftswachstum häufig als Grund für den globalen Renditeanstieg genannt wurde, waren die Wirtschaftsdaten weder für die USA noch für Europa eindeutig positiv. So wurden die Wachstumsprognosen der Ökonomen für 2003 im Juni und Juli nicht nach oben revidiert (Grafik 1.3). Die uneinheitlichen Wirtschaftsdaten deuten darauf hin, dass die Märkte für festverzinsliche Instrumente in den USA asymmetrisch auf Meldungen aus der US-Wirtschaft reagierten, d.h. negative Meldungen ignorierten. Beispielsweise stiegen die Renditen am 29. Juli trotz eines unerwartet schwachen Index der Verbraucherstimmung. Auf jeden Fall beeinflussten Wirtschaftsindikatoren die Renditen offenbar weniger als Besorgnis über Massnahmen der Federal Reserve sowie Hypothekenabsicherungen (s. unten).

Wirtschaftsdaten keine grosse Überraschung ...

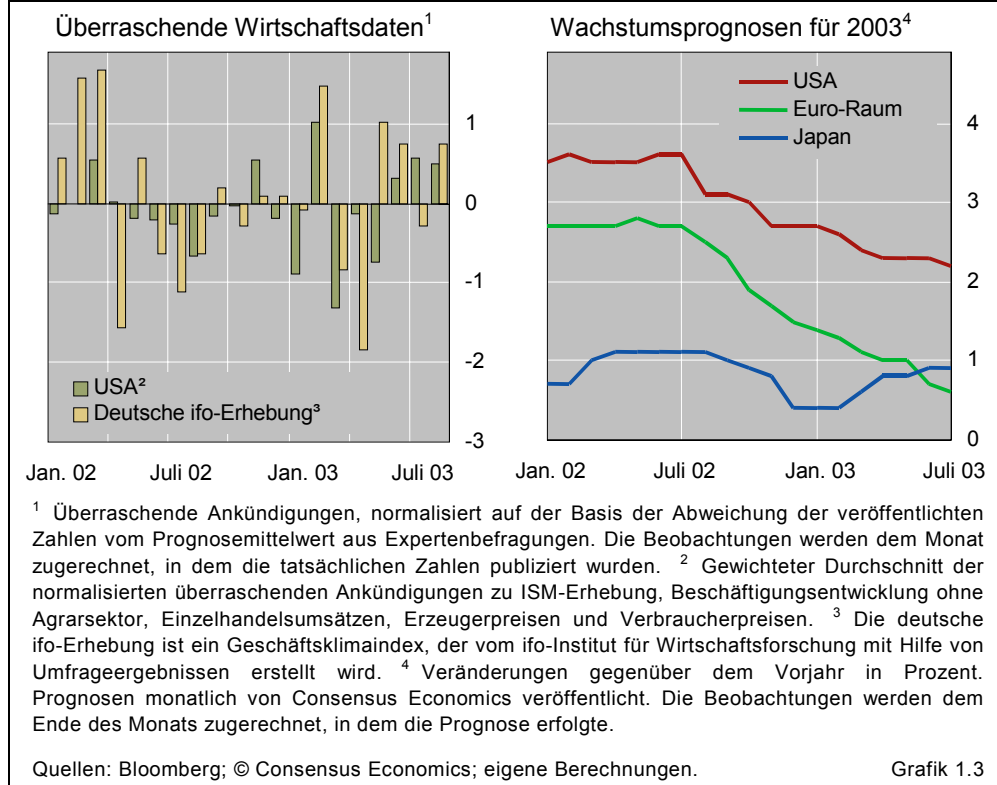
Nur in Japan wiesen die Wirtschaftsindikatoren klar nach oben. Der Anstieg der Yen-Renditen gewann erheblich an Dynamik, als am 1. Juli eine unerwartet positive *Tankan*-Erhebung veröffentlicht wurde. Er setzte sich nach einer wenig erfolgreichen Auktion von 10-jährigen Anleihen am 3. Juli fort. Die stärksten Schwankungen innerhalb eines Tages verzeichnete der Markt für japanische Staatsanleihen am 4. Juli, als die 10-Jahres-Rendite vorübergehend 1,4% erreichte und dann auf 1,05% schloss.

... ausser in Japan

Eine Änderung der japanischen Politik trug offenbar viel zur Wiederherstellung der Stabilität des Yen-Marktes in der zweiten Phase bei. In den Tagen nach dem 4. Juli gab das Finanzministerium eine Reihe von Massnahmen bekannt, die die Volatilität am japanischen Staatsanleihemarkt verringern sollten, u.a. Einführung des Handels vor Auktionen sowie Rückkäufe von 5-jährigen Staatsanleihen. Beobachter riefen ferner den Beschluss der Bank of Japan vom Mai in Erinnerung, ihre eigenen Bestände japanischer

Yen-Markt vorübergehend stabilisiert

Wirtschaftsdaten und Wachstumsprognosen



Staatsanleihen nicht mehr zum Marktwert, sondern zum amortisierten Einstandswert zu bilanzieren; dies wurde als Signal für die Bereitschaft der Bank angesehen, wenn nötig vermehrt Staatsanleihen am offenen Markt zu erwerben. Dies trug zur Stabilisierung des Yen-Marktes bei, und die Korrelation zwischen der täglichen prozentualen Veränderung der Renditen japanischer Staatsanleihen und derjenigen der deutschen und der US-Staatspapiere schwächte sich nach dem 15. Juli erheblich ab.

Zu einer dritten Abgabephase an den Anleihemärkten kam es nach dem halbjährlichen geldpolitischen Bericht des Vorsitzenden der Federal Reserve an den Kongress am 15. Juli. Der Bericht und die darauf folgenden Aussagen wurden von den Marktteilnehmern als Bestätigung interpretiert, dass „unkonventionelle“ geldpolitische Massnahmen der Federal Reserve weniger wahrscheinlich waren als zuvor erwartet. Gemäss dem Bericht war es unwahrscheinlich, dass es zu Situationen kommen werde, in denen unkonventionelle Massnahmen erforderlich wären; die Geldpolitik könne wenn nötig mit konventionellen Instrumenten weiter gelockert werden, und zudem gebe es Anzeichen für eine Konjunkturerholung. Unmittelbar danach stiegen die Dollar-Renditen; die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere erhöhten sich am 15. Juli um 20 Basispunkte und bis Monatsende um weitere 55 Basispunkte. Darüber hinaus schnellte die implizite Volatilität der Schatzpapier-Futures in den letzten beiden Juliwochen hoch. Eigenheiten des US-Marktes, insbesondere Hypothekenabsicherungsgeschäfte, trugen erheblich zu dieser Abgabewelle bei (s. unten).

Die Euro-Renditen folgten auch in dieser dritten Phase den US-Renditen nach, wenn auch nicht so dicht wie in der zweiten Phase. Die Bund-Renditen

Erneute Abgaben
von US-Schatz-
papieren Mitte
Juli ...

stiegen in den letzten beiden Juli-Wochen um 30 Basispunkte auf 3,97%. Auch die implizite Volatilität der Bund-Futures nahm zu, wenn auch deutlich weniger stark als die der US-Schatztitel-Futures.

Der Yen-Markt blieb in der dritten Phase von den Ereignissen am Dollar-Markt anscheinend unberührt. Mitte August setzte in Japan jedoch wieder eine Verkaufswelle ein. In dieser vierten Phase stiegen die Renditen 10-jähriger japanischer Staatsanleihen in den drei Wochen bis Ende August um über 55 Basispunkte auf 1,47%. Zuvor waren unerwartet positive Wirtschaftsdaten veröffentlicht worden, insbesondere ein kräftiges BIP-Wachstum im zweiten Quartal und eine gute Auftragslage bei Ausrüstungsgütern. Hinzu kam eine allgemein zu beobachtende Mittelumichtung ausländischer Hedge-Fonds und anderer Anleger aus Anleihen in Aktien, nachdem die japanischen Aktien erneut zugelegt hatten. Die Entscheidungsträger schienen sich mit dem Zinsanstieg, der sich aus den besseren Wirtschaftsaussichten ergab, abzufinden.

... und kräftiger Renditenanstieg in Japan Mitte August

Hypothekarabsicherungen destabilisieren den Swapmarkt

Die US-Märkte für festverzinsliche Instrumente unterscheiden sich von anderen durch die Grösse und die Struktur des Marktes für Hypothekarpapiere. Nach dem ersten Hochschnellen der Renditen blieb die Volatilität an den US-Festzinsmärkten zwar praktisch unverändert, doch nach dem erneuten Anstieg vom 15. Juli trugen Hypothekarabsicherungen zu einer Veränderung der Marktdynamik bei. Durch den rasanten Anstieg der langfristigen Renditen verlängerte sich abrupt die Duration von mit Hypothekarkrediten besicherten US-Wertpapieren (Mortgage-Backed Securities, MBS), was wiederum die Halter solcher Papiere veranlasste, verstärkt ihre Zinsabsicherungen anzupassen (s. Kasten). Die Duration des MBS-Indexes von Lehman Brothers verlängerte sich von 0,5 Jahren Mitte Juni auf 1,8 Jahre Mitte Juli und auf über 3 Jahre Anfang August. Allein am 15. Juli nahm sie um 0,4 Jahre zu. Die Bemühungen, diese Durationsverlängerung abzusichern, hatten offenbar verbreitetere und stärkere Rückkopplungseffekte auf die US-Finanzmärkte als bei früheren Renditenanstiegen. Dies dürfte wohl auf den wachsenden Umfang – sowohl absolut als auch relativ gesehen – des MBS-Marktes zurückzuführen sein.

Rückkopplungseffekte von Hypothekarabsicherungen ...

Auswirkungen der Absicherung von Hypothekarpapieren auf die US-Finanzmärkte

Ein Merkmal der heutigen Finanzmärkte ist, dass Risikomanagement-Systeme, mit denen die Volatilität der Erträge oder des Eigenkapitals der einzelnen Institute verringert werden soll, bisweilen die Volatilität der Finanzmärkte insgesamt erhöhen können. Ein anschauliches Beispiel während der jüngsten Verkaufswelle an den Festzinsmärkten waren Absicherungsgeschäfte für mit Hypothekarkrediten unterlegte Wertpapiere (Mortgage-Backed Securities, MBS). Solche Absicherungsgeschäfte spielten zwar schon bei der Verkaufswelle 1994 eine Rolle,^① doch hatten sie 2003 offenbar tiefer greifende und allgemeinere Auswirkungen als in früheren Fällen.

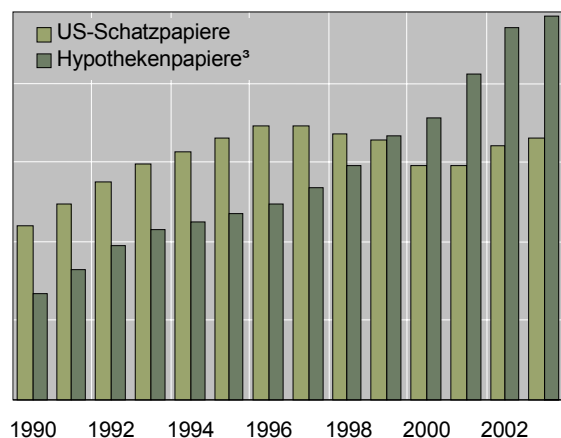
Wie können die Märkte für verbriefte Hypotheken die Marktvolatilität verstärken? Wegen des Risikos vorzeitiger Tilgung, das US-MBS tragen (d.h. das Risiko, dass die Wohneigentümer ihre Hypothek vor der vereinbarten Fälligkeit refinanzieren), führen Zinsänderungen oft zu erheblichen Änderungen der durchschnittlichen Laufzeit – genauer: der optionsbereinigten Duration – eines MBS. Wenn z.B. die Zinssätze steigen, entscheiden sich weniger Wohneigentümer für eine Refinanzierung ihrer Hypothek, sodass die Duration der MBS zunimmt. MBS-Anleger steuern in der Regel ihr Zinsänderungsrisiko, indem sie ihre Bestände mit Schatzpapieren, Swaps oder entsprechenden Derivaten absichern. Im vorher genannten Beispiel könnten sich die Anleger gegen einen Zinsanstieg mit Short-Verkäufen von Schatzpapieren am Kassamarkt, dem Verkauf von Schatzanleihe-Futures, dem Abschluss eines Swapkontrakts mit Festzinszahlung oder mit dem Kauf einer Option auf Festzinszahlung in einem Swap absichern. Veränderungen der Duration von MBS können daher Preisausschläge an diesen anderen Märkten verstärken.

Die potenziellen Auswirkungen von Absicherungsgeschäften von MBS-Haltern auf andere Segmente der Märkte für festverzinsliche Instrumente haben in den letzten Jahren wegen Strukturänderungen an den Hypotheken- und verwandten Märkten zugenommen. Erstens sind die Hypothekensmärkte durch ihre schiere Grösse zu einer Quelle von Störungen geworden. Der US-MBS-Markt ist seit 1995 auf die doppelte Grösse gewachsen und ist jetzt der grösste Festzinsmarkt der Welt: Ende März 2003 betrug der gesamte MBS-Umlauf \$ 4,9 Bio., verglichen mit einem Schatzpapierumlauf von \$ 3,3 Bio. (s. Grafik). Plötzliche Anpassungen durch MBS-Halter können die Marktmacherkapazitäten der Händler stark strapazieren.

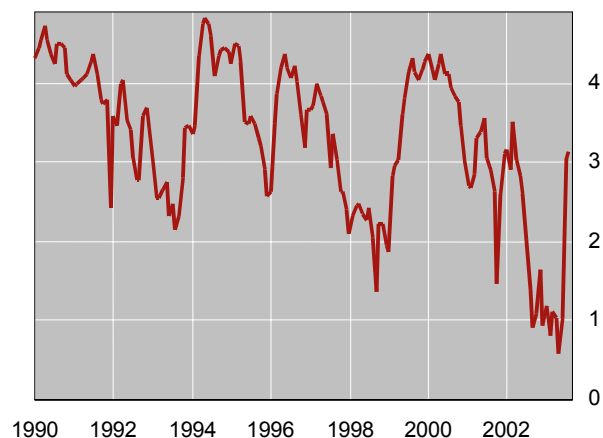
Zweitens hat die grosse Zahl der Refinanzierungen seit 2000 zu einer Konzentration der MBS-Bestände auf ähnliche Kupons geführt. 70% der MBS, die im US-Festzins-MBS-Index von Lehman Brothers eingeschlossen sind, haben Kupons von 5,5% bis 6,5%. Diese Konzentration hat zur Folge, dass eine grosse Zahl von MBS-Portfolios ähnlich auf Änderungen der Marktzinssätze reagiert, wodurch sich die Wahrscheinlichkeit einer abrupten und allgemeinen Anpassung nach einer Zinsänderung erhöht.

Drittens konzentriert sich an einigen verbundenen Märkten, z.B. dem Swapmarkt, das ausserbörsliche Absicherungsgeschäft auf einige wenige Händler, was diese Märkte anscheinend anfälliger für einen Liquiditätsverlust macht. In Zeiten hoher Volatilität genügt es, dass ein oder zwei Händler ihre Risikolimits übersteigen und ihre Aktivitäten als Marktmacher reduzieren, damit der gesamte Markt an Liquidität einbüsst. Genau dies geschah offenbar am 1. August, als der Liquiditätsmangel die US-Dollar-Swapspreeds hochschnellen liess.

Umlauf¹



Duration²

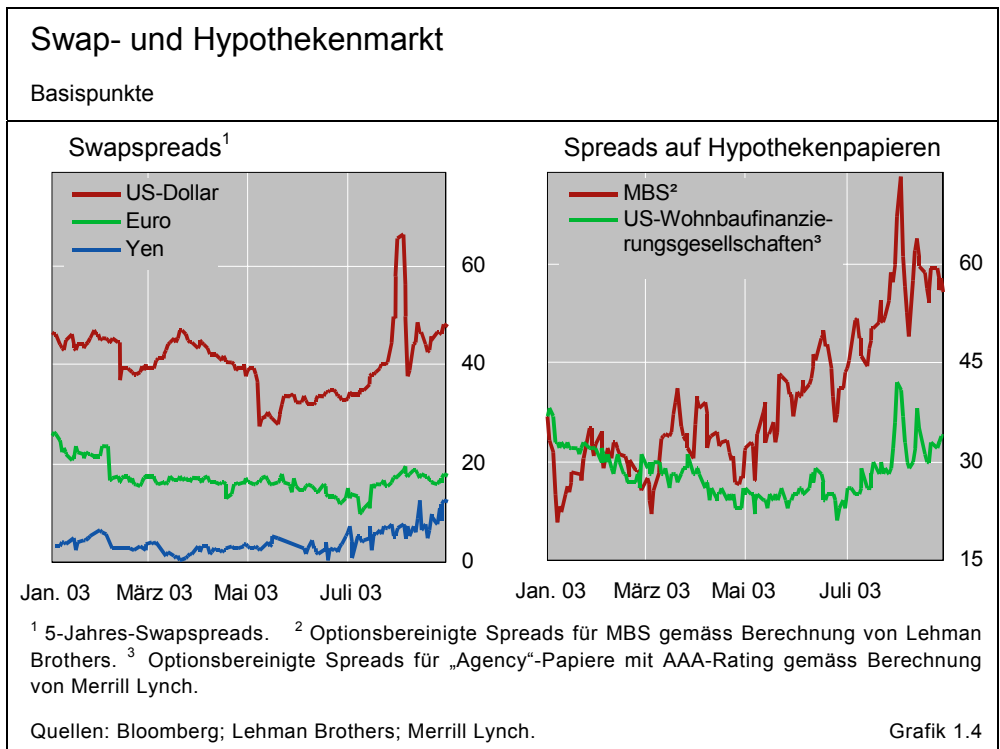


¹ Bio. US-Dollar. ² Modifizierte bereinigte Duration des US-Festzins-MBS-Index von Lehman Brothers; Monatsende.

³ MBS von staatsnahen und privaten Emittenten zuzüglich besicherte Hypothekenschuldverschreibungen.

Quellen: Bond Market Association; Lehman Brothers.

^① S. z.B. J. Fernald, F. Keane und P. Mosser, „Mortgage security hedging and the yield curve“, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer-Fall 1994.



Infolge dieser Absicherungsgeschäfte weiteten sich die Spreads aus, und die Volatilität nahm zu. Die Rendite 10-jähriger US-Schatzpapiere schnellte von 3,72% Mitte Juli auf 4,41% Ende Juli hoch, was zum Teil Short-Verkäufen von Schatztiteln durch MBS-Halter zuzuschreiben war, die die Duration ihrer Portfolios verkürzen wollten. Wegen ähnlicher Geschäfte verdoppelten sich die Dollar-Swapsreads in der zweiten Julihälfte auf 65 Basispunkte (Grafik 1.4). Die Swapmärkte wurden zunehmend einseitig: Verkaufsaufträge führten zu fallenden Preisen, und fallende Preise lösten weitere Verkaufsaufträge aus. Der Abgabedruck liess ferner die MBS-Spreads im Juli um 30 Basispunkte ansteigen, und am 4. August erreichten sie einen Spitzenwert von 74 Basispunkten.

... tragen zu einem Ausschlagen der Dollar-Swapsreads bei

Die mit Hypothekenfinanzierung im Zusammenhang stehenden Märkte waren Ende Juli und Anfang August besonders volatil. Die Ausweitung der Swapsreads hatte bei einer Reihe von Swaphändlern zu einer Überschreitung der Marktrisikolimits geführt, und sie reduzierten in der Folge ihre Geschäfte. Da der Swapmarkt von einigen wenigen Händlern dominiert wird, verschlechterte sich dadurch rasch die Liquidität. Der Liquiditätsverlust am Swapmarkt erschwerte die Absicherung von MBS, sodass die Halter verkauften; infolgedessen weiteten sich die MBS-Spreads noch mehr aus.

Ungewöhnlich war, dass Anfang August auch Auktionen von US-Schatzpapieren die Volatilität verstärkten. Normalerweise reagieren die Renditen am Schatzpapiermarkt kaum auf Tenderankündigungen. Am 5. August jedoch erhöhten sich die Renditen 10-jähriger Schatzpapiere nach einem wenig erfolgreichen Tender für 3-jährige Schatzanweisungen um 10 Basispunkte. Spätere Auktionen fanden mehr Anklang, sodass die Renditen wieder sanken.

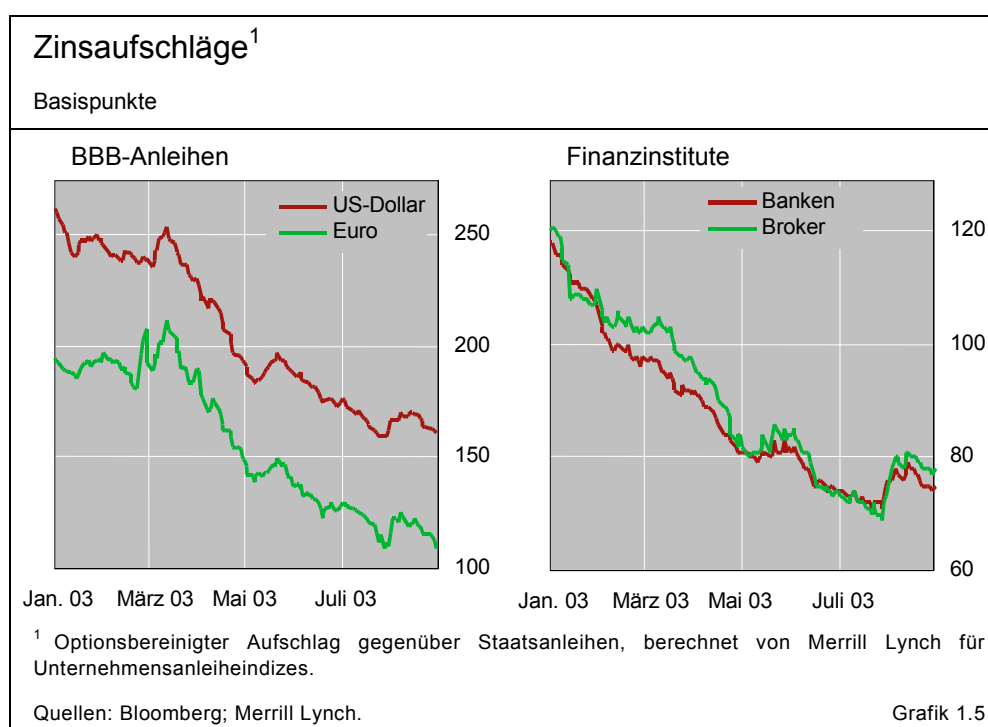
Bemerkenswert war überdies, dass sich die Entwicklungen am Swap- und am Hypothekenmarkt nur wenig auf die Kreditzinsspannen auswirkten. In

Geringe Auswirkungen auf Kreditzinsspannen

manchen früheren Phasen extremer Marktvolatilität, insbesondere während der LTCM-Krise 1998, hatten sich die Kreditzinsspannen gegenüber Schazttiteln meist mindestens so stark ausgeweitet wie die Swapsreads. Gegen Ende Juli wurde der Renditenabstand zwischen Unternehmensanleihen und Schazttiteln zwar grösser, was eine gewisse Anpassung der Unternehmens- an die Swapsreads anzeigt, aber die Bewegung hielt sich in Grenzen (Grafik 1.5). Gemessen an den Swaps wurden die Kreditzinsspannen sogar enger. Die Prämien für Credit Default Swaps blieben mehr oder weniger unverändert.

Die Zinsaufschläge für Papiere mit Anlagequalität wurden durch Anzeichen einer Bonitätsverbesserung gestützt. Im zweiten Quartal 2003 erholten sich die Unternehmensgewinne weiter, die Ausfälle gingen zurück, und das Verhältnis zwischen Rating-Heraufstufungen und -Herabstufungen erreichte den höchsten Stand seit 1999. Die lange Aufschwungphase an den Kreditmärkten, die im Oktober 2002 begonnen hatte, setzte sich daher bis Ende Juli fort. Der Zinsabstand zwischen BBB-US-Unternehmensschuldtiteln und US-Schatzpapieren, der schon von Mitte Oktober bis Anfang Mai um 110 Basispunkte zurückgegangen war, verringerte sich von Anfang Mai bis Ende Juli um weitere 25 Basispunkte auf 160 Basispunkte.

Die relative Stabilität der Kreditmärkte zeigt, dass die Ausweitung der Swapsreads gegen Ende Juli technischer Natur war. Die Anleger in Unternehmensanleihen erkannten offenbar, dass die Entwicklung weitgehend auf Hypothekarabsicherungen zurückzuführen war und nicht auf eine Zunahme des allgemeinen Kreditrisikos. Während in früheren Fällen wachsender Swapsreads, wie z.B. in der LTCM-Krise, sich auch die Wahrnehmung von Risiken änderte, blieben dieses Mal die Spreads auf Default Swaps für grosse Finanzinstitute praktisch unverändert.



Eine Ausnahme bildeten die US-Hypothekeninstitute Fannie Mae und Freddie Mac: Ihre Finanzierungskosten erhöhten sich im Juni und Juli stark. Diese beiden Institute sind am US-Markt für Hypothekensicherheiten mit Abstand die wichtigsten Akteure. Die Enthüllung von Unregelmässigkeiten in der Rechnungslegung und vermutete Schwächen in der Corporate Governance von Freddie Mac hatten schon vorher Anleger und Händler für mögliche Mängel im Risikomanagement der beiden „Agencies“ sensibilisiert. Das unvermittelte Auftreten und das Ausmass der Durationsverlängerung verstärkten diese Bedenken noch. Ende Juli hatte sich der Zinsaufschlag von AAA-Agency-Papieren und US-Schatzpapieren um 10 Basispunkte auf 40 Basispunkte erhöht.

Die relative Ruhe an den Kreditmärkten trug dazu bei, dass sich die Swap- und Hypothekensicherheitenmärkte Anfang August stabilisierten. Insbesondere die Kreditderivathändler nutzten die Arbitragemöglichkeiten, die sich durch die Ausweitung der Spreads auf Zinsswaps ergaben. Eine beliebte Strategie am Markt für Kreditderivate besteht darin, eine Anleihe und gleichzeitig Kredit-schutz für denselben Emittenten zu kaufen, wobei die Differenz zwischen dem Zinsaufschlag der Anleihe und dem Spread des Default Swap (der oftmals kleiner ist) als Gewinn anfällt. Einige Marktteilnehmer sichern das Zinsänderungsrisiko der gekauften Anleihe ab, indem sie Festzins auf einen Zinsswap zahlen. Als sich der Spread zwischen Unternehmensanleihen und Zinsswaps Ende Juli verkleinerte, nahmen die Händler, die diese Strategie verfolgten, Gewinne mit, indem sie Anleihen verkauften und Swaps glattstellten. Das trug dazu bei, dass wieder ein zweiseitiger Zinsswapmarkt entstand. Anfang August gingen die Swap-, MBS- und Agency-Spreads alle gegenüber ihren Höchstständen zurück; sie waren jedoch immer noch höher als einen Monat zuvor. Auch die implizite Volatilität von US-Schatzpapieren sank.

Stabilisierung der Swap- und Hypothekensicherheitenmärkte im August

Nachlassen der „Jagd nach Renditen“

Obwohl es an den Kreditmärkten nicht zu einer Verkaufswelle kam, liess das vorherige Renditestreben der Anleger nach. Nach neun Monaten mit Zuflüssen zogen die Anleger Ende Juli und Anfang August Mittel aus hoch rentierenden US-Anlagefonds ab. Nach Angaben von AMG Data Services kam es in der ersten Augustwoche sogar zu den stärksten je verzeichneten Abflüssen aus solchen Fonds.

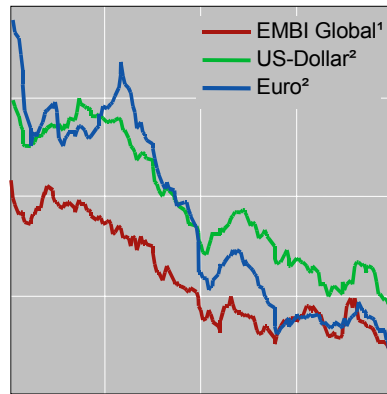
Gleichzeitig dämpfte ein Emissionsboom die Erwartungen eines weiteren Verschuldungsabbaus durch Unternehmen, die in den Vormonaten die Kreditzinsaufschläge hatten enger werden lassen. Unternehmen niedrigerer Bonität steigerten ihren Absatz, da sie die tiefen Finanzierungssätze nutzen wollten. Dies hatte zur Folge, dass sich die Zinsaufschläge für Hochzinsanleihen ausweiteten (Grafik 1.6). Im gleichen Zeitraum nahmen auch die angekündigten Emissionen in Anlagequalität deutlich zu. Beispielsweise legten General Motors und ihre Finanztöchter Ende Juni ein grosses Emissionspaket auf, Meldungen zufolge zur Deckung einer Lücke im betrieblichen Pensionsplan (s. „Der internationale Markt für Schuldtitel“).

Grössere Zinsaufschläge auf Hochzinsanleihen ...

Das Streben nach Rendite

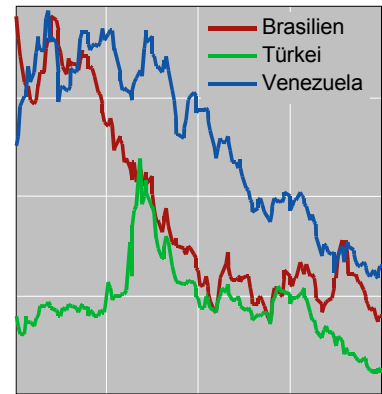
Basispunkte

Aufschläge auf hochrentierende Anleihen



Jan. 03 März 03 Mai 03 Juli 03

Aufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften¹



Jan. 03 März 03 Mai 03 Juli 03

¹ Bereinigte Zinsaufschläge gegenüber US-Schatzpapieren von Indizes aufstrebender Volkswirtschaften, berechnet von J.P. Morgan Chase. ² Optionsbereinigter Aufschlag für hochrentierende Unternehmensanleihen, berechnet von Merrill Lynch.

Quellen: J.P. Morgan Chase; Merrill Lynch.

Grafik 1.6

... ebenso auf
Schulden aufstrebender
Volkswirtschaften ...

Die Anleger zogen sich ferner auch aus Schulden aufstrebender Volkswirtschaften zurück. Die Finanzierungsbedingungen für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften begannen sich Mitte Juni zu verschlechtern, über einen Monat vor denjenigen am Markt für hoch rentierende Unternehmensanleihen. Der EMBI Global Index sank am 17. Juni auf einen Tiefstand von 476 Basispunkten; in der Folge kam es zu einer Verkaufswelle, als die Renditen auf US-Schatzpapiere stiegen. Am stärksten betroffen war Brasilien. Im Zeitraum von Mitte Juni bis Anfang August erhöhte sich der Zinsaufschlag auf brasilianische Staatsschulden um rund 200 Basispunkte, und der Real wertete gegenüber dem US-Dollar um 6% auf BRL 3,07 ab. Selbst aufstrebende Volkswirtschaften mit Anlagequalität, wie Mexiko und Südafrika, verzeichneten höhere Aufschläge.

Positive wirtschaftliche und politische Nachrichten trugen dazu bei, dass sich die Aufschläge Anfang August wieder etwas verengten. Gegen Ende Juli hatte Standard & Poor's das Rating der Türkei und Venezuelas um einen Grad auf B bzw. B- hinaufgestuft. Die brasilianische Regierung sicherte sich Anfang August die Zustimmung der Legislative für Reformen des Pensionssystems der Angestellten des öffentlichen Sektors. Auf den Philippinen waren die Aufschläge Ende Juli nach einer Revolte einiger Mitglieder der Streitkräfte um 50 Basispunkte hochgeschellt; sie erholten sich wieder, als die Regierung rasch für Ordnung sorgte.

... aber ernstliche
Finanzierungs-
probleme unwahrscheinlich

Der Anstieg der Kreditkosten – durch höhere Zinsaufschläge und durch höhere Renditen – dürfte kaum zu ernstlichen Problemen für die aufstrebenden Volkswirtschaften führen. Viele Schuldner hatten ihre Mittelaufnahme vorgezogen, da sie mit einem Renditenanstieg rechneten. Der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel von Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften war

im ersten Halbjahr 2003 fast 30% höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode (s. „Der internationale Markt für Schuldtitel“). Darüber hinaus decken diese Schuldner ihren Mittelbedarf vermehrt an den inländischen Anleihemärkten (s. das Feature „Neue Muster in der Verflechtung zwischen entwickelten und aufstrebenden Märkten“).

In einigen Ländern dürfte das Nachlassen der „Jagd nach Renditen“ sogar durchaus willkommen sein. Die Zuflüsse kurzfristigen Kapitals hatten zu Aufwertungsdruck auf eine Reihe von Währungen aufstrebender Volkswirtschaften geführt, was wiederum das Exportwachstum gefährdete. Einige Länder reagierten mit verstärkten Kapitalverkehrskontrollen bei Zuflüssen oder deren Abschaffung bei Abflüssen. So erliess Argentinien im Mai Kontrollen auf kurzfristige Kapitalzuflüsse; China lockerte im Juni die Kontrollen auf Abflüsse, gefolgt von Thailand im Juli.

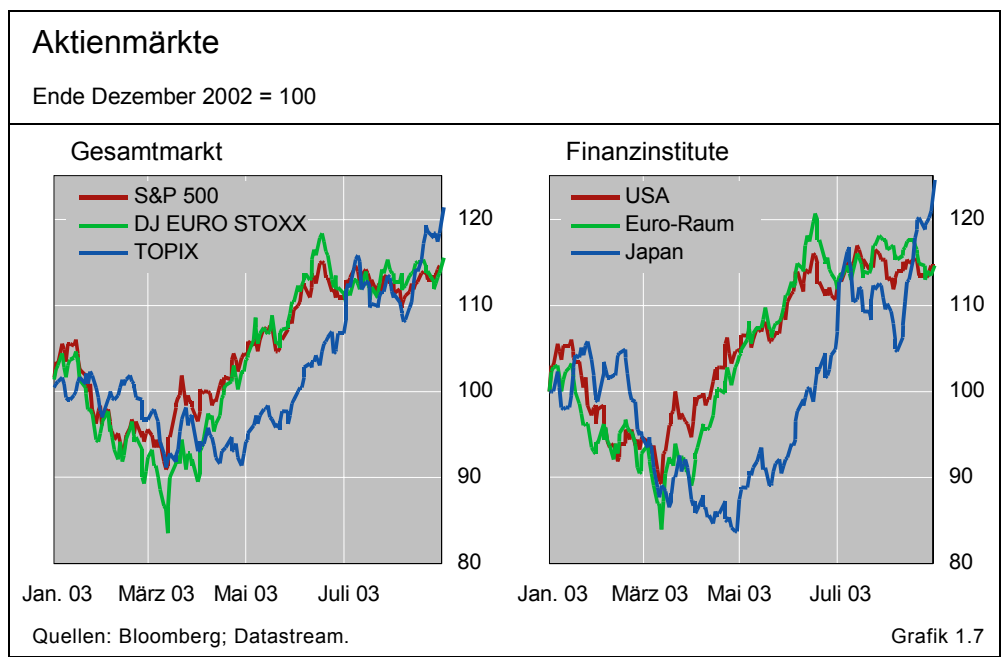
Bankaktien halten mit Aktienmärkten Schritt

Die Verkaufswelle an den Anleihemärkten hatte keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Aktienmärkte. Die Aktienmärkte der USA und Europas boomten im April und Mai, als eine Erholung des Wirtschaftswachstums erwartet wurde. Soweit im Renditenanstieg ähnliche Erwartungen zum Ausdruck kamen, schlossen sich die Anleiheanleger offenbar lediglich dem Optimismus der Aktienanleger an.

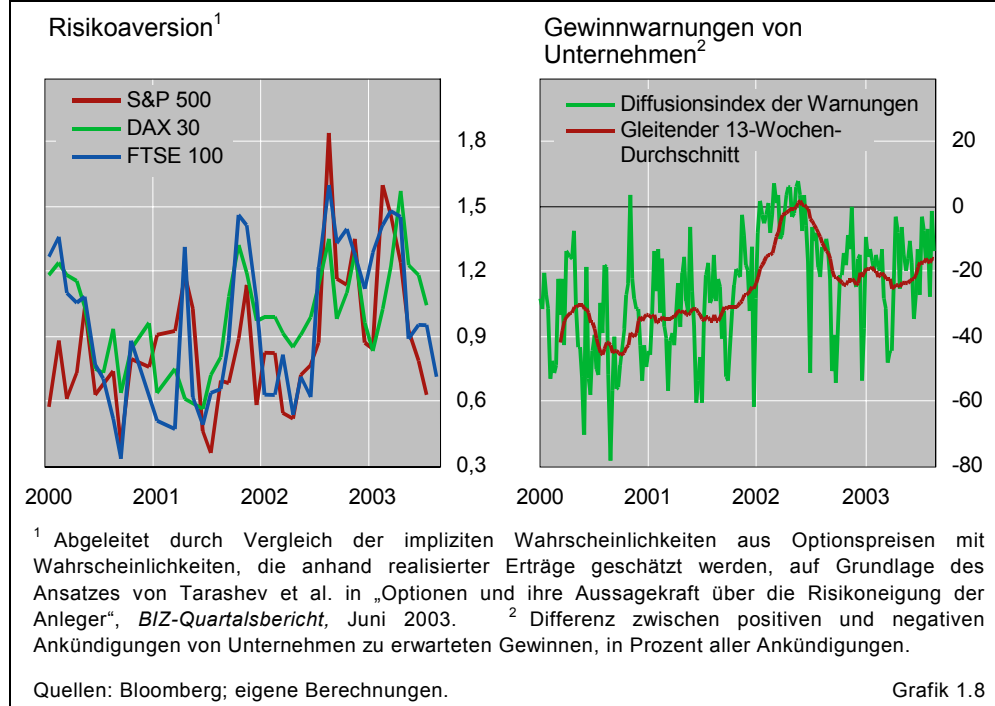
Bemerkenswerterweise hielten die Finanztitel mit dem Gesamtaktienmarkt Schritt, obwohl die langfristigen Zinssätze anzogen. Zwar sanken die Kurse von Fannie Mae und Freddie Mac Anfang Juni, als Unregelmässigkeiten in der Corporate Governance bekannt wurden, und nochmals in der zweiten Julihälfte infolge der Volatilität der Hypothekenmärkte. Die Aktienkurse der meisten anderen Finanzinstitute der USA und Europas blieben jedoch weitgehend unverändert. Dies deutet darauf hin, dass sich die Marktteilnehmer über negative Auswirkungen auf die Bilanzen dieser Institute keine Sorgen machten.

Aktienmärkte halten frühere Gewinne ...

... da Finanzwerte unberührt von Zinsanstieg



Risikoaversion und Gewinnwarnungen



Die Rally an den US- und europäischen Aktienmärkten kam im Juli ins Stocken, obwohl die Schätzungen der effektiven Risikoaversion der Anleger weiter sanken (Grafik 1.7). Die Risikoaversion schien den wichtigen Marktentwicklungen eher nachzuhinken als voranzugehen. Auch die Gewinne, die allgemein besser als erwartet ausfielen, vermochten den Boom nicht zu stützen. Die Anleger ignorierten offenbar vermehrt die Prognosen der Analysten über ein beschleunigtes Gewinnwachstum im zweiten Halbjahr und schenkten stattdessen den Warnungen der Unternehmen hinsichtlich der zukünftigen Gewinne zunehmend Beachtung (Grafik 1.8). Unter anderem kündigte die US-Handelskette Costco am 5. August einen voraussichtlichen Gewinneinbruch an, was den Markt nach unten drückte.

Die meisten asiatischen Märkte entwickelten sich von Mai bis August besser als die Märkte der USA und Europas. In Japan trugen überraschend gute Wirtschaftsnachrichten dazu bei, dass der TOPIX von Ende Mai bis Ende August fast 20% zulegte. Ein kräftiger Anstieg folgte jeweils auf die Veröffentlichung des *Tankan*-Berichts am 4. Juli und des BIP-Berichts für das zweite Quartal am 12. August. Anlagen am japanischen Aktienmarkt wurden als globale Ankurbelungsstrategie angesehen und lockten daher erhebliche ausländische Zuflüsse an. Deutliche Abwärtsbewegungen japanischer Indizes in diesem Zeitraum standen meist mit der Bekanntgabe schwacher Gewinne durch US-Technologiefirmen in Zusammenhang – ein Zeugnis dafür, dass der japanische Markt letztlich von der Stärke der künftigen Erholung der US-Wirtschaft abhängig blieb.

Die japanischen Banken übertrafen in dieser Zeit den Markt. Die Anleger waren offenbar der Ansicht, etwaige Verluste auf den Anleihebeständen der Banken wegen des Renditenanstiegs würden durch Gewinne auf die Aktien-

Überdurchschnittliche Entwicklung der asiatischen Märkte ...

... und der japanischen Banken

bestände und einen Rückgang der Kreditausfälle mehr als wettgemacht. Auch Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten entwickelten sich überdurchschnittlich. Die im Mai bekannt gegebene Rekapitalisierung des fünftgrössten Bankkonzerns Japans, Resona, mit öffentlichen Mitteln und zu relativ milden Bedingungen für die bestehenden Aktionäre wurde als Hinweis darauf angesehen, dass schwächere Schuldner durch die staatliche Unterstützung für das Bankensystem vor dem Konkurs bewahrt würden.

Andere asiatische Märkte, die zuvor erheblich hinter den Märkten der USA und Europas zurückgelegen hatten, begannen ab Mai aufzuholen. Die Börsen Thailands, Indiens und Taiwans legten, in Landeswährung gerechnet, von Anfang Mai bis Ende August über 30% zu. Die Furcht vor SARS, die die Stimmung zu Jahresbeginn stark gedrückt hatte, liess nach, als die Zahl der gemeldeten Fälle sank. Die Märkte wurden überdies durch die anhaltend kräftigen Exporte der Region gestützt.

2. Das internationale Bankgeschäft

Die Kreditvergabe an Nichtbanken war im ersten Quartal 2003 die wichtigste Triebkraft am internationalen Bankkreditmarkt. Sie bestand vor allem aus Repo-Geschäften, konzerninterner Kreditvergabe sowie Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor. Wie schon seit Mitte 2002 schichteten die Banken in zahlreichen entwickelten Ländern ihre konsolidierten Kreditportfolios zulasten von Nichtbankschuldnern des privaten Sektors um, worin sich auch das schwache Wirtschaftswachstum widerspiegelte. Darüber hinaus wurden vielfach die Forderungen gegenüber Schuldnern in Ländern mit niedrigerem Rating weiter abgebaut, wie aus der schrittweisen Verbesserung des Durchschnittsrating der konsolidierten Portfolios der Kredite an aufstrebende Volkswirtschaften ersichtlich ist.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten Mittelzuflüsse, insbesondere infolge einer lebhaften Kreditvergabe an Banken. Allerdings gab es erneut regionale Unterschiede. Der Nettoabfluss aus Lateinamerika hielt an; dahinter standen Veränderungen der Einlagen sowie ein Rückgang der Forderungen gegenüber Nichtbanken in Mexiko, Brasilien und Argentinien. Dies wurde durch die Nettozuflüsse in die Asien-Pazifik-Region, hauptsächlich infolge wachsender Forderungen an den chinesischen Bankensektor, mehr als aufgewogen. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas, insbesondere die EU-Beitrittskandidaten, erhielten erneut weitere Bankmittel.

Forderungen an Nichtbanken – Repo-Geschäfte und Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor

Die Kreditvergabe an Nichtbanken, die zwei Drittel zum Anstieg der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken beitrug, dominierte die Entwicklung im ersten Quartal 2003. Hierfür war hauptsächlich das Wachstum des Repo-Geschäfts und der Forderungen an den öffentlichen Sektor verantwortlich. Ohne Saisonbereinigung stieg der ausstehende Bestand der gesamten grenzüberschreitenden Forderungen um \$ 341,4 Mrd. auf \$ 14 Bio. (Tabelle 2.1). Dadurch erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Forderungen von 6% im vierten Quartal 2002 auf 9% (Grafik 2.1).

Auslandsforderungen von an die BIZ berichtenden Banken								
Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar ¹								
	2001	2002	2002				2003	Stand Ende März 2003
	Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Forderungen insgesamt	859,4	740,8	57,3	225,9	94,3	363,4	341,4	13 991,6
Nach Instrument								
Kredite und Einlagen	612,2	500,3	-0,6	83,6	3,0	414,3	259,0	10 505,2
Wertpapiere ²	247,2	240,5	57,9	142,3	91,3	-50,9	82,4	3 486,4
Nach Währung								
US-Dollar	422,7	320,9	49,5	183,7	-114,4	201,9	93,5	5 771,7
Euro	439,6	463,0	44,3	98,5	201,1	119,1	231,7	4 867,2
Yen	-65,5	-40,0	-81,4	5,4	14,0	22,0	-16,7	720,7
Sonstige Währungen ³	62,5	-2,9	44,8	-61,7	-6,4	20,4	32,9	2 632,0
Nach Sektor des Schuldners								
Banken	417,3	459,9	9,5	146,4	-49,3	353,4	108,2	9 108,9
Nichtbanken	442,1	280,9	47,8	79,5	143,6	10,0	233,3	4 882,6
Nach Sitzland des Nicht- bankschuldners								
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	384,8	283,9	44,6	46,6	129,5	63,3	164,4	3 746,1
Euro-Raum	139,0	115,9	51,5	8,4	48,6	7,4	52,2	1 655,9
Japan	-3,7	4,1	-2,3	6,3	-0,4	0,5	21,8	145,8
USA	183,4	136,0	-17,3	40,1	55,5	57,6	32,2	1 307,6
Offshore-Finanzplätze	55,0	17,9	-7,7	36,9	16,8	-28,1	78,4	564,7
Aufstrebende Volks- wirtschaften	2,5	-17,4	9,3	-4,9	2,4	-24,3	-7,7	508,7
Nicht aufgliederbar ⁴	-0,1	-3,5	1,5	0,8	-5,0	-0,9	-2,3	63,1
<i>Nachrichtlich:</i> <i>Inlandsforderungen⁵</i>	76,4	38,6	69,8	-40,3	-26,5	35,6	184,8	1 941,9

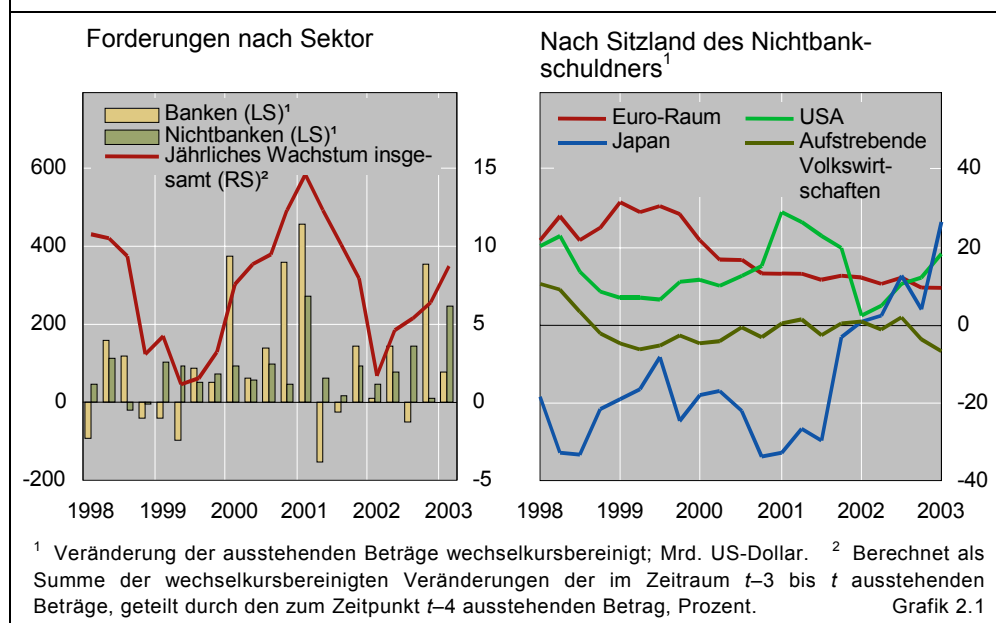
¹ Nicht saisonbereinigt. ² Hauptsächlich Schuldtitel. Sonstige Aktiva entsprechen weniger als 5% der gesamten ausstehenden Forderungen. ³ Einschl. nicht aufgliederbare Währungen. ⁴ Einschl. Forderungen an internationale Organisationen. ⁵ Fremdwährungsforderungen an Gebietsansässige des Sitzlandes der berichtenden Bank. Tabelle 2.1

Nach einer kräftigen Expansion des Interbankgeschäfts im Vorquartal belebte sich im ersten Quartal 2003 die Kreditvergabe an andere Sektoren. Für jeden Dollar, der im vierten Quartal 2002 zwischen Banken geflossen war, gingen im ersten Quartal 2003 66 Cents an Nichtbankkunden. Dieses Muster wechselnden Wachstums ist für die Sektoraufteilung der Kreditströme über den gesamten Erfassungszeitraum der BIZ-Statistiken charakteristisch. So führt ein periodisches Anschwellen des Interbankgeschäfts in Folgeperioden oftmals zu einem Anstieg der Kreditvergabe an Unternehmen und andere Schuldner. Aus Tabelle 2.1 geht dieses Quartalsmuster über das ganze Jahr 2002 deutlich hervor.

Abfluss geparkter
Finanzmittel aus
dem Interbank-
markt ...

Eine Zunahme der Forderungen an Nichtbanken des privaten Sektors kann zwar auf eine Belebung der Kreditvergabe an Unternehmen hinweisen, doch der Anstieg im ersten Quartal 2003 erklärt sich hauptsächlich aus dem wachsenden Repo-Geschäft (d.h. die Banken stellten Wertpapierhäusern

Auslandsforderungen nach Sektor und Sitzland



Finanzmittel zur Verfügung) sowie der Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor. Banken aus dem Vereinigten Königreich waren für etwa 43% des gesamten Forderungsanstiegs an diesen Sektor verantwortlich; ihre Forderungen an Unternehmen und andere Nichtbanken nahmen um \$ 99 Mrd. zu, was den grössten Anstieg seit Erfassung durch die BIZ-Statistiken darstellt. 60% bzw. \$ 59 Mrd. dieser Forderungen flossen an Nichtbanken in den USA, was hauptsächlich auf zunehmende Kredite an verbundene Wertpapierhäuser und die Schliessung von Short-Positionen zurückzuführen war. Weitere \$ 18 Mrd. entfielen auf konzerninterne Kreditvergabe mit Kontrahenten in Japan sowie den Erwerb von japanischen Staatspapieren.

Die Banken in den USA waren im ersten Quartal 2003 ebenfalls aktiv. Ihre Gesamtforderungen stiegen um insgesamt \$ 65,6 Mrd. Dies ist der grösste Anstieg seit dem vierten Quartal 2001. Triebkraft des Anstiegs waren die Forderungen an Nichtbanken des privaten Sektors; dahinter stand hauptsächlich das wachsende Repo-Geschäft mit Broker-Händlern an Offshore-Finanzplätzen und im Vereinigten Königreich. Unter Herausrechnung dieser Forderungen ging die Kreditvergabe an Unternehmen und andere Nichtbanken aber zum zweiten Mal in Folge zurück, und zwar um \$ 14,3 Mrd. Dies war teilweise auf einen Rückgang der Kreditvergabe an Schuldner aus dem Euro-Raum, insbesondere aus Deutschland und Spanien, in Höhe von \$ 5 Mrd. zurückzuführen.

Die vorsichtiger Kreditvergabe an Unternehmen war offenbar ein Spiegelbild der schlechten globalen Wirtschaftslage und der Erholung der internationalen Anleihenmärkte im ersten Quartal 2003.¹ Ohne Berücksichtigung der von Banken in den USA und im Vereinigten Königreich vergebenen Kredite stieg die Kreditvergabe an Nichtbanken um \$ 7,2 Mrd. und damit weniger als

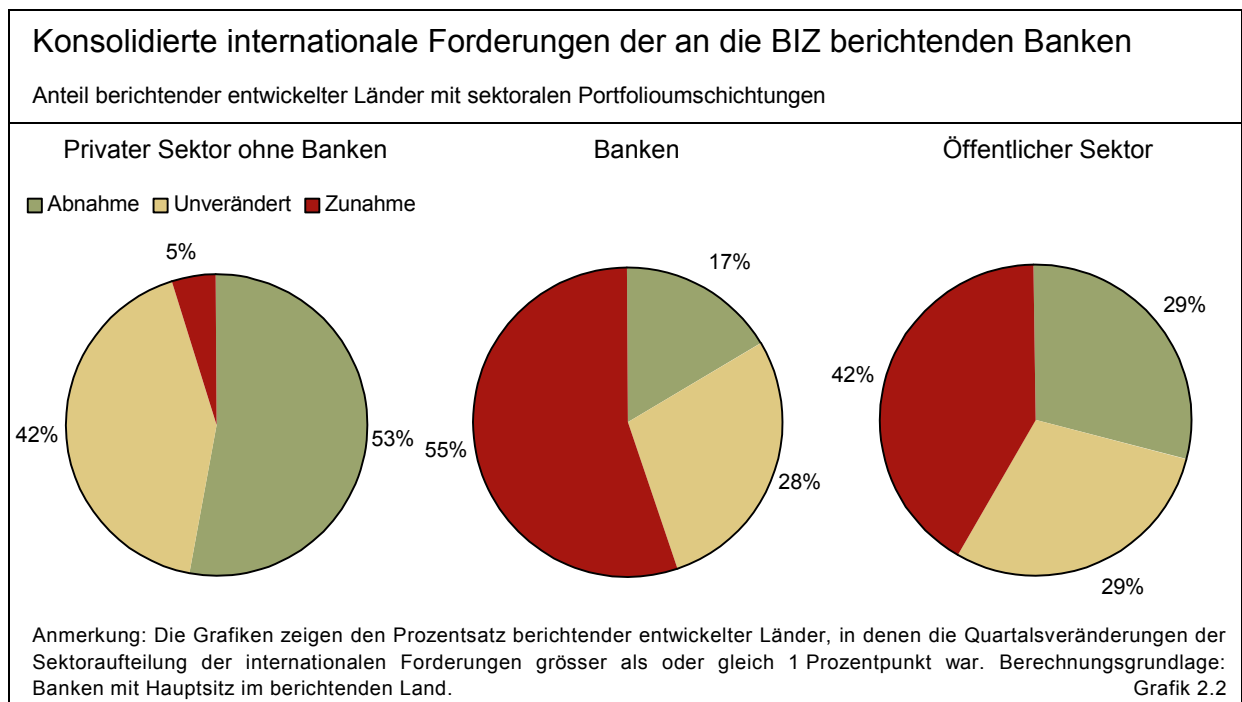
¹ S. den „Überblick“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom Juni 2003.

... infolge wachsender Repo- und konzerninterner Geschäfte

im dritten (\$ 25 Mrd.) und im vierten Quartal 2002 (\$ 46 Mrd.). Aus der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ, in der konzerninterne Positionen gegeneinander aufgerechnet werden, geht ausserdem hervor, dass die Banken im Berichtsgebiet ihre Kreditvergabe im ersten Quartal 2003 von den Unternehmen wegverlagerten. Die konsolidierten Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken an Nichtbanken des privaten Sektors beliefen sich auf \$ 3,8 Bio. bzw. 40% der gesamten konsolidierten internationalen Forderungen. Von den 19 Industrieländern, die an die BIZ berichten, verzeichneten zehn im ersten Quartal Portfolioumschichtungen zulasten von Unternehmen und anderen Nichtbanken des privaten Sektors. Nur die italienischen Banken lenkten Finanzmittel in diesen Sektor (Grafik 2.2).

Die Abkehr von der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor war unter den europäischen Banken am stärksten ausgeprägt. Ihre vertraglichen Forderungen an Nichtbanken des privaten Sektors beliefen sich auf \$ 2,8 Bio. bzw. 47% ihrer gesamten konsolidierten Auslandsforderungen (gegenüber 48% im Vorquartal). Die Forderungen belgischer und portugiesischer Banken an Wirtschaftsunternehmen in entwickelten europäischen Ländern gingen zurück, ebenso die Forderungen schwedischer Banken an diesen Sektor in den USA. In anderen Ländern Europas wurden gestiegene Forderungen an Unternehmen durch eine noch höhere Zunahme der Forderungen an den Bankensektor und an den öffentlichen Sektor in den Schatten gestellt. So verringerten die Banken in Österreich, Dänemark, Finnland, im Vereinigten Königreich und in der Schweiz allesamt den Anteil der Kreditvergabe an Nichtbanken des privaten Sektors. Die Forderungen der deutschen Banken an diesen Sektor blieben mit 50% der gesamten konsolidierten Auslandsforderungen vergleichsweise stabil, während der Anteil bei den französischen Banken von 56% im Vorjahreszeitraum auf 54% zurückging.

Europäische Banken lenken Finanzmittel in den Banken- und den öffentlichen Sektor



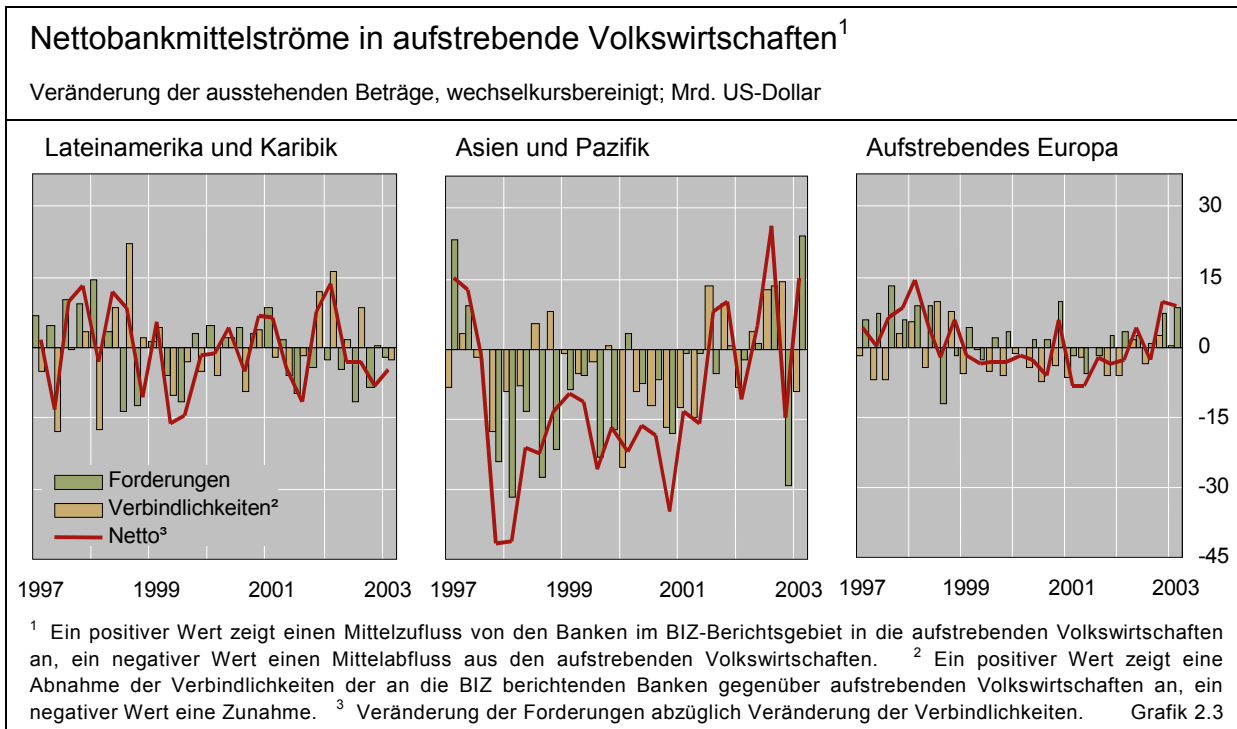
Nettozufluss in aufstrebende Volkswirtschaften mit regionalen Unterschieden

Im ersten Quartal 2003 flossen den aufstrebenden Volkswirtschaften netto neue Mittel von den Banken im BIZ-Berichtsgebiet zu, wobei jedoch regionale Unterschiede bestanden (Grafik 2.3). Die Gesamtforderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten einen Anstieg um \$ 29 Mrd., den grössten seit dem ersten Quartal 1997. Allerdings war dies einem ungewöhnlich kräftigen Anstieg der Forderungen an den chinesischen Bankensektor zuzuschreiben. Die Forderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas stiegen zum sechsten Mal in Folge, während die Forderungen an Lateinamerika erneut zurückgingen. Wie im folgenden Abschnitt ausgeführt, ist der Risikogehalt der Anlageportfolios der Banken im Berichtsgebiet in den vergangenen Jahren zurückgegangen, da sie ihre Forderungen an aufstrebende Volkswirtschaften abbauten. Der Anteil dieser Forderungen an den Gesamtforderungen lag im zweiten Quartal in Folge unter 7%, nachdem er 2001 noch durchschnittlich 8% und 2000 9% betragen hatte.

Anhaltender Mittelabfluss aus Lateinamerika

Der Rückgang der Forderungen an Lateinamerika schien sich im ersten Quartal 2003 zwar zu stabilisieren, doch sank der Anteil dieser Forderungen an den Gesamtforderungen gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt erstmals seit 1999 auf unter 30%. Sie fielen auf \$ 272 Mrd., was einer gegenüber dem Vorquartal unveränderten Rückgangsrate von 9,5% p.a. entsprach. Dies führte zum vierten Mal in Folge zu einem Nettomittelabfluss, der sich in diesem Quartal auf \$ 4,6 Mrd. belief. Nachdem die Forderungen an

Unveränderte Rückgangsrates der Forderungen an Lateinamerika ...



Banken zwei Quartale in Folge zurückgegangen waren, stiegen sie nunmehr um \$ 1,9 Mrd. Damit verzeichnete dieser Sektor den grössten Anstieg seit dem ersten Quartal 2001. Die Forderungen an Unternehmen und andere Nichtbanken verringerten sich jedoch um \$ 3,9 Mrd.; damit beschleunigte sich die Rückgangsrate in diesem Sektor von 5% p.a. in den beiden Vorquartalen auf 8% p.a. Ausserdem sank das Zeichnungsvolumen der Konsortialkredite für lateinamerikanische Schuldner im ersten Quartal 2003 auf \$ 2,5 Mrd., einen

Zuflüsse ausländischer Bankmittel in aufstrebende Volkswirtschaften									
Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar									
	Position der Banken ¹	2001	2002	2002				2003	Stand Ende März 2003
		Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Insgesamt ²	Forderungen	-27,0	-37,6	-0,8	1,1	-0,3	-37,6	28,7	930,9
	Verbindlichkeiten	20,3	-46,4	-10,4	-6,4	-18,4	-11,2	8,6	1 122,6
Argentinien	Forderungen	-5,8	-11,8	-4,3	-0,8	-4,5	-2,3	-1,9	29,6
	Verbindlichkeiten	-16,7	-0,1	-1,0	0,5	0,3	0,2	0,5	25,9
Brasilien	Forderungen	0,9	-11,3	1,0	-2,4	-3,5	-6,4	1,4	89,4
	Verbindlichkeiten	0,4	-8,0	1,4	-3,8	-1,4	-4,2	3,6	44,6
Chile	Forderungen	0,2	0,5	-0,3	-0,5	-0,1	1,3	-0,1	19,9
	Verbindlichkeiten	-1,0	-1,1	0,2	-0,8	-0,8	0,3	-1,2	15,2
China	Forderungen	-3,5	-12,4	-7,3	1,0	4,1	-10,2	15,9	60,4
	Verbindlichkeiten	-6,5	-3,6	-7,1	6,4	-1,0	-1,9	1,2	94,5
Indonesien	Forderungen	-5,4	-6,0	-1,3	-2,1	-1,3	-1,2	-1,1	30,4
	Verbindlichkeiten	1,1	-2,4	-1,4	-0,3	-0,2	-0,5	0,4	12,4
Korea	Forderungen	-0,2	8,2	6,4	1,8	6,5	-6,4	2,1	76,6
	Verbindlichkeiten	1,7	0,5	11,4	-5,6	-0,4	-4,8	-0,9	30,4
Mexiko	Forderungen	2,0	3,1	3,3	1,7	-1,9	-0,1	-0,6	64,2
	Verbindlichkeiten	8,8	-11,4	-14,1	1,3	-0,3	1,7	3,4	58,1
Russland	Forderungen	1,3	3,6	1,4	0,8	-1,1	2,4	1,2	36,6
	Verbindlichkeiten	5,2	9,6	3,6	0,0	4,0	2,0	5,7	45,1
Saudi-Arabien	Forderungen	-2,4	-5,4	0,0	0,5	-1,8	-4,2	1,0	20,5
	Verbindlichkeiten	-9,7	-2,1	-5,4	-0,1	1,4	2,0	5,8	57,2
Südafrika	Forderungen	-0,4	-0,4	-1,5	0,2	-0,6	1,5	-0,3	18,3
	Verbindlichkeiten	2,1	2,7	0,3	1,3	-0,4	1,4	0,6	21,7
Thailand	Forderungen	-3,5	-5,0	-2,2	-0,5	-0,5	-1,8	-0,4	18,7
	Verbindlichkeiten	1,3	-4,6	-0,7	-1,3	-1,4	-1,2	2,5	13,9
Türkei	Forderungen	-12,0	-2,8	0,9	-1,5	-2,1	-0,1	1,5	38,2
	Verbindlichkeiten	-2,1	0,0	1,6	-1,9	-0,2	0,5	-4,0	15,9
<i>Nachrichtlich:</i>									
EU-Beitrittskandidaten ³	Forderungen	6,3	10,1	1,4	1,9	3,4	3,3	5,3	98,8
	Verbindlichkeiten	9,9	-6,4	-0,2	0,5	-1,3	-5,4	-2,2	60,6
OPEC-Mitglieder	Forderungen	-13,7	-10,1	3,4	-0,6	-4,4	-8,5	-0,2	126,2
	Verbindlichkeiten	-2,9	-9,2	-6,2	-3,1	-1,2	1,3	-5,1	245,3

¹ In der Bilanz ausgewiesene Auslandspositionen der Banken im BIZ-Berichtsgebiet. Die Verbindlichkeiten bestehen hauptsächlich aus Einlagen. Eine Zunahme der Forderungen entspricht einem Mittelzufluss in die aufstrebenden Volkswirtschaften, eine Zunahme der Verbindlichkeiten einem Mittelabfluss. ² Alle aufstrebenden Volkswirtschaften. Einzelheiten zu weiteren Ländern s. Tabellen 6 und 7 des Statistischen Anhangs. ³ Länder in Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union (ohne die Türkei): Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn und Zypern.

Tabelle 2.2

... trotz Nettoabflüssen aus Mexiko, Brasilien und Argentinien

neuen Tiefstand. Dies entsprach noch 15% des gesamten Zeichnungsvolumens von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften, nach einem Durchschnitt von 33% seit 1999.

Den grössten Nettoabfluss in der Region verzeichnete mit \$ 4 Mrd. Mexiko; er bestand hauptsächlich aus erhöhten Einlagen bei Banken im Berichtsgebiet. Die Banken in Mexiko bildeten Einlagen von \$ 2,3 Mrd., hauptsächlich bei Banken an Offshore-Finanzplätzen. Gleichzeitig wurde ein Forderungsrückgang um \$ 1,2 Mrd. gegenüber mexikanischen Nichtbanken zum Teil durch einen Forderungsanstieg gegenüber den Banken ausgeglichen, sodass die Gesamtforderungen an mexikanische Schuldner gegenüber dem Vorquartal leicht zurückgingen.

Der Nettoabfluss von \$ 2,2 Mrd. aus Brasilien resultierte ebenfalls aus einem vergleichsweise grossen Anstieg der Auslandseinlagen. Banken in Brasilien bildeten Einlagen in Höhe von \$ 3,6 Mrd. bei Banken im Berichtsgebiet, hauptsächlich in den USA und im Vereinigten Königreich. Nach einem Rückgang von drei Quartalen in Folge stiegen die Forderungen an Brasilien um \$ 1,4 Mrd., da der brasilianische Bankensektor mehr neue Kredite erhielt als Forderungen gegenüber Nichtbanken abgebaut wurden.

Anders als in Mexiko und Brasilien führte in Argentinien eine verringerte Kreditvergabe sowohl an Banken als auch an Nichtbanken zum fünften Mal in Folge zu Nettomittelabflüssen. Die Forderungen an Banken und Nichtbanken sanken um \$ 0,7 Mrd. bzw. \$ 1,1 Mrd. Damit fielen die Gesamtforderungen an Argentinien auf \$ 29,6 Mrd. bzw. auf 64% des Stands vom zweiten Quartal 2001. Banken aus zahlreichen berichtenden Ländern verringerten ihre kurzfristigen Forderungen an Argentinien, am stärksten erneut Banken aus den USA.

Inmitten der wirtschaftlichen Turbulenzen des ersten Quartals 2003 verzeichnete Venezuela den grössten Nettozufluss seit dem dritten Quartal 2001. Der Nettozufluss von \$ 2 Mrd. war im Wesentlichen auf den Einlagenrückzug venezolanischer Banken, hauptsächlich aus Banken in den USA, zurückzuführen. Der vergleichsweise grosse Forderungsrückgang von \$ 0,9 Mrd. gegenüber venezolanischen Nichtbanken wurde durch erhöhte Kreditvergabe an den Bankensektor des Landes weitgehend ausgeglichen. Die Gesamtforderungen an venezolanische Schuldner beliefen sich damit auf \$ 15 Mrd., was 6% der Gesamtforderungen gegenüber der Region entspricht (erstes Quartal 2002: 5%).

Nettozuflüsse in die Asien-Pazifik-Region durch Repo-Geschäfte mit den USA

Im ersten Quartal 2003 verzeichnete die Asien-Pazifik-Region nach den Abflüssen im Vorquartal wieder Mittelzuflüsse, und zwar trotz sinkender Forderungen an Unternehmen und andere Nichtbanken. Der Nettozufluss belief sich aufgrund vergleichsweise grosser Neukredite an einige wenige Länder auf \$ 15 Mrd. Dies war der zweitgrösste Zufluss seit dem ersten Quartal 1997. Im Wesentlichen wuchsen die Forderungen an den Bankensektor der Region, hauptsächlich in China, Taiwan (China) und Korea, nämlich um \$ 27 Mrd. Der Anteil der Forderungen an die Asien-Pazifik-Region an den Gesamtforderungen gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften stieg daher im ersten

Quartal auf 31% und näherte sich dem seit Anfang 1999 geltenden Durchschnitt von 32,5%. Die Region löste damit Lateinamerika als die Region ab, in der die Banken im Berichtsgebiet am stärksten engagiert sind.

Der Nettozufluss in die Region war hauptsächlich auf das Geschäft mit China zurückzuführen. Die Forderungen an China stiegen um \$ 16 Mrd.; drei Viertel davon flossen aus Banken in den USA und im Vereinigten Königreich dem chinesischen Bankensektor zu. Zu einem grossen Teil war dies einer Belebung des Repo-Geschäfts mit Banken in den USA nach einer Verlangsamung im vierten Quartal 2002 zuzuschreiben, was wiederum zum Teil daraus resultierte, dass chinesische Banken einen Anstieg der Kreditvergabe in Fremdwährung im ersten Quartal 2003 über den Repo-Markt anstatt über den Interbankmarkt refinanzierten.

Repo-Geschäfte mit Banken in China massgebend

Die Forderungen an Banken in Taiwan stiegen im ersten Quartal ebenfalls. Allerdings wurde dies grösstenteils durch einen Rückgang der Forderungen an Unternehmen und andere Schuldner sowie durch erhöhte Einlagen von Gebietsansässigen bei Banken im Berichtsgebiet ausgeglichen. Die Forderungen an den taiwanischen Bankensektor erhöhten sich insgesamt um \$ 6,5 Mrd. Dies ist der grösste Zuwachs seit Beginn der statistischen Erfassung durch die BIZ. Der Anstieg war vorwiegend das Ergebnis einer Wiederbelebung der konzerninternen Geschäfte und der Repo-Geschäfte mit Banken in den USA nach einem Rückgang im vierten Quartal 2002. Ausserdem trug eine Reklassifizierung von Krediten von Banken in den USA zu dem Forderungsanstieg an den taiwanischen Bankensektor und zum Forderungsrückgang in Höhe von \$ 1,9 Mrd. gegenüber Nichtbanken bei.

Für den Nettozufluss an Banken in Korea waren im Wesentlichen Banken in den USA verantwortlich. Die Forderungen an den koreanischen Bankensektor stiegen um \$ 5,6 Mrd., während die Forderungen an Nichtbanken um \$ 3,6 Mrd. zurückgingen. Beides war zum Teil auf eine sektorale Reklassifizierung von Krediten durch Banken in den USA zurückzuführen. Ohne Berücksichtigung der Kredite dieser Banken blieb die Kreditvergabe an Unternehmen und andere Nichtbanken im Vergleich zum Vorquartal stabil, während \$ 1,4 Mrd. an zusätzlichen Finanzmitteln in den Bankensektor flossen.

Weiterer Nettozufluss in aufstrebende Volkswirtschaften Europas

Die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas verzeichneten im ersten Quartal 2003 zum zweiten Mal in Folge einen Nettomittelzufluss, der fast an das Niveau des Vorquartals heranreichte. Dies war im Wesentlichen auf einen Forderungsanstieg zurückzuführen, von dem zwei Drittel an EU-Beitrittskandidaten flossen. Aber auch Bewegungen bei den Einlagen einiger Länder spielten eine Rolle. Die Forderungen an die Region erhöhten sich um \$ 8,4 Mrd., wobei die Banken im Berichtsgebiet ihre Kreditvergabe sowohl an den Bankensektor (\$ 5,2 Mrd.) als auch an Nichtbanken (\$ 3,3 Mrd.) ausweiteten.

Die Forderungen stiegen im ersten Quartal 2003 gegenüber sämtlichen EU-Beitrittskandidaten mit einer Ausnahme (Lettland) an, am stärksten gegenüber Ungarn, Polen und Zypern. Die Forderungen an Ungarn erhöhten sich um \$ 1,4 Mrd., worin sich die wachsende Kreditvergabe von Banken aus den

Banken vergeben Finanzmittel an fast alle EU-Beitrittskandidaten

Niederlanden, Österreich und Deutschland widerspiegelte. Zudem führten Banken in Ungarn Einlagen in Höhe von \$ 1,3 Mrd. von europäischen Banken zurück. Damit verzeichnete Ungarn einen Nettozufluss von insgesamt \$ 2,7 Mrd., den grössten seit Aufzeichnung durch die BIZ.

Unter den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften Europas verzeichnete Russland einen kräftigen Mittelabfluss in Form eines Anstiegs von US-Dollar- und Euro-Einlagen. Die Banken in Russland erhöhten ihre Einlagen bei Banken in den USA, Deutschland, Frankreich und anderen Ländern des Euro-Raums um \$ 5,5 Mrd.; dies war die grösste Einlagenbewegung seit Erfassung durch die BIZ-Statistik. Der Einlagenanstieg wurde zwar teilweise durch die Kreditvergabe in Höhe von \$ 1,7 Mrd. von Banken in Deutschland an russische Nichtbanken ausgeglichen, trug aber zu einem Nettoabfluss aus Russland in Höhe von \$ 4,5 Mrd. bei.

Sinkende Länderrisiken wegen geringeren Engagements in aufstrebenden Volkswirtschaften

Im Einklang mit der in den letzten *BIZ-Quartalsberichten* beschriebenen Verlagerung hin zu risikoärmeren Anlagen ist das Länderrisiko zahlreicher bedeutender Bankensysteme des Berichtsgebiets offensichtlich gesunken. Diese Abnahme war das Ergebnis eines geringeren Engagements sowohl in den aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt als auch gegenüber risikoreicheren Ländern *innerhalb* dieser Gruppe.

Dem Länderrisiko entspricht hier das Länder-Rating, das den potenziellen Verlust von im Ausland gehaltenen Vermögenswerten aufgrund einer Verschlechterung der politischen oder wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im betreffenden Land – in der Regel einer aufstrebenden Volkswirtschaft – misst. Da die potenzielle Zahlungsunfähigkeit der öffentlichen Hand in einer aufstrebenden Volkswirtschaft oftmals die Quelle für Finanzmarkturbulenzen ist, stellt ein gewichteter Durchschnitt der Staatsanleihen-Ratings für alle aufstrebenden Volkswirtschaften im Forderungsbestand eines bestimmten Berichtlandes eine grobe, jedoch anschauliche Messgrösse des von den Banken eines Landes eingegangenen Länderrisikos dar (s. Kasten „Durchschnittliche Länder-Ratings“).

Rückzug der Banken aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Sinkendes Länderrisiko bei abnehmendem Engagement in aufstrebenden Volkswirtschaften

Das Länderrisiko ist offenbar in den vergangenen Jahren, teilweise infolge eines abnehmenden Engagements in den aufstrebenden Volkswirtschaften, beständig zurückgegangen. Gemessen am letztlichen Risiko („ultimate risk“) sank der Anteil der Forderungen an aufstrebende Volkswirtschaften, die gewöhnlich ein höheres Länderrisiko aufweisen als entwickelte Länder, von 12% im zweiten Quartal 1999 auf 9% im ersten Quartal 2003. Der Anteil der so gemessenen Forderungen gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas blieb im selben Zeitraum stabil, während der Anteil aller anderen aufstrebenden Regionen zurückging. Der Anteil der Forderungen mit letzlichem Risiko gegenüber lateinamerikanischen Schuldnern an den

Durchschnittliche Länder-Ratings: Berechnung und Analyse

Aufsichtsinstanzen und Entscheidungsträger bekunden ein zunehmendes Interesse, die Anfälligkeit des Bankensektors eines Landes gegenüber gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen im Inland und im Ausland messen zu können. Aus den verschiedenen Faktoren, die diese Anfälligkeit ausmachen, ragt das Länderrisiko im Zusammenhang mit ausländischen Engagements hervor. Das Länderrisiko ist, einfach ausgedrückt, eine Messgrösse für den potenziellen Verlust von im Ausland gehaltenen Vermögenswerten aufgrund einer Verschlechterung der politischen oder wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den betreffenden Ländern, zumeist aufstrebenden Volkswirtschaften. Für eine erste Annäherung kann eine durchschnittliche Messgrösse für die Kreditqualität der Schuldnerländer, in denen ein Berichtsland Vermögenswerte hält, hilfreich sein, um die Entwicklung des Länderrisikos, dem die einzelnen Bankensysteme ausgesetzt sind, zu verfolgen. Für diese Analyse wird als Messgrösse für das Länderrisiko der einzelnen Schuldnerländer das Länder-Rating einer Rating-Agentur verwendet.

Berechnung

Die hier verwendete Messgrösse für das Länderrisiko, dem jedes Berichtsland ausgesetzt ist, bzw. das „Durchschnittsrating“, basiert ausschliesslich auf dem Engagement des Berichtslandes in aufstrebenden Volkswirtschaften; sie ist ein einfacher gewichteter Durchschnitt der Länder-Ratings aller aufstrebenden Schuldnerländer. Da die Ausfallwahrscheinlichkeit bei einer Verschlechterung des Länder-Rating eines Landes nicht linear zunimmt, werden als Gewichte die Ausfallwahrscheinlichkeiten verwendet, die jeder Rating-Kategorie zugeordnet sind, um die exponentiell wachsende Verlustwahrscheinlichkeit besser zu erfassen. Somit ist das Durchschnittsrating des Berichtslandes i , AR_i , der gewichtete Durchschnitt der Ausfallwahrscheinlichkeiten, die mit den Ratings für Fremdwährungs-Staatsanleihen aller Schuldnerländer unter den aufstrebenden Volkswirtschaften, in denen das Berichtsland engagiert ist, verbunden sind.^① Formal wird das AR_i für ein Gläubigerland i zu jedem gegebenen Zeitpunkt wie folgt berechnet:

$$AR_i = \sum_j \omega_{ij} * PD_j$$
$$\omega_{ij} = \frac{c_{ij}}{\sum_j c_{ij}}$$

Dabei bezeichnet j die aufstrebenden Schuldnerländer gegenüber denen das Berichtsland i Forderungen hält, ω_{ij} ist der Anteil der Forderungen gegenüber Schuldnerland j an den Gesamtforderungen des Berichtslandes i , PD_j ist die Ausfallwahrscheinlichkeit, die dem Länder-Rating des Schuldnerlandes j entspricht, und c_{ij} steht für das Engagement des Berichtslandes i gegenüber dem Schuldnerland j . Das Engagement jedes Berichtslandes entspricht den Auslandsforderungen auf Basis des letzten Risikos gegenüber jedem einzelnen Schuldnerland. Zu den Auslandsforderungen zählen sowohl Forderungen in Fremdwährung als auch in Landeswährung; sie werden jeweils um den Risikotransfer in das Land oder aus dem Land, je nach dem letzten Garanten der Forderung, bereinigt.

Das Länder-Rating jedes Schuldnerlandes beruht auf dem Rating von Standard & Poor's. Jedem Buchstabenrating, das je nach Land und im Zeitverlauf veränderlich ist, wird eine Ausfallwahrscheinlichkeit zugeordnet, die annahmegemäss im Zeitablauf konstant bleibt. Diese Ausfallwahrscheinlichkeiten basieren auf empirischen Erfahrungswerten für Zahlungsausfälle von Unternehmen, die gewöhnlich häufiger auftreten als Zahlungsausfälle von Staaten (s. Packer, „Vorsicht Stufe: Unterschiede im Rating für Staatsschulden in Landes- und in Fremdwährung“, in diesem *BIZ-Quartalsbericht*).^② Bei der Anwendung dieser Wahrscheinlichkeiten für die Gewichtung wird davon ausgegangen, dass die Rating-Agenturen mit angemessener Konsistenz vorgehen,

^① Die Berechnungsmethode stützt sich lose auf ein ähnliches Verfahren, das in *Financial Stability Review* vom Juni 2000 erörtert wurde. ^② Die Ausfallwahrscheinlichkeit wird mit Eins festgelegt, wenn sich der Staat in der Zahlungsunfähigkeit befindet.

wenn sie die Bonität verschiedener Schuldnerkategorien einstufen. Im Anschluss an die Berechnung der durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeit kann diese mittels des am nächsten liegenden Rating ausgedrückt werden.

Anwendungen und bestehende Probleme

Das geschätzte Durchschnittsrating eines Berichtlandes ist am besten geeignet, um Veränderungen der Kreditqualität im Zeitverlauf zu ermitteln. Dabei können u.a. Unterschiede in der Kreditqualität zwischen Forderungen an den öffentlichen und an den privaten Sektor, in der Portfoliozusammensetzung und in der Besicherungsquote der Auslandsforderungen die Aussagefähigkeit des geschätzten Durchschnittsrating zu einem gegebenen Zeitpunkt einschränken. Soweit sich jedoch diese Faktoren nur langsam verändern, kann die *Zeitreiheneigenschaften* des geschätzten Durchschnittsrating für jedes Berichtland gleichwohl nützlich sein, um grössere Veränderungen der Risiken des Auslandsengagements, wie sie im Mittelpunkt des Haupttextes stehen, zu ermitteln.

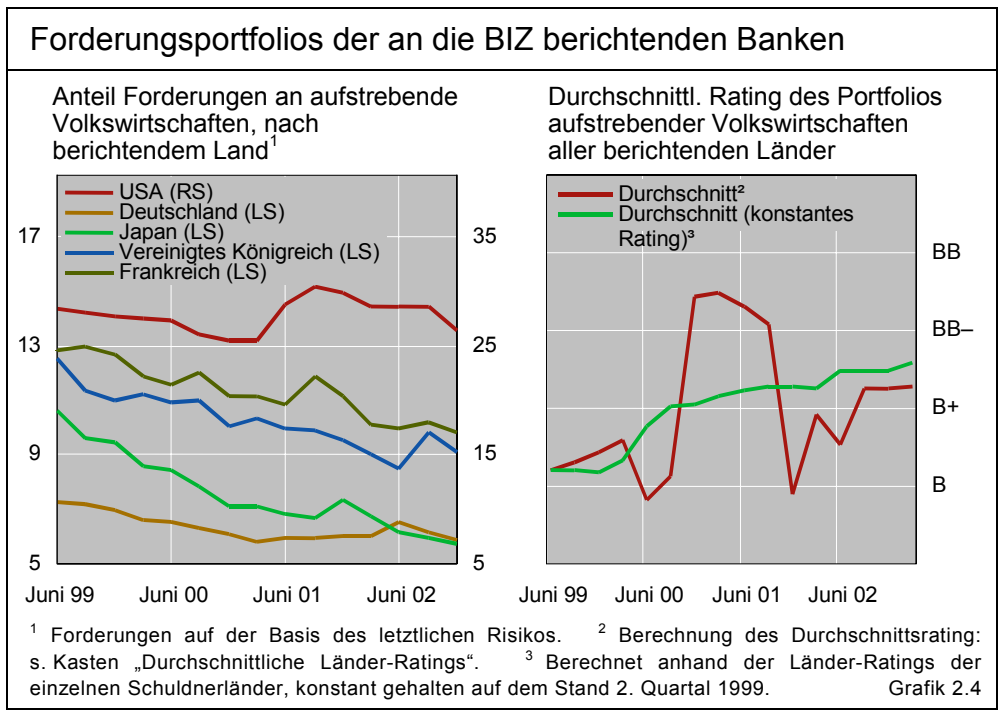
Aufgrund mangelhafter Daten müssen bei der Berechnung des Durchschnittsrating eine Reihe von Annahmen getroffen werden. So sind beispielsweise nur 13% der gesamten Auslandsforderungen der Banken im Inlandsbesitz in den BIZ-Berichtsländern Forderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor. Für zahlreiche Schuldnerländer sind plausible Indikatoren für die Solidität des Banken- und des Unternehmenssektors nicht ohne weiteres verfügbar. Obwohl Unterschiede in der Kreditqualität zwischen Sektoren zweifelsohne eine Rolle spielen, berücksichtigt der hier berechnete Index ausschliesslich das Rating der Staatsschulden, wodurch sich das geschätzte Durchschnittsrating verzerren kann.

Die Berechnung wird ferner dadurch erschwert, dass die konsolidierte BIZ-Statistik potenziell wichtige Engagements der Bankensysteme der Berichtsländer nicht erfasst. Zwar wird bei den konsolidierten Forderungen auf der Basis des letztlichsten Risikos der letztlichste Garant jeder Forderung berücksichtigt, doch beschränkt sich der Erfassungsbereich dieser Analyse auf die bilanzwirksamen Engagements der Banken. Ausserbilanzielle Positionen hingegen, ein wichtiger Teil der Gesamtforderungen der Banken, werden in den BIZ-Statistiken nicht erfasst. Das Ausmass, in dem diese Positionen bekannte Risiken in Auslandsengagements ausgleichen oder als Absicherung dagegen dienen, beeinflusst das geschätzte Durchschnittsrating zusätzlich.

Schliesslich sind nicht alle Staaten mit einem Rating ausgestattet, weshalb einem Teil der Forderungen von Banken des Berichtsgebiets keine Ausfallwahrscheinlichkeiten zugeordnet werden können. Ein Land hat z.B. kein Länder-Rating, weil es keine ausstehenden Staatsanleihen hat oder aber weil die Rating-Agenturen seinen Staatsschulden kein Rating gegeben haben. Allerdings ist dieses Problem heute geringer als früher, da die Zahl der Länder, deren Staatsschulden mit einem Rating versehen sind, in den letzten zehn Jahren gewachsen ist. Der Anteil der Forderungen sämtlicher BIZ-Berichtsländer gegenüber Ländern ohne ein von Standard & Poor's vergebenes Länder-Rating für Fremdwährungsanleihen lag in jedem Quartal seit Mitte 1999 im Durchschnitt bei lediglich 4% der Gesamtforderungen.

Gesamtforderungen stieg zunächst von 4% im zweiten Quartal 1999 auf 5% im ganzen Jahr 2001 und fiel dann bis zum ersten Quartal 2003 auf 3% zurück. Im gleichen Zeitraum verringerte sich der Anteil der Schuldner des Asien-Pazifik-Raums ebenfalls von 4% auf knapp 3%.

Der Rückzug aus den aufstrebenden Volkswirtschaften und die entsprechende Verbesserung des durchschnittlichen Rating der auf der Basis des letztlichsten Risikoträgers ermittelten Forderungsportfolios war eine vergleichsweise verbreitete Entwicklung in den führenden Bankensystemen (Grafik 2.4, links). Der Anteil der so gemessenen Forderungen von US-Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften an ihren Gesamtforderungen sank von 30% Ende 2001 auf 26% im ersten Quartal 2003, wobei die Forderungen an lateinamerikanische Schuldner am stärksten zurückgingen. Die japanischen Banken halbierten ihr Engagement in aufstrebenden Volkswirtschaften im Verlauf der



letzten fünf Jahre; der Anteil ihrer Forderungen mit letzlichem Risiko an Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften sank von 12% im Jahr 1999 auf 6% im ersten Quartal 2003. Auch die britischen, deutschen und französischen Banken reduzierten ihr Engagement in aufstrebende Volkswirtschaften, was zu einer Verbesserung des Durchschnittsrating auch in ihren Forderungsbeständen beitrug.

Gesunkenes Engagement gegenüber risikoreicheren Ländern unter den aufstrebenden Volkswirtschaften

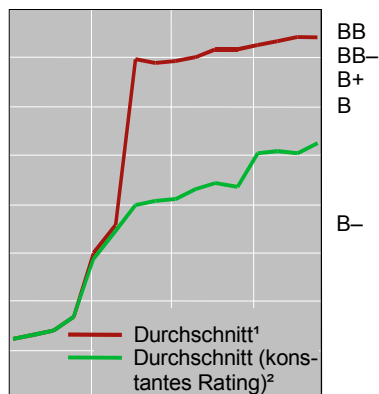
Die Banken haben nicht nur ihr Engagement gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt verringert, sondern zusätzlich zunehmend Finanzmittel in weniger risikobehaftete Länder *innerhalb* dieser Gruppe gelenkt, wie die Verbesserung des Durchschnittsrating ihrer entsprechenden Portfolios zeigt. Die vierteljährlichen Veränderungen der Durchschnittsratings resultieren zumeist aus Veränderungen des Rating von Staatsschulden der Schuldnerländer und nicht aus massiven Verschiebungen im Engagement gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften (Grafik 2.4, rechts). Werden die einzelnen Länder-Ratings jedoch konstant auf dem Niveau von Mitte 1999 gehalten, dann verbesserten die Banken des Berichtsgebiets mittels Umschichtungen das Durchschnittsrating ihres Gesamtportfolios in aufstrebenden Volkswirtschaften, und zwar von nahe B im zweiten Quartal 1999 auf über B+ im ersten Quartal 2003.

Zwar zogen die berichtenden Banken Finanzmittel aus risikoreicheren Ländern in allen aufstrebenden Regionen ab, doch ist die Rating-Verbesserung ihres Portfolios der aufstrebenden Volkswirtschaften Europas am auffälligsten (Grafik 2.5). Auf der Basis des letzten Risikos ist der Anteil der Forderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas von 17% der

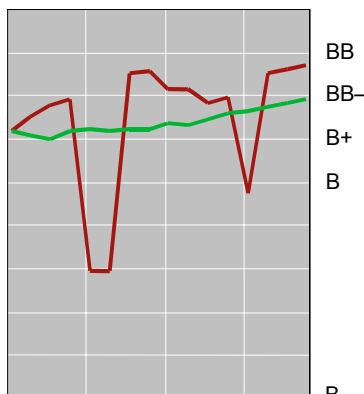
Abnehmendes Länderrisiko des Portfolios aufstrebender Volkswirtschaften Europas ...

Durchschnittliches Rating der Portfolios aufstrebender Volkswirtschaften von an die BIZ berichtenden Banken

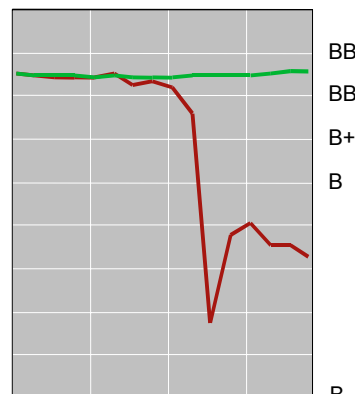
Aufstrebendes Europa



Asien und Pazifik



Lateinamerika und Karibik



Juni 99 Juni 00 Juni 01 Juni 02

Juni 99 Juni 00 Juni 01 Juni 02

Juni 99 Juni 00 Juni 01 Juni 02

¹ Berechnung des durchschnittlichen Rating: s. Kasten „Durchschnittliche Länder-Ratings“. ² Berechnet anhand der Länder-Ratings der einzelnen Schuldnerländer, konstant gehalten auf dem Stand 2. Quartal 1999. Grafik 2.5

Gesamtforderungen Mitte 1999 auf 23% im ersten Quartal 2003 angestiegen. Im gleichen Zeitraum hat sich jedoch das Durchschnittsrating (mit konstanten Länder-Ratings von Mitte 1999) von CCC+ auf nahezu B verbessert, und zwar hauptsächlich infolge eines Forderungsabbaus gegenüber Russland und eines Forderungsanstiegs gegenüber Polen. Der Anteil der Forderungen mit letztllichem Risiko gegenüber Russland, dessen Zahlungsausfall im August 1998 zu einem Durchschnittsrating von CCC im Zeitraum Mitte 1999 bis erstes Quartal 2003 führte, an den Gesamtforderungen gegenüber der Region fiel in diesem Zeitraum von 26% auf 11%. Der Anteil der Forderungen an Polen, das ein Durchschnittsrating von nahezu BBB+ aufwies, an den Gesamtforderungen gegenüber der Region stieg im gleichen Zeitraum von 12% auf 24%.

... ebenso im Portfolio der Asien-Pazifik-Region

Das Durchschnittsrating des Asien-Pazifik-Portfolios der Banken im Berichtsgebiet verbesserte sich ebenfalls, wenn auch weniger dramatisch. Bei konstanten Länder-Ratings auf dem Stand von Mitte 1999 näherte sich das Durchschnittsrating dieses Portfolios BB- an, eine Verbesserung von ungefähr einem Risikograd. Dies war im Wesentlichen das Ergebnis eines gesunkenen Engagements gegenüber Indonesien, das von Mitte 1999 bis zum ersten Quartal 2003 ein Durchschnittsrating von CCC- aufwies, und des gestiegenen Engagements gegenüber Malaysia, dessen Durchschnittsrating besser als BBB war.

Der Zahlungsausfall des argentinischen Staates im Jahr 2001 drückte das Durchschnittsrating des Lateinamerika-Portfolios der Banken im Berichtsgebiet nach unten. Werden jedoch die Länder-Ratings konstant auf ihrem Stand von Mitte 1999 gehalten, so veränderte sich das Durchschnittsrating dieses Portfolios in diesem Zeitraum kaum, sondern verharrte nahe bei BB-. Dies ist darauf zurückzuführen, dass zwei der wichtigsten Schuldnerländer der Region, Argentinien und Mexiko, zu der Zeit ähnliche Länder-Ratings aufwiesen. Die Verschlechterung des Durchschnittsrating dieses Portfolios Mitte 2001 war das Ergebnis der sukzessiven Herabstufungen des argentinischen Staates, die im

März 2001 begannen. Die im ersten Quartal 2002 einsetzende Verbesserung war darauf zurückzuführen, dass die Banken ihr Argentinien-Engagement verringerten; sie wurde jedoch durch die Herabstufung Brasiliens um einen Risikograd auf B+ im Juli 2002 zum Teil wieder aufgezehrt. Während der Anteil der Forderungen (auf Basis des letzten Risikos) gegenüber Argentinien an den Gesamtforderungen gegenüber der Region von 21% Mitte 1999 auf 8% im ersten Quartal 2003 zurückging, erhöhte sich der Anteil Mexikos im gleichen Zeitraum von 20% auf 45%.

Internationale Konsortialkredite im zweiten Quartal 2003

Blaise Gadanecz

Im zweiten Quartal belebte sich das Geschäft am internationalen Konsortialkreditmarkt, nachdem es zuvor drei Mal in Folge abgenommen hatte. Das Zeichnungsvolumen erreichte \$ 371 Mrd., gegenüber \$ 234 Mrd. im ersten Quartal. Saisonbereinigt ergab sich daraus dennoch ein leichter Rückgang. Gewöhnlich ist das Zeichnungsvolumen im zweiten Quartal jedes Jahres hoch; in den Jahren 1999 bis 2002 betrug es durchschnittlich \$ 384 Mrd.

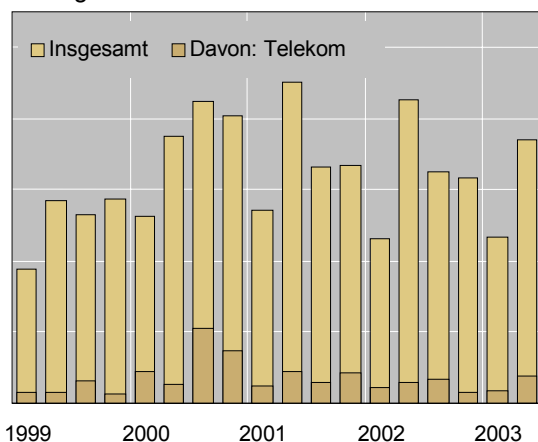
Die Kreditvergabe an US-Schuldner, insbesondere an solche mit Anlagequalität, ging im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zurück. Unabhängig vom Rating verringerte sich das Geschäft insgesamt um 32%. Zum einen war dies auf die vorteilhaften Finanzierungsbedingungen an den Märkten für Unternehmensanleihen zurückzuführen, zum anderen wurden weniger Auffangkreditlinien für die Emission von Commercial Paper als vor einem Jahr vergeben. Bemerkenswert war der stark gesunkene Anteil von explizit als besichert ausgewiesenen Geschäften auf 8% der gesamten Kreditvergabe an US-Schuldner; dies entspricht dem Rückgang der langfristigen Bonitätsherabstufungen in den USA. Zuvor hatte dieser Anteil 21% im Quartalsdurchschnitt seit Anfang 1999 betragen, und im ersten Quartal 2003 hatte er einen Höchstwert von 36% erreicht.

Hingegen erhöhte sich das Zeichnungsvolumen europäischer Schuldner im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Der kräftige Anstieg um 39% resultierte aus umfangreichen Refinanzierungen

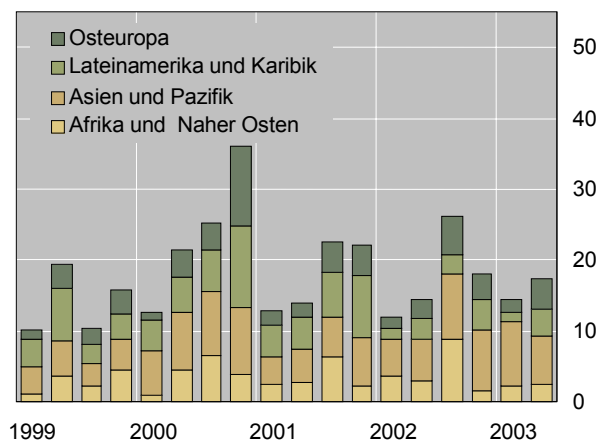
Geschäft am internationalen Konsortialkreditmarkt

Mrd. US-Dollar

Bereitgestellte Fazilitäten



Fazilitäten für aufstrebende Volkswirtschaften



Quellen: Dealogic Loanware; BIZ.

von Automobilherstellern (DaimlerChrysler erneuerte \$ 13 Mrd.) und von Telekommunikationsunternehmen (z.B. Telekom Italia/Olivetti und Vodafone),^① was darauf schliessen lässt, dass das Vertrauen der Anleger in diesen Sektor zurückgekehrt ist. Das weltweite Zeichnungsvolumen von Telekommunikationsunternehmen, das nahezu \$ 40 Mrd. erreichte, war das höchste seit Ende 2001. Ein Anstieg der Liquidität im Sekundärmarkt, wo der Handel mit dieser Art von Schuldtiteln populär geworden ist und laut Berichten von Marktteilnehmern das Geschäft geradezu dominierte, hat den Sektor seit kurzem neu belebt.

Das Zeichnungsvolumen von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften weitete sich im Vergleich zum Vorjahreszeitraum leicht aus und erreichte \$ 18 Mrd. für sämtliche Regionen. Die Kreditvergabe an Lateinamerika, die im Vorquartal einen historischen Tiefstand erreicht hatte, erholte sich, gestützt durch eine für den mexikanischen Staat bereitgestellte Fazilität in Höhe von \$ 2 Mrd. zur Finanzierung des Rückkaufs von Brady-Anleihen.^② In Asien kam die grösste Nachfrage von Kreditnehmern aus Korea und Taiwan, hauptsächlich in den Sektoren Elektronik, Banken und Petrochemie. Kreditnehmer aus den beiden Ländern erhielten Konsortialkredite von insgesamt je \$ 1,8 Mrd. Die South African Reserve Bank zeichnete eine Fazilität von \$ 1 Mrd. zur Tilgung einer bestehenden Kreditlinie.

^① Die Fazilitäten beider Unternehmen, die anfänglich € 15,5 Mrd. bzw. \$ 10,4 Mrd. betragen, wurden später, d.h. im dritten Quartal, herabgesetzt. ^② S. „Der internationale Markt für Schuldtitel“.

3. Der internationale Markt für Schuldtitel

Im zweiten Quartal 2003 blieb die Mittelaufnahme am internationalen Markt für Schuldtitel unverändert stark. Der Nettoabsatz insgesamt blieb mit \$ 346 Mrd. (Tabelle 3.1) gegenüber dem Vorquartal im Wesentlichen unverändert. Damit belief sich der Nettoabsatz im ersten Halbjahr auf \$ 701 Mrd. Das entspricht

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Schuldtitel								
Mrd. US-Dollar								
	2001	2002	2002			2003		Stand Ende Juni 2003
	Jahr	Jahr	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
Nettoabsatz insgesamt	1 346,9	1 010,5	340,5	179,3	182,2	355,1	345,6	10 266,2
Geldmarktinstrumente ¹	-78,9	2,3	8,3	11,8	-10,0	55,4	3,4	518,7
<i>Commercial Paper</i>	26,9	23,7	1,8	19,3	-3,0	46,8	13,1	367,9
Anleihen und Notes ¹	1 425,8	1 008,2	332,2	167,5	192,2	299,8	342,2	9 747,5
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	390,8	198,9	74,1	25,3	39,6	-41,7	-27,6	2 215,3
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	995,8	799,2	245,6	145,2	155,2	341,1	369,3	7 210,6
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	39,1	10,1	12,5	-3,0	-2,6	0,3	0,5	321,6
Entwickelte Länder	1 259,9	946,3	325,6	164,4	171,8	330,4	314,4	9 091,0
<i>USA</i>	596,7	337,2	115,7	35,6	48,5	61,3	30,6	2 865,1
<i>Euro-Raum</i>	550,9	471,1	153,5	91,0	98,1	212,8	206,5	4 256,7
<i>Japan</i>	-10,1	-23,5	3,2	-6,2	-10,2	-4,0	-2,7	249,1
Offshore-Finanzplätze	28,2	8,3	0,3	-1,1	4,7	2,3	4,3	119,1
Entwicklungsländer	42,6	35,0	7,8	6,9	8,7	13,2	11,7	577,4
Finanzinstitute	1 037,5	834,6	277,3	151,6	168,7	273,1	246,2	7 396,9
<i>Privat</i>	955,1	714,2	240,7	115,8	141,0	203,2	176,7	6 262,5
<i>Öffentlich</i>	82,4	120,4	36,6	35,8	27,7	69,9	69,5	1 134,3
Unternehmen	207,6	55,8	40,7	0,9	2,1	16,4	31,2	1 358,1
<i>Privat</i>	171,3	53,8	40,5	-1,6	-3,4	10,6	30,3	1 123,5
<i>Öffentlich</i>	36,3	2,0	0,3	2,5	5,5	5,8	0,9	234,6
Staaten	85,5	99,2	15,7	17,6	14,5	56,5	52,9	1 032,5
Internationale Organisationen	16,3	20,9	6,8	9,1	-3,0	9,1	15,3	478,7
<i>Nachrichtlich: CP Inland²</i>	-125,8	-104,8	-70,6	5,1	27,2	-0,6	-18,0	1 923,5
<i>darunter: USA</i>	-144,6	-91,4	-56,5	0,2	23,8	-15,7	-41,9	1 312,5

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Daten für 2. Quartal 2003 teilweise geschätzt.

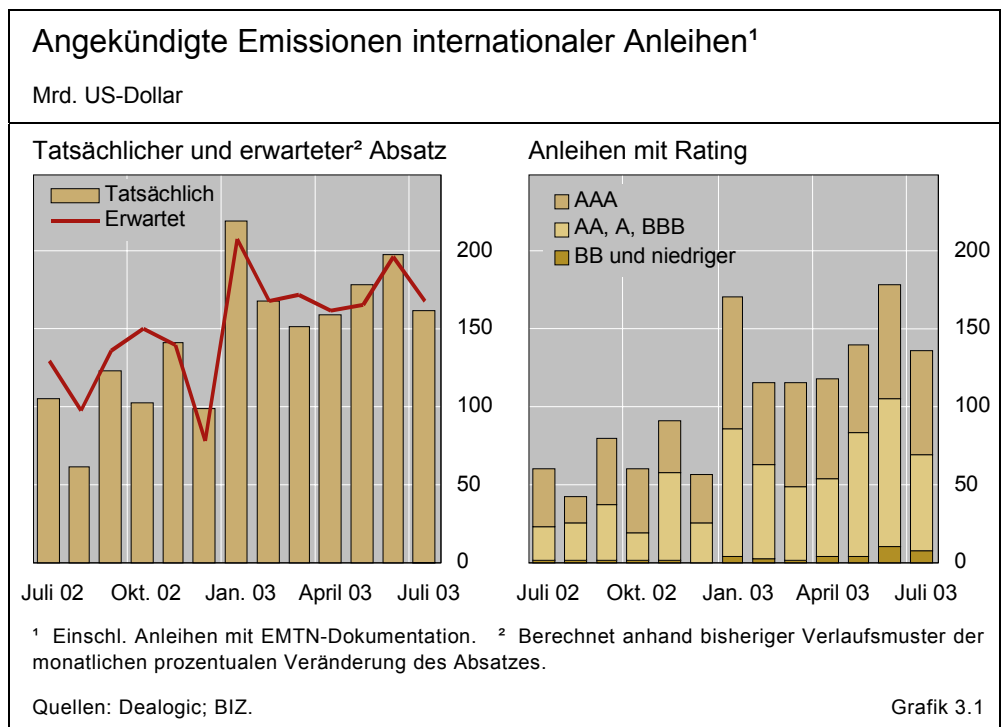
Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Stellen; BIZ. Tabelle 3.1

einem Anstieg von 8% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode und ist erheblich mehr als im schwachen zweiten Halbjahr 2002. Die Suche der Anleger nach höheren Renditen, die während des Grossteils des zweiten Quartals 2003 vorherrschte, führte zu einer grösseren Nachfrage nach Schuldtiteln. Dieser Nachfrage stand ein beträchtliches neues Angebot von Schuldner aus dem Euro-Raum gegenüber, wodurch der starke Rückgang des Nettoabsatzes der US-Emittenten ausgeglichen wurde. Daneben nutzten die Schuldner weiterhin die historisch niedrigen langfristigen Zinsen, um die Fälligkeit ihrer Schuldtitel zu strecken. Der Nettoabsatz im zweiten Quartal wäre ohne die Rekordtilgungen noch höher gewesen: Zahlungsverzug und vorzeitige Tilgungen bei den kündbaren und wandelbaren Schuldverschreibungen beliefen sich auf insgesamt \$ 19 Mrd.

Die wachsende Nachfrage nach Schuldtiteln schuf günstige Rahmenbedingungen für Emissionen geringerer Bonität. Insbesondere Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften profitierten in fast dem ganzen zweiten Quartal erneut von den aufnahmebereiten internationalen Kapitalmärkten. Ihre Mittelaufnahme am internationalen Markt für Schuldtitel blieb relativ stark, da die Zinsaufschläge auf hoch rentierende Staatsschuldtitel so niedrig waren wie zuletzt in den späten neunziger Jahren. Ferner stiegen die als spekulativ eingestuft Emissionen von Schuldnern in entwickelten Ländern im Berichtsquartal kräftig an.

Wechsel der Schuldner zu längerfristigen Titeln angesichts schwindender geopolitischer Risiken und Suche der Anleger nach höheren Renditen

Das Auf und Ab der jüngsten geopolitischen Risiken hatte spürbare Auswirkungen auf den internationalen Markt für Schuldtitel, aber der Bruttoabsatz



Bruttoabsatz auf
Rekordhoch

erreichte im Berichtsquartal dennoch ein Rekordhoch. Der Bruttoabsatz am internationalen Anleihemarkt war niedriger als erwartet (Grafik 3.1), was auf den Ausbruch des Krieges im Irak zurückzuführen war. Für gewöhnlich nimmt der Bruttoabsatz im Februar und März leicht zu, 2003 ging er in diesem Zeitraum jedoch zurück; allerdings lag der angekündigte Absatz mit \$ 151 Mrd. nur um \$ 21 Mrd. unter dem Wert, den der saisontypische Monatsverlauf erwarten liess. Darüber hinaus erlaubte der rasche militärische Sieg im Irak eine schnelle Rückkehr zu den erwarteten Absatzvolumina im April, und der die Erwartungen übertreffende Absatz im Monat Mai konnte den vorherigen Ausfall teilweise ausgleichen. Für das zweite Quartal insgesamt betrug der angekündigte Bruttoabsatz von Anleihen und Notes \$ 784 Mrd. (Tabelle 3.2) – ein weiterer Anstieg nach dem Rekordhoch des vorangegangenen Quartals.

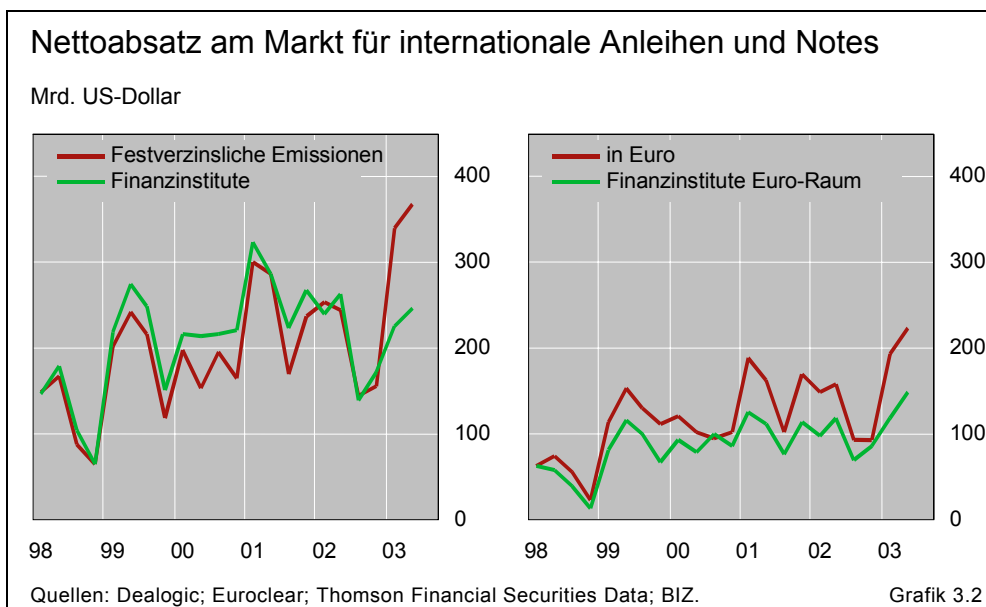
Ein wichtiger Faktor, der diesen Entwicklungen zugrunde lag, war die anhaltende „Jagd“ der globalen Anleger nach Rendite. Bei der kurzfristigen

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2001	2002	2002			2003	
	Jahr	Jahr	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Angekündigte Emissionen insgesamt	2 305,3	2 100,6	569,1	434,9	490,4	757,6	784,2
Anleiheemissionen	1 348,8	1 165,2	313,9	210,2	266,2	435,0	454,5
Emissionen von Notes	956,5	935,5	255,3	224,8	224,3	322,6	329,7
Zinsvariable Emissionen	642,9	603,2	160,2	144,1	157,0	123,1	140,4
Festverzinsliche Emissionen	1 590,2	1 454,7	388,9	285,9	325,2	616,5	627,4
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	72,2	42,8	20,0	5,0	8,2	18,0	16,4
US-Dollar	1 131,3	985,9	256,5	200,4	218,9	332,1	286,5
Euro	841,4	806,7	229,3	163,9	184,9	330,4	388,6
Yen	125,2	88,3	25,9	21,6	24,5	23,3	26,1
Sonstige Währungen	207,4	219,7	57,5	49,0	62,2	71,8	83,0
Finanzinstitute	1 708,2	1 632,0	429,3	352,7	401,3	582,3	594,9
<i>Privat</i>	1 471,3	1 375,9	361,9	293,4	329,0	464,7	464,2
<i>Öffentlich</i>	236,8	256,0	67,4	59,3	72,3	117,6	130,7
Unternehmen	348,2	211,5	74,5	34,0	40,2	55,0	78,6
<i>darunter: Telekom-Branche</i>	135,6	45,9	16,1	7,8	10,1	23,0	6,6
<i>Privat</i>	287,2	186,6	70,9	28,4	31,1	39,6	71,3
<i>Öffentlich</i>	61,0	24,9	3,6	5,6	9,0	15,5	7,3
Staaten	174,2	172,9	44,9	28,3	31,1	81,6	80,1
Internationale Organisationen	74,8	84,3	20,5	20,0	17,9	38,7	30,7
Bruttoabsatz	2 305,1	2 101,2	576,2	441,6	495,6	716,7	724,8
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	879,3	1 093,1	244,0	274,1	303,4	417,0	382,6

¹ Wandel- und Optionsanleihen.

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

Tabelle 3.2



Nettomittelaufnahme am internationalen Markt für Schuldtitel war ein starker Rückgang zu verzeichnen, was der Vermutung entsprach, dass die Schuldner die historisch niedrigen langfristigen Zinssätze nutzten, um die Fälligkeit ihrer Schuldtitel zu strecken. Der Nettoabsatz von Geldmarktinstrumenten schrumpfte von \$ 55 Mrd. im Vorquartal auf \$ 3 Mrd. Ursache dafür war ein starker Einbruch des Nettoabsatzes von internationalem Commercial Paper (CP), der im ersten Quartal ungewöhnlich hoch gewesen war. Der Nettoabsatz von inländischen CP fiel ebenfalls, von -\$ 1 Mrd. auf -\$ 18 Mrd., wenngleich der deutliche Rückgang beim CP-Nettoabsatz von US-Firmen zum Teil durch einen erhöhten Nettoabsatz von japanischen Unternehmen kompensiert wurde.

Schuldner strecken Fälligkeit ihrer Schuldtitel

Die wachsende Nettokreditaufnahme mittels längerfristiger festverzinslicher Wertpapiere glich den Rückgang des Nettoabsatzes von Geldmarktinstrumenten zum Teil aus. Der Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und Notes stieg im zweiten Quartal um \$ 28 Mrd. auf \$ 369 Mrd. (Grafik 3.2) und erreichte damit ein Rekordhoch. Dies ist wesentlich mehr, als man angesichts des bisher immer recht engen Verhältnisses zwischen dem Nettoabsatz von festverzinslichen Wertpapieren und dem Nettoabsatz durch Finanzinstitute hätte erwarten können. Dagegen blieb der Nettoabsatz von zinsvariablen Anleihen und Notes das zweite Quartal in Folge negativ. Zwar stiegen die Ankündigungen von zinsvariablen Anleihen und Notes im zweiten Quartal 2003 um 14% auf \$ 140 Mrd., jedoch führten umfangreiche Tilgungen in dieser Instrumentenkategorie zu einem negativen Nettoabsatz.

Rekordabsatz von festverzinslichen Instrumenten

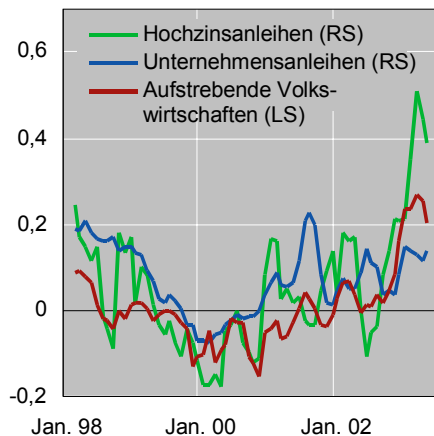
Schuldner aus Entwicklungsländern profitieren von kräftiger Anlegernachfrage

Die aufstrebenden Volkswirtschaften zählten zu den grössten Nutzniessern der weltweiten Jagd nach Renditen, die den Grossteil des zweiten Quartals 2003 prägte. Auf Schuldtitel von aufstrebenden Volkswirtschaften spezialisierte

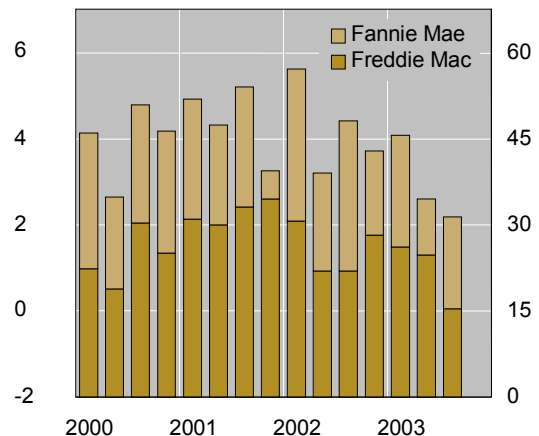
Aufstrebende Volkswirtschaften profitieren von der Jagd nach Renditen ...

Grosse Finanzierungsströme

Zuflüsse in US-Investmentfonds¹



Angekündigte internationale Anleihen²



¹ Gleitender 3-Monats-Durchschnitt; Mrd. US-Dollar. ² Einschl. Anleihen mit EMTN-Dokumentation. 3. Quartal 2003: Daten nur bis Mitte August.

Quellen: Bloomberg; Dealogic; Investment Company Institute; BIZ.

Grafik 3.3

US-Investmentfonds verzeichneten umfangreiche Zuflüsse (Grafik 3.3), und die Zinsaufschläge auf hoch rentierende Staatsschuldtitel waren so niedrig wie zuletzt in den späten neunziger Jahren. Die Schuldner der aufstrebenden Volkswirtschaften nutzten diese günstigen Emissionsbedingungen und wandten sich für ihre Mittelbeschaffung erneut dem internationalen Markt für Schuldtitel zu. Ihr Nettoabsatz im zweiten Quartal lag bei \$ 12 Mrd., d.h. in etwa auf dem gleichen Niveau wie im ersten Quartal, jedoch deutlich über den 2002 verzeichneten Volumina. Ein Anstieg des Nettoabsatzes von Schuldner in den Entwicklungsländern Asiens und des Pazifik-Raums um \$ 3 Mrd. wurde durch den Rückgang des Nettoabsatzes der europäischen Entwicklungsländer um \$ 6 Mrd. mehr als ausgeglichen. Der Nettoabsatz durch Emittenten in Lateinamerika blieb mit \$ 5 Mrd. stabil. Die zwei grössten Emissionen aufstrebender Volkswirtschaften waren eine 10-jährige südafrikanische Staatsanleihe über € 1,25 Mrd. sowie eine Emission Mexikos in Höhe von \$ 1,5 Mrd.

In Lateinamerika wurde der Rückgang der Nettomittelaufnahme chilenischer und peruanischer Emittenten im zweiten Quartal 2003 durch eine Zunahme des Nettoabsatzes brasilianischer Schuldner um \$ 3 Mrd. überkompensiert. Der Nettoabsatz Mexikos erhöhte sich ebenfalls um 30% auf \$ 3 Mrd., und zwar infolge von Neuankündigungen in Höhe von \$ 4,4 Mrd. Darüber hinaus führte Mexiko im Mai und Juli zwei Rückkäufe von Brady-Anleihen durch: einen Rückkauf von US-Dollar-Anleihen für \$ 3,8 Mrd. und einen weiteren von Anleihen in europäischen Währungen im Gegenwert von \$ 1,2 Mrd. Die für diese Rückkäufe verwendeten Mittel stammten sowohl aus aufgelaufenen flüssigen Mitteln aus früheren Finanzgeschäften der Bundesregierung als auch aus einem Konsortialkredit über \$ 2 Mrd. (s. Kasten „Internationale Konsortialkredite im zweiten Quartal 2003“). Mit diesen Transaktionen löste Mexiko als erster staatlicher Schuldner seine ausstehenden Brady-Anleihen vollständig ab.

Für die Zunahme der Nettomittelaufnahme im Asien-Pazifik-Raum waren grösstenteils koreanische und chinesische Schuldner verantwortlich. Im Falle Chinas belief sich der Nettoabsatz im zweiten Quartal 2003 auf \$ 0,6 Mrd., nach -\$ 1 Mrd. im Vorquartal, während Korea einen Anstieg von \$ 0,8 Mrd. auf \$ 1,9 Mrd. verzeichnete. Hingegen betrug der Nettoabsatz thailändischer Emittenten das dritte Quartal in Folge praktisch Null. Eine bedeutende Entwicklung bei der thailändischen Mittelaufnahme ist jedoch hervorzuheben: Im zweiten Quartal begab das Königreich Thailand US-Dollar-Anleihen in Höhe von \$ 300 Mio., die ersten Dollar-Emissionen der Zentralregierung seit April 1997.

Markt aufgeschlossen für Emissionen niedrigerer Bonität

Auch Schuldner aus entwickelten Ländern mit niedrigerer Bonitätseinstufung nutzten das Renditestreben und den daraus resultierenden Rückgang der Kreditzinsspannen. So erhöhte sich der Bruttoabsatz von internationalen Anleihen, die als „spekulativ“ eingestuft werden, im zweiten Quartal um mehr als 150% auf \$ 8,8 Mrd. Zusammen mit angekündigten spekulativen Emissionen aus aufstrebenden Volkswirtschaften über \$ 9,6 Mrd. führte dies zu einem Anstieg des Gesamtbruttoabsatzes in der spekulativen Kategorie auf \$ 18,4 Mrd. (Vorquartal: \$ 7,8 Mrd.), und zwar trotz eines starken Rückgangs beim Bruttoabsatz der Telekommunikationsunternehmen von \$ 23 Mrd. auf \$ 7 Mrd. Der Absatz von spekulativen Titeln nahm im zweiten Quartal weiter zu und erreichte im Juni \$ 10,5 Mrd., den höchsten Stand seit März 2000.

... ebenso andere Schuldner niedrigerer Bonität

Auch der Absatz von Papieren mit Anlagequalität am internationalen Anleihemarkt nahm im gesamten zweiten Quartal 2003 deutlich zu. Nachdem das Ankündigungsvolumen von Anleihen mit einem Rating von BBB und höher im Februar, März und April ziemlich konstant gewesen war, stieg es im Mai um \$ 21 Mrd. und im Juni um weitere \$ 32 Mrd. Dieser erhöhte Absatz hing jedoch nicht mit einer gestiegenen Mittelaufnahme durch die US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften Fannie Mae und Freddie Mac zusammen. Ihr zusammengefasster Bruttoabsatz am internationalen Anleihemarkt ging gemäss Meldung von Dealogic um 24% auf \$ 35 Mrd. zurück. Vorläufige Zahlen lassen jedoch vermuten, dass sich diese rückläufige Entwicklung im dritten Quartal umkehren wird, da die Ankündigungen im Juli und in der ersten Augushälfte bereits eine Höhe von \$ 31 Mrd. erreicht haben. Die am 9. Juni überraschend angekündigte Reorganisation der Geschäftsführung von Freddie Mac wirkte sich offenbar nicht negativ auf die Mittelbeschaffung der beiden Gesellschaften am internationalen Markt aus; zwar weiteten sich die Sekundärmarktspannen ihrer Schuldtitel nach dem 9. Juni kurz aus, doch gingen sie später im Monat wieder zurück. Die grösste neue internationale Anleihe, die von Freddie Mac nach der Ankündigung aufgelegt wurde, war eine 10-jährige Note über \$ 2,5 Mrd. mit Zeichnungsschluss am 12. Juni; ihr Aufschlag auf die Rendite 10-jähriger US-Schatzpapiere betrug 68 Basispunkte.

Steigender Absatz von Papieren mit Anlagequalität

In der zweiten Junihälfte begannen die Zinsaufschläge für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften zu steigen, was auf ein Nachlassen des Renditestrebens hindeutet (s. „Überblick“). Im Juli brach dann der Absatz

Absatzeinbruch bei spekulativen Papieren im Juli

spekulativer Papiere von Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber dem Juni um 65% ein. Der grösste Emittent spekulativer Papiere in dieser Gruppe war im Juli Brasilien, dessen Bruttoabsatz sich auf \$ 1,3 Mrd. belief. Dagegen stieg der Absatz von Titeln in der spekulativen Kategorie von Emittenten aus entwickelten Ländern im Juli gegenüber dem Juni um 14%. Der grösste solche Emittent im Juli war der Konzern Vivendi Universal, der in zwei Transaktionen brutto \$ 1,5 Mrd. absetzte; die grössere Transaktion war eine 5-jährige Note, die mit einem Zinsaufschlag von 380 Basispunkten versehen war. Ingesamt blieben die als spekulativ eingestuften Ankündigungen im Juli mit \$ 7,2 Mrd. trotz eines Rückgangs gegenüber dem Juni-Wert recht robust. Der gesamte angekündigte Bruttoabsatz internationaler Anleihen ging im Juli um 18% auf \$ 162 Mrd. zurück – ein geringfügig stärkerer Rückgang, als der saisontypische Monatsverlauf hätte erwarten lassen.

Rekordhoch bei Euro-Emissionen

Absatz in Euro
steigt weiter

Der Nettoabsatz von auf Euro lautenden Anleihen und Notes am internationalen Kapitalmarkt erreichte im zweiten Quartal 2003 mit einem Anstieg um 15% auf \$ 223 Mrd. Rekordhöhe. In Prozent fiel dieser Anstieg jedoch bedeutend geringer aus als der Zuwachs im ersten Quartal 2003 gegenüber dem vierten Quartal 2002, als der Nettoabsatz der Euro-Papiere sich mehr als verdoppelte. In dem Anstieg zeigte sich die zunehmende Kreditaufnahme sowohl durch Finanzinstitute als auch durch Wirtschaftsunternehmen im Euro-Raum. Der grösste Emittent unter den Wirtschaftsunternehmen war im zweiten Quartal Volkswagen International, die mittels zwei Notes-Emissionen € 4 Mrd. aufnahm. Siemens führte im zweiten Quartal ebenfalls eine grosse Emission durch, nämlich eine bedingte Wandelanleihe über € 2,5 Mrd.¹ Die Finanzinstitute im Euro-Raum legten noch grössere Emissionen auf: Die Kreditanstalt für Wiederaufbau nahm mit einer einzigen Emission über € 5 Mrd. auf, die DEPFA ACS Bank ebenso € 3,5 Mrd.

Der höhere Nettoabsatz von auf Euro lautenden Anleihen und Notes trug dazu bei, dass der Gesamtnettoabsatz von Euro-Schuldtiteln am internationalen Markt in die Höhe getrieben wurde und mit \$ 231 Mrd. das bisher höchste Volumen erreichte (Tabelle 3.3). Ein rückläufiger Nettoabsatz von nordamerikanischen Emittenten wurde zum Teil durch einen erhöhten Absatz von Euro-Wertpapieren durch Emittenten ausserhalb der USA und des Euro-Raums ausgeglichen; dieser verdoppelte sich auf \$ 13,2 Mrd. Der grösste Schuldner in dieser Kategorie war die Europäische Investitionsbank, die eine Anleihe über € 5 Mio. mit 10 Jahren Laufzeit auflegte. Dies war auch die grösste Emission, die im zweiten Quartal von einer internationalen Organisation vorgenommen wurde.

¹ Eine bedingte Wandelanleihe ist etwas Ähnliches wie eine traditionelle Wandelanleihe, deren Ausübungspreis den Kosten der Aktien bei Umwandlung der Anleihe in Aktien entspricht. Bei bedingten Wandelanleihen gibt es jedoch einen anderen Preis, der höher ist als der Ausübungspreis und den die Aktie des Unternehmens erreichen muss, bevor die Umwandlung erfolgen kann.

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region ¹								
Mrd. US-Dollar								
Region/Währung		2001	2002	2002			2003	
		Jahr	Jahr	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Nordamerika	US-Dollar	524,8	303,9	93,3	35,7	49,3	40,4	28,5
	Euro	65,1	40,0	14,7	7,3	-0,4	15,9	4,9
	Yen	19,0	-7,2	1,0	-1,5	-2,5	0,0	-1,7
	Sonstige Währungen	7,2	12,5	6,0	-0,8	3,8	3,5	7,6
Europa	US-Dollar	42,7	62,6	36,8	4,2	15,4	38,2	29,1
	Euro	521,5	463,7	133,0	101,5	93,8	203,9	213,3
	Yen	-2,5	-26,2	-4,7	-6,5	-2,7	-4,4	-3,2
	Sonstige Währungen	73,7	85,7	28,4	25,8	14,6	27,1	26,4
Sonstige	US-Dollar	83,9	53,6	16,8	5,3	8,1	18,7	17,8
	Euro	10,5	18,2	8,1	5,4	-0,3	6,6	13,2
	Yen	0,1	-10,3	6,7	-0,5	-3,7	-1,8	1,8
	Sonstige Währungen	0,8	14,0	0,5	3,4	6,8	7,0	7,8
Insgesamt	US-Dollar	651,5	420,1	146,8	45,3	72,8	97,3	75,3
	Euro	597,1	521,9	155,8	114,2	93,1	226,4	231,4
	Yen	16,6	-43,7	3,0	-8,4	-8,9	-6,1	-3,0
	Sonstige Währungen	81,7	112,3	35,0	28,3	25,2	37,6	41,9

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.
Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.3

Deckungslücke in betrieblichem Pensionsplan am internationalen Markt für Wertpapiere finanziert

Eine wichtige Entwicklung im zweiten Quartal 2003 war die Platzierung eines sehr umfangreichen Pakets von Schuldtiteln am 26. Juni durch die General Motors Corporation. Berichten zufolge beabsichtigte das Unternehmen, den Emissionserlös hauptsächlich für die Deckung einer grossen Lücke in seinem betrieblichen Pensionssystem zu verwenden, die einer der Gründe für die jüngsten Bonitatsruckstufungen war. Das Paket bestand aus einer Emission der Konzernmutter über \$ 8,2 Mrd. sowie einem zusätzlichen Bruttoabsatz von \$ 5,5 Mrd. ihrer Finanztochter. Das Schuldtitelpaket übertraf selbst die ungewöhnlich grosse Mittelbeschaffungsaktion von WorldCom im Mai 2001, bei der das Unternehmen an einem einzigen Tag Anleihen im Gesamtbetrag von \$ 11,9 Mrd. auflegte. Da die von General Motors erzielte steuerfreie Rendite ihres Pensionsvermögens höher ist als die Kosten nach Steuern der neuen Schulden, wird die Transaktion die Bilanz des Unternehmens stärken. Die grösste dieser Emissionen, eine 30-jährige Anleihe über \$ 3 Mrd., wurde mit einem Zinsaufschlag von 400 Basispunkten gegenüber einem vergleichbaren US-Schatzpapier versehen.

Die von der Muttergesellschaft aufgelegten \$ 8,2 Mrd. des Emissionspakets von General Motors steigerten den Nettoabsatz von US-Wirtschaftsunternehmen im zweiten Quartal: Nach \$ 0,6 Mrd. im Vorquartal betrug er nun

Kreditaufnahme zur Schliessung von Deckungslücken ...

... steigert Absatz von US-Wirtschaftsunternehmen

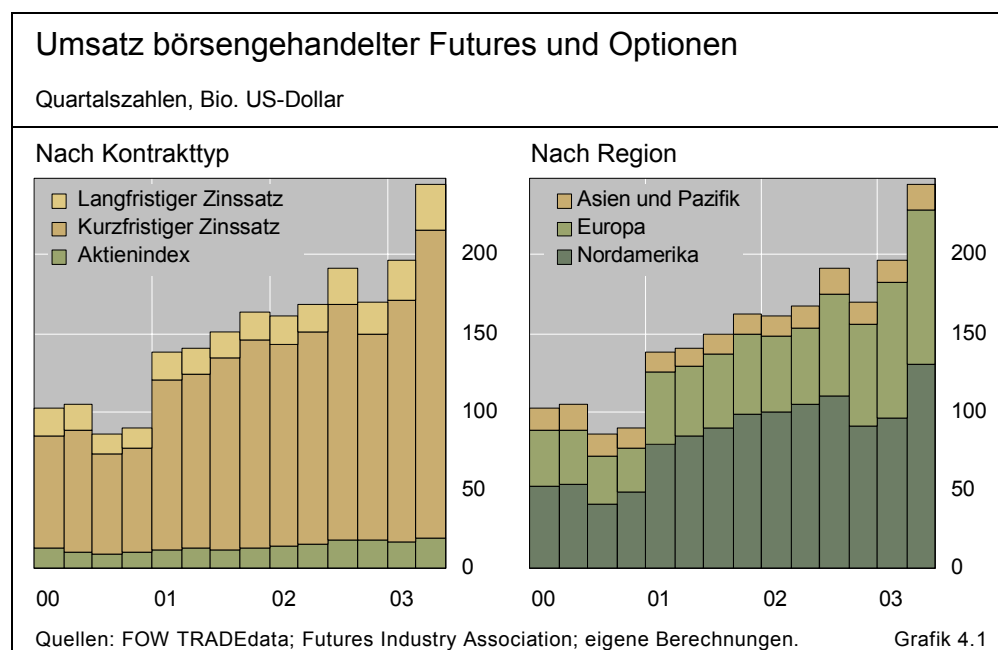
\$ 4,3 Mrd. Beim Absatz von US-Finanzinstituten gab es jedoch keine entsprechende Zunahme; deren Nettoabsatz ging im zweiten Quartal vielmehr um 58% auf \$ 26 Mrd. zurück, was der Hauptgrund für den Rückgang des Gesamtnettoabsatzes von US-Emittenten in diesem Zeitraum war. Wirtschaftsunternehmen ausserhalb der USA erhöhten ihren Absatz insgesamt wesentlich stärker als die US-Emittenten. Der Nettoabsatz durch Unternehmen des Privatsektors in Ländern des Euro-Raums beispielsweise stieg von \$ 6,5 Mrd. auf \$ 24,3 Mrd., hauptsächlich auf Grund der grösseren Mittelaufnahme durch französische Unternehmen, deren Nettoabsatz nach -\$ 2,9 Mrd. nun \$ 12,1 erreichte.

4. Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzderivate wuchs im zweiten Quartal 2003 weiter. Das gesamte Umsatzvolumen der Zins-, Aktienindex- und Währungskontrakte stieg um 24% auf \$ 246 Bio. (Grafik 4.1). Das Geschäft war in allen wichtigen Marktrisikokategorien lebhaft, ganz besonders aber bei den Zinskontrakten.

Ein grosser Teil des Umsatzanstiegs bei Zinskontrakten entfiel auf die US-Börsen und schien auf Absicherungsgeschäften im Zusammenhang mit zukünftigen geldpolitischen Massnahmen und auf Durationsanpassungen durch bedeutende Akteure am US-Hypothekenmarkt zu beruhen. Die steigenden Renditen am globalen Anleihemarkt hatten nur begrenzte Auswirkungen auf das Geschäftsvolumen im Juli insgesamt, wobei eine deutliche Zunahme des Handels mit Kontrakten auf US-Staatsanleihen, jedoch ein Rückgang des Handels mit Kontrakten auf festverzinsliche Instrumente in anderen Ländern zu verzeichnen waren.

Der Handel mit Aktienindexkontrakten stieg im zweiten Quartal nach einer leichten Kontraktion in der Vorperiode wieder an. Gleichzeitig zeigte das relativ kleine Segment der Währungskontakte nach einer langen Zeit des Niedergangs



Anzeichen einer Wiederbelebung. Die Börsen führten wiederum zahlreiche neue Kontrakte ein, insbesondere Kontrakte auf Aktienmarktindizes (s. Kasten „Neues Leben an den Derivatbörsen“).

Absicherungsgeschäfte kurbeln Geschäft mit Zinskontrakten an

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Zinskontrakte, der grössten Marktrisiko-kategorie, wuchs im zweiten Quartal 2003 erneut kräftig. Das Transaktionsvolumen stieg um 25% auf \$ 226,2 Bio., nach einem Anstieg um 18% im ersten Quartal. Kontrakte auf kurzfristige Zinssätze, darunter Eurodollar-, EURIBOR- und Euro-Yen-Kontrakte, waren für einen Grossteil der absoluten Zunahme des Geschäfts verantwortlich; der Umsatz stieg hier um 28% auf \$ 197,8 Bio. Das Geschäft mit längerfristigen Instrumenten, darunter Kontrakte auf 10-jährige US-Schatzanweisungen, 10-jährige deutsche Staatsanleihen und 10-jährige japanische Staatsanleihen, nahm weniger stark zu, nämlich um 9% auf \$ 28,4 Bio.

Am bemerkenswertesten am Zinsinstrumentgeschäft im zweiten Quartal war das markante Umsatzwachstum in Nordamerika, wo das Handelsvolumen um 39% auf \$ 121,5 Bio. zulegte. Hiervon stieg der Umsatz mit kurzfristigen Zinskontrakten um 42% auf \$ 112,5 Bio., der mit längerfristigen Kontrakten um 17% auf \$ 9 Bio. Der Handel mit kurzfristigen Zinskontrakten stieg am Chicago Board of Trade (CBOT) um beispiellose 148% auf \$ 22,3 Bio.; auch die Chicago Mercantile Exchange (CME) verzeichnete eine kräftige Expansion um 28% auf \$ 88,2 Bio.

Die besonders starke Umsatzsteigerung bei kurzfristigen Kontrakten an den US-Börsen im zweiten Quartal spiegelt zwei Hauptfaktoren wider. Zunächst einmal scheinen die Marktteilnehmer eine Änderung der Art und Weise, wie der Fed-Offenmarktausschuss (FOMC) am 6. Mai seine Einschätzung der Wirtschaftslage formulierte, missverstanden zu haben. Die Entscheidung des FOMC, seine Zielvorgabe für den US-Tagesgeldsatz unverändert zu belassen, war weithin erwartet worden. Hingegen stellte die Veröffentlichung gesonderter Risikoeinschätzungen für Wirtschaftswachstum und Inflation einen deutlichen Bruch mit der bisherigen Praxis dar, eine einzige Globaleinschätzung der Risiken abzugeben. In seiner Erklärung differenzierte der FOMC zwischen einem Wirtschaftsklima, in dem die Risiken ausgewogen schienen, und einem Preistrend, bei dem die Deflation eine grössere Gefahr darstellte als die Inflation. Die Märkte schienen unsicher zu sein, wie diese neue Form der Risikoeinschätzung zu interpretieren sei und insbesondere was sie für zukünftige Massnahmen des FOMC bedeutete. In ihrem Versuch, sich gegen diese neue Quelle der Unsicherheit abzusichern, suchten die Marktteilnehmer vermehrt Zuflucht in kurzfristigen Zinskontrakten.

Die am CBOT gehandelten 30-tägigen Futures und Optionen auf den US-Tagesgeldsatz wurden von den Marktteilnehmern besonders stark nachgefragt. Der Handel mit diesen Kontrakten expandierte ungewöhnlich rasch, was zu einer deutlichen Zunahme ihres Anteils am US-Markt für kurzfristige Zinskontrakte führte. Das Geschäft mit derartigen Kontrakten machte im zweiten Quartal 20% des Umsatzes mit US-Geldmarkt-kontrakten aus, vergli-

Kurzfristige Zinskontrakte Motor des Anstiegs ...

... der hauptsächlich in Nordamerika stattfindet ...

... wo Marktteilnehmer auf eine neuartige Einschätzung der Wirtschaftslage durch die Fed reagieren

Kontrakte auf US-Tagesgeld gewinnen Marktanteile

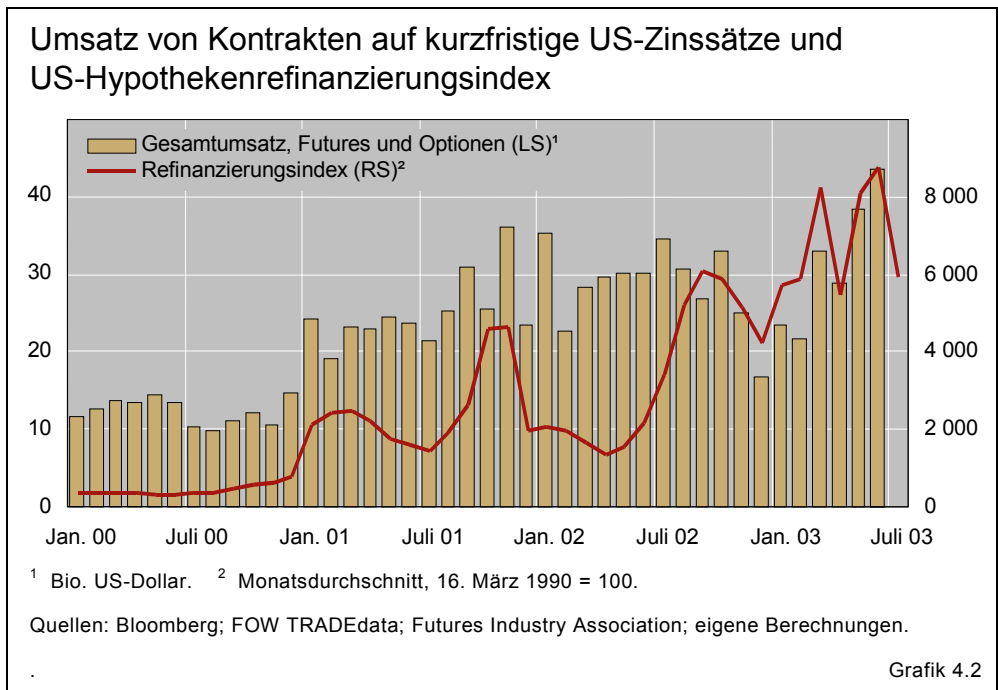
chen mit 12% im Vorquartal und durchschnittlich 9% für das ganze Jahr 2002. Die starke Expansion bei den kurzfristigen Kontrakten stellt für das CBOT – eine Börse, bei der traditionell eher der Handel mit längerfristigen Instrumenten wie z.B. Kontrakten auf US-Staatsanleihen dominierte – eine neue Entwicklung dar. Futures auf den US-Tagesgeldsatz werden zwar bereits seit Ende 1988 am CBOT gehandelt, doch hat ihr Einsatz seit Anfang 2001 – damals begann der FOMC eine energische Zinssenkungsrunde – massiv zugenommen. Die Entwicklung eines liquiden Marktes für diese Futures veranlasste die Börse, Anfang 2003 auch Optionen auf sie einzuführen. Diese Kontrakte sind von den Anlegern gut aufgenommen worden. Da Kontrakte auf US-Tagesgeld direkt an den US-Tagesgeldsatz gebunden sind, eignen sie sich gut als Kontrakte auf geldpolitische Entscheidungen in den USA.¹ Auch die gut eingeführten Eurodollarkontrakte der CME werden in erheblichem Masse für Geschäfte mit den US-Leitzinssätzen genutzt. Diese Kontrakte sind jedoch an den LIBOR gebunden, sodass ihr Nutzen als Handelsinstrument davon abhängt, inwieweit der LIBOR dem US-Tagesgeldsatz folgt. Abschlüsse auf Leitzinsen in Form von Eurodollarfutures stellen ein grösseres Basisrisiko dar als in Form von US-Tagesgeldsatzfutures.

Der Umsatz von Zinskontrakten wurde ferner durch Absicherungsgeschäfte für mit Hypothekenkrediten unterlegte Wertpapiere (Mortgage-backed Securities; MBS) gefördert. Die Hypothekenrefinanzierung in den USA erreichte Ende des zweiten Quartals neue Rekorde. Zahlreiche MBS wurden vorzeitig getilgt, wodurch sich die durchschnittliche Duration der MBS-Portfolios weiter verkürzte.² Um die Laufzeitinkongruenzen bei ihren Aktiva und Passiva auf ein Minimum zu beschränken, bemühten sich die Anleger in MBS-Meldungen zufolge darum, die Duration ihrer Aktiva mit verschiedenen Mitteln zu verlängern, beispielsweise durch den Erwerb von Staatsanleihen und neu aufgelegten MBS, durch Eingehen von Long-Positionen bei Futures-Kontrakten auf Staatsanleihen sowie durch Abschluss von Swapkontrakten mit Festzinszahlung. Während das Eingehen von Long-Positionen in Staatsanleihen und entsprechende Futures zu direkten Umsatzzuwächsen am Kassamarkt und bei börsengehandelten Derivaten führte, hatte das Eingehen von Positionen mit Entgegennahme von Festzinsen auf dem Swapmarkt einen Sekundäreffekt auf den Umsatz der kurzfristigen Zinsfutures. Kurzfristige Futures, insbesondere die an der CME gehandelten Eurodollarkontrakte, sind hochliquide und werden

MBS-Absicherungen ebenfalls umsatzfördernd

¹ S. R. S. Gürkaynak, B. Sack und E. Swanson, „Market-based measures of monetary policy expectations“, FEDS Paper 2002-40, Federal Reserve Board, August 2002. Die Autoren stellten fest, dass der Terminalsatz für US-Tagesgeld sich besser als alle anderen Marktzinssätze eignet, um Veränderungen des US-Tagesgeldsatzes über Zeithorizonte von mehreren Monaten vorauszusagen.

² Anleger, die MBS erwerben, sind einem erheblichen Risiko der vorzeitigen Tilgung ausgesetzt, da die Hypothekenschuldner ihre Hypothek zu günstigeren Konditionen neu abschließen können, wenn die langfristigen Zinssätze sinken. Eine Erörterung der Auswirkungen der Absicherung von Hypothekenspapieren auf die US-Finanzmärkte findet sich im Kasten im „Überblick“.



daher gern von Finanzintermediären zur Absicherung von Swaps genutzt: Eine Serie von Futures-Kontrakten über eine Reihe von Lieferperioden ergibt ein ähnliches Engagement wie ein Zinsswap. Diese Interpretation scheint von Grafik 4.2 erhärtet zu werden: Diese zeigt eine gewisse Parallelität zwischen dem Tempo der US-Hypothekenrefinanzierung und dem Umsatz in kurzfristigen US-Zinskontrakten.

Schon im Mai war der Gesamtumsatz mit kurzfristigen US-Zinskontrakten stark gestiegen. Im Juni war er noch lebhafter, und der Umsatz mit US-Tagesgeldkontrakten und Eurodollarkontrakten erreichte am 26. Juni ein Maximum. Die Finanzmärkte waren offenbar am 25. Juni vom Umfang der Leitzinssenkung durch die Federal Reserve und deren scheinbares Herunterspielen möglicher unkonventioneller geldpolitischer Massnahmen (s. „Überblick“) enttäuscht.

Wachsende Liquidität von Kontrakten auf US-Tagesgeld

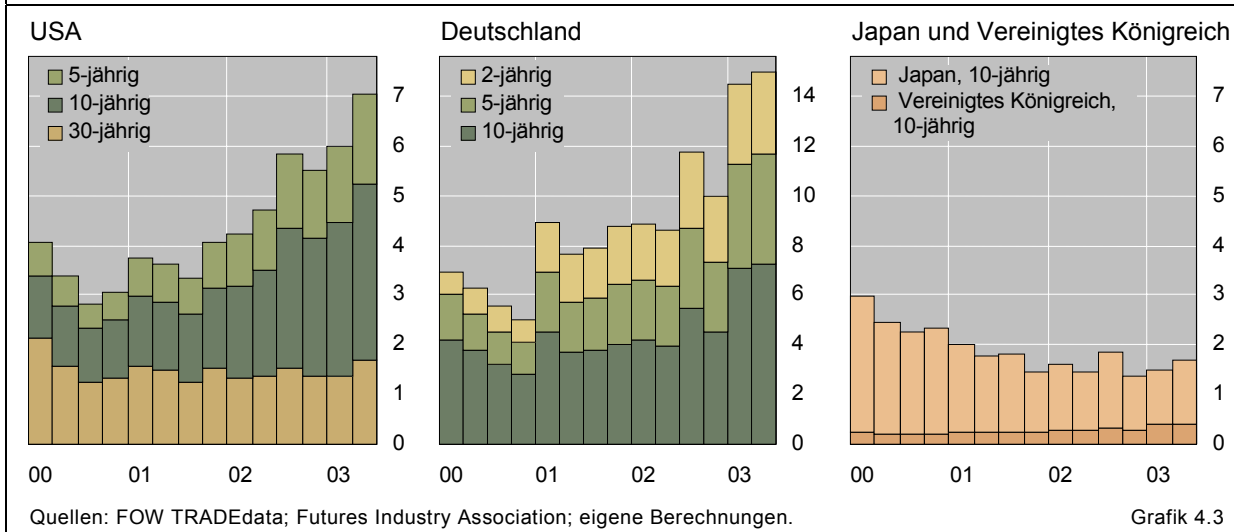
Der bis Mitte Juni anhaltende Kursanstieg auf dem US-Markt für festverzinsliche Instrumente erzeugte auch ein erhebliches Transaktionsvolumen bei Kontrakten auf US-Staatsanleihen, wobei der Handel für sämtliche Laufzeiten lebhaft war (Grafik 4.3). Der Gesamtumsatz mit Futures und Optionen auf 10-jährige Schatzanweisungen, der am meisten gehandelten Kontrakte auf US-Staatsanleihen, stieg um 13%, während der Umsatz mit Kontrakten auf 30-jährige US-Schatzanleihen – lange Zeit die Vorzeigeeinstrumente des CBOT – sogar um 26% stieg. Der Handel mit Kontrakten auf US-Schatzanleihen hatte nach der Ankündigung des US-Schatzamts im Oktober 2001, keine 30-jährigen Schatzanleihen mehr zu verkaufen, weitgehend stagniert. Der jüngste Umsatzzuwachs bei diesen Kontrakten spiegelte möglicherweise das breite Meinungsspektrum wider, das hinsichtlich der Aussichten für die Preisentwicklung in den USA besteht, da sich diese Aussichten besonders stark auf den Preis langfristiger Aktiva auswirken. Auch Spekulationen über

Lebhafter Handel mit US-Anleihekontrakten ...

... insbesondere im langfristigen Bereich

Umsatz von Kontrakten auf Staatsanleihen

Quartalsumsatz von Futures, Bio. US-Dollar



eine Wiederaufnahme des Verkaufs von 30-jährigen Schatzanleihen könnten eine Rolle gespielt haben. Der Handel mit Kontrakten auf US-Staatsanleihen war im Mai besonders lebhaft, und am 28. und 29. Mai wurden sehr hohe Umsätze erreicht, als ein enttäuschender Bericht über den Auftragseingang für langlebige Konsumgüter den Kursanstieg am Aktienmarkt bremste und die Händler veranlasste, in die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere zu gehen.

Zunahme der Zinskontrakte in Singapur und Australien

Der Handel mit Zinsinstrumenten in der Asien-Pazifik-Region stieg um 21% auf \$ 10,7 Bio. Der Umsatz mit Zinskontrakten in Singapur, dem grössten asiatischen Markt für derartige Instrumente, wuchs um 25% auf \$ 5,9 Bio. Ein grosser Teil dieses Zuwachses war auf das lebhafte Geschäft mit Eurodollar-kontrakten zurückzuführen. An den australischen Börsen setzte sich der Aufwärtstrend fort, der Anfang 2001 begonnen hatte; der Umsatz stieg um 22% auf \$ 2,5 Bio. Dieser steile Anstieg hing offenbar mit der Absicherung von Neuemissionen am Markt für Unternehmensanleihen zusammen. In den ersten beiden Quartalen des Jahres wurden in noch nie dagewesenem Ausmass Offshore-Anleihen in australischen Dollar aufgelegt, für die eine starke Auslandsnachfrage bestand. Dies veranlasste viele Gebietsfremde, Schuldverschreibungen in australischen Dollar zu begeben, die dann über Swaps wieder in die eigene Währung getauscht wurden. Infolgedessen entwickelten sich die Swapspreeds so, dass es für australische Schuldner – insbesondere Finanzinstitute – sehr attraktiv wurde, Schuldverschreibungen in ausländischer Währung zu begeben und diese über Swaps wieder in australische Dollar einzutauschen. Diese Zunahme von mit Swaps verbundenen Emissionen führte zu einem parallelen Anstieg der Umsätze in börsengehandelten Derivaten, weil die Finanzintermediäre ihr Risiko durch kurzfristige Zinskontrakte und Kontrakte auf Staatsanleihen abzusichern suchten.³

³ Eine eingehendere Diskussion findet sich in: „Statement on monetary policy“, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, Mai 2003, S. 37-46, unter www.rba.gov.au.

Die Entwicklung bei den Zinskontrakten an den japanischen Börsen verlief uneinheitlich. Das aggregierte Transaktionsvolumen erhöhte sich um 15% auf \$ 2 Bio.; der Umsatz mit kurzfristigen Kontrakten sank weiter auf \$ 0,4 Bio., dagegen stieg der Umsatz mit Kontrakten auf Staatsanleihen kräftig, nämlich um 25% auf \$ 1,6 Bio. Das Geschäft mit Futures und Optionen auf Staatsanleihen expandierte in der zweiten Junihälfte besonders abrupt, weil es die Marktteilnehmer nach einer enttäuschend verlaufenen Auktion 20-jähriger Staatsanleihen am 17. Juni eilig hatten, ihre Positionen in langfristigen festverzinslichen Anlagen abzusichern oder zu reduzieren. (Eine Analyse der Entwicklung in Japan findet sich im „Überblick“.)

Uneinheitliche Entwicklung in Japan

In Europa verzeichnete das Geschäft mit Zinsinstrumenten im Vergleich zu Nordamerika und der Asien-Pazifik-Region ein verhaltenes Wachstum. Der Umsatz stieg um 11% auf \$ 93,3 Bio., wobei die Geldmarktkontrakte um 13% auf \$ 76,2 Bio., die Kontrakte auf Staatsanleihen um 3% auf \$ 17,1 Bio. zulegten.⁴ Das Geschäft mit kurzfristigen Zinskontrakten und Kontrakten auf Staatsanleihen war im Juni besonders lebhaft. Der Handel mit beiden Kontraktarten erreichte am 5. Juni, dem Tag, an dem die EZB ihre Zinsentscheidung bekannt gab, einen Höhepunkt. Die Rücknahme des EZB-Leitzinses um 50 Basispunkte und Aussagen des EZB-Präsidenten, wonach eine weitere Senkung wahrscheinlich ist, wenn sich das Wachstum nicht beschleunigt, löste im Euro-Raum offenbar einen Boom an den Märkten für festverzinsliche Instrumente und fieberhafte Aktivitäten bei den entsprechenden Derivativkontrakten aus.

Relativ verhaltenes Wachstum in Europa

Neues Leben an den Derivatibörsen

Nach einer langen Zeit der Stagnation verzeichnen die Derivatibörsen seit 2001 eine bemerkenswerte Erholung. In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre betrug der durchschnittliche Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzderivate noch rund \$ 360 Bio. In den ersten beiden Jahren des neuen Jahrtausends stieg er dann um fast 80% auf \$ 644 Bio. an. Ein grosser Teil dieser Umsatzsteigerung war der beispiellosen Zunahme des Handels mit kurzfristigen Zinskontrakten auf durchschnittlich \$ 512 Bio. in den Jahren 2001 und 2002 zuzuschreiben. Auch das Geschäft mit Kontrakten auf Staatsanleihen nahm erheblich zu, wenn auch nicht so stark in absoluten Zahlen.

Diese Erholung kann auf mehrere Faktoren zurückgeführt werden, von denen einige zyklischer, andere jedoch längerfristiger Natur sind. Der wichtigste zyklische Faktor war wohl die Lockerung der Geldpolitik seit Anfang 2001. Zu den langfristigen Faktoren zählen eine mögliche Abwendung vom ausserbörslichen Markt wegen Bedenken hinsichtlich des Kontrahentenrisikos und die Einführung neuer Bilanzierungsvorschriften für Absicherungsgeschäfte. Für eine Quantifizierung der Rolle der verschiedenen Faktoren wären umfassendere Untersuchungen erforderlich. Dieser Kasten enthält lediglich eine erste Erörterung der wahrscheinlichsten Ursachen für das jüngste Marktwachstum.

Einfluss von Marktbewegungen

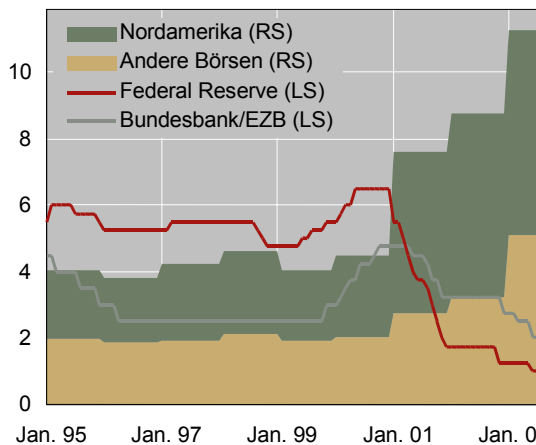
In einer Anzahl empirischer Studien wurden Belege für eine positive Korrelation zwischen der Tages- oder Intraday-Volatilität einerseits und dem Umsatz an Derivatibörsen andererseits

⁴ Allerdings war rund die Hälfte dieses in Dollar gemessenen Anstiegs darauf zurückzuführen, dass sich vom ersten zum zweiten Quartal der Euro gegenüber dem Dollar aufwertete.

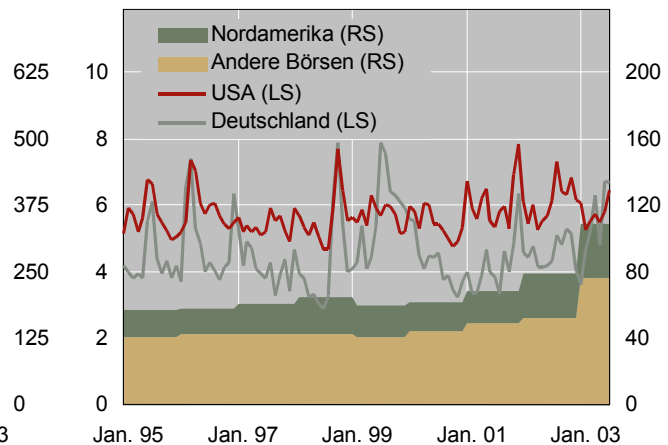
Umsatz in Zinsderivaten und Bedingungen an den wichtigsten Märkten für festverzinsliche Instrumente

Nach Region, Bio. US-Dollar (RS) und Prozent (LS)

Leitzinssätze und Umsatz kurzfristiger Zinsderivate



Volatilität Anleiherenditen¹ und Umsatz langfristiger Zinsderivate



Anmerkung: Für 2003 wurden die Umsatzdaten des ersten Halbjahres aufs Jahr hochgerechnet.

¹ Auf Jahresbasis umgerechnete bedingte Varianz der täglichen Schwankung der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen aus einem GARCH-Modell (1.1).

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

gefunden.^① Aus einer neueren BIZ-Arbeit zu Monatsdaten geht hervor, dass ein Teil der wachsenden Umsätze in einigen US-Kontrakten mit der Marktvolatilität zusammenhing, doch war diese Beziehung nur schwach und auch nicht zu allen Zeiten gleich ausgeprägt.^② Für den weltweiten Handel scheinen diese Ergebnisse ebenfalls zuzutreffen. Die oben stehende Grafik zeigt, dass die langfristige Entwicklung der globalen Zinskontraktumsätze in keiner systematischen Beziehung zu Indikatoren für die Volatilität der Finanzmärkte steht. Ein vorsichtiger Erklärungsversuch hierfür ist, dass die verschiedenen Handelsmotive häufig gegenläufige Auswirkungen auf den Gesamtumsatz hatten. In Zeiten erhöhter Marktturbulenz könnte beispielsweise ein höheres Volumen von Absicherungsgeschäften durch ein geringeres Volumen spekulativer Transaktionen kompensiert worden sein.^③

Natürlich kann zu bestimmten Zeiten ein Handelsmotiv alle anderen überwiegen. Dies war offenbar 2001 der Fall, als die Federal Reserve eine geldpolitische Lockerungsrunde einleitete. Der Rückgang der US-Leitzinsen führte auf den US-Märkten für festverzinsliche Instrumente nicht zu einer nennenswert höheren Volatilität, dennoch expandierte gleichzeitig der Handel mit US-Zinskontrakten in noch nie dagewesenem Ausmass. Diese Expansion wurde anscheinend grösstenteils durch eine starke Zunahme automatisch vorgenommener Absicherungstransaktionen verursacht. Insbesondere Finanzinstitute setzen aktiv mit Zinsderivate zur Schliessung von Lücken in der Duration ihrer Aktiva und Passiva ein, wenn sich das Zinsniveau verändert. Derartige „Immunisierungs“-Strategien erzeugen eine eindeutig positive Korrelation zwischen Transaktionen und Marktbewegungen.

Diese allgemeine Korrelation wurde in den letzten Jahren dadurch verstärkt, dass einige wenige sehr grosse Marktteilnehmer – zum Beispiel staatlich unterstützte US-Hypothekeninstitute – intensiveren Gebrauch von Finanzderivaten machten. Solche Kreditgeber halten einen wachsenden

^① Ein früher Überblick findet sich in J.M. Karpoff: „The relationship between price changes and trading volume: a survey“, Journal of Financial and Quantitative Economics, Bd. 22, Nr. 1, 1987, S. 109-126. ^② S. S. Jeanneau und M. Micu, „Volatilität und Derivatumsätze: eine wenig ausgeprägte Beziehung“, BIZ-Quartalsbericht, März 2003, S. 65-75. ^③ Marktbewegungen oder erhöhte Volatilität hatten möglicherweise nachhaltige, aber indirekte Auswirkungen auf den Handel, insofern als sie zu einem stärkeren Bewusstsein für die Notwendigkeit ausreichender Risikomanagement-Programme beitrugen. Bestätigt wird diese Vermutung durch neuere Umfragen, die gezeigt haben, dass das Risikomanagement im Unternehmen zunehmend perfektioniert wird. S. z.B. die Ergebnisse einer Umfrage der International Swaps and Derivatives Association (März/April 2003) unter www.isda.org.

Anteil neuer MBS im eigenen Anlageportfolio. Da sie sich gegen das Risiko der vorzeitigen Tilgung dieser Papiere absichern müssen, nutzen sie in zunehmendem Umfang Derivate (s. Kasten im „Überblick“). Besonders deutlich ist dies seit 2001 feststellbar. Der Rückgang der Hypothekenzinsen veranlasste viele Wohneigentümer, ihre Hypotheken neu abzuschliessen; die Hypothekenkreditgeber waren damit gezwungen, die Duration ihrer MBS-Portfolios immer häufiger anzupassen.

Allerdings war die Lockerung der Geldpolitik nicht der einzige Grund für die jüngste Expansion der Derivatbörsen, da der Handel auch dann noch lebhaft war, als sich die US-Leitzinsen stabil zeigten, wie dies im Jahr 2002 weitgehend der Fall war. Der stetige Umsatzanstieg in den letzten Jahren könnte daher auf längerfristige Faktoren zurückzuführen sein.

Besorgnis wegen Kontrahentenrisikos

Ein Teil des Wachstums auf dem Markt für börsengehandelte Derivate könnte auf zunehmende Besorgnis hinsichtlich des Kontrahentenrisikos zurückzuführen sein. Die grosse Zahl von Fusionen und Übernahmen im Finanzdienstleistungssektor hat zu einer erhöhten Konzentration an den Finanzmärkten geführt. Diese Konsolidierung hat es für Finanzintermediäre schwieriger gemacht, das Kontrahentenrisiko von Derivatgeschäften im ausserbörslichen Handel zu diversifizieren. Ausserdem ist die Bonität der wichtigsten Marktmacher an den Derivatmärkten im Lauf der Jahre gesunken. So wurde 1994 der weltweit grösste Händler auf dem Zinsswapmarkt noch mit AAA/Aaa bewertet; bis 2002 war das Rating jedoch auf gerade noch AA/Aa gesunken. Die Teilnehmer am ausserbörslichen Markt haben verschiedene Massnahmen ergriffen, um das Kontrahentenrisiko zu mindern, darunter die tägliche Abwicklung, das Stellen von Sicherheiten und bilaterale Netting-Vereinbarungen. Einige haben vielleicht auch versucht, das Kontrahentenrisiko und die damit verbundenen Kapitalkosten zu verringern, indem sie zunehmend auf börsengehandelte Kontrakte zurückgriffen.⁴

Änderungen der Bilanzierungsvorschriften

Das Financial Accounting Standards Board (FASB) der USA hatte für alle börsengehandelten US-Unternehmen neue Bilanzierungsvorschriften für derivative Instrumente und Absicherungsgeschäfte eingeführt, die ab dem am 15. Juni 2000 endenden Geschäftsjahr galten; die Einführung ähnlicher Vorschriften durch das International Accounting Standards Board (IASB) steht bevor. Berichten zufolge zeigten diese Massnahmen Wirkung an den Derivatmärkten, d.h. sie lösten möglicherweise eine Verlagerung vom ausserbörslichen Geschäft zum Börsengeschäft aus. Nach FASB-Statement Nr. 133 müssen US-Unternehmen Derivate in ihrer Bilanz als Forderungen oder Verbindlichkeiten verbuchen, die mit ihrem „fair value“ angesetzt sind. Jegliche Wertveränderungen solcher zur Absicherung bestimmter Instrumente, denen nicht ganz ähnliche Wertveränderungen der zugrunde liegenden Vermögenswerte gegenüberstehen, müssen die Gesellschaften in ihrer Gewinn- und Verlustrechnung bzw. unter „Other comprehensive income“ verbuchen. Dies soll die Finanzabteilungen der Unternehmen dazu veranlassen haben, ihre komplexen Derivatgeschäfte darauf zu überprüfen, ob sie den Wirksamkeitstest als Absicherungsgeschäfte bestehen. In den Finanzabteilungen bewegt man sich anscheinend in Richtung stärker fokussierter Absicherungsstrategien mit einfacheren Instrumenten, z.B. mit börsengehandelten Derivaten.

⁴ Die Clearing-Stelle der Börse trägt zur Sicherstellung der Werthaltigkeit der Kontrakte bei, indem sie eine tägliche Neubewertung durchführt und gegebenenfalls Nachschüsse einfordert, die den Veränderungen der Nettozahlungsverpflichtungen der Marktteilnehmer Rechnung tragen. Hierdurch verringert sich das Kreditrisiko erheblich.

Wieder Wachstum bei den Aktienindexkontrakten

Die Umsätze in Aktienindexfutures und -optionen stiegen im zweiten Quartal 2003 nach einem leichten Rückgang im Vorquartal wieder an. Der Gesamtumsatz erhöhte sich um 11% auf \$ 18,6 Bio. Wie bei den Zinskontrakten war auch hier das Wachstum in der Asien-Pazifik-Region (plus 20% auf \$ 6,3 Bio.) und in Nordamerika (plus 9% auf \$ 8,3 Bio.) höher als in Europa, wo der Umsatz nur um 2% auf \$ 3,9 Bio. stieg.

Wachsende Umsätze mit Aktienindexkontrakten in Korea und den USA

Lebhafter Handel mit kleinen Aktienkontrakten

Das Wachstum des Geschäfts in Asien war erneut weitgehend auf den lebhaften Handel mit Optionen auf den KOSPI-200-Index der koreanischen Börse zurückzuführen, besonders im April. Die Enthüllung von Unregelmässigkeiten bei der Buchführung in einem der grössten Konglomerate des Landes erschütterte die Finanzmärkte im März und April und führte zu einer Serie von Call-Optionen auf den Aktienindex.⁵ In Nordamerika entfiel ein Grossteil des Wachstums bei den Aktienindexkontrakten auf die CME. Die CME konnte von der grossen Nachfrage nach den kleinen, elektronisch gehandelten „E-Mini“-Kontrakten profitieren. Die E-Mini-S&P-500-Futures sind wertmässig inzwischen sogar die umsatzstärksten Aktienkontrakte und liegen bereits im vierten Quartal in Folge vor den etablierten S&P-500-Futures.⁶ Am höchsten war der Gesamtumsatz der wichtigsten US-Aktienindexkontrakte am 12. Juni, als die Bekanntgabe uneinheitlicher Wirtschaftsindikatoren die Meinungsunterschiede über die weitere Entwicklung der US-Wirtschaft noch verstärkte.

Vorsichtiges Comeback der Währungskontrakte

Erweiterter Händlerkreis für Dollar/Euro-Kontrakte

Börsengehandelte Währungskontrakte, auf die weniger als 1% des Gesamtumsatzes mit Finanzinstrumenten entfallen, verzeichneten im zweiten Quartal 2003 eine Umsatzsteigerung um 18% auf \$ 1,1 Bio. Diese Kontrakte scheinen sich in den letzten Quartalen von einer langen Phase des Niedergangs erholt zu haben. Diese Erholung basiert zum grössten Teil auf einem erheblichen

Entwicklungsschwerpunkt der Börsen: aktienbezogene Kontrakte

Im zweiten Quartal 2003 führten die Börsen 127 neue derivative Kontrakte ein: 80 Aktienindexkontrakte, 22 Einzelaktienkontrakte, 15 landwirtschaftliche Kontrakte, acht Zinskontrakte, einen Währungskontrakt und einen Energiekontrakt. Die meisten neuen Aktienindexkontrakte bezogen sich auf börsengehandelte Fonds („exchange-traded funds“; ETF).^① ETF haben sich in den letzten Jahren rasch verbreitet, insbesondere in Europa, und die Börsen betrachten sie als viel versprechendes Feld für die Entwicklung neuer Kontrakte. Im Bereich der traditionellen Aktienindexkontrakte ist der Versuch der Euronext zu erwähnen, durch Einführung von Futures und Optionen auf die neuen Börsenindizes FTSEurofirst 80 und 100 auf dem Markt für gesamteuropäische Aktienindizes Fuss zu fassen. Bisher wurde der Markt für derartige Produkte durch die Euro-STOXX-50-Kontrakte der Eurex beherrscht. Um ihre Position bei diesen Kontrakten weiter zu festigen, versuchte die Eurex, durch ihr Angebot langfristiger Euro-STOXX-50-Optionen Liquidität aus dem ausserbörslichen Markt anzulocken.

^① ETF sind an der Börse gehandelte Wertpapiere (oder Indexfonds), die auf einem Korb von treuhänderisch gehaltenen Wertpapieren basieren. ETF können während des gesamten Handelstages zu Innertagespreisen gekauft bzw. verkauft werden, im Gegensatz zu herkömmlichen Investmentfonds-Anteilen, die in der Regel nur zu Tagesendpreisen ausgegeben bzw. zurückgenommen werden.

⁵ S. den Kasten zu den jüngsten Entwicklungen im Finanzsektor Koreas im *BIZ-Quartalsbericht* vom Juni 2003, S. 11.

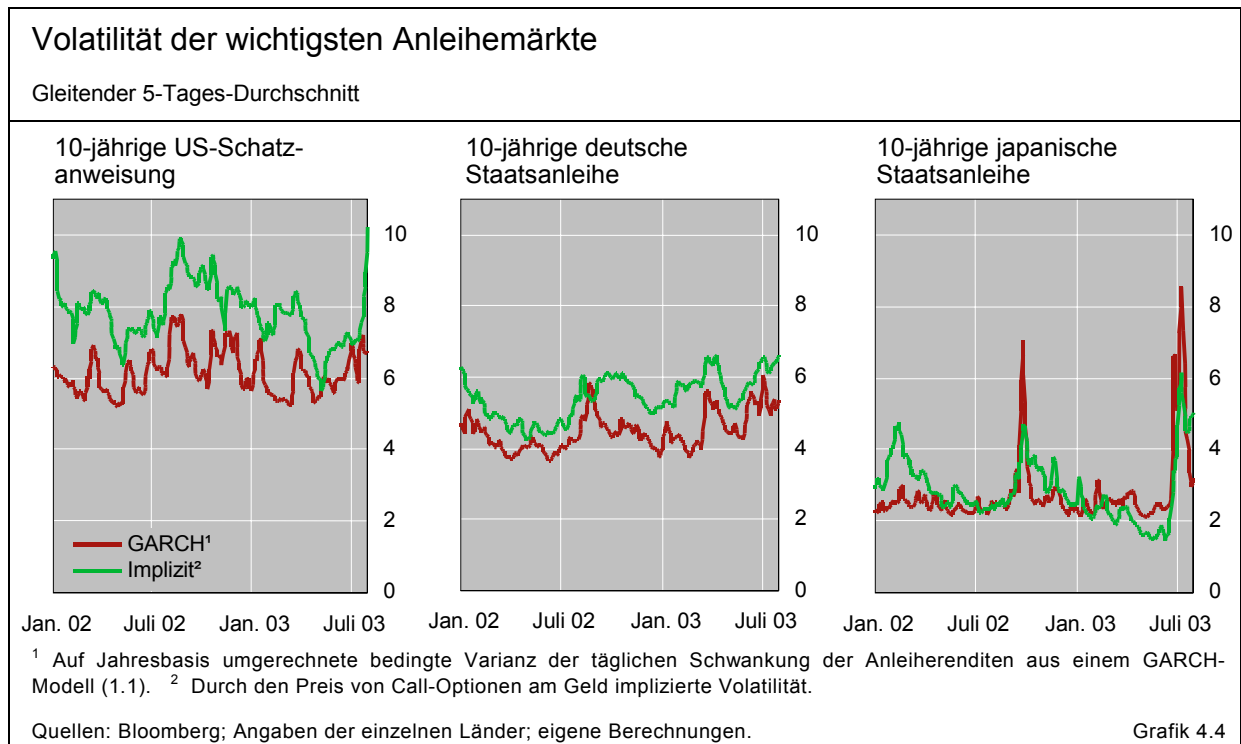
⁶ Allerdings beschränken sich die BIZ-Statistiken zum wertmässigen Umsatz in US-Dollar auf Aktienindexkontrakte. Für Futures und Optionen auf einzelne Aktien sind keine Wertdaten verfügbar. Die Anzahl derartiger Kontrakte wuchs während fast der ganzen 1990er Jahre schneller als die der Aktienindexkontrakte, doch seit 2001 haben auch letztere wieder stark zugelegt.

Umsatzwachstum bei Dollar/Euro-Futures an der CME, dem weltweit grössten Markt für börsengehandelte Währungskontrakte. Der Handel mit den wichtigsten CME-Kontrakten in den alten europäischen Währungen (Dollar/D-Mark und Dollar/französischer Franc) war vor der Einführung des Euro Anfang 1999 stark zurückgegangen. Zwar wurden diese Kontrakte inzwischen vom Dollar/Euro-Kontrakt abgelöst, doch nähern sich dessen Umsätze erst jetzt den Umsätzen der „alten“ Kontrakte von Anfang bis Mitte der 1990er Jahre an. Marktteilnehmer haben festgestellt, dass die Einführung des elektronischen 24-Stunden-Handels mit Währungskontrakten durch die CME im April 2001 sowie die jüngsten Ausschläge des Dollarkurses gegenüber dem Euro zu einer Ausweitung des Händlerkreises für diese Kontrakte beigetragen haben. Der elektronische Handel dürfte die Wettbewerbsfähigkeit der Börsen gegenüber dem wesentlich grösseren ausserbörslichen Markt für Währungsinstrumente verbessern.

Geringfügiger Rückgang des weltweiten Handels im Juli

Vorläufige Daten zum von der BIZ erfassten weltweiten Umsatz mit Finanzkontrakten im Juli zeigen, dass die Anzahl der gehandelten Einheiten im Vergleich zum Juni um 4% (auf 468,9 Millionen) gefallen ist.⁷ Ein 15%iger Rückgang bei den weltweiten Zinskontrakten (auf 171,4 Millionen) glich einen

Anstieg der Anleiherenditen beflügelt Geschäft mit US-Anleihekonztrakten



⁷ Die Statistiken über den Dollarwert der von der BIZ erfassten Transaktionen lagen zum Berichtszeitpunkt noch nicht vor.

4%igen Zuwachs bei den Aktienindexkontrakten (auf 291,4 Millionen) mehr als aus. Der jähe Anstieg der Renditen an den globalen Anleihemärkten Ende Juni hatte nur geringe Auswirkungen auf das Gesamtgeschäft mit Zinsinstrumenten im Juli. Es gab einen merklichen Zuwachs beim Handel mit Kontrakten auf US-Staatsanleihen, aber einen Rückgang des Umsatzes mit kurzfristigen US-Zinskontrakten und mit Zinsinstrumenten anderer Länder. Der gestiegene Umsatz mit Kontrakten auf US-Staatsanleihen lässt sich wahrscheinlich mit der spezifischen Dynamik der US-Märkte für festverzinsliche Instrumente erklären. Insbesondere der wachsende Umfang – sowohl absolut als auch relativ gesehen – des MBS-Marktes war mit einer aktiveren Nutzung von Absicherungskontrakten verbunden. Der Anstieg der US-Hypothekenzinsen im Juli löste einen massiven Einbruch der US-Hypothekenrefinanzierungen aus (Grafik 4.2) und konfrontierte die Halter von US-MBS mit einer erheblichen Verlängerung der Duration ihrer Portfolios. Dies zwang sie zu einer raschen Anpassung an die neue Risikosituation mittels Finanzderivaten, wodurch die Marktvolatilität deutlich zunahm (Grafik 4.4).

Neue Muster in der Verflechtung zwischen entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkten¹

Die aufstrebenden und die entwickelten Finanzmärkte sind heutzutage enger miteinander verflochten als jemals seit dem Ersten Weltkrieg. Zwar haben die Nettokapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften noch nicht wieder den Umfang von Mitte der neunziger Jahre erreicht und sind nach wie vor deutlich schwächer als vor hundert Jahren, doch spiegeln die internationalen Kapitalströme die Breite und Tiefe der Verflechtung entwickelter und aufstrebender Finanzmärkte nur unvollständig wider. Der Kreis ausländischer Anleger, die in aufstrebende Volkswirtschaften investieren, hat sich in den letzten Jahren erweitert. In den Finanzsystemen vieler dieser Volkswirtschaften spielen die lokalen Aktivitäten ausländischer Finanzinstitute eine immer wichtigere, in einigen Fällen sogar eine dominierende Rolle. Gleichzeitig treten in aufstrebenden Volkswirtschaften ansässige Akteure sowohl als Emittenten als auch als Anleger immer häufiger an ausländischen Finanzmärkten in Erscheinung. In diesem Feature werden diese Entwicklungen erörtert und einige Herausforderungen aufgezeigt, die sich für die Politik aus dieser stärkeren Verflechtung ergeben.

Kapitalströme und Marktverflechtung

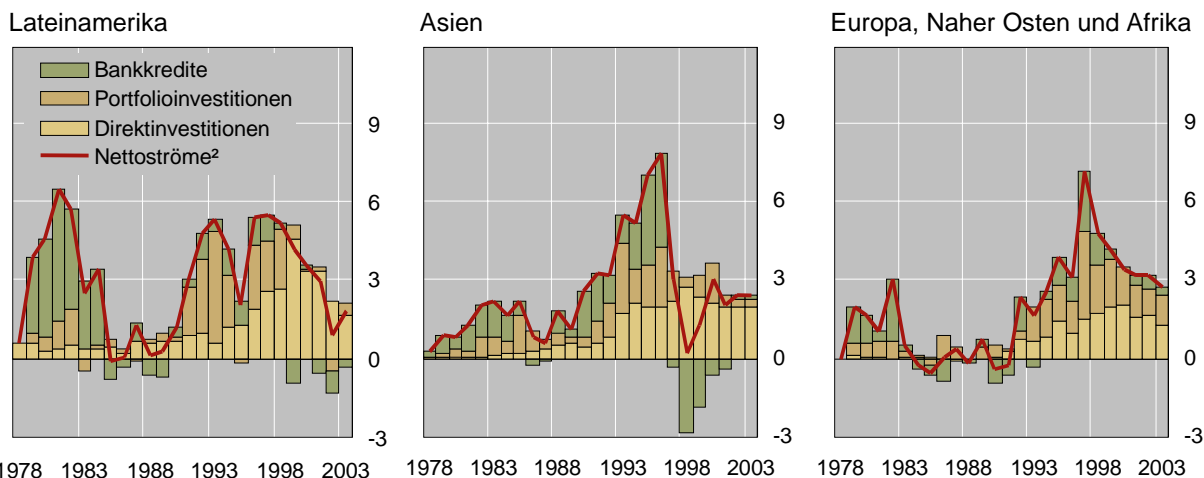
Kapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften noch immer schwächer als in den starken neunziger Jahren ...

Der Nettozufluss von privatem Kapital in aufstrebende Volkswirtschaften ist zusammengenommen noch immer weit schwächer als in der Spitze der neunziger Jahre. Im Jahresdurchschnitt 1995/96 belief er sich auf US-\$ 94 Mrd., im Jahr 2002 hingegen auf nur \$ 44 Mrd. Die Zuflüsse nach Lateinamerika haben ihren tiefsten Stand seit zehn Jahren erreicht. Die Zuflüsse nach Asien erholen sich allmählich von ihrem steilen Einbruch nach der Asien-Krise; 2002 überstiegen die Neukredite ausländischer Banken erstmals seit fünf Jahren wieder die Tilgungen der Schuldner. Die Kapitalzuflüsse in die Länder Mittel- und Osteuropas blieben angesichts von deren bevorstehendem Beitritt zur Europäischen Union stabiler als die in andere Regionen (Grafik 1). Für 2003 wird eine moderate Zunahme der Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften erwartet.

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

Private Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften¹

Prozent des regionalen BIP



¹ 2003: IIF-Prognose. ² Ohne Auslandskreditvergabe und -investitionen von Gebietsansässigen aufstrebender Volkswirtschaften.

Quelle: Institute of International Finance (IIF).

Grafik 1

Obwohl sich das geringere *Volumen* der Kapitalströme negativ auf die gesamtwirtschaftliche Leistung einiger aufstrebender Volkswirtschaften ausgewirkt hat, dürften die Veränderungen im *Charakter* der Kapitalströme – oder, allgemeiner, in der Finanzintermediation – auf längere Sicht von grösserer Bedeutung sein. Während die Kapitalströme in den späten neunziger Jahren schwächer wurden, hielt die Entwicklung und Stärkung von Verbindungen zwischen entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkten an. In verschiedener Hinsicht sind entwickelte und aufstrebende Finanzmärkte heute sogar stärker miteinander verflochten als in der Mitte der neunziger Jahre.

... finanzielle Verflechtung dennoch weiter gestärkt

Ein Indikator der zunehmenden Verflechtung ist die Tatsache, dass sich die Preise für Wertpapiere der entwickelten und der aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren gleichgerichtet entwickelten. Die Korrelation zwischen den Veränderungen der Renditenaufschläge bei Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften und den Veränderungen der Renditenaufschläge bei US-Hochzinsanleihen ist heute – trotz bedeutender Unterschiede zwischen den Fundamentaldaten, die diesen beiden Kategorien von Vermögenswerten zugrunde liegen – signifikant höher als vor zehn Jahren (Grafik 2). Auch die Korrelation zwischen Aktien aufstrebender Länder und den US-Aktien im S&P-500-Index ist gestiegen. Diese höheren Korrelationen deuten darauf hin, dass Preisbewegungen zunehmend globale Faktoren widerspiegeln, denen entwickelte und aufstrebende Volkswirtschaften gleichermaßen unterliegen; die Bedeutung lokaler Besonderheiten geht zurück.

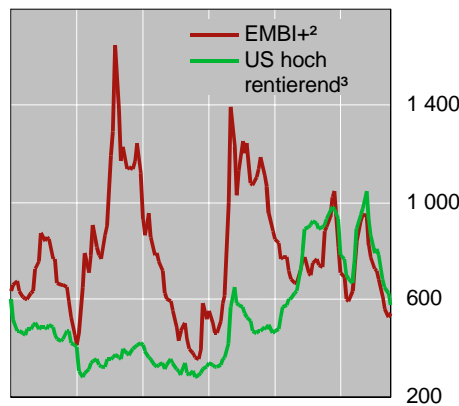
Zunehmend gleichgerichtete Entwicklung der Preise für Vermögenswerte ...

Die wachsende Bedeutung gemeinsamer Faktoren für die Preisvolatilität bei Aktien und Anleihen aufstrebender Länder wird durch mehrere ökonomische Untersuchungen bestätigt. Bekaert und Harvey (1997) weisen nach, dass globale Faktoren für einen grösseren Anteil der Volatilität von Aktienpreisen in aufstrebenden Volkswirtschaften mit liberalisierten Strukturen

... infolge wachsender Bedeutung gemeinsamer Faktoren

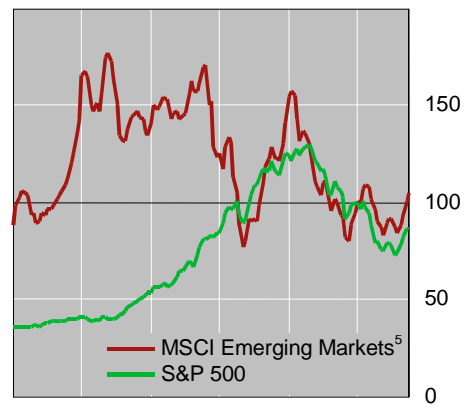
Parallelität der Entwicklung von Wertpapieren entwickelter und aufstrebender Volkswirtschaften

Renditeaufschläge auf Anleihen¹



1992 1994 1996 1998 2000 2002

Aktienmarktindizes⁴



1992 1994 1996 1998 2000 2002

¹ Auf Renditen von US-Schatztiteln; Basispunkte. ² Bereinigte Aufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften, gemäss Berechnung von J.P. Morgan Chase; vor 1999: EMBI. ³ Aufschlag hoch rentierender US-Anleihen auf US-Schatzanleihen mit ähnlicher Laufzeit. ⁴ Januar 2002 = 100. ⁵ In US-Dollar gerechnet.

Quellen: Bloomberg; Datastream; J.P. Morgan Chase; Merrill Lynch.

Grafik 2

verantwortlich sind. Bekaert et al. (2003) stellen fest, dass die Renditen auf Aktien aufstrebender Volkswirtschaften in den neunziger Jahren stärker mit den weltweiten Aktienrenditen korrelierten als in den achtziger Jahren. Laut McGuire und Schrijvers (in Vorbereitung) lässt sich ein Drittel aller Veränderungen der Renditeaufschläge für Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften im Zeitraum 1997-2003 auf einen einzigen gemeinsamen Faktor zurückführen.

Dieser Integrationsprozess setzte in der Mitte der achtziger Jahre ein, als viele aufstrebende (und entwickelte) Volkswirtschaften die Liberalisierung ihrer Finanzsysteme und ihres Kapitalverkehrs sowie andere marktorientierte Reformen in Angriff nahmen. Allgemein war das Jahrzehnt von der Mitte der achtziger bis zur Mitte der neunziger Jahre durch den Abbau zahlreicher staatlicher Beschränkungen der Finanzmarktaktivitäten geprägt. Danach verlor der Abbau der Kapitalverkehrskontrollen an Schwung, und in den späten neunziger Jahren verstärkten einige Länder sogar die Kontrolle der institutionellen Anleger (IWF 2003a). Da Anleger und Emittenten die bis dahin eröffneten Möglichkeiten jedoch in vollem Umfang nutzten, verstärkte sich die Verflechtung entwickelter und aufstrebender Märkte dennoch.

Diversifizierung der Anlegerbasis

Ein Aspekt der stärkeren Verflechtung entwickelter und aufstrebender Märkte ist die Veränderung der Anlegerbasis. In den aufstrebenden Finanzmärkten ist heute ein breites Spektrum von Marktteilnehmern aus entwickelten Volkswirtschaften aktiv. Während in den siebziger Jahren ausländische Banken die Hauptquelle privater Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften waren, traten ab den frühen neunziger Jahren Aktien- und Anleiheanleger in den Vordergrund. In den aufstrebenden Volkswirtschaften als Gesamtheit war das

Volumen der grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen in acht der letzten zehn Jahre höher als das der Bankdarlehen.

Darüber hinaus ist der Kreis der Anleger, die Wertpapiere aufstrebender Länder erwerben, weiter geworden. Von Anfang bis Mitte der neunziger Jahre kamen die Portfoliozuflüsse im Wesentlichen von spezialisierten Anlegern wie Hedge-Fonds und Investmentfonds mit Anlageschwerpunkt in aufstrebenden Volkswirtschaften. In jüngster Zeit hat sich jedoch die Präsenz von Anlegern verstärkt, die traditionell Schuldner mit hoher Bonität in entwickelten Märkten bevorzugten. Insbesondere haben Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und andere institutionelle Anleger Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften in ihre Portfolios genommen. Laut J.P. Morgan stieg der Anteil dieser Anleger am gesamten Absatz von Schuldinstrumenten aufstrebender Volkswirtschaften im Zeitraum 1998-2002 von 9% auf 32% (Weltbank 2003). Der Marktanteil der Hedge-Fonds ging dagegen von 30% auf 10% zurück.

Zunehmende
Präsenz institutio-
neller Anleger

Innovationen bei den Indizes für festverzinsliche Titel, die institutionelle Anleger oft als Referenzwerte für ihren Erfolg verwenden, unterstreichen die Diversifizierung in Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften. Gegen Ende der neunziger Jahre führten Investmentbanken einige globale Anleiheindizes ein, die nicht nur Emissionen in entwickelten, sondern auch in aufstrebenden Märkten berücksichtigen. Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften haben z.B. einen Anteil von rund 2% am Global Aggregate Index von Lehman Brothers, der im Jahr 1999 eingeführt wurde, um das Universum der Wertpapiere mit Anlagequalität abzubilden. Darüber hinaus wurden spezifische Indizes für aufstrebende Märkte in mehrfacher Weise verfeinert, um den Bedürfnissen institutioneller Anleger gerecht zu werden. So begrenzt der 1999 eingeführte Emerging Market Bond Index Global Diversified von J.P. Morgan die Gewichtung grösserer Schuldner. Um institutionellen Anlegern die Diversifizierung in lokale Märkte zu erleichtern, gibt es inzwischen sogar Indizes für Anleihen, die auf Währungen aufstrebender Länder lauten, sowie gesonderte Ratings für solche Anleihen.²

Veränderungen im Bankgeschäft

Gleichzeitig mit der zunehmenden Diversifizierung der Anlegerbasis für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften kam es zu einem radikalen Wandel des Engagements von Geschäftsbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften. International tätige Banken verlagerten ihren Schwerpunkt von der grenzüberschreitenden Kreditvergabe auf lokales Kredit- und Kapitalmarktgeschäft.

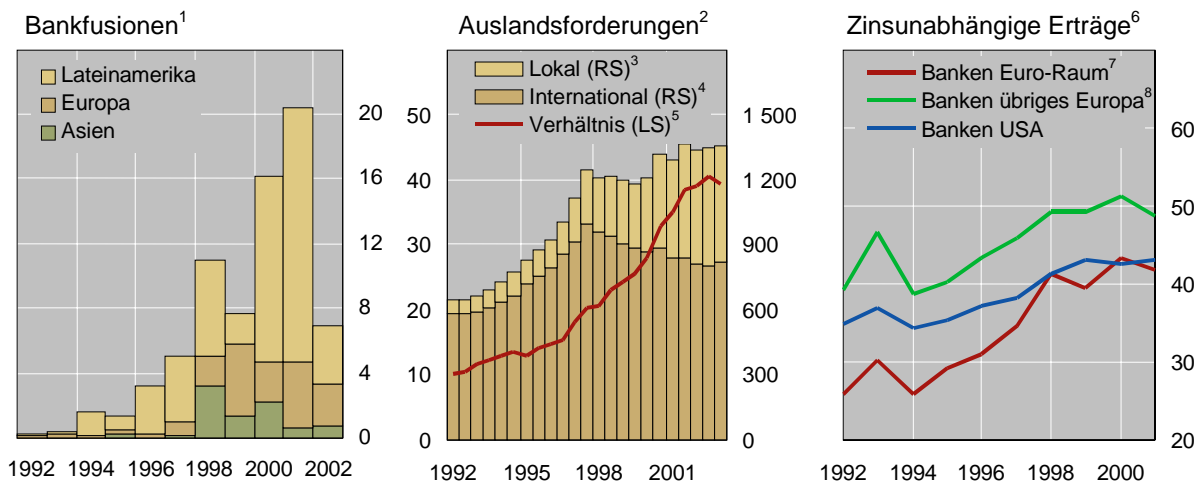
Neue Formen des
Bankgeschäfts ...

Seit Mitte der neunziger Jahre haben US- und europäische Banken ihr lokal refinanziertes Geschäft in aufstrebenden Volkswirtschaften stark ausgeweitet. Durch Fusionen und Übernahmen vor Ort vervierfachten sich die lokal refinanzierten Forderungen von 1995 bis 2002 auf US-\$ 544 Mrd.

... führen zu
starkem Wachstum
lokal refinanzierter
Forderungen

² Packer (ebenfalls in diesem *Quartalsbericht*) unterscheidet zwischen Staatspapier-Ratings in Fremd- und in Landeswährung.

Veränderungen im Geschäft international tätiger Banken



¹ Nach Sitzland der übernommenen Bank; Mrd. US-Dollar. ² Mrd. US-Dollar; Halbjahresdaten. ³ Forderungen in den Büchern der Auslandsniederlassungen von Banken im BIZ-Berichtsgebiet gegenüber Gebietsansässigen des Sitzlandes der Auslandsniederlassung, in der Landeswährung des Schuldners. ⁴ Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken in allen Währungen zuzüglich der Inlandsforderungen ihrer ausländischen Niederlassungen in Fremdwährung. ⁵ Inlandsforderungen in Prozent der Inlands- zuzüglich Auslandsforderungen. ⁶ In Prozent der gesamten Bruttoerträge. ⁷ Ohne Belgien und Griechenland. ⁸ Norwegen, Schweden, Schweiz und Vereinigtes Königreich.

Quellen: OECD; Bloomberg; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Grafik 3

(Grafik 3).³ Am stärksten engagierten sich ausländische Banken in Lateinamerika, gefolgt von Mittel- und Osteuropa. Sie bauten auch ihr Geschäft in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens aus, allerdings weniger massiv als in anderen Regionen. Die Inlandsforderungen wuchsen weit schneller als die grenzüberschreitenden Forderungen, und so stieg ihr Anteil an den aggregierten Forderungen ausländischer Banken an aufstrebende Volkswirtschaften von 14% 1995 auf 40% Ende 2002.

Bedeutung des Provisionsgeschäfts nimmt zu

Der Paradigmenwechsel von grenzüberschreitenden zu lokalen Bankgeschäften spiegelt zum Teil eine übergreifende strategische Umorientierung vom Zinsgeschäft zum Provisionsgeschäft wider. US-Banken und europäische Banken erzielen heute über 40% ihrer weltweiten Erträge mit zinsfremden Aktivitäten wie Marktmachergeschäften, Anleihe- und Aktienemissionen sowie Vermögensverwaltung. Dies trägt tendenziell zu einem ausgeglichenen Wachstum von Forderungen wie Verbindlichkeiten an den lokalen Märkten bei, etwa wenn Banken ihren Wertpapierbestand mit Repo-Geschäften finanzieren (McCauley et al. 2002). Selbst das Kreditgeschäft beginnt Kapitalmarktaktivitäten zu ähneln. Kommerzielle Kredite sind häufig Konsortialkredite und werden gehandelt, sodass Provisionen für die Konsortialmitglieder anfallen, während Hypothekendarlehen und Verbraucherkredite verbrieft und verkauft werden können.

Dieser Strategiewandel in den Banken hat die Entwicklung lokaler Finanzmärkte gefördert. Die Finanzmärkte in aufstrebenden Volkswirtschaften

³ Im Zeitraum 1995-2002 verzehnfachten sich die Inlandsforderungen gemessen in konstanten US-Dollar (Ende 2002), d.h. bereinigt um Abwertungen der Landeswährungen gegenüber dem US-Dollar.

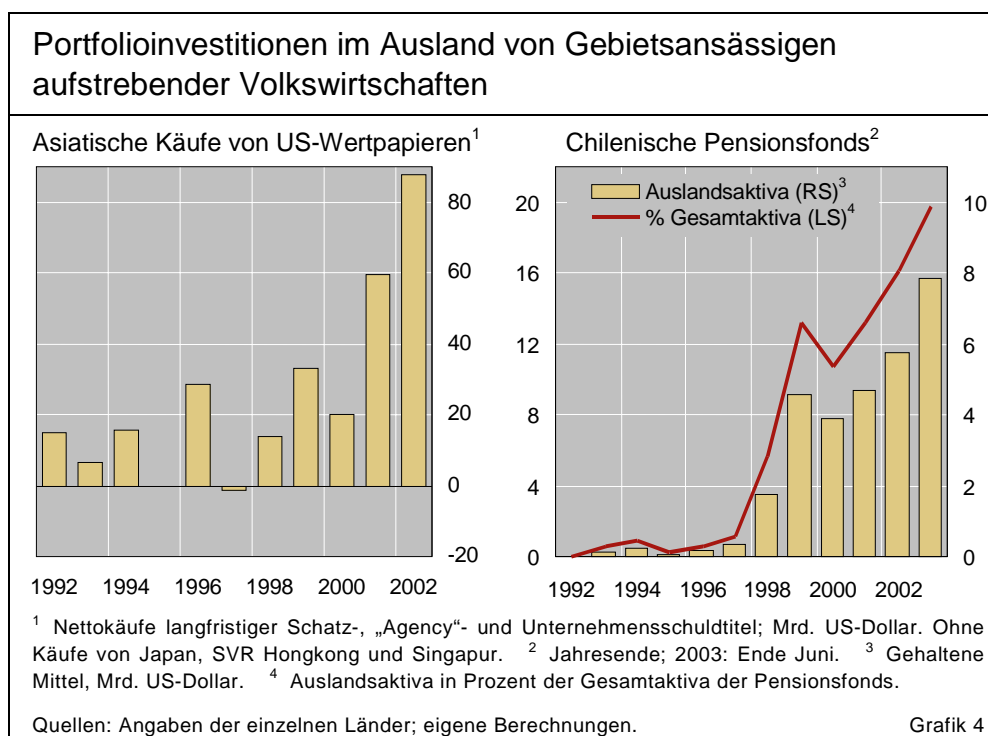
sind, insbesondere für Anleihen und Derivate, in den letzten Jahren erheblich gewachsen. Bei ostasiatischen und lateinamerikanischen Unternehmensanleihen ist der Anteil der Emissionen in Landeswährung bereits höher als derjenige der internationalen Emissionen und weiter steigend (Fernandez und Klassen 2003, IWF 2003b). Angesichts der offensichtlichen Wachstumschancen haben ausländische Banken in grossem Umfang Kapital und Fachwissen in lokale Wertpapier- und Derivatmärkte investiert. An einigen lokalen Märkten für Staatsanleihen beteiligen sie sich als Primärhändler, an anderen Märkten als Pensionsfondsmanager und an wieder anderen als Swaphändler.

Aktivitäten der Banken fördern die Entwicklung lokaler Finanzmärkte

Die Ereignisse von 2001/02 in Argentinien warfen die Frage auf, ob ausländische Banken ihre Strategie gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften revidieren würden. Die Signale sind bislang nicht eindeutig. Im Jahr 2002 gingen grenzüberschreitende Fusionen mit und Übernahmen von lateinamerikanischen Banken stark zurück, und mehrere ausländische Banken veräusserten Niederlassungen oder verringerten ihre Präsenz. Dies war in einigen Fällen auf wachsende Besorgnis der Banken über politische Risiken und Engagements in wirtschaftlich schwachen Ländern zurückzuführen, in anderen Fällen auf die Notwendigkeit, die Bilanz der Mutterbank zu konsolidieren. Eine weitere Ursache für den Rückgang grenzüberschreitender Übernahmen war, dass das Bankensystem in mehreren Ländern, insbesondere in Mexiko, sich bereits weitgehend in ausländischem Besitz befand.

Globale Präsenz von Akteuren aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Weiter gestärkt wurde die Verflechtung entwickelter und aufstrebender Märkte durch die zunehmende Präsenz von in aufstrebenden Volkswirtschaften

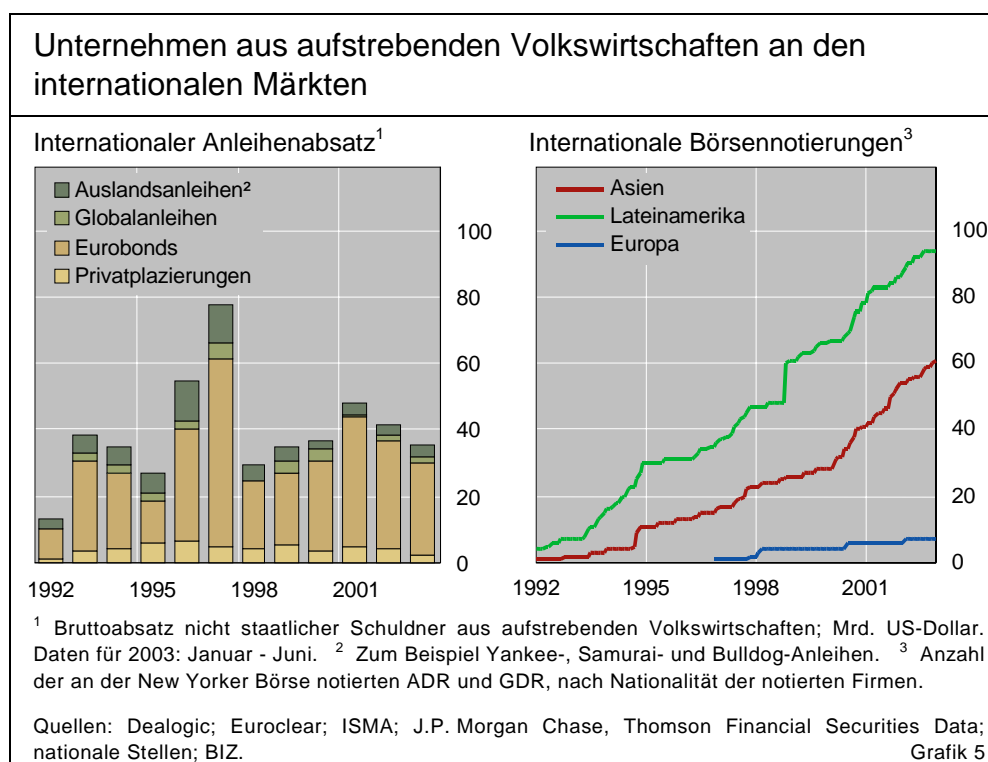


ansässigen Akteuren an entwickelten Märkten. Anleger aus aufstrebenden Ländern haben in den letzten Jahren beträchtliche Mittel in die entwickelten Finanzmärkte geleitet. Diese Kapitalflüsse entstanden weitgehend infolge von Leistungsbilanzüberschüssen, aber auch von Veränderungen des Portfoliomanagements. Gleichzeitig haben immer mehr Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften Zugang zu den internationalen Märkten mit ihrer grösseren Tiefe und Liquidität erhalten.

Die Erdöl exportierenden Länder des Nahen Ostens sind seit langem aktive Auslandsinvestoren, und Gebietsansässige anderer aufstrebender Länder folgen zunehmend ihrem Beispiel, allen voran die Zentralbanken Asiens. Die Devisenbestände der asiatischen Zentralbanken (ohne Bank of Japan) wuchsen im Zeitraum 1998-2002 um über \$ 360 Mrd. bzw. rund 80%. Der grösste Teil dieser Mittel war in US-Wertpapieren angelegt (McCauley 2003). In diesem Zeitraum hatten die Nettokäufe von US-Wertpapieren durch Gebietsansässige asiatischer Länder (ohne Japan) einen Anteil von 13% an den gesamten Käufen von US-Wertpapieren durch Gebietsfremde und finanzierten somit einen grossen Teil des US-Leistungsbilanzdefizits (Grafik 4).

Auch Gebietsansässige anderer aufstrebender Volkswirtschaften beginnen nun, ihre Anlagen an entwickelten Märkten aufzustocken. Sogar Länder, die Nettokapitalimporteure sind, beginnen, Kapital zu exportieren, um von einer grösseren Diversifizierung zu profitieren. Chile hat die Obergrenze für ausländische Vermögenswerte in chilenischen Pensionsfonds seit 1992 stufenweise von 3% auf 25% angehoben, und seither stieg der Bestand an ausländischen Werten in diesen Fonds von Null auf \$ 8 Mrd. Auch Mexiko dürfte in naher Zukunft seine Vorschriften dahingehend ändern, dass mexikanische Pensionsfonds bis zu 20% ihrer Mittel im Ausland anlegen können.

Gebietsansässige aufstrebender Länder verstärken ihre Auslandsinvestitionen



Gebietsansässige aufstrebender Volkswirtschaften gewinnen nicht nur als Auslandsinvestoren an Bedeutung, sondern auch als Schuldner an entwickelten Märkten. In der Vergangenheit nutzten Gebietsansässige aufstrebender Länder in erster Linie nicht regulierte Märkte wie den Eurobond-Markt oder wenig regulierte Märkte wie den weltweiten Anleihemarkt zur Mittelbeschaffung (Grafik 5).⁴ Seit der Mitte der neunziger Jahre nutzen sie vermehrt die regulierten öffentlichen Wertpapiermärkte. Insbesondere haben sich immer mehr lateinamerikanische, ostasiatische und mitteleuropäische Unternehmen dafür entschieden, ihre Aktien auch an einer internationalen Börse notieren zu lassen. Die Zahl lateinamerikanischer Unternehmen, deren Aktien sowohl an ihrer heimischen Börse als auch an der New York Stock Exchange notiert sind, verdreifachte sich zwischen 1995 und 2002 von 31 auf 94. Um Zugang zu den öffentlichen Märkten der USA zu erhalten, müssen ausländische Unternehmen die gleichen Standards für Publizität, Rechnungslegung und Unternehmensführung erfüllen wie notierte US-Unternehmen – Standards, die strikter sind als in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften.

Emittenten nutzen regulierte internationale Märkte

Neue Verflechtungen, neue Herausforderungen

Die zunehmende Verflechtung der entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkte bringt sowohl Vorteile als auch Herausforderungen mit sich.⁵ Die Diversifizierung der Anlegerbasis für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften, der veränderte Charakter des Bankgeschäfts und die steigende Inanspruchnahme der entwickelten Märkte durch Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften vergrössern den für Investitionen verfügbaren Kapitalpool, erweitern die Palette der bereitgestellten Finanzdienstleistungen und verbessern insgesamt den Spar- und Investitionsprozess. Gleichzeitig stellen sie die Politik vor eine neue Herausforderung: Wie kann gewährleistet werden, dass immer stärker verflochtene Finanzmärkte zuverlässig funktionieren?

Eine Herausforderung ist die Herausbildung einer Hierarchie von Märkten. Da die Marktintegration die Messung und vor allem das Management von Risiken erleichtert, ist mit zunehmender Preisdiskriminierung zu rechnen. Die Vorteile des höheren Integrationsgrades dürften daher in erster Linie gut geführten Volkswirtschaften zugute kommen, deren Wachstumsaussichten als gut angesehen werden. Länder mit höherem Risiko könnten im internationalen Finanzsystem zunehmend marginalisiert werden und unter unverhältnismässig hohen Risikoprämien leiden.

Bei ausländischen Direktinvestitionen ist eine solche Hierarchisierung bereits erkennbar: Sie sind auf eine relativ kleine Zahl von Ländern konzentriert

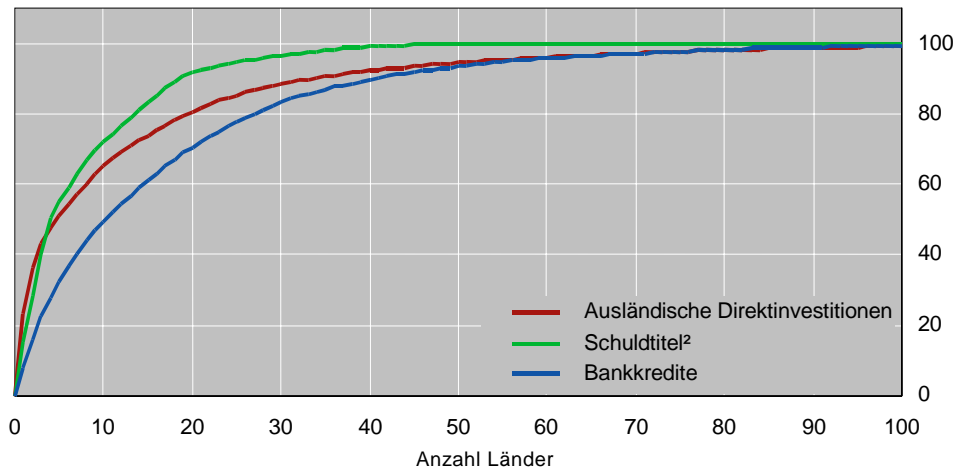
Integration könnte zu einer stärkeren Hierarchisierung der internationalen Märkte führen ...

⁴ Die meisten in aufstrebenden Volkswirtschaften emittierten Globalanleihen werden nach Rule 144A der US Securities and Exchange Commission (SEC) platziert. Gemäss Rule 144A dürfen grosse US-Finanzinstitute zuvor akquirierte Privatplatzierungen verkaufen, ohne die Wertpapiere bei der SEC registrieren oder zwei Jahre lang halten zu müssen.

⁵ Seit der Asien-Krise ist die Zahl der akademischen Studien und offiziellen Berichte über diese Vorteile und Herausforderungen markant gestiegen. S. Rajan und Zingales (2003), FSF (2000) und White (2000).

Konzentration der Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften

Kumulierte Verteilung der ausstehenden Anlagen Ende 2002, in Prozent¹



¹ Ausländische Direktinvestitionen: Ende 2001. ² Ohne Brady-Anleihen und andere umstrukturierte Emissionen.

Quellen: UNCTAD; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Stellen; BIZ. Grafik 6

(Grafik 6). Die Argentinien-Krise hat das Bewusstsein für politische Risiken geschärft und wirft somit auch die Frage auf, inwieweit weniger stabile Länder ausländische Direktinvestitionen in Wirtschaftszweigen mit hoher Regulierungsdichte wie dem Banken- und dem Energiesektor anziehen können. Die Portfolioinvestitionen sind sogar noch stärker konzentriert. Viele institutionelle Anleger dürfen nach den für sie geltenden Vorschriften keine Schuldtitel mit einem Rating unterhalb der Anlagequalität halten. Schuldner mit niedrigerem Rating haben auch erhebliche Schwierigkeiten, Zugang zu den Derivatmärkten zu erhalten, wo Bedenken hinsichtlich des Ausfallrisikos eine grosse Rolle spielen. Dies beschränkt tendenziell das Instrumentarium für das Risikomanagement, das solchen Schuldnern zur Verfügung steht.

Der Rückgang des grenzüberschreitenden Kreditgeschäfts der Banken könnte eine Hierarchisierung zusätzlich fördern. Früher hatten Banken stärker diversifizierte Portfolios als andere Anleger und setzten bei Kreditnehmern aus Ländern mit hohem Risiko Sicherheiten und restriktive Auflagen in den Darlehensverträgen ein. Da die Banken ihre Aktivitäten nun neu orientieren und institutionelle Anleger an Bedeutung gewinnen, könnten die Finanzierungsbedingungen für Länder mit niedrigerem Rating schwieriger werden, während sie sich für Länder mit höherem Rating verbessern.

Eine zweite, damit verbundene Herausforderung ist der Umgang mit Finanzzyklen. Die Integration erleichtert zwar die Preisfindung für Risiken und das Risikomanagement, eliminiert aber nicht unbedingt ausgeprägte Hausse- und Baissezyklen der Finanzierungsströme und der Preise für Vermögenswerte. Infolge der Liberalisierung des Finanzsektors dürften solche Zyklen im Gegenteil wahrscheinlicher werden. Die Erfahrung zeigt, dass Anleger die Risiken im Aufschwung eher unterschätzen und im Abschwung eher überschätzen (Borio et al. 2001). Im Aufschwung unterschätzen sie z.B. häufig

... die konjunkturelle Schwankungsbreite im Finanzsektor vergrössern ...

die Möglichkeit, dass wenig wahrscheinliche, mit hohen Verlusten verbundene Ereignisse wie Konkurse eintreten.

Bessere Preisfindungs- und Managementmechanismen für Währungs- und Liquiditätsrisiken sind von zentraler Bedeutung, um die Widerstandsfähigkeit aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber Finanzzyklen zu stärken. Schuldner, deren Bilanzen Währungs- und Fälligkeitsinkongruenzen aufweisen, sind anfällig gegenüber Veränderungen der Risikobereitschaft von Anlegern. Ein Mittel der Politik, bessere Preisfindungs- und Managementmechanismen für Währungsrisiken zu fördern, ist mehr Flexibilität bei den Wechselkursen zuzulassen. Liquiditätsrisiken lassen sich dadurch mindern, dass bei der Verwaltung der Devisenreserven potenzielle kurzfristige Devisenverbindlichkeiten berücksichtigt werden. In aufstrebenden Volkswirtschaften mit schwachen Finanzsystemen kann es auch angebracht sein, bestimmte Beschränkungen der Kapitalzuflüsse beizubehalten. Darüber hinaus kann die Entwicklung lokaler Wertpapiermärkte mit auf Landeswährung lautenden Emissionen einen grossen Beitrag zur Beseitigung von Inkongruenzen leisten.

Dies führt zu der dritten Herausforderung infolge der stärkeren Verflechtung: den Trade-offs, die mit dem Management und Handel finanzieller Risiken an Inlandsmärkten einerseits und an internationalen Märkten andererseits verbunden sein können. Durch den Zugang zu der höheren Liquidität, die internationale Märkte in der Regel bieten, können Gebietsansässige aufstrebender Volkswirtschaften ihre Finanzierungskosten senken und ihre Ersparnisse gemäss ihren eigenen Präferenzen anlegen. Wenn sie jedoch diese Finanzierungsmöglichkeiten in vollem Umfang nutzen wollen, benötigen sie Zugang zu gut funktionierenden Derivatmärkten, um die damit verbundenen Wechselkursrisiken aufzufangen. Hierzu wiederum sind Systeme zum Management der Kreditrisiken ihrer Geschäftspartner erforderlich, insbesondere an den ausserbörslichen Märkten, die von einer Hand voll Händler dominiert werden. An Bedeutung gewinnt darüber hinaus eine solide Infrastruktur für den grenzüberschreitenden Handel und Zahlungsausgleich als Mittel zur Begrenzung operationeller Risiken. Auch angemessene Sicherheiten und Netting-Vereinbarungen können hier hilfreich sein.

Die Verlagerung der Finanzierungsgeschäfte ins Ausland kann die negative Auswirkung haben, dass lokale Finanzsysteme in ihrer Fähigkeit zur Preisfindung für finanzielle Risiken und zum Handel mit diesen Risiken geschwächt werden oder dass der Anreiz schwindet, entsprechende Märkte zu entwickeln. Liquidität konzentriert sich tendenziell in spezifischen Finanzinstrumenten und Märkten. Jeder ausländische Anleger, der statt Aktien an aufstrebenden Märkten American Depositary Receipts (ADR) erwirbt, entzieht der lokalen Börse Liquidität und führt sie der New Yorker Börse zu, sodass der Anreiz für andere Anleger steigt, es ihm gleichzutun. Infolgedessen nimmt die Liquidität inländischer Finanzmärkte ab, und für Unternehmen, die keinen direkten Zugang zu internationalen Mittelquellen haben, steigen die Finanzierungskosten (Claessens et al. 2002).

... und die Liquidität der Inlandsmärkte verringern

Herausforderung für die Politik: Förderung des Wettbewerbs und Öffnung der Märkte

In dieser Lage ist die Politik aufgerufen, die Entwicklung von Finanzmarktstrukturen zu fördern, die die Zugänglichkeit einer breiten Palette von Finanzdienstleistungen mit effizienten Preisfindungs- und Managementmechanismen für Risiken kombinieren. Die Förderung des Wettbewerbs an inländischen Finanzmärkten – zwischen Emittenten, Anlegern und Intermediären – kann hierzu einen wichtigen Beitrag leisten. Das Gleiche gilt für die internationale Integration dieser Märkte, etwa durch die Einführung international vereinbarter gesetzlicher und regulatorischer Standards sowie eine weitere Lockerung der Kapitalverkehrskontrollen.

Bibliografie

Bekaert, G. und C. Harvey (1997): „Emerging equity market volatility“, *Journal of Financial Economics*, 43, S. 29-77.

Bekaert, G., C. Harvey und A. Ng (2003): „Market integration and contagion“, *NBER Working Papers*, Nr. 9510, Februar.

Borio, C., C. Furfine und P. Lowe (2001): „Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options“, in *Marrying the macro- and microprudential dimensions of financial stability*, *BIS Papers*, Nr. 1, März, S. 1-57.

Claessens, S., D. Klingebiel und S. Schmukler (2002): „Explaining the migration of stocks from exchanges in emerging economies to international centres“, *Centre for Economic Policy Research discussion paper*, Nr. 3301, April.

Fernandez, D. und S. Klassen (2003): *Asian Bond Fund crawls, but should it ever walk?*, mimeograph, J.P. Morgan Chase, 12. Juni.

Financial Stability Forum (2000): *Report of the Working Group on Capital Flows*, 5. April.

International Monetary Fund (2003a): „Exchange arrangements and foreign exchange markets“, *World Economic and Financial Surveys*.

——— (2003b): *Global Financial Stability Report*, März.

McCauley, R. (2003): „Kapitalströme in Ostasien seit der Krise von 1997“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 45-61.

McCauley, R., J. Ruud und P. Wooldridge (2002): „Globalisierung des internationalen Bankgeschäfts“, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 46-59.

McGuire, P. und M. Schrijvers (2003): „Gemeinsame Bestimmungsfaktoren von Renditenaufschlägen für aufstrebende Volkswirtschaften“, *BIZ-Quartalsbericht*, demnächst.

Packer, F. (2003): „Vorsicht Stufe: Unterschiede im Rating für Staatsschulden in Landes- und in Fremdwährung“, in dieser Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*.

Rajan, R. und L. Zingales (2003): *Saving capitalism from the capitalists*, Random House, London.

White, W. (2000): „Recent initiatives to improve the regulation and supervision of private capital flows“, *BIS Working Papers*, Nr. 92, Oktober.

World Bank (2003): *Global Development Finance*, Washington.

Vorsicht Stufe: Unterschiede im Rating für Staatsschulden in Landes- und in Fremdwährung¹

Im letzten Jahrzehnt ist es allgemein üblich geworden, dass Rating-Agenturen neben einem Rating für staatliche Schuldtitel in Fremdwährung auch eines für Schulden in Landeswährung geben. Dieses fällt oft besser aus, weil davon ausgegangen wird, dass ein Staat eher imstande und willens ist, Schulden in seiner eigenen Währung zu bedienen. Eine Lücke zwischen Landes- und Fremdwährungsrating besteht jedoch nicht immer, und sie ist auch nicht immer gleich gross.

Diese Rating-Unterschiede dürften die Entwicklung an den globalen Kapitalmärkten zunehmend beeinflussen. Viele Staaten haben es sich zum Ziel gesetzt, als Alternative zum Zustrom ausländischen Kapitals Anleihemärkte für Papiere in Landeswährung zu entwickeln.² Über ihre Auswirkungen sowohl auf die Akzeptanz seitens der Anleger als auch auf die Marktpreise dürften unterschiedliche Ratings für Fremd- bzw. Landeswährung dies unterstützen, und sie dürften auch im Hinblick auf die zunehmende Verwendung von Ratings für Belange der Bankenaufsicht von Bedeutung sein.

Das Feature beginnt mit einem Überblick über die Entwicklung der beiden Arten von Ratings für Staatsschulden. Ratings für Landeswährungsanleihen sind tendenziell meist jünger, da es die Märkte für diese Anleihen noch nicht so lange gibt. Anschliessend wird untersucht, wie häufig und um wie viel das Landeswährungsrating höher ist als das Fremdwährungsrating. Dabei zeigen sich nicht nur Unterschiede zwischen Schuldner, sondern auch erstaunliche Abweichungen zwischen den Rating-Agenturen untereinander, was darauf schliessen lässt, dass bei der Risikoeinschätzung von Schulden in Landeswährung eine grössere Uneinigkeit zwischen den Agenturen besteht.

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

² Der neu geschaffene Asian Bond Fund z.B. investiert zwar zunächst in Dollarschuldtitel, doch wollen die ostasiatischen Zentralbanken prüfen, ob nicht auch in Anleihen in Landeswährung investiert werden soll. S. EMEAP (2003).

Landes- und Fremdwährungsratings – ein wachsender Markt

Die Einstufung von Ländern ist ein schnell wachsender Geschäftsbereich für die Rating-Agenturen. Im Jahr 1985 hatten lediglich 17 Staaten ein Rating für Anleiheemissionen an den internationalen Kapitalmärkten.³ Die meisten Länder erhielten dabei die Klassifizierung AAA; weniger finanzstarke Länder griffen auf Banken oder privat platzierte Anleihen zurück (Tabellen 1 und 2). Doch in den letzten 15-20 Jahren nehmen auch die Länder am unteren Ende der Bonitätskala zunehmend die Anleihemärkte in Anspruch. Insbesondere in den letzten zehn Jahren ist die Anzahl von Erstbewertungen deutlich gestiegen.

Ursprünglich bezogen sich die meisten neuen Ratings staatlicher Schuldner auf Fremdwährungstitel, da die Staaten anscheinend kaum Bedarf sahen, ihre auf Landeswährung lautenden Titel bewerten zu lassen. Doch in der Zwischenzeit verfügt ein immer grösserer Anteil Staaten auch über Ratings für ihre Schatztitel in Landeswährung, was wohl damit zusammenhängt, dass eine Ausweitung des Anlegerkreises für Landeswährungsanleihen angestrebt wird.⁴ In den letzten acht Jahren erhielten weitere 47 Staaten ein Rating für ihre Verbindlichkeiten in Fremdwährung (45% aller Staaten mit Rating); im Vergleich dazu wurde bei 72 Ländern erstmals ein Landeswährungsrating vorgenommen (mehr als zwei Drittel aller Staaten mit Rating). Dabei haben sich die Landeswährungsratings so stark ausgebreitet, dass sich nunmehr die Anzahl der Länder mit Landeswährungsratings praktisch mit derjenigen der Länder mit Fremdwährungsratings deckt.

Steigende Nachfrage nach Länder-ratings ...

... insbesondere nach Landeswährungsratings ...

Landes- und Fremdwährungsratings von Staatsschulden		
	Neue Fremdwährungs-ratings	Neue Landeswährungs-ratings
	Anzahl Staaten	
Bis 1985 einschl.	17	0
1986–90	22	3
1991–95	19	31
1996–2000	36	60
2001–03	11	12
Insgesamt	105	106

Anmerkung: Einbezogen sind Staaten, für die ein Rating von mindestens einer der drei grossen Rating-Agenturen vorlag. Die USA erhielten erst 1992 ein Fremdwährungsrating.

Quellen: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabelle 1

³ Auch in den zwanziger Jahren führten die Rating-Agenturen zahlreiche Bewertungen durch; Moody's hatte bis 1929 rund fünfzig Staaten bewertet. Doch während der Weltwirtschaftskrise war an den internationalen Anleihemärkten weit weniger Aktivität zu verzeichnen, und nach dem Zweiten Weltkrieg gab es diese Märkte praktisch nicht mehr.

⁴ Ein weiterer Grund für die gestiegene Nachfrage nach Landeswährungsratings ist anscheinend die Zunahme strukturierter Transaktionen, bei denen die für Schuldtitel in Fremdwährung typischen Risiken – wie das Konvertibilitäts- und das Transferrisiko – abgetrennt werden.

Bonität neuer Ratings von Staatsschulden		
	Neue Fremdwährungs-ratings	Neue Landeswährungs-ratings
	Medianwert	
Bis 1985 einschl.	AAA	...
1986–90	A+	AAA
1991–95	BB+	AA–/A+
1996–2000	BB	BBB
2001–03	BBB	BB
Anmerkung: Einbezogen sind Staaten, für die ein Rating von mindestens einer der drei grossen Rating-Agenturen vorlag.		
Quellen: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabelle 2		

... und auch Einbeziehung Schuldner niedrigerer Bonität

Der Anstieg der Nachfrage nach Landeswährungsratings vollzieht sich insofern auffallend ähnlich wie seinerzeit bei den Fremdwährungsratings, als zunehmend auch Schuldner geringerer Bonität ein Rating erhalten. Ursprünglich kam die Nachfrage nach Landeswährungsratings zumeist von AAA-Schuldern, doch der Markt hat sich ständig in Richtung niedriger eingestufte Schuldner erweitert. Seit 2001 liegt der Medianwert mit BB unterhalb der Anlagequalität (Tabelle 2).

Aufsichtsrechtliche Regelungen, die Agentur-Ratings zugrunde legen, unterscheiden fast nie zwischen Forderungen in Landeswährung und Forderungen in ausländischer Währung. Die wenigen Ausnahmen begünstigen Landeswährungsratings und/oder Forderungen in Landeswährung. Der Standardansatz der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung sieht bei Forderungen in ausländischer Währung an multilaterale Entwicklungsbanken, bei denen nach Einschätzung der nationalen Aufsicht „das Konvertierungs- und das Transferrisiko voll reduziert wurden“, beispielsweise vor: „In diesen Fällen kann das auf die Heimatwährung bezogene Rating des Schuldners an Stelle seines auf ausländische Währungen bezogenen Rating für Risikogewichtungszwecke herangezogen werden“.⁵

Unterschiedliches Rating

Lücke zwischen Landes- und Fremdwährungs-rating ...

Rating-Agenturen geben staatlichen Schuldtiteln in Landeswährung meist ein besseres Rating als Titeln in Fremdwährung. In der Regel wird das damit erklärt, dass davon auszugehen sei, dass der Staat Steuern in eigener Währung erheben kann und deshalb Vermögenswerte in Landeswährung besser bereitstellen kann. Ausserdem muss sich der Staat Devisen beschaffen, um seine Schulden in ausländischer Währung zu tilgen, während er zur

⁵ S. Basler Ausschuss (2003). Darüber hinaus überlässt es die Eigenkapitalvereinbarung dem Ermessen der nationalen Aufsichtsbehörden, für Bankkredite in Landeswährung, die an Staaten oder Zentralbanken gewährt werden, noch geringere Risikogewichte anzusetzen (sofern diese auch in der Landeswährung refinanziert werden); bei Krediten in Fremdwährung ist dies nicht möglich.

Bedienung der Verbindlichkeiten in Landeswährung zusätzliches Geld in Umlauf bringen kann (s. z.B. Fitch Investors Service 2003).

Demnach wäre die Rating-Lücke tendenziell weniger gerechtfertigt, wenn die Möglichkeit des Staates eingeschränkt wäre, den inländischen Bargeldumlauf zu erhöhen. Ein gutes Beispiel hierfür wären Staaten, die Währungen anderer Länder verwenden, wie Panama und El Salvador. Auch die Länder des Euro-Raums sind ein Sonderfall, denn durch die Übertragung der geld- und währungspolitischen Zuständigkeit an die EZB ist der Unterschied zwischen Verbindlichkeiten in Landes- bzw. Fremdwährung wesentlich geringer geworden.⁶ Insgesamt dürften die mit hohen Inflationsraten oftmals verbundenen hohen politischen Kosten zur Folge haben, dass die Erreichung guter Landeswährungsratings über die Notenpresse in der Praxis nur beschränkt möglich ist.

Eine weitere mögliche Ausnahme könnte gelten, wenn die Fremdwährungsemissionen im Verhältnis zu den gesamten ausstehenden Verbindlichkeiten eines Staates gering sind. Denn eines der Grundprinzipien bei der Analyse von Staatsschulden besteht darin, dass das Länderrisiko immer von der Zahlungsbereitschaft und der Zahlungsfähigkeit abhängt. Ist die Schuldenlast klein, unternimmt der Staat unter Umständen zusätzliche Anstrengungen, um bei Schuldtiteln in Fremdwährung einen Ausfall zu vermeiden. Das damals relativ geringe Volumen internationaler Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften erklärt wahrscheinlich, warum es zu Beginn der achtziger Jahre – trotz etlicher Programme zur Umschuldung von Bankkrediten – bei den Anleihen zu relativ wenigen Ausfällen kam.

... durch Einschränkung des währungspolitischen Spielraums reduzierbar

Die Lücke und die Rating-Verteilung

Ein weiterer Einflussfaktor für die Grösse der Rating-Lücke ist rein technischer Natur: Ein höheres Rating als AAA (Aaa) gibt es im Klassifikationsschema der Rating-Agenturen nicht. Die zusätzliche Bonität, die ein mit AAA bewerteter Fremdwährungskredit hätte, wenn er auf Landeswährung lautete, lässt sich nicht erfassen. Zudem können sich als AA+ eingestufte Staaten nur um eine Stufe verbessern und so weiter. Somit müsste die Lücke dann grösser sein und häufiger auftreten, wenn das Fremdwährungsrating niedriger ist als AAA oder AA. Dies lässt sich im Allgemeinen tatsächlich feststellen (Tabelle 3).

Demgegenüber zeigt sich, dass die Lücke in der mittleren Rating-Klasse BBB am grössten ist. Bei Standard & Poor's z.B. liegen die Landeswährungsratings von drei Viertel aller bewerteten Staaten in dieser Kategorie zwei oder mehr Stufen über den Fremdwährungsratings. Dagegen ist der relative Vorteil von Schuldtiteln in Landeswährung für Länder mit einem Rating unterhalb der Anlagequalität viel kleiner als für Länder, die darüber liegen. Auch bei den anderen Rating-Agenturen ist die Höckerform dieser Verteilung erkennbar.

Lücke bei BBB am grössten

⁶ Wengleich es unterschiedliche Auffassungen gab, ob die Fremdwährungsratings nach oben oder die Landeswährungsratings nach unten angepasst werden sollten, beseitigten bzw. reduzierten die grossen Rating-Agenturen für die Länder des Euro-Raums die Rating-Lücken zwischen Landes- und Fremdwährung zur Einführung des Euro (eine ausführlichere Diskussion s. McCauley und White 1997).

Abstände zwischen Landes- und Fremdwährungsrating (S&P)			
Fremdwährungsrating	Kein Unterschied	Landeswährungsrating genau eine Stufe höher	Landeswährungsrating mehr als eine Stufe höher
	Anzahl Staaten		
AAA	17	0	0
AA	8	2	0
A	4	5	8
BBB	0	3	9
BB	3	8	6
B	9	4	3

Anmerkung: Allgemeine Rating-Kategorien, d.h. AA schliesst AA+, AA und AA- ein.
Quelle: Standard & Poor's. Tabelle 3

Warum die Rating-Lücke von Staaten diese weitere Besonderheit aufweist, leuchtet nicht unmittelbar ein. Bestünde irgendein Zusammenhang zwischen diesen Unterschieden und dem Bestreben der Emittenten, für Schuldtitel in Landeswährung ein Anlagerating zu erreichen, dann wären in der Kategorie BB (Fremdwährung) grössere Lücken zu erwarten – doch dies ist nicht der Fall. Standard & Poor's postuliert, dass Länder mit niedrigem Rating Risiken ausgesetzt sind, wie z.B. dem Risiko innerer Unruhen und politischer Krisen, die in Situationen, in denen der Ausfall von Schuldtiteln in Fremdwährung hingenommen wird, auch die Bedienung ihrer Verbindlichkeiten in Landeswährung erschweren (Standard & Poor's 2002).

Ausfall des Staatsschuldners bei Schuldtiteln mit Rating

Im Idealfall liesse sich aus der Ausfallstatistik ablesen, ob bewertete Schuldtitel in Landeswährung, die zumeist als sicherer gelten, dies in der Vergangenheit auch tatsächlich waren. Da Fremdwährungsratings aber erst seit Ende der achtziger Jahre grössere Verbreitung finden und es sich generell nur um wenige Staaten handelt, ist die Liste der Ausfälle von Schuldtiteln mit Rating recht kurz. Nach Aufzeichnungen von Moody's Investors Service gab es seit 1985 lediglich in neun Staaten Ausfälle von Staatsanleihen mit Ratings, und alle ereigneten sich 1998 oder später (Tabelle 4). Lediglich fünf dieser Staaten hatten zum Zeitpunkt des Ausfalls bewertete Schuldtitel in Fremd- und in Landeswährung.

Die begrenzte Stichprobe lässt keine einheitliche Beziehung zwischen der Währung der Verbindlichkeit und der Ausfallwahrscheinlichkeit erkennen.⁷ In einem Fall (Peru) fielen nur die auf Fremdwährung lautenden Anleihen aus, in

Ausfallstatistik nur begrenzt aussagekräftig

Titel in Fremdwährung fielen nicht immer zuerst aus

⁷ Die Zusammensetzung der Stichprobe basiert auf den Definitionen von Moody's. Da die grossen Rating-Agenturen den Ausfall von Staatsschuldnern unterschiedlich definieren und die Anzahl der vergebenen Ratings nicht unbedingt übereinstimmt, würden die Stichprobe und die jeweiligen Anmerkungen bei anderen Agenturen möglicherweise anders ausfallen.

Ausfälle bei Staatsschulden mit Rating				
	Fremdwährung	Landeswährung	Insgesamt ¹	Kommentar
	Jahr des Ausfalls (vorheriges Rating)			
Argentinien	2001 (Caa3)	2001 (Caa3)	\$ 82,3 Mrd.	Ausfall gleichzeitig
Ecuador	1999 (B3)	1999 (B3)	\$ 6,6 Mrd.	Ausfall Fremdwährung einen Monat vor Ausfall Landeswährung
Moldawien	2001 (B3) 2002 (Caa1)	.	\$ 145 Mio.	Nur Fremdwährungs- rating vorhanden
Pakistan	1998 (Caa1)	.	\$ 750 Mio.	Nur Fremdwährungs- rating vorhanden
Peru	2000 (Ba3)	.	\$ 4,9 Mrd.	Ausfall nur Fremd- währung
Russland	1998 (B1)	1998 (B2)	\$ 73,4 Mrd.	Ausfall Landeswährung einen Monat vor Ausfall Fremdwährung
Ukraine	1998 (B3) 2000 (Caa1)	.	\$ 1,4 Mrd. \$ 1,1 Mrd.	Nur Fremdwährungs- rating vorhanden
Uruguay	2003 (B3)	.		Nur Fremdwährungs- rating vorhanden
Venezuela	.	1998 (B3)	\$ 270 Mio.	Ausfall nur Landes- währung

¹ Summe der Ausfälle von Landes- und Fremdwährungsschulden auf der Basis des Wechselkurses zum oder nahe dem Ausfallzeitpunkt.

Quelle: Moody's Investors Service (2003a). Tabelle 4

einem anderen (Ecuador) dagegen zunächst die auf Fremdwährung lautenden Titel und erst später die entsprechenden in einheimischer Währung. Im Falle Venezuelas fielen nur die auf Landeswährung lautenden Titel aus, während in Russland die Verbindlichkeiten in Landeswährung vor den Auslandsverbindlichkeiten ausfielen. Beim bisher grössten Ausfall eines staatlichen Schuldners, Argentinien, waren beide Arten von Verbindlichkeiten gleichzeitig betroffen.

Unterschiede zwischen den Rating-Agenturen

Es ist je nach Rating-Agentur erstaunlich unterschiedlich, wie oft und in welchem Umfang Landeswährungsschulden ein günstigeres Rating erhalten. Insbesondere bei Moody's sind die Landeswährungsratings im Vergleich zu den anderen Agenturen deutlich seltener höher als die Fremdwährungsratings: Moody's gibt z.B. nur 28% der von ihm bewerteten Staaten ein besseres Landeswährungsrating; bei S&P und Fitch liegt der entsprechende Prozentsatz

Rating-Vorsprung je nach Agentur unterschiedlich gross und häufig

Unterschied zwischen Landes- und Fremdwährungsrating			
Unterschied	Moody's	S&P	Fitch
	Anzahl Staaten		
4 Stufen	–	2	–
3 Stufen	7	11	3
2 Stufen	8	14	20
1 Stufe	11	22	20
Kein Unterschied	61	43	29
– 1 Stufe	2	–	1
– 2 Stufen	1	–	–
– 3 Stufen	0	–	–
– 4 Stufen	1	–	–
Insgesamt	91	92	73

Quellen: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabelle 5

deutlich über 50% (Tabelle 5). In vier Fällen liegt bei Moody's das Fremdwährungsrating über dem Landeswährungsrating,⁸ was jeweils damit begründet wird, dass die Auslandsverbindlichkeiten im Verhältnis zu den Devisenreserven relativ gering seien (Moody's 2003b, 2003c).

Unter dem Strich sind die Landeswährungsratings von S&P und Fitch im Durchschnitt jeweils etwa eine Zweidrittelstufe höher, als es der Fall wäre, wenn die Abstände der Fremd- und Landeswährungsratings von Moody's zugrunde gelegt würden (Tabelle 6).⁹ Natürlich wären die Unterschiede im Mittel noch grösser, wenn die rund 15 Länder mit einem Fremdwährungsrating von AAA aus der Stichprobe herausgenommen würden.

Mittlerer Unterschied zwischen Staatsschuldenratings der Agenturen			
	Moody's/S&P	Moody's/Fitch	S&P/Fitch
Fremdwährungsrating	0,34	0,31	–0,01
Landeswährungsrating	–0,34	–0,33	0,04
Landes- abzüglich Fremdwährungsrating	–0,68	–0,64	0,05

Anmerkung: In den ersten beiden Zeilen zeigt ein positives Vorzeichen jeweils ein höheres Rating der ersten Agentur an.

Quellen: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabelle 6

⁸ Die vier Länder sind Indien, Libanon (eine Stufe), Türkei (zwei Stufen) und Japan (vier Stufen). Bei Standard & Poor's erhält kein Land ein höheres Fremdwährungsrating, bei Fitch lediglich Japan.

⁹ Für die Berechnungen in den Tabellen 6 und 7 wurden die Ratings wie folgt umgesetzt: AAA (Aaa) = 1, AA+ (Aa1) = 2, B– (B3) = 16.

Korrelationen der Landes- und Fremdwährungsratings zwischen den Agenturen		
	Fremdwährungs-rating	Landeswährungsrating
Moody's/S&P	0,958	0,937
Moody's/Fitch	0,951	0,926
S&P/Fitch	0,986	0,937
Anmerkung: Rangkorrelationen nach Spearman nur für Staaten mit Fremdwährungsrating unterhalb von AAA (Aaa) berechnet.		
Quellen: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's.		Tabelle 7

Bei der unterschiedlichen Einschätzung hinsichtlich des Landeswährungsratings dürfte auch die rangmässige Bewertung der Risiken durch die Agenturen von Bedeutung sein. Da die Agenturen das Rating als Massstab für das relative Ausfallrisiko sehen, lässt sich die Übereinstimmung unter den Agenturen vielleicht am besten anhand des Rangkorrelationskoeffizienten messen. In Tabelle 7 zeigt sich, dass die Rangkorrelationskoeffizienten der Landeswährungsratings der Agenturen ausnahmslos niedriger sind als diejenigen der Fremdwährungsratings. Wegen der geringen Stichprobengrösse ist die Stärke der statistischen Inferenz zwar begrenzt, doch ist zu vermuten, dass hinsichtlich der Rangfolge bei den Landeswährungsratings weniger Übereinstimmung unter den Agenturen besteht.¹⁰

Auch Rangordnung der Risiken in Landeswährung unterschiedlich eingeschätzt

Zusammenfassung und Ausblick

Auf Landeswährung bezogene Ratings sind eine relativ neue Erscheinung, deren Bedeutung angesichts des Wachstums der Märkte für Inlandsanleihen zunehmen wird. Viele öffentliche Entscheidungsträger sind der Überzeugung, dass die Märkte für Inlandsanleihen einen Schutz vor volatilen Kapitalzuflüssen in Fremdwährung bieten und deshalb weiterentwickelt werden sollten (BIZ 2001, IWF 2003). Im Rahmen einer Reihe regionaler Initiativen wird versucht, diesen Konsens in konkrete Massnahmen umzusetzen.

In der Praxis bewerten die Rating-Agenturen Schuldtitel in Landeswährung oft relativ positiv, da der Staat grundsätzlich Steuern erheben oder sogar den Geldumlauf erhöhen kann, um seinen Zahlungsverpflichtungen in Landeswährung nachkommen zu können. Das gute Abschneiden dürfte zur Entwicklung der lokalen Anleihemärkte beitragen, denn zum einen steigert es die Marktakzeptanz von Schuldtiteln in Landeswährung, und zum anderen senkt es den aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalbedarf, soweit dieser von den Ratings abhängt.

Doch die Abstände zwischen Landes- und Fremdwährungsratings sind bei den grossen Agenturen – wie in diesem Feature dargestellt – bei weitem nicht

¹⁰ Der p-Wert für die z-Statistik bei einem Test mit der Null-Hypothese, dass es keine Unterschiede bei der Rangkorrelation gibt, ist für die Kombination S&P/Fitch kleiner als 0,01; doch für die Kombination Moody's/S&P beträgt er 0,116 und für die Kombination Moody's/Fitch 0,156.

gleich. Oft gibt es grosse Unterschiede. Eine Agentur misst der Tatsache, dass Titel auf Landeswährung lauten, weniger Bedeutung bei und stuft Papiere in Fremdwährung gelegentlich sogar höher ein. Daneben wird deutlich, dass die Agenturen die Rangfolge der Risiken von Schuldtiteln in Landeswährung unterschiedlicher einschätzen.

Aufgrund der Entwicklung der Kapitalmärkte weltweit und der relativ seltenen Ausfälle von Staaten in der Vergangenheit sind diese Unterschiede in der Rating-Praxis in gewisser Weise natürlich und sogar zu begrüssen. Doch sie könnten auch ein Hinweis darauf sein, dass ein grosses Mass an Unsicherheit darüber besteht, wie zwischen Schuldtiteln in Landes- bzw. Fremdwährung angemessen zu differenzieren ist. Weitere Arbeiten auf der Grundlage von Marktdaten werden darüber Aufschluss zu geben haben, welchen Preis die Anleger für diese Unsicherheit ansetzen.

Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001): „The development of bond markets in emerging economies“, *BIS Papers*, Nr. 11, Basel, Juni.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2003): *Konsultationspapier: Die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, 29. April.

Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities (2003): „EMEAP central banks to launch central bank fund“, *Pressemittteilung*, 2. Juni.

Fitch Investors Service (2003): Präsentation beim Daiwa Securities Japan Symposium, Februar.

Internationaler Währungsfonds (2003): „Local securities and derivatives markets in emerging markets: selected policy issues“, *IMF Financial Markets Quarterly*.

McCauley, R. und W. White (1997): „The euro and European financial markets“, *BIS Working Papers*, Nr. 41, Basel, Mai; auch in P. Masson, T.H. Krueger und B.G. Turtelboom (Hrsg.), *EMU and the international monetary system*, IWF, Washington, 1997, S. 324-388.

Moody's Investors Service (2003a): *Sovereign bond defaults, rating transitions, and recoveries (1985-2002)*, Februar.

——— (2003b): *India: analysis*, Februar.

——— (2003c): „Japan: a rating agency perspective“, *Special Comment*, Februar.

Standard & Poor's (2002): *Sovereign credit ratings: a primer*, April.

Auf der Suche nach höheren Renditen: Herausforderungen für die Manager von Währungsreserven¹

Die Manager von Währungsreserven sehen sich seit einiger Zeit mit historisch tiefen Renditen auf erstklassige Staatspapiere konfrontiert; in diesen Instrumenten aber ist traditionell der Hauptteil ihres Portfolios angelegt. Mitte August 2003, nachdem die langfristigen Zinssätze acht Wochen lang gestiegen waren, betrug die Rendite 2-jähriger US-Schatzanweisungen immer noch nur 1,86%, nach einem Höchstwert von fast 17% im Jahr 1981. Seit 2001 war der Rückgang allerdings grösstenteils das Ergebnis von Senkungen der Leitzinssätze; infolge dieser Senkungen hatten sich ganze Renditenstrukturkurven nach unten verschoben. Aber selbst wenn der geldpolitische Zyklus ausgeklammert wird, lagen die Renditen in den wichtigsten Währungen in den letzten Jahren tendenziell deutlich tiefer als in den 10 Jahren davor. Unter diesen Umständen sahen sich die Manager von Währungsreserven veranlasst, Instrumente mit höherer Rendite zu suchen, um die gewohnten Anlageerträge zu halten.

Wenn sie andere, höher rentierende Instrumente in Erwägung ziehen, müssen sich die Manager zwei grundlegende Fragen stellen. Erstens: Führt eine höhere Rendite tatsächlich zu einem höheren Ertrag?² Zweitens: Wenn der erwartete höhere Ertrag eine Kompensation für das Eingehen eines höheren Risikos ist, wie ist dieses Risiko beschaffen? Dieses Feature befasst sich mit einigen ausgewählten Fallbeispielen, bei denen diese Fragen besonders interessant sind. Es geht dabei um drei mögliche Portfolios, die höhere Renditen bieten, nämlich eines mit längerer Duration, eines mit Unternehmensanleihen und eines mit höher rentierenden Währungen. Die Frage des höheren Risikos wird in Bezug auf die Duration und die Unternehmensanleihen erörtert. Im Falle der Duration stellt sich speziell die Frage, ob das derzeitige Umfeld niedriger Renditen einen neuen Trade-off zwischen Duration und Volatilität zur Folge hat. Im Falle der Unternehmensanleihen liegt der Schwerpunkt auf der

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

² Der Unterschied zwischen Rendite und Ertrag besteht darin, dass im Ertrag auch Kapitalgewinne oder -verluste enthalten sind, die von der Duration abhängen. Zum Verhältnis Rendite/Ertrag s. auch die nachstehende Fussnote 5. Im Falle von Fremdwährungen kann der Ertrag überdies wegen Wechselkurschwankungen von der Rendite abweichen.

Herausforderung, ein Portfolio zu verwalten, dessen Risiko von einer geringen Wahrscheinlichkeit grosser Verluste geprägt ist. Zuletzt wird noch die Frage von Rendite und Ertrag in Bezug auf Währungen untersucht, insbesondere ob die höheren Renditen von Instrumenten in bestimmten Währungen in der Tendenz durch Wechselkursschwankungen aufgezehrt werden?

Die nachstehenden Erörterungen beschränken sich auf Fragen strategischer Anlagen auf mittlere und lange Sicht. Die Analyse umfasst somit Durchschnittserträge und Risikomessgrößen über längere Zeiträume. Mit dieser Schwerpunktsetzung wird die taktische Frage des „Timings“ umgangen, d.h. wann genau die Reservenmanager die Positionen umschichten sollten. Der Zeitpunkt hängt davon ab, wann die Renditen oder Aufschläge voraussichtlich steigen oder sinken; dazu werden hier keine Hinweise gegeben. Die Konzentration auf Anlagestrategien bedeutet auch, dass das Thema Liquidität nicht angesprochen wird. Zentralbanken halten zwar oft flüssige Reserven für Interventionszwecke, aber die Suche nach höheren Renditen betrifft tatsächlich nur das Anlageportfolio.

Duration und Volatilität: Haben niedrigere Renditen den Trade-off verändert?

Für Schuldtitel ohne Ausfallrisiko und ohne die Möglichkeit vorzeitiger Tilgung wird das Risiko in erster Linie durch die Duration bestimmt. Eine Veränderung des Zinsniveaus wirkt sich auf den Marktwert längerfristiger Wertpapiere stärker aus als auf denjenigen kürzerfristiger Titel. Eine mögliche Folge eines Umfelds niedriger Renditen ist, dass das Renditenpolster gegen Kapitalverluste dünner wird. Wenn die Zinsvolatilität unverändert bleibt, dürfte sich ein Reservenmanager, der negative Erträge vermeiden will, eine kürzere Zielvorgabe für die Duration setzen. Aber hat die allgemeine Höhe der Renditen tatsächlich keinerlei Einfluss auf die Volatilität? Technisch gesehen sollte die Nullzinsgrenze bei den Nominalzinssätzen automatisch eine geringere Volatilität bewirken.³ Aus ökonomischer Sicht hängt ein Umfeld niedriger Zinssätze vielleicht einfach mit niedriger Inflation zusammen. Da ein niedrigeres Inflationsniveau oft mit geringeren Schwankungen der Inflationsrate verbunden ist, kann dadurch auch die Volatilität der Zinssätze abnehmen. Tiefe Zinssätze können zudem eine transparentere geldpolitische Reaktionsfunktion widerspiegeln; auch sie kann die Volatilität dämpfen.⁴

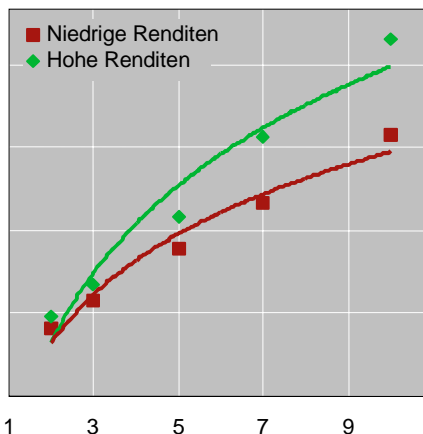
Vermutlich
geringere Volatilität
wegen Nullzins-
grenze

³ Dies ist einer der Gründe, weshalb in Modellrechnungen für Zinsänderungen der so genannte Quadratwurzelprozess eingebaut ist; dabei wird spezifiziert, dass die Volatilität proportional zur Quadratwurzel des Zinsniveaus ist. In diesem Fall würde ein nahe bei null liegender Zinssatz eine Volatilität von nahezu null implizieren. S. beispielsweise Cox et al. (1985) sowie Gong und Remolona (1997).

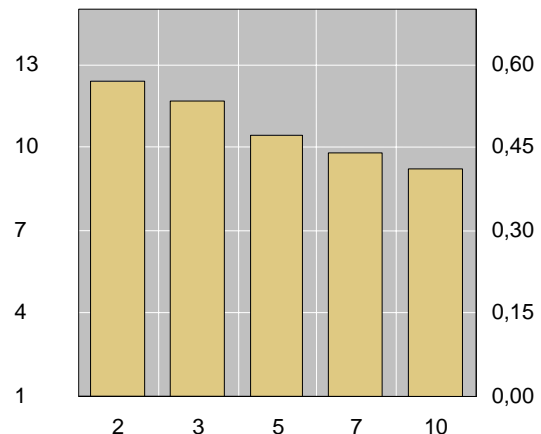
⁴ Ait-Sahalia (1996) weist denn auch nach, dass diese Volatilität sowohl vom geldpolitischen Regime als auch – innerhalb des Regimes – davon abhängt, wie weit der Zinssatz vom Mittelwert abweicht. Ferner spricht vieles für eine Umkehr des Mittelwerts der Zinssätze in einem geldpolitischen Regime, was darauf hindeutet, dass, wenn die Zinssätze in einer Zeit der geldpolitischen Lockerung nahe der Talsohle liegen, die Verteilung der Zinssatzänderungen verzerrt sein dürfte, um der Wahrscheinlichkeit einer Umkehr des geldpolitischen Kurses Rechnung zu tragen. Ferner belegen Borio und McCauley (1996), dass die Volatilität der

Volatilität und Sharpe-Ratio für verschiedene Durationen¹

Volatilität und Duration²



Sharpe-Ratio und Duration³



¹ Die Stichprobe ist in zwei Zeiträume aufgeteilt. Als Zeitraum hoher Renditen gilt die Zeit von Januar 1984 bis Dezember 1993, als Zeitraum niedriger Renditen die Zeit von Januar 1994 bis Dezember 2002; für die Berechnung der Erträge bzw. Renditen wurden die Renditen von Nullkupon-Staatsanleihen verwendet. ² Volatilität auf der vertikalen Achse; berechnet als Standardabweichung des Ertrags, in Prozent. ³ Sharpe-Ratio auf der vertikalen Achse; für den Zeitraum niedriger Renditen.

Quellen: Nationale Angaben; eigene Berechnungen.

Grafik 1

Geringere Volatilität in der ganzen Renditenstrukturkurve ...

Tatsächlich gibt es Hinweise darauf, dass bei sinkenden Renditen auch die Volatilität der Erträge abnimmt.⁵ Im linken Feld von Grafik 1 werden für einen Anlagehorizont von 1 Jahr die durchschnittlichen Volatilitäten zweier Zeiträume einander gegenübergestellt: eines Zeitraums hoher Renditen von Januar 1984 bis Dezember 1993 und eines Zeitraums niedriger Renditen von Januar 1994 bis Dezember 2002. Wie zu erwarten, geht aus der Grafik hervor, dass in beiden Zeiträumen eine längere Duration mit erhöhter Volatilität verbunden ist. Noch bedeutsamer ist aber, dass die Grafik für den Zeitraum niedriger Renditen eine konsequent geringere Volatilität im gesamten Durationsspektrum zeigt. Die durchschnittliche Volatilität der letzten Jahre entspricht rund drei Vierteln der durchschnittlichen Volatilität der Jahre 1984-93. Angenommen, dieses Volatilitätsmuster bleibt weiterhin bestehen, könnte ein Reservenmanager mit einem vorgegebenen Volatilitätsziel – oder, was auf dasselbe herauskommt, einem vorgegebenen Value-at-Risk-Standard – jetzt ohne zusätzliches Risiko die Duration verlängern.

Die Duration kann aber auch festgelegt werden, indem zwischen Risiko und Ertrag bei der Abweichung von einem Benchmark-Portfolio abgewogen wird. Dieser Trade-off kann mit Hilfe der Sharpe-Ratio gemessen werden; diese ist gleich dem zusätzlichen Ertrag, der bei der Abweichung von der

Anleiherenditen asymmetrisch von der Richtung von Preisänderungen abhängt, wobei steigende Renditen zu einer höheren Volatilität führen.

⁵ Die für die Anleger wichtige Volatilität ist die Volatilität der *Erträge*, nicht die Volatilität einer prozentualen Renditenänderung. Das Verhältnis zwischen Ertrag und Rendite wird durch die Formel $r_{t+1} = y_{t+1} + D_t(y_t - y_{t+1})$ recht gut wiedergegeben. Dabei ist r_{t+1} gleich dem Ertrag am Ende der Haltedauer, y_{t+1} und y_t sind die Renditen am Ende bzw. am Anfang der Haltedauer, D_t ist die Duration. Für Nullkuponanleihen entspricht das Verhältnis exakt dieser Formel.

Benchmark erzielt wird, geteilt durch die Volatilität dieses zusätzlichen Ertrags. Zur Veranschaulichung des Problems wird ein Benchmark-Portfolio von 3-monatigen US-Schatzpapieren herangezogen und die Sharpe-Ratio für einen Wechsel zu längeren Durationen berechnet. Der zusätzliche Ertrag wird anhand des Durchschnitts der monatlichen realisierten Ertragsüberschüsse von Januar 1994 bis Dezember 2002 berechnet, die sich beim Hinzufügen verschiedener Durationen zum Benchmark-Portfolio ergeben.⁶ Untersucht wird die Hinzufügung von 2-, 3-, 5-, 7- und 10-Jahres-Durationen. Bei entsprechenden Berechnungen mit anderen Benchmarks kann sich die Sharpe-Ratio allerdings ändern. Wie aus dem rechten Bild von Grafik 1 ersichtlich, reichen die errechneten Sharpe-Ratios von rund 0,40 bis 0,60, wobei sich bei kürzerer Duration eine höhere Ratio ergibt.

... aber Sharpe-Ratio besser für kürzere Duration

Obwohl die Volatilität grundsätzlich tiefer scheint, erhält man somit weniger für sein Geld, je länger die Duration ist. Gemäss der obigen Analyse hängt die Wünschbarkeit einer Durationsverlängerung davon ab, ob beim Reservenmanagement der Schwerpunkt auf der Einhaltung einer Zielvorgabe für die Volatilität liegt oder auf der Maximierung einer Messgrösse für den Trade-off zwischen Risiko und Ertrag. Je nachdem gibt die hier untersuchte Datenreihe eine andere Antwort.

Kreditrisiko und Asymmetrie: die Herausforderung der Diversifizierung

Ein anderer Weg, um die erwarteten Erträge zu erhöhen, ist das Eingehen von Kreditrisiken. Die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen sind oft viel grösser, als durch die erwarteten Ausfallverluste impliziert wird; damit bietet ein Unternehmensanleihe-Portfolio ein hohes Potenzial für eine bessere Rendite. Wie aus dem linken Feld von Grafik 2 ersichtlich, betrug beispielsweise der Renditenabstand zwischen BBB-Unternehmensanleihen und US-Schatztiteln im Zeitraum 1998-2002 durchschnittlich etwa 203 Basispunkte. Im selben Zeitraum lag die durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit dieser Anleihen bei rund 0,5%, und die durchschnittliche Rückzahlungsquote bei einem Ausfall betrug 50%. Der Renditenaufschlag war somit über acht Mal so hoch wie der erwartete Ausfallverlust gemessen als der durchschnittliche Verlust in fünf Jahren.⁷

Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen gross im Verhältnis zu erwarteten Verlusten ...

Die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen sind weitgehend eine Kompensation für die Übernahme von Kreditrisiken; sie sind u.a. deshalb so

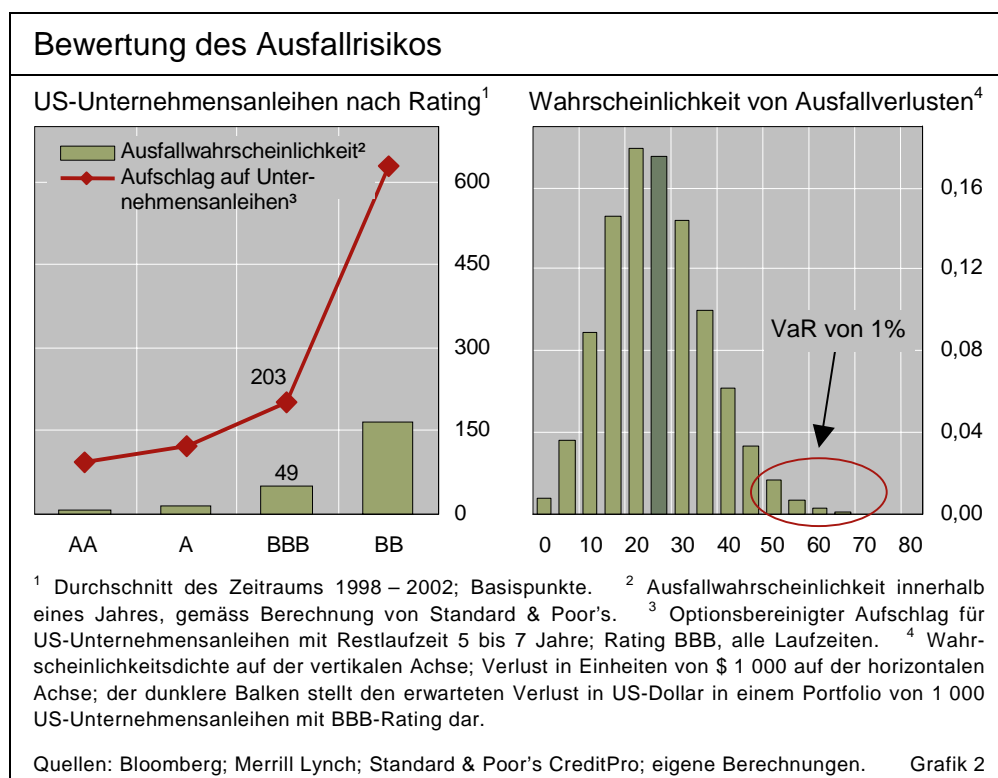
... wegen schwer zu diversifizierendem Ausfallrisiko

⁶ Dies ist eine *Ex-post*-Berechnung der Ertragsüberschüsse. Rein theoretisch geht es bei der Sharpe-Ratio aber um *erwartete* Ertragsüberschüsse, und bei der Berechnung wird davon ausgegangen, dass diese Erträge aufgrund von Erfahrungswerten gemessen werden können. S. beispielsweise Sharpe (1966).

⁷ Es gibt denn auch Anlagestrategien mit Arbitrage zwischen Renditenaufschlägen und erwarteten Ausfallverlusten. Das bekannteste Beispiel einer solchen Strategie ist die „Collateralised Debt Obligation“ (CDO; verbriefte Schuldverschreibung), bei der Anleihen mit niedrigem Rating in einer Verbriefung zusammengefasst werden, um ein Wertpapier mit hohem Rating zu schaffen. Elton et al. (2001) kommen zu dem Befund, dass ein erheblicher Teil des Aufschlags Steuern zugeschrieben werden kann.

gross, weil die tatsächlichen Ausfallverluste ohne weiteres beträchtlich von den erwarteten Verlusten abweichen können. Darüber hinaus kann das Risiko solcher unerwarteter Verluste natürlich nur schwer durch Diversifizierung gemindert werden. Als Illustration diene ein hypothetisches Portfolio im Gesamtwert von \$ 10 Mio., das sich gleichmässig auf 1 000 verschiedene BBB-Emittenten verteilt.⁸ Ferner seien identische Ausfallwahrscheinlichkeiten für alle Emittenten und voneinander unabhängige Ausfallzeitpunkte (d.h. keine Korrelation der Ausfälle) angenommen.⁹ Im rechten Feld von Grafik 2 ist die Wahrscheinlichkeit von Ausfallverlusten unterschiedlichen Umfangs für dieses Portfolio dargestellt, ausgehend von der Ausfallwahrscheinlichkeit von 0,5% und der Rückzahlungsquote von 50% für BBB-Emittenten; der dunkle Balken zeigt den erwarteten Ausfallverlust von \$ 25 000 an. Die Grafik zeigt jedoch auch, dass die Wahrscheinlichkeit grösserer Verluste erheblich ist. Beispielsweise entspricht ein Value at Risk von 1% einer Wahrscheinlichkeit von 1%, dass die Verluste \$ 50 000 übersteigen. Ein Unternehmensanleihe-Portfolio mit 1 000 Emittenten ist schon ungewöhnlich gross, und dennoch zeigt das Beispiel, dass die Diversifizierung möglicherweise immer noch ungenügend ist, da die unerwarteten Verluste bedeutend bleiben. Am Aktienmarkt dagegen kann ein Portfolio mit 30 verschiedenen Aktien oft schon als gut diversifiziert gelten.

Sogar 1 000 Emittenten möglicherweise nicht ausreichend



⁸ Der Einfachheit halber wird nur die Ausfallwahrscheinlichkeit berücksichtigt. In der Praxis können Verluste auch durch Rating-Herabstufungen und erhöhte Renditeaufschläge entstehen. Es ist daher wichtig, beim Risikomanagement das Kredit- und das Marktrisiko zu beachten. Duffie und Singleton (2003) beispielsweise zeigen Wege dazu auf.

⁹ Die Rolle von Korrelationen wird im Folgenden erörtert.

Es ist wichtig, die Rolle einer Korrelation der Ausfälle beim Risiko eines Unternehmensanleihe-Portfolios zu verstehen. Eine solche Korrelation würde automatisch den Diversifizierungsgrad herabsetzen. Im Extremfall hätte ein Portfolio mit 1 000 Emittenten, aber einer Ausfallkorrelation von 100% das Risikoprofil eines Portfolios mit einem einzigen Emittenten. In der Praxis ist es schwierig, die Ausfallkorrelationen auch nur einigermaßen genau abzuschätzen. Die Marktteilnehmer gehen oft davon aus, dass bei Unternehmen derselben Branche die Korrelation erheblich ist, bei Unternehmen verschiedener Branchen jedoch gering.¹⁰ Die Korrelationen dürften ferner bei Emittenten mit niedrigerer Bonität stärker sein als bei erstklassigen Emittenten.¹¹ Darüber hinaus dürften sich die Korrelationen im Zeitverlauf verändern und sich genau dann verstärken, wenn eine Diversifizierung besonders wichtig wäre. Um die Korrelationen genauer zu schätzen, stützen sich einige Marktteilnehmer auf Modelle, mit deren Hilfe versucht wird, die Korrelationen aus dem zeitlichen Zusammentreffen von Einbrüchen der Aktienkurse verschiedener Unternehmen abzuleiten.

Höhere Korrelation
bei niedrigerer
Bonität

Ausfallkorrelationen schränken zwar den Spielraum für eine Diversifizierung ein, sie sind aber nicht der Grund, warum die Diversifizierung eines Unternehmensanleihe-Portfolios so schwierig ist. Die Aktienerträge korrelieren schliesslich im Allgemeinen viel stärker als das Ausfallrisiko. Und dennoch kann, wie oben erwähnt, ein kleines Aktienportfolio insofern gut diversifiziert sein, als das spezifische Risiko der einzelnen Aktienerträge vernachlässigbar klein ist; ein grosses Portfolio von Unternehmensanleihen hingegen dürfte ungenügend diversifiziert sein, da die unerwarteten Verluste aus einem Ausfall bedeutend sind.

Ein wesentliches Merkmal des Kreditrisikos macht die Diversifizierung so schwierig: die Asymmetrie der Verteilung der Erträge, die dieses Risiko generiert. Insbesondere ist die Ertragsverteilung eines Unternehmensanleihe-Portfolios von einem recht langgestreckten linken Randbereich geprägt, der einer geringen Wahrscheinlichkeit hoher Verluste wegen Ausfalls oder einer Rating-Herabstufung entspricht. Mit anderen Worten, die Verteilung ist negativ verzerrt. Dagegen ist die Verteilung bei Aktienerträgen viel symmetrischer; der Wahrscheinlichkeit hoher Verluste steht im Allgemeinen die Wahrscheinlichkeit hoher Gewinne gegenüber. Die Asymmetrie bei den Erträgen macht die Diversifizierung eines Unternehmensanleihe-Portfolios zu einer Herausforderung.

Erträge von
Unternehmens-
anleihen negativ
verzerrt

¹⁰ Beispielsweise vergibt Moody's bei der Bewertung von CDO „diversity scores“, d.h. Noten für die Diversität des Sicherheitenpools. Diese „Noten“ spiegeln die nach Ansicht der Rating-Agentur vorhandenen Ausfallkorrelationen wider; sie differenzieren hauptsächlich zwischen Korrelationen innerhalb einer Branche und Korrelationen bei Unternehmen verschiedener Branchen.

¹¹ Zum Beispiel weisen Zhou (1997) sowie Gersbach und Lipponer (2003) nach, dass Kreditverluste für Schulden mit höherer Ausfallwahrscheinlichkeit enger korrelieren. Wenn sich die Kreditqualität im Verlauf eines Zyklus verschlechtert, nehmen somit auch die Ausfallkorrelationen zu.

Instrumente in anderen Währungen: Entsprechen höhere Renditen höheren Erträgen?

Derzeit legen die meisten Zentralbanken bei ihrem Reservenmanagement die Währungsaufteilung fest; ein beträchtlicher Teil entfällt dabei auf erstklassige festverzinsliche Wertpapiere in US-Dollar. Bis vor kurzem boten diese Anlagen recht niedrige Renditen. Würden sich, in Abweichung von der bisherigen Währungsaufteilung, Anlagen in Währungen mit höheren Renditen lohnen? Nach der Hypothese der ungedeckten Zinsparität entsteht dabei in der Regel kein Gewinn: Währungen mit höheren Renditen würden so stark abwerten, dass der Wechselkursverlust den Gewinn aus dem Renditengefälle auffrisst. In ihrer strengen Form – in der die Laufzeit der Instrumente dem Anlagehorizont entspricht – wird die Hypothese empirisch nicht bestätigt.¹² Währungsreserven werden jedoch oft in Wertpapieren angelegt, deren Laufzeit länger ist als der Anlagehorizont; soweit bekannt, ist die Hypothese der ungedeckten Zinsparität für diesen Fall nicht überprüft worden.

Führen höhere Renditen nach Berücksichtigung von Wechselkursschwankungen zu höheren Erträgen, insbesondere bei Instrumenten mit längeren Laufzeiten? Zur Beantwortung dieser Frage werden die Erträge von Staatsanleihen in Euro (bzw. D-Mark für die Zeit vor dem Euro), Pfund Sterling, Yen und US-Dollar verglichen. Untersucht werden Renditen und Erträge im Zeitraum Januar 1994 - Dezember 2002, und die Erträge werden in US-Dollar berechnet. Der Anlagehorizont wird auf ein Jahr festgelegt, verglichen werden die Erträge von Wertpapieren mit einer 5-jährigen Laufzeit. Trifft die Hypothese der ungedeckten Zinsparität zu, sollten Renditendifferenzen keinen Einfluss auf die Erträge haben, da sie durch Veränderungen der Wechselkurse ausgeglichen werden sollten.

Für den betrachteten Zeitraum sind die Ergebnisse auffällig. Bei den Renditendifferenzen zwischen Euro und US-Dollar sowie zwischen Pfund Sterling und US-Dollar wird die hier vorgelegte Hypothese der ungedeckten Zinsparität nicht nur widerlegt, sondern die Ertragsdifferenzen sind sogar wesentlich grösser als die Renditendifferenzen. Wie in Grafik 3 gezeigt, besteht bei einer Renditendifferenz von 10 Basispunkten zwischen Euro- und US-Dollar-Anleihen eine Ertragsdifferenz von 62 Basispunkten, und mit derselben Renditendifferenz zwischen Pfund-Sterling- und US-Dollar-Anleihen ergibt sich eine Ertragsdifferenz von 32 Basispunkten. Zufällig war die höher rentierende Währung in diesem Zeitraum auch jeweils diejenige im Aufwertungsstrend. Die Wirkung der Renditendifferenz auf die Erträge wurde daher

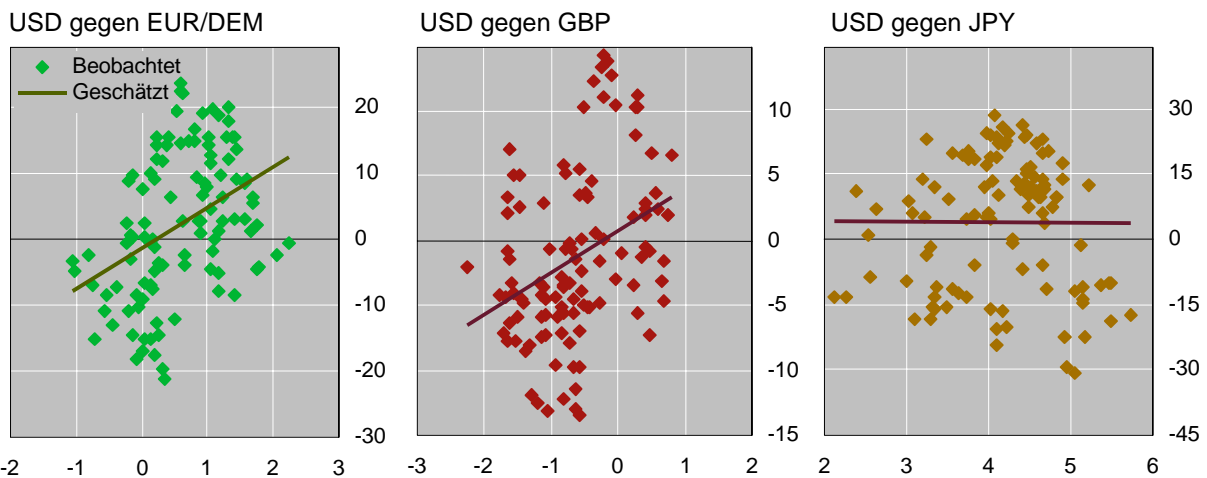
Gleichen Wechselkursentwicklungen ein Renditengefälle aus?

Untersuchung von Anleiherträgen statt kurzfristigen Renditen

¹² Die Belege, die gegen die ungedeckte Zinsparität sprechen, sind recht umfangreich. Einer der sorgfältigsten Tests findet sich in Hansen und Hodrick (1980). Zu neueren Untersuchungen dieser Frage s. u.a. Flood und Rose (1999) sowie Brooks et al. (2001). Die bisherige Literatur stützt sich auf Tests, bei denen Laufzeiten verwendet werden, die der Haltedauer entsprechen, z.B. ein einjähriges Instrument für einen Anlagehorizont von 1 Jahr.

Ertragsdifferenzen und Renditedifferenzen bei 5-jährigen Anleihen¹

Januar 1994 – Dezember 2002; in Prozent p.a.



¹ Die Ertragsdifferenz (vertikale Achse) ist definiert als der Ertrag auf dem US-Schatzpapier abzüglich des Ertrags der Staatsanleihe in der anderen Währung umgerechnet in US-Dollar. Die Renditedifferenz (horizontale Achse) ist die Differenz zwischen den nominalen Renditen. Die "Geschätzt"-Linie beruht auf der OLS-Schätzgleichung $r_{t+1}^{US} - r_{t+1}^J = \alpha + \beta(y_t^{US} - y_t^J)$, wobei $r_{t+1}^{US} - r_{t+1}^J$ die Ertragsdifferenz zwischen dem US-Dollar und der anderen Währung ist und $y_t^{US} - y_t^J$ die entsprechende Renditedifferenz.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Grafik 3

durch Wechselkurseffekte noch verstärkt.¹³ Bemerkenswert ist jedoch, dass dies beim Renditegefälle zwischen Yen- und US-Dollar-Anleihen nicht zutrifft. In diesem Fall entsprach das Ergebnis mehr oder weniger der Hypothese: Wechselkursveränderungen gleichen die Renditedifferenz praktisch aus.

Die Ergebnisse dieser Untersuchung lassen lediglich darauf schließen, dass es Möglichkeiten geben könnte, um mit Anlagen in höher rentierenden Währungen bessere Erträge zu erzielen. Einerseits werden Renditedifferenzen in der Regel durch Wechselkursschwankungen nicht ausgeglichen, oft werden sie sogar verstärkt. Andererseits gilt dies aber anscheinend nicht für alle Währungen und nicht zu allen Zeiten.

Wird von der bisherigen Währungsaufteilung abgewichen, ist ferner auf die Diversifizierung zur Risikominderung zu achten. Bekanntlich kann eine niedrige Korrelation zwischen den Erträgen verschiedener Anlagen in einem Portfolio die Volatilität der Erträge des Gesamtportfolios verringern. Inwieweit ist dieser Diversifikationsgewinn auch bei den Erträgen in verschiedenen Währungen vorhanden? In den wichtigen Währungen tragen Wechselkursschwankungen im Allgemeinen mehr zur Volatilität von Anleiherträgen bei als Zinsänderungen. Im betrachteten Zeitraum 1994-2002 beispielsweise war die Volatilität der Erträge einer 2-jährigen deutschen Staatsanleihe, in US-Dollar

Bessere Erträge mit höher rentierenden Währungen?

¹³ Wird für diesen Stichprobenzeitraum der Test mit einjährigen Staatsanleihen durchgeführt, sodass die Laufzeit dem Anlagehorizont entspricht, sind die Ergebnisse qualitativ ähnlich, aber weniger deutlich. Die Aufwertungstendenz der höher rentierenden Währungen scheint mit den langfristigen Renditen stärker zu korrelieren als mit den kurzfristigen.

Wechselkurse
können Volatilität der
Anleiherträge
verstärken

gerechnet, zweieinhalb Mal so hoch wie bei einer 2-jährigen US-Schatzanweisung. Obwohl die Korrelation der Erträge von deutschen Staatsanleihen und US-Schatzpapieren gering ist, wird der Diversifikationsgewinn dadurch eingeschränkt, dass die Ertragsvolatilitäten so weit auseinander liegen. Kalkulieren die Manager von Währungsreserven allerdings die Erträge in Landeswährung, besteht eventuell mehr Spielraum für eine Diversifizierung, da in diesem Fall die Volatilitätsdifferenzen der verschiedenen Fremdwährungen weniger ausgeprägt wären.

Zusammenfassung

Den Managern von Währungsreserven auf der Suche nach höheren Renditen stehen u.a. folgende Möglichkeiten offen: Verlängerung der Duration gegenüber der Benchmark, Anlagen in Unternehmensanleihen sowie Wechsel zu Instrumenten in höher rentierenden Währungen. Für jede dieser Möglichkeiten werden spezifische Fragen entweder zum Risiko oder zum Ertrag untersucht. In keinem Fall wird jedoch eine abschliessende Antwort gefunden. Hier sollen vielmehr Analysen präsentiert werden, mit deren Hilfe ein Reservenmanager wichtige Fragen gezielt stellen kann.

Hinsichtlich der Verlängerung der Duration wird festgestellt, dass sich wesentliche Risiken in einer Weise ändern, die für das Reservenmanagement günstig scheint. Insbesondere sind nicht nur die Renditen erstklassiger Staatspapiere zurückgegangen, sondern auch die Volatilität der entsprechenden Erträge unabhängig von der Duration. Bei einem unveränderten Value-at-risk-Standard könnten beim Reservenmanagement somit die höheren Renditen der längeren Durationen genutzt werden. Gleichzeitig verändert sich jedoch anscheinend auch der Trade-off zwischen Risiko und Ertrag in einer Weise, die nicht unbedingt für längere Durationen spricht. Eine Messgrösse für diesen Trade-off, die Sharpe-Ratio, scheint vielmehr eine Duration von höchstens zwei Jahren nahe zu legen. Es stellt sich somit die Frage des geeignetsten Massstabs für die Abwägung von Risiko und Ertrag.

Im Falle der Unternehmensanleihen stellt sich die grosse Herausforderung der Diversifizierung angesichts einer Asymmetrie bei den Erträgen. Diese Asymmetrie – die dem Risiko einer geringen Wahrscheinlichkeit hoher Verluste entspricht – erschwert die Diversifizierung eines Unternehmensanleihe-Portfolios. Diesem Problem wird allerdings mit den Renditenaufschlägen auf Unternehmensanleihen Rechnung getragen; diese sind viel höher, als durch die erwarteten Ausfallverluste impliziert wird.

Bei der Währungsaufteilung schliesslich zeigt sich, dass über einen langen Betrachtungszeitraum die Wechselkurse sich im Schnitt zugunsten der höher rentierenden Währungen entwickeln; damit ergeben sich Ertragsdifferenzen, die noch grösser sind als die Renditendifferenzen. Die hier vorgelegte Analyse gilt für den häufigen Fall, dass die Laufzeit der untersuchten Instrumente länger ist als der Anlagehorizont. Ihre Ergebnisse sind deutlicher als die übliche Widerlegung der Hypothese der ungedeckten Zinsparität, bei der Laufzeit und Anlagehorizont gleich sind. Angesichts dieses Befunds stellt sich die

Frage, wie verlässlich diese Ergebnisse für ein bestimmtes Währungspaar sind und ob sie auf andere Währungspaare übertragen werden können.

Bibliografie

Ait-Sahalia, Y. (1996): „Testing continuous-time models of the spot interest rate“, *Review of Financial Studies*, Vol. 9, S. 385-426.

Borio, C.E.V. und R.N. McCauley (1996): „The economics of recent bond yield volatility“, *BIS Economic Papers*, Nr. 45, Juli.

Brooks, R.J., H. Edison, M.S. Kumar und T.M. Slok (2001): „Exchange rates and capital flows“, *IMF Working Papers*, 01/190.

Cox, J., J. Ingersoll und S. Ross (1985): „A theory of the term structure of interest rates“, *Econometrica*, Vol. 53, S. 385-407.

Duffie, D. und K.J. Singleton (2003): *Credit risk: pricing, measurement and management*, Princeton und Oxford: Princeton University Press, S. 319-324.

Elton, E.J., M.J. Gruber, D. Agarwal und C. Mann (2001): „Explaining the rate spread on corporate bonds“, *Journal of Finance*, Vol. 56, S. 247-277.

Flood, R. und A. Rose (1999): „Understanding exchange rates without the contrivance of macroeconomics“, *Economic Journal*, Vol. 109, S. 660-672.

Gong, F. und E.M. Remolona (1997): „Two factors along the yield curve“, *Papers in money, macroeconomics and finance, supplement to the Manchester school*, Vol. LXV, S. 1-31.

Gersbach, H. und A. Lipponer (2003): „Firm defaults and the correlation effect“, *European Financial Management*, Vol. 9, S. 361-377.

Hansen, L.P. and R.J. Hodrick (1980): „Forward exchange rates as optimal predictors of future spot rates: an econometric analysis“, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, S. 829-853.

Sharpe, W.F. (1966): „Mutual fund performance“, *Journal of Business*, Vol. 39, S. 119-138.

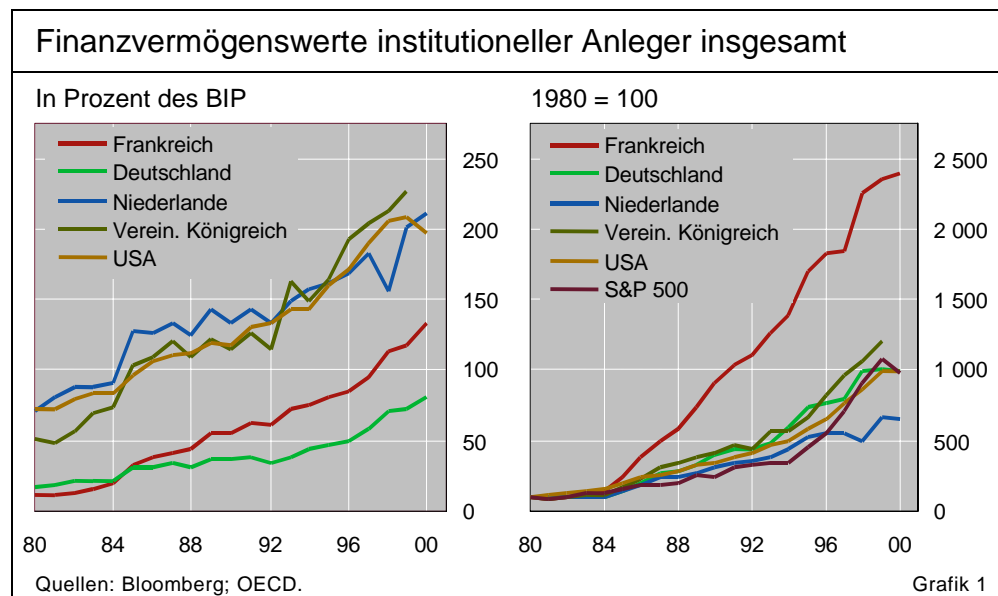
Zhou, C. (1997): „Default correlation: an analytical result“, FEDS paper 1997-27, Federal Reserve Board, Mai.

Institutionelles Portfoliomanagement: Branchentrends, Anreizstrukturen und die Folgen für die Markteffizienz¹

Anleger haben in den letzten Jahren die Verwaltung ihrer Anlageportfolios zunehmend an institutionelle Portfoliomanager delegiert. Der Umfang dieser Entwicklung wird durch das Wachstum des Portfoliomanagementvolumens für die einzelnen Gruppen institutioneller Anleger in verschiedenen Ländern veranschaulicht (Grafik 1). Zudem ist zu erwarten, dass die demografische Entwicklung das Wachstum der Branche weit in die Zukunft hinein sichern wird.

Das institutionelle Portfoliomanagement zeichnet sich vor allem durch eine Reihe von Delegationsprozessen aus, die die Aktivitäten der verschiedenen Akteure in dem „Dreieck“ aus Anlagekapital, seinen Eigentümern und den Fondsmanagern miteinander verknüpfen. Fester Bestandteil des Geschäfts sind daher Vertragsstrukturen, mit denen die Anreizsysteme der Eigentümer

Institutionelles
Portfolio-
management an
Umfang und
Bedeutung
gewachsen ...



¹ Dieser Artikel enthält die wichtigsten Ergebnisse eines vom Ausschuss für das weltweite Finanzsystem veröffentlichten Berichts; für Fehler und Auslassungen ist der Verfasser verantwortlich. Die in diesem Artikel geäußerten Auffassungen geben nicht unbedingt den Standpunkt der BIZ wieder.

mit denjenigen der mit der Verwaltung ihres Kapitals betrauten Personen abgestimmt werden sollen – und die sich daher im Zuge der Weiterentwicklung der Branche zwangsläufig mit ihr verändern werden.

Portfolioallokationsentscheidungen sind vom Entscheidungskontext, und damit von den vorhandenen Anreizstrukturen, nicht zu trennen. Aktuelle Entwicklungen in der Branche können daher, soweit sie sich auf die Anreize für die Portfoliomanager auswirken, auch Entscheidungsfindung und Anlageverhalten der Anleger verändern.² Dies wiederum kann für die weltweiten Finanzmärkte von Belang sein – ein Aspekt, der vor dem Hintergrund der massiven Wertsteigerung und des anschliessenden Wertverfalls internationaler Aktienindizes in letzter Zeit besondere Aufmerksamkeit auf sich gezogen hat.

Vor diesem Hintergrund einer zunehmenden Bedeutung des professionellen Portfoliomanagements für die Finanzmärkte hat der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS), der im Auftrag der Zentralbankgouverneure der G10-Länder die globalen Finanzmärkte überwacht, eine Arbeitsgruppe gebildet, in der diese Fragen untersucht werden sollen. Das vorliegende Feature enthält eine Übersicht über die Arbeit der Gruppe und stellt einige ihrer wichtigsten Ergebnisse vor, die vor kurzem in einem Bericht veröffentlicht wurden.³

... und Trends in der Branche möglicherweise von Belang für Finanzmärkte

Entwicklung der Branchenstruktur

Institutionelle Portfoliomanager sind überwiegend *kollektive Anlagevehikel*, *Pensionsfonds* und *Versicherungsgesellschaften*, die im Namen ihrer Kunden – Privatanleger wie auch Unternehmen – Anlageportfolios zusammenstellen und verwalten. Diese Verwaltung kann entweder intern erfolgen oder externen Portfoliomanagern übertragen werden. Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften nehmen daher regelmässig die Dienste externer Portfoliomanager zur Verwaltung der ihnen anvertrauten Mittel in Anspruch oder erbringen ihrerseits Portfoliomanagementleistungen für Dritte.

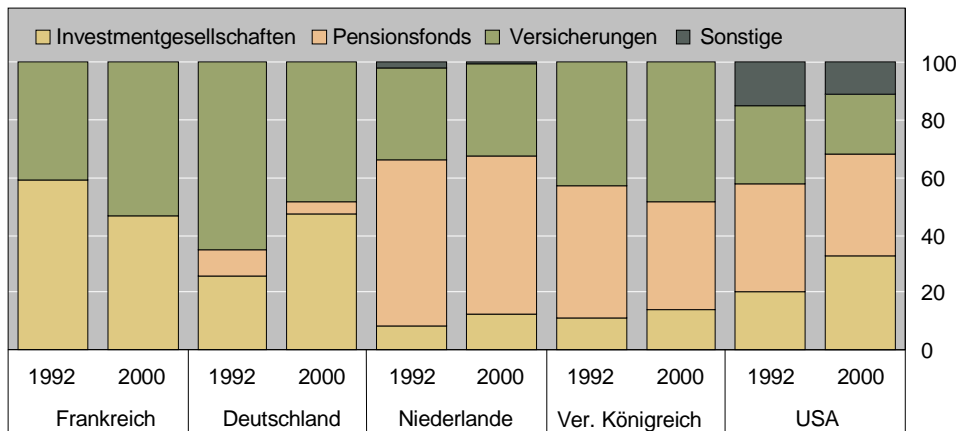
Mit der weltweiten Zunahme des institutionellen Portfoliomanagements, gefördert durch demografische Veränderungen, die Liberalisierung der Finanzmärkte und den technologischen Fortschritt, ging eine grundlegende Neuorganisation der Branche einher. Insbesondere hat sich die Bedeutung der einzelnen Branchenbereiche verschoben (Grafik 2). Auch haben sich die herkömmlichen Grenzen innerhalb der Branche zunehmend verwischt. So haben beispielsweise Versicherungsgesellschaften ihre eigenen Investmentfonds aufgelegt und sind in der Altersvorsorge tätig geworden, während Banken Portfoliomanagement- und Versicherungsgesellschaften übernehmen und damit eine Brücke zwischen unterschiedlichen Bereichen schlagen.

² S. BIZ (1998).

³ Den Vorsitz der Working Group on Incentive Structures in Institutional Asset Management hatte Michel Cardona (Banque de France). Ihr Bericht (CGFS 2003) ist unter www.bis.org in Englisch verfügbar.

Relative Bedeutung der Branchensegmente

In Prozent des Finanzvermögens insgesamt



Anmerkung: „Sonstige“ schliesst Stiftungen und Stiftungsfonds ein.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 2

Im Einzelnen hat sich diese Entwicklung von Land zu Land unterschiedlich vollzogen, dennoch sind drei übergreifende Branchentrends im gesamten institutionellen Anlagegeschäft erkennbar: die zunehmende Bedeutung indexgebundener Portfolios, die steigende Zahl spezifischer nicht traditioneller Anlagekategorien und die Konsolidierung und Spezialisierung in der Branche.

Indexierung

Indexierung immer wichtiger ...

Als vielleicht wichtigster Trend lässt sich die zunehmende Beliebtheit passiv verwalteter, d.h. Indizes nachbildender Portfolios identifizieren. Indexgebundene Fonds gibt es seit 1971, als der erste derartige Fonds in Nachbildung des Index S&P 500 von der Wells Fargo Bank aufgelegt wurde; seine Erstmittelausstattung betrug \$ 6 Mio. aus der Pensionskasse der Samsonite Co. Seither haben indexgebundene Portfolios kontinuierlich an Bedeutung gewonnen; von 1998-2001 stieg die Summe des passiv verwalteten Portfoliovolumens weltweit um rund 70%. Allerdings bestehen nach wie vor grosse regionale Unterschiede. Indexgebundene Investmentfonds machen heute in den USA etwa 30% und im Vereinigten Königreich 20% aller Aktien- und Anleiheanteile der Portfolios aus. Im Gegensatz dazu werden in ganz Europa nur rund 5% des Gesamtvermögens und etwa 10% des Aktienvermögens passiv verwaltet (Tabelle 1).

Gefördert wurde der Trend zur Indexierung durch die Entwicklung von an der Marktkapitalisierung orientierten Benchmark-Indizes sowie durch die empirische Erkenntnis, dass aktiv verwaltete Fonds zumindest an den grossen Märkten mit der höchsten Informationseffizienz durchschnittlich keine kosten-deckenden Renditen erwirtschaften.⁴ Indizes nachbildende Fonds galten daher

⁴ S. Sharpe (1966) und Jensen (1968). Zwar können einzelne Portfoliomanager durchaus Überrenditen erzielen, diese erweisen sich jedoch bei korrekter empirischer Überprüfung typischerweise nicht als persistent (Carhart 1997).

Portfolioallokation institutioneller Anleger in 2001		
Prozent		
Vermögenskategorie	Portfolioallokation Europa	Portfolioallokation USA
Publikumsaktien	44	54
darunter: aktiv	90	64
darunter: passiv	10	36
Festverzinslich	43	32
darunter: aktiv	98	87
darunter: passiv	2	13
Geldmärkte	8	9
Immobilien	4	2
Sonstige (einschl. Hedge-Fonds)	1	3

Quellen: UBS Warburg/Oliver, Wyman & Company (2002); *Pensions and Investments* (2002).
Tabelle 1

angesichts ihrer niedrigen Gebühren als Möglichkeit für die Anleger, zu relativ niedrigen Kosten durch Investition in den „Gesamtmarkt“ einen hohen Diversifizierungsgrad zu erreichen. Bis vor kurzem wurde die Attraktivität solcher passiver Fonds zusätzlich durch steigende Aktienmärkte erhöht, da passiv verwaltete Portfolios eine kostengünstige Gelegenheit boten, in einem Umfeld schnell steigender Marktbewertungen Aktienengagements einzugehen.

Bei den passiven Fonds traten in der letzten Zeit so genannte „enhanced“ passive Strategien in den Vordergrund. Diese Strategien entstanden aus der Überlegung, dass eine Sicherstellung von Tracking Errors⁵ nahe null erhebliche Transaktionskosten mit sich bringt, und gestatten eine gewisse Flexibilität bei der Abbildung eines bestimmten Index. Dadurch wiederum können die erforderlichen Umstellungen bei einer Neugewichtung der Indizes reibungsloser durchgeführt werden. Unter anderem lässt sich das Interesse an verbesserten passiven Strategien auch durch die bisherige Praxis erklären, Benchmark-Indizes an der Marktkapitalisierung insgesamt und nicht am Streubesitz („free float“) zu orientieren.⁶ Das bedeutete, dass Aktien von Gesellschaften mit hoher Marktkapitalisierung, jedoch geringem Streubesitz, wie etwa ausgegliederte Unternehmen, meist sehr volatil waren und es zu Marktknappheit kommen konnte, wenn sich die Indexgewichtungen nach der Marktkapitalisierung insgesamt richteten.

Allerdings ist die Indexierung an den Anleihenmärkten nach wie vor viel weniger verbreitet als an den Aktienmärkten. Dafür gibt es zwei Gründe. Erstens ist das idiosynkratische Risiko zwar für einzelne Aktien von grosser Bedeutung, doch trifft dies für einzelne Anleihen viel weniger zu, da sich Zins-

... jedoch an den Märkten unterschiedlich verbreitet

⁵ *Tracking Error* ist definiert als die Standardabweichung der Renditeüberschüsse eines Portfolios über einen Beobachtungszeitraum und misst somit die Abweichung einer Portfoliorendite vom Ergebnis des gewählten Benchmark-Index. Die Festlegung von Höchstgrenzen für Tracking Errors sind inzwischen ein Standardmerkmal von Anlagemandaten, auch wenn das Basisportfolio aktiv verwaltet wird.

⁶ Der *Streubesitz* misst den Marktwert des Umlaufs eines Wertpapiers, der von institutionellen und privaten Anlegern ohne Beschränkungen gehandelt werden kann.

sätze durch eine hohe Korrelation auszeichnen. Die Indexierung von Anleiheportfolios dürfte daher weniger attraktiv sein, da der Diversifizierungsvorteil geringer ist. Zweitens ist die Nachbildung von Anleiheindizes, vor allem für Unternehmensanleihen, erheblich komplizierter. So sind etwa bei wichtigen Kuponterminen, fällig werdenden Emissionen sowie Auktionen Anpassungen erforderlich. Darüber hinaus ist ein Anleiheindex nur schwer präzise nach seinem Marktwert zu gewichten, da der Umlauf für die einzelnen Indexwerte aufgrund von Kuponabtrennung (bei Staatsanleihen), vorzeitiger Tilgung (bei Hypothekenspapieren) und anderer Optionsmerkmale (bei Unternehmensanleihen) unter Umständen nicht genau festzustellen ist.

Der Trend zur Indexierung betrifft zunehmend nicht nur Finanzmittel, die für Grosskunden, beispielsweise für einen Pensionsplan, verwaltet werden, sondern auch den Privatkundenbereich des professionellen Portfolio-managements. Indexgebundene Investmentfonds gibt es zwar schon seit geraumer Zeit, doch die so genannten börsengehandelten Fonds (exchange-traded funds, ETF) sind eine relativ neue Erscheinung. ETF sind passiv verwaltete Aktienkörbe oder manchmal auch Anleihekörbe, die einen bestimmten Index abbilden und an Wertpapierbörsen im Intraday-Handel, d.h. wie normale Aktien, gehandelt werden. Der erste derartige Fonds wurde 1993 aufgelegt, sein Benchmark-Index war der S&P 500. Ende 2002 belief sich das ETF-Nettovermögen, gemessen an den 50 grössten Fonds, auf \$ 159 Mrd. oder rund 6% der Gesamtsumme aller indexgebundenen Anlagen, wobei etwa \$ 70 Mrd. allein von den 10 grössten Fonds verwaltet wurden (Tabelle 2). Ein Vorteil dieser Fonds besteht darin, dass sie auf Kredit gekauft und leer verkauft werden können, sodass die Anleger ihre Engagements an den Aktienmärkten gegebenenfalls schnell anpassen können. Weitere Vorteile dieser Geschäfte sind für Privatanleger z.B. die – trotz der anfallenden Provisionen – niedrigen

Die 10 grössten börsengehandelten Fonds in 2002		
Mrd. US-Dollar		
Fonds	Referenzindex	Nettovermögen
SPDR Trust Series 1	S&P 500	30,45
Nasdaq 100 Trust Series 1	Nasdaq 100	18,85
Midcap SPDR Trust Series 1	S&P Midcap 400	6,19
Diamonds Trust Series 1	Dow Jones Industrial Average	3,84
iShares S&P 500	S&P 500	3,54
iShares Russell 2000	Russell 2000	2,64
Vanguard Total Stock VPR	Wilshire 5000	1,17
iShares S&P Smallcap 600	S&P Smallcap 600	1,09
iShares Russell 1000 Value	Russell 1000 Value	0,87
iShares Russell 2000 Value	Russell 2000 Value	0,83
Gesamt: 10 wichtigste Vermögenswerte		69,47
<i>Nachrichtlich: 50 wichtigste Vermögenswerte</i>		<i>158,90</i>
Quelle: <i>Pensions and Investments</i> (2002), Stand 30. August 2002.		Tabelle 2

jährlichen Kosten sowie etwaige Steuervorteile. Da ETF keine Anteile gegen Barzahlung zurücknehmen müssen, brauchen sie keine liquiden Mittel für die erwarteten Rücknahmen vorzuhalten oder zu Rücknahmezwecken Wertpapiere zu verkaufen (wodurch sie möglicherweise Kapitalgewinne realisieren würden).

Anlagekategorien

Die zweite wichtige Entwicklung war der deutliche Anstieg der Anzahl spezieller, nicht traditioneller Anlagekategorien für die Endanleger. Das heisst, die Gesamtzunahme der professionell verwalteten Anlagen, sowohl in absoluten Zahlen als auch in Prozent des BIP, ging Hand in Hand mit einem wachsenden Interesse an Investitionen in alternativen Märkten und Anlageinstrumenten. Darunter fielen z.B. Private-Equity- und Risikokapitalfonds, und auch die bei unregulierten Portfoliomanagern platzierten Mittel verzeichneten ein zunehmendes Wachstum. Dadurch stieg das Anlagevolumen in Hedge-Fonds⁷ von 1994-2002, Berichten zufolge, weltweit von \$ 120 Mrd. auf rund \$ 600 Mrd.

Hedge-Fonds-Strategien und andere alternative Anlagen versprachen Diversifizierungsvorteile aufgrund der angenommenen niedrigen oder sogar negativen Korrelationen mit traditionelleren Anlagekategorien. Unter diesem Gesichtspunkt lassen sich Anlagen in Hedge-Fonds als natürliche Reaktion auf den anhaltenden Trend zur Indexierung sowie sich dabei möglicherweise ergebende Arbitragemöglichkeiten verstehen. Allerdings machen alternative Anlagen wie Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds trotz ihres Wachstums in letzter Zeit insgesamt nur einen geringen Teil der institutionell verwalteten Portfolios aus (Tabelle 1).

Konsolidierung und Spezialisierung

Die dritte allgemeine Entwicklung ist die Konsolidierung und Spezialisierung in der Branche. Konsolidierungstendenzen sind überwiegend durch die zunehmende Indexierung motiviert sowie dadurch, dass die Wertentwicklung indexgebundener Fonds aufgrund von deren Grössenvorteilen meist höher ist als bei ihren aktiv verwalteten Pendanten, vor allem in Zeiten steigender Märkte. Dadurch reduzierte sich das Volumen verwalteter Portfolios bei den eher traditionellen aktiven Fonds, wodurch die Gebührenerträge unter Druck gerieten und sich die Konzentration sowohl innerhalb als auch zwischen den verschiedenen Vermögensverwaltern beschleunigte. Grössenvorteile ergeben sich – abgesehen von dem üblichen Fixkosteneffekt – insbesondere durch niedrigere Transaktionskosten: Der Bedarf an Handelstransaktionen ist insgesamt geringer, denn Verkauf und Kauf von Anlagen für verschiedene Kunden desselben Vermögensverwalters können ausserhalb des Marktes abgeglichen werden. Ausserdem wird beim passiven Portfoliomanagement unnötige Handelsaktivität vermieden, die ausschliesslich dem Zweck der Provisionserzielung dient. So wird das passive Portfoliomanagement heute von einer relativ kleinen Zahl von Portfoliomanagern dominiert, und ein wesent-

Speziellere Anlagekategorien und -stile ...

... sowie Indexierung fördern Konsolidierung und Spezialisierung

⁷ S. Tsatsaronis (2000).

Die 10 wichtigsten Portfoliomanager für indizierte Vermögenswerte 2001				
Portfoliomanager	Vermögenswerte insgesamt (Mrd. US-\$)	Aktien (Anteil in %)	Festverzinslich (Anteil in %)	„Enhanced indexed“ (Anteil in %)
Barclays Global	768,0	77,2	22,8	13,0
State Street Global	641,2	69,4	30,6	3,0
Vanguard Group	234,6	87,1	12,9	0,0
Deutsche AM	145,0	88,3	11,7	4,0
TIAA-CREF	85,6	100,0	0,0	90,0
Mellon Capital	79,7	82,5	17,5	5,0
Fidelity Investments	69,4	90,3	9,7	39,0
Northern Trust	62,6	73,0	27,0	0,4
JPMorgan	52,4	100,0	0,0	100,0
Dimensional Fund	32,8	98,8	1,2	96,0
Gesamt: 10 wichtigste Vermögenswerte	2 171,3			
<i>Nachrichtlich: 60 wichtigste Vermögenswerte</i>	<i>2 600,0</i>			
Quelle: <i>Pensions and Investments</i> (2002), Stand 31. Dezember 2001.				Tabelle 3

licher Teil des Weltmarktes entfällt auf nur drei grosse Anbieter (Tabelle 3). Trotz der rascheren Konsolidierung hat sich auch die Spezialisierung unter den aktiven Portfoliomanagern verstärkt, denn es sind weitere, analyseaufwändige Anlagekategorien entstanden, die nicht zum Kerngeschäft gehören, und so ist die Anzahl hoch spezialisierter, nicht in herkömmlichen Bereichen tätiger Portfoliomanagementgesellschaften gestiegen.

Entwicklungen bei den Anreizstrukturen

Anreizstrukturen für Portfoliomanager haben sich verändert ...

Mit den vorstehend erläuterten allgemeinen Strukturentwicklungen haben sich auch die Anlageanreize für institutionelle Portfoliomanager gewandelt. Diese Veränderungen sind potenziell von besonderer Bedeutung, denn sie betreffen den Kern des professionellen Portfoliomanagements, nämlich die Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle von Finanzvermögen. Diese Trennung und das damit verbundene Bestehen von Auftraggeber/Beauftragten-Verhältnissen haben zu bestimmten vertraglichen Vereinbarungen Anlass gegeben, mit denen der Portfoliomanager zu einem umsichtigen Verhalten motiviert werden soll.

In der Praxis beruhen solche Anreizstrukturen meist auf einfachen, leicht überprüfbareren Regeln mit drei zentralen Elementen:

- einer *Gewinnbeteiligungsregel/Gebührenstruktur*, die zur Abstimmung der Anreize auf die Renditen dient (z.B. Fondsmanagementgebühren, die sich nach dem Portfoliovolumen richten, mit oder ohne wertentwicklungsbasierte Prämie);
- einer *relativen Wertentwicklungskomponente*, berechnet im Verhältnis zu einem Benchmark-Index, der als Grundlage für die Überwachung der

Wertentwicklung, den Vergleich der Renditen und die Prüfung auf gemeinsame Unwägbarkeiten (d.h. Ereignisse, die sich auf den gesamten Markt auswirken) dient; und

- *Risikokontrollen*, wie etwa einem maximal zulässigen Tracking Error, Berichtspflichten und Beschränkungen der verfügbaren Anlageentscheidungen und -strategien.

Bei den Anreizstrukturen sind drei wesentliche Entwicklungen zu erkennen: strengere vertragliche Vereinbarungen, stärkere Betonung der Anlage- und Entscheidungsfindungsverfahren und veränderte Bedeutung der verschiedenen Vergütungsprogramme.

Durch genauer festgelegte vertragliche Vereinbarungen wird die Verantwortung für die strategische Portfolioallokation zunehmend wieder auf die Kapitaleigentümer rückübertragen. Beispiele sind etwa die Aufgliederung der Anlageportfolios in eine grössere Anzahl einzelner Spezialmandate und die vermehrte Beachtung besonderer Anlagestrategien und -stile, wie etwa wachstums- und wertorientierte Aktienanlagen.⁸

Diese Staffelung und Eingrenzung von Anlagemandaten zeigt sich auch an strengeren Vorschriften für die laufende taktische Portfolioverwaltung. Solche Vertragselemente sind etwa niedrigere Tracking Errors und die einheitlichere Verwendung anderer Anlagebeschränkungen, wie z.B. Diversifizierungsvorschriften und Höchstgrenzen für Anlagen in bestimmten Wertpapieren. So ist es allgemein üblich, bei Mandaten für festverzinsliche Anlagen die Investitionsentscheidungen des Portfoliomanagers auf Anleihen bestimmter Bonität zu beschränken, wodurch die Überwachungskosten gesenkt werden und zugleich eine allgemeine Höchstgrenze für das Portfoliorisiko festgelegt wird. Zugleich wird der Tracking Error heute allgemein als Mess- und Bestimmungsgrosse des Portfoliorisikos verwendet. Daher stützen sich selbst aktiv verwaltete Portfolios meist auf Limits für den Tracking Error, wobei sich die zulässigen Fehlergrenzen mit dem Risiko und dem erwarteten Ertrag des Referenzportfolios erhöhen. Vertragliche und gesetzliche Anlagebeschränkungen können in Verbindung mit solchen Limits für den Tracking Error den Spielraum des Portfoliomanagers erheblich einschränken, sodass aus einem aktiven ein quasi passives Portfoliomanagement werden kann. Mit zunehmender Bedeutung des „enhanced“ passiven Portfoliomanagements⁹ ist daher die Trennlinie zum aktiven Portfoliomanagement etwas unschärfer geworden.

Darüber hinaus achten institutionelle Anleger bei der Auswahl und Überwachung von Portfoliomanagern in zunehmendem Masse auf die angewen-

... da Anlage-
mandate genauer
festgelegt ...

... und Anleger
zunehmend auf
einheitliche Verfah-
ren und Stile
konzentriert

⁸ Wachstumsorientierte Strategien streben überdurchschnittliche Renditen durch Anlagen in Gesellschaften an, deren Gewinne im Verhältnis zum Markt voraussichtlich überdurchschnittlich steigen werden, d.h. Aktien mit hohem Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV). Wertorientierte Fonds konzentrieren sich auf Aktien mit unterdurchschnittlichem Kurs/Buchwert-Verhältnis oder KGV und wählen nach Möglichkeit Aktien aus, die unter ihrem intrinsischen Wert gehandelt werden.

⁹ Marktkommentaren zufolge liegt der durchschnittliche Tracking Error für *aktiv verwaltete* festverzinsliche Portfolios um 1% und bei *aktiv verwalteten* Aktienportfolios bei 2-6%. Portfolios mit einem Tracking Error von rund 0,25% für Anleihen bzw. 2% für Aktien werden als „*enhanced*“ *passiv* angesehen, solche mit niedrigeren Tracking Errors als *passiv*.

deten Entscheidungsverfahren und die Einheitlichkeit des Anlagestils. Zumeist mit Unterstützung von spezialisierten Beratungsfirmen überwachen und messen sie die Portfoliomanager an den Benchmarks für den entsprechenden Anlagestil und nehmen detaillierte operationelle Prüfungen vor, in deren Mittelpunkt diejenigen Verfahrensaspekte der Portfoliomanager stehen, von denen angenommen wird, dass sie für eine bessere langfristige Wertentwicklung sorgen. Unter diesen Verfahren gewinnen Risikokontrollen und Risikomanagementsysteme an Bedeutung. Die historische Wertentwicklung gehört zwar zum Auswertungsverfahren, gilt jedoch nicht mehr als alleiniger Einflussfaktor bei Auswahl und Beurteilung der Portfoliomanager.

Gebühren heute weitgehend feste Prozentsätze des Portfoliovolumens

Schliesslich haben sich auch bei den Vergütungssystemen Verschiebungen ergeben. Insbesondere scheint die Branche immer häufiger Vereinbarungen zu bevorzugen, bei denen die Verwaltungsgebühren sich nicht direkt nach der Wertentwicklung richten, sondern in einem festen Prozentsatz des Portfoliovolumens bestehen. Die Höhe der Gebühren ist dabei je nach Managementstil und Anlagekategorien unterschiedlich. Auch wenn sie im Prinzip nicht auf der Wertentwicklung aufbauen, honorieren Systeme auf der Basis fester Anteile des Vermögens indirekt den vom Portfoliomanager erzielten relativen Anlageerfolg (wobei als Vergleichsmassstab die Rendite auf einen Marktindex oder auch – heute allerdings weniger häufig – die von einer Vergleichsgruppe von Portfoliomanagern erzielte Anlagerendite dient); der Zusammenhang zwischen Wertentwicklung des Portfolios und Kapitalzuflüssen dient dabei als implizite Anreizstruktur. Eine Ausnahme von dieser tendenziellen Abkehr von den ausdrücklich an der Performance orientierten Gebührenstrukturen¹⁰ sind jedoch Hedge-Fonds und andere alternative Anlageinstrumente; deren Schwerpunkt liegt weiterhin nicht auf relativen, sondern auf absoluten Renditen.

Institutionelle Anleger und die Effizienz der Finanzmärkte

Die genannten Entwicklungen im institutionellen Portfoliomanagement weisen auf mehrere mögliche Folgen für die Finanzmärkte hin. Die Konsequenzen für Markteffizienz und Volatilität werden nachstehend angesprochen. Die veränderten Anreizstrukturen im Portfoliomanagement wirken sich zudem auf die Marktliquidität und den Risikomanagementbedarf bei den privaten Haushalten ebenso wie bei den Portfoliomanagern aus. Hierauf sowie auf eine Reihe von Implikationen für die öffentlichen Entscheidungsträger wird in CGFS (2003) ausführlich eingegangen.

Aufgrund ihrer Grösse und potenziell langen Anlagehorizonte ...

Die Effizienz der Finanzmärkte hängt davon ab, dass gewisse Anleger in der Lage sind, aufgrund möglicher „Preisirrtümer“ zu handeln und diese zu korrigieren. Typischerweise werden solche Anleger überbewertete, oder als überbewertet empfundene, Wertpapiere (gegebenenfalls leer) verkaufen und

¹⁰ Branchenvertreter verweisen meist auf mögliche negative Anreizwirkungen, die insbesondere mit den asymmetrischen wertentwicklungsorientierten Gebühren verbunden sein können, die sich aus der mit Optionen vergleichbaren Gewinnstruktur dieser Programme ergeben. Darüber hinaus haben Portfoliomanager sich offenbar selbst gegen explizit wertentwicklungsorientierte Gebühren eingesetzt, da diese eine hohe Gewinnvolatilität bewirken.

ihr Risiko mit einer entgegengesetzten Long-Position in ähnlichen Ersatztiteln absichern. Sind keine ähnlichen Ersatztitel verfügbar oder gehen die Anleger bewusst eine offene Gegenposition ein, birgt eine solche Arbitrage ein inhärentes Risiko. Preisungleichgewichte sind nicht nur schwer festzustellen, sondern können sich zunächst sogar noch verstärken. Das heisst, selbst wenn die Preise letztlich mit Sicherheit konvergieren, können solche Abschlüsse zu erheblichen zeitweiligen Verlusten führen. Dies wirft wiederum die Frage auf, ob der Anleger bereit ist, diese zeitweiligen Verluste auszuhalten, und ob für eine solche Strategie genügend Kapital zur Verfügung steht. Bei risikoreichen Arbitragegeschäften ist die Markteffizienz daher nur bei einer Präsenz von Anlegern mit genügend Kapital und hinreichend langen Anlagehorizonten gegeben, um eine bestimmte Position so lange halten zu können, bis alle verfügbaren Informationen in vollem Umfang in die Preise eingegangen sind.¹¹

Institutionelle Anleger sind aufgrund ihrer Grösse und ihrer potenziell langfristigen Anlagehorizonte besonders geeignet, diese Funktion zu übernehmen. Ihre Präsenz begünstigt im Prinzip einen schnelleren, umfassenderen und gründlicheren Anlageprozess; dies reicht von verbesserter Informationserhebung und -analyse bis zu einheitlicherer Entscheidungsfindung. Sofern grosse institutionelle Anleger anhand der Fundamentaldaten anlegen und die Möglichkeit haben, ihre Positionen lange genug zu halten, könnte also ihre Arbitragefähigkeit die Preise von Vermögenswerten stabilisieren, da sie sicherstellen würde, dass die Kurse nicht wesentlich von den Fundamentaldaten abweichen. Gleichzeitig wäre zu erwarten, dass institutionelle Anleger strukturbedingt Liquidität am Markt schaffen, vor allem in Zeiten von Marktanspannungen.

In der Praxis ist jedoch danach zu fragen, ob gewisse Aspekte der sich wandelnden Anreizstruktur die institutionellen Portfoliomanager daran hindern könnten, ihre Grösse und ihre im Prinzip relativ langen Anlagehorizonte zur Erfüllung der verschiedenen vorstehend genannten Funktionen zu nutzen. Sollte sich beispielsweise der effektive Anlagehorizont institutioneller Anleger verkürzen, würden die Preise unter Umständen nicht schnell genug konvergieren, dass diese Anleger ihre risikoreichen Arbitrage-Positionen halten könnten. Dies würde die Korrektur von Preisungleichgewichten verhindern oder weiter hinauszögern.

Eine oft zitierte Erklärung hierfür stützt sich auf die Beobachtung, dass der Erfolg von Portfoliomanagern letztlich im Vergleich untereinander bewertet wird.¹² Denn die Wertentwicklung von Anlagen wird heute weitgehend im Verhältnis zu einer Benchmark gemessen. Um nicht hinter diese zurückzufallen, könnten sich die Portfoliomanager zu einem herdenartigen Verhalten veranlasst sehen. Das heisst, dass sie z.B. eine bestehende Arbitrageposition glattstellen oder keine neue eingehen, um keinen Reputationsverlust zu erleiden, weil ihr Verhalten von dem anderer Portfoliomanager abweicht. Solche Effekte können nicht nur bei Portfolios

... können institutionelle Anleger zur Korrektur von Preisungleichgewichten beitragen

In der Praxis jedoch wohl nur begrenzt möglich ...

¹¹ S. Shleifer und Vishny (1997).

¹² S. Scharfstein und Stein (1990).

auftreten, deren Ergebnisse explizit an einer Vergleichsgruppe gemessen werden, sondern auch im Zusammenhang mit der Vergütung des Portfoliomanagers. Richten sich die Gebührenstrukturen implizit nach den Renditen im Verhältnis zu einem Marktindex, werden die Fondsmanager möglicherweise eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung sowie Kapitalabflüsse zu vermeiden suchen, indem sie die Zusammensetzung ihres Portfolios möglichst nahe an der Benchmark halten. Daher könnten ihnen gerade dann am meisten die Hände gebunden sein, wenn sie die besten Chancen haben, von Gegenpositionen zu profitieren, d.h. wenn das Preisungleichgewicht, das sie korrigieren wollen, sich noch verstärkt. Zwangsläufig lässt die Furcht vor einer solchen Entwicklung die Portfoliomanager von vornherein vorsichtiger werden. Es ist daher möglich, dass arbitrageorientierte Anlageanreize unter extremen Bedingungen besonders ineffektiv sind und somit zu potenzieller Instabilität beitragen.

... wegen eingeschränkten Spielraums für Portfoliomanager

Einige der vorstehend erläuterten Trends in der Branche deuten offenbar in der Tat darauf hin, dass es für institutionelle Anleger schwieriger geworden sein könnte, risikoreiche Arbitragestrategien zu verfolgen. Beispiele sind die allgemeine Tendenz zur strikteren Formulierung von Anlagemandaten, die Messung der Wertentwicklung anhand etablierter Benchmarks und die Senkung des zulässigen Tracking Errors (s. Kasten).

Da andere Trends offenbar gegenläufig ...

Andere Entwicklungen deuten jedoch auf gegenläufige Wirkungen hin. Auf strategischer Ebene dürfte es die grössere Auswahl an Anlagekategorien und Anlagestilen den einzelnen Anlegern ermöglichen, ihre Anlagen stärker auf ihre Risikopräferenzen abzustimmen. Angesichts der Rückverlagerung der strategischen Portfolioallokation zu den Kapitaleigentümern können daher die einzelnen Anleger entsprechend ihrer persönlichen Einschätzung der zukünftigen Marktentwicklung ihre Anlagen in breiter definierten Anlagekategorien und -strategien platzieren. Darüber hinaus dürfte der steigende Anteil von Anlagen, die durch alternative Anlagevehikel verwaltet werden, die Rolle derjenigen institutionellen Portfoliomanager stärken, die weniger streng durch Benchmarks oder Limits für Tracking Errors eingeschränkt werden. Auf taktischer Ebene könnte die nachlassende Bedeutung der (explizit) an Vergleichsgruppen orientierten Benchmarks das Imagerisiko der einzelnen Portfoliomanager verringern und damit den Anreiz, „gruppenkonform“ zu handeln, reduzieren. Hinzu kommt angesichts der zunehmenden Konzentration auf die Anlageverfahren, dass die Endanleger in Zeiten unterdurchschnittlicher Wertentwicklung wohl eher bereit wären effektive Performancebewertungsperioden beizubehalten und nicht zu verkürzen. Dies wiederum könnte die Portfoliomanager veranlassen, eher langfristige Anlagen in Vermögenswerten zu tätigen und zu halten, deren Preise im Verhältnis zu ihren Fundamentaldaten unangemessen erscheinen.

Ergebnismessung, Tracking Error und Anlegerverhalten

Die Anleger müssen den Anlageerfolg ihrer Portfoliomanager sorgfältig und nach objektiven Kriterien bewerten. Das verbreitetste Kriterium ist die Wertentwicklung im Verhältnis zu etablierten Marktindizes, wie denen aus der MSCI- und S&P-Gruppe. In den von der Arbeitsgruppe geführten Interviews äusserten die Branchenvertreter die Ansicht, die zunehmende Verwendung von zentralen Marktindizes sowie die in letzter Zeit festzustellende Tendenz, etwas engere Grenzen für Tracking Errors zu ziehen, könnte zu einer Konvergenz des Anlegerverhaltens führen. Insbesondere verwiesen die Befragten auf drei verschiedene Faktoren, die zeitweilig solche Wirkungen fördern könnten und die mit der Verwendung von Marktindizes als Benchmarks verbunden sind:

- Die grossen Indizes schliessen zumeist überbewertete Aktien oder grosse Emissionen von Schuldnern mit hohem Fremdkapitalanteil ein, denn sie werden im Allgemeinen nach der Marktkapitalisierung gewichtet; somit enthalten sie eher überbewertete als unterbewertete Wertpapiere. Die Portfoliomanager müssen daher unter Umständen diese Vermögenswerte selbst dann kaufen, wenn sie sie als überbewertet betrachten, da sie andernfalls Gefahr laufen, die vereinbarten Tracking Errors zu überschreiten.^①
- Ist ein bestimmter Vermögenswert erst einmal in einen Index aufgenommen worden, ist der Spielraum für eine Untergewichtung durch den zulässigen Tracking Error begrenzt. Beide Effekte gleichzeitig erfordern ein Abwägen zwischen dem Risiko eines höheren Tracking Errors und dem Risiko, überbewertete Wertpapiere zu halten. Am grössten ist dieses Problem bei enger definierten Indizes, die von einer relativ geringen Zahl einzelner Wertpapiere dominiert werden.
- Unter der Annahme, dass ein Index nur teilweise nachgebildet wird, können sich Rückkopplungseffekte ergeben, da die Portfoliomanager gezwungen sind, ihre Bestände der wichtigsten Titel des Index zu erhöhen, wenn steigende Indexwerte mit einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung dieser Indextitel im Verhältnis zum Gesamtindex zusammenfallen.^② Dieser Effekt ist bei breiten und schwer nachzubildenden Indizes, z.B. für Unternehmensanleihen, wahrscheinlich, während kleinere Indizes meist vollständig nachgebildet werden.

Da die zur Indexierung verwendeten Marktindizes sich heute weitgehend an der Marktkapitalisierung (definiert nach dem Streubesitz) orientieren, werden Portfolios, die den Basisindex vollständig nachbilden, automatisch ausgeglichen. Das heisst, der Wert des Portfolios ändert sich im Einklang mit dem Index, sodass sich Anpassungen durch den Portfoliomanager erübrigen, sofern die im Index enthaltenen Wertpapiere unverändert bleiben. Die vorgenannten Effekte sind daher viel subtiler, als es der Fall wäre, wenn die zur Indexierung verwendeten Marktindizes statische Gewichtungen hätten oder wenn die Gewichtungen sich nicht nach der Marktkapitalisierung richteten. Darüber hinaus können alle drei Effekte Gegenstand von Verhandlungen zwischen Portfoliomanager und Kunde sein, und es kann eine gewisse Anpassung vereinbart werden, indem etwa für bestimmte Vermögenswerte Limits festgelegt werden. Damit wiederum lassen sich etwaige negative Folgen begrenzen.

^① Alternativ dazu können Portfoliomanager zum Verkauf von Anlagen gezwungen sein, die sie gerne halten würden. Ein solcher Fall ergibt sich beispielsweise, wenn Benchmark-Indizes – wie bei Anleihen-Benchmarks üblich – sich nach Rating-bezogenen Kriterien richten, wie etwa dem Ausschluss von Anleihen mit einem Rating unter Anlagequalität. Eine Herabstufung unter Anlagequalität hätte also zur Folge, dass die betreffende Emission – allerdings mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung – aus dem Index entfernt würde, wodurch eine Anpassung der Anlageportfolios und Zwangsverkäufe der herabgestuften Anleihe ausgelöst würden. Ähnliche Wirkungen können eintreten, wenn die Mandate der Portfoliomanager Rating-bezogene Anlagebeschränkungen enthalten. ^② Zu beachten ist, dass ein solcher Rückkopplungseffekt grundsätzlich auch negativ sein kann; dies hängt von der Struktur der Kovarianzen zwischen den Hauptwerten (wichtigsten Indexkomponenten) und dem Gesamtindex ab.

Die verschiedenen hier dargestellten Effekte insgesamt zu bewerten ist leider sehr anspruchsvoll, zumal sie zumindest teilweise gegenläufig wirken. Daher wird es wohl nicht überraschen, dass als Fazit keine eindeutige empirische Unterstützung für die Hypothese zu finden ist, dass die Markteffizienz (und Volatilität) insgesamt durch die derzeitigen Branchentrends über Gebühr

... Konsequenzen insgesamt ungewiss

beeinträchtigt wird oder dass institutionelle Portfoliomanager systematisch zu erheblichen Preisungleichgewichten beitragen oder versäumen, diese zu korrigieren. Es ist also ungewiss, ob bzw. in welchem Umfang Veränderungen der Anreizstruktur die Fähigkeit der institutionellen Portfoliomanager beeinträchtigt haben, Irrtümern bei der Preisbildung von Vermögenswerten entgegenzuwirken. Zwar verkürzt sich der Performancehorizont für die Portfoliomanager zeitweilig, doch lassen Gewinnchancen und relativ ungehinderter Marktzugang auf Anreize schliessen, mittelfristig zur Korrektur von allzu gross gewordenen Preisungleichgewichten beizutragen. Einige Aspekte der Branchenstruktur im institutionellen Portfoliomanagement könnten somit auf einen Spielraum für die Beeinflussung von Marktergebnissen hindeuten, sichere Evidenz für diese Wirkungen liegt allerdings nicht vor.

Bibliografie

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS) (2003): *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, März.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1998): „Preise von Vermögenswerten und professionelles Portfoliomanagement“, *68. Jahresbericht*, Basel, S. 85-109.

Carhart, M.M. (1997): „On persistence in mutual fund performance“, *Journal of Finance*, 52, S. 57-82.

Jensen, M.C. (1968): „The performance of mutual funds in the period 1945-1964“, *Journal of Finance*, 23, S. 389-416.

Pensions and Investments (2002): verschiedene Ausgaben.

Scharfstein, D. und J. Stein (1990): „Herd behaviour and investment“, *American Economic Review*, 80, S. 465-79.

Sharpe, W.F. (1966): „Mutual fund performance“, *Journal of Business*, 34, S. 119-38.

Shleifer, A. und R.W. Vishny (1997): „The limits of arbitrage“, *Journal of Finance*, 52, S. 35-55.

Tsatsaronis, K. (2000): „Hedge-Fonds“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 66-77.

UBS Warburg/Oliver, Wyman & Company (2002): *Global industry research: the future of asset management in Europe*, September.

Die jüngsten Initiativen der in Basel beheimateten Ausschüsse und des Forums für Finanzstabilität

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht

BCBS veröffentlicht
drittes Konsulta-
tionspapier zur
Neuen Basler
Eigenkapital-
vereinbarung ...

Im April gab der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) für Banken und die übrigen interessierten Kreise ein drittes Konsultationspapier zur Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung heraus. Die verschiedenen Stellungnahmen werden dem BCBS dabei helfen, letzte Änderungen an seinen Vorschlägen zur Neuregelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung vorzunehmen. Der Ausschuss verfolgt weiterhin das Ziel, die Neue Eigenkapitalvereinbarung bis zum vierten Quartal 2003 fertig zu stellen; bis Ende 2006 soll sie in den beteiligten Ländern umgesetzt sein. Vor diesem Hintergrund wurde in einer Reihe von Ländern bereits mit dem Entwurf von Vorschriften begonnen, um die Basler Eigenkapitalanforderungen in die jeweiligen nationalen Bestimmungen einfließen zu lassen. In einem Überblick zum dritten Konsultationspapier wird die neue Eigenkapitalregelung zusammengefasst.¹ Darin aufgeführt sind auch die Änderungen der vorgeschlagenen Neuregelung gegenüber der im Oktober 2002 veröffentlichten 3. Quantitativen Auswirkungsstudie (QIS 3), in der Banken aus 43 Ländern die Auswirkungen der neuen Eigenkapitalvereinbarung auf ihre Portfolios abschätzten.

... gibt Ergebnisse
der 3. Quantitativen
Auswirkungsstudie
bekannt ...

Im Mai veröffentlichte der BCBS einen Überblick über die wichtigsten QIS-3-Ergebnisse.² Zweck der QIS-3-Studie war, die Auswirkungen der vorgeschlagenen Neuen Basler Eigenkapitalregelung zu ermitteln, bevor das dritte Konsultationspapier in seiner Endfassung vorlag. Insgesamt entsprachen die Ergebnisse den Zielsetzungen des BCBS. Die Mindestkapitalanforderungen würden für grosse international tätige Banken weitgehend gleich bleiben, wobei davon ausgegangen wird, dass sie vermutlich die auf internen Ratings basierenden Ansätze („IRB-Ansätze“) wählen. Die vorgeschlagenen Neuerungen würden für international tätige Banken einen Anreiz beinhalten, nach den ausgefeilteren IRB-Ansätzen zu verfahren. Für kleinere, eher national ausgerichtete Banken in G10-Ländern oder in der EU könnten die Mindestkapitalanforde-

¹ S. *Überblick über die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung*, April 2003 (www.bis.org).

² S. *Quantitative Impact Study 3 – overview of the global results*, Mai 2003 (www.bis.org).

rungen wesentlich niedriger sein als unter den derzeitigen IRB-Ansätzen, was vor allem auf die Bedeutung des Retailkreditgeschäfts für diese Banken zurückzuführen wäre. In anderen Ländern gäbe es je nach den Bedingungen an den einzelnen Märkten und dem Kerngeschäft der Banken deutliche Unterschiede. Allerdings dürften sämtliche Ergebnisse leicht überzeichnet sein, u.a. weil neue Formen von Besicherungen nur schwer als solche zu erkennen sind.

Der BCBS hielt ausserdem fest, dass die an den Vorschlägen des zweiten Konsultationspapiers vorgenommenen Änderungen im Allgemeinen die gewünschte Wirkung gezeigt hätten. Beispielsweise würden die Eigenkapitalanforderungen für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen in der Regel nicht höher sein als bisher. Der BCBS beschloss, bei der Standardmethode einige vorgeschlagene Anforderungen gezielt herabzusetzen; insbesondere gilt bei Hypotheken für Wohnimmobilien ein tieferes Risikogewicht von 35%, und es wird anerkannt, dass bei überfälligen Krediten mit bedeutendem Rückstellungsniveau ein Risikogewicht unter 150% des noch ausstehenden Nettobetrags gerechtfertigt ist. Zudem kann die Aufsichtsbehörde nach eigenem Ermessen eine alternative Standardmethode zur Behandlung des operationellen Risikos anbieten, die bei allen drei Kreditrisikoansätzen verwendet werden kann. Schliesslich ist der IRB-Ansatz teilweise verfeinert worden. Ende Mai veröffentlichte der BCBS ein weiteres Dokument mit Einzelheiten zu bestimmten Bereichen der QIS-3-Studie.³

Ebenfalls im Mai veröffentlichte der BCBS die Ergebnisse der 2001 durchgeführten Erhebung zur Offenlegung, die einen Überblick über die Offenlegungspraxis einer Auswahl von international tätigen Banken vermittelt.⁴ Dies erfolgte im Rahmen der anhaltenden Bemühungen des BCBS um Transparenz und wirksame Marktdisziplin im Bankgeschäft und an den Kapitalmärkten, insbesondere mit Blick auf die baldige Umsetzung der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung. Im Mittelpunkt der Erhebung standen die Jahresabschlüsse von 54 Banken. Zu beantworten waren 104 Fragen zur quantitativen und qualitativen Offenlegung in verschiedenen Bereichen: Eigenkapitalstruktur, Eigenkapitalausstattung, Modellrechnungen für das Marktrisiko, interne und externe Ratings, Modellierung des Kreditrisikos, Verbriefung, Qualität des Forderungsbestands, Kreditderivate und andere Kreditverbesserungen, andere Derivate, Diversifizierung in Bezug auf Regionen und Geschäftszweige, Rechnungslegungs- und Darstellungsgrundsätze sowie andere Risiken.

Die Erhebung macht deutlich, dass viele Banken den Umfang ihrer Offenlegung weiter ausgedehnt haben. Insgesamt legten die Banken 2001 63% der in der Erhebung erfassten Positionen offen, nachdem dieser Anteil 2000 59% und 1999 57% betragen hatte. Es gibt weitere wichtige Ergebnisse: i) 2001 wurden die Rechnungslegungs- und Darstellungsgrundsätze, andere Risiken und die Eigenkapitalstruktur am häufigsten offengelegt, während Kreditverbes-

... und veröffentlicht
Ergebnisse der
Erhebung zur
Offenlegung 2001

Die Erhebung zeigt
verbesserte Offen-
legung ...

³ S. *Supplementary information on QIS 3*, Mai 2003 (www.bis.org).

⁴ S. *Public disclosures by banks: results of the 2001 disclosure survey*, Veröffentlichung Nr. 97 des Basler Ausschusses, Mai 2003 (www.bis.org).

... vor allem in Bezug auf operationelle, Rechts- und Anlagebuchrisiken

serungen (einschl. Kreditrisikomodellierung und Kreditderivate) am seltensten offengelegt wurden; Informationen über interne Risikomodelle waren beim Marktrisiko ebenfalls weit häufiger als beim Kreditrisiko; ii) Informationen über die Verbriefung, interne und externe Ratings und Kreditverbesserungen haben seit 1999 deutlich zugenommen; am bemerkenswertesten ist die Verbesserung der Informationen über andere Risiken (operationelles, Rechts-, Liquiditäts- sowie Zinsänderungsrisiko im Anlagebuch), die 2001 neu zu den am häufigsten offengelegten Informationen zählten; iii) bei den Einzelpositionen bezogen sich die am häufigsten offengelegten Informationen auf Eigenkapitalstruktur, Rechnungslegungs- und Darstellungsgrundsätze, Modellrechnungen für das Marktrisiko oder Eigenkapitalausstattung.

BCBS hält zu mehr Transparenz bei Kreditrisikominderung an

Angesichts dieser Ergebnisse hält der BCBS die Banken dazu an, beim Einsatz von Methoden zur Kreditrisikominderung, der Verbriefung und interner Ratings noch mehr Transparenz walten zu lassen. Die Offenlegung in diesen Bereichen wird nämlich darüber entscheiden, ob solche Methoden im Rahmen der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung Anerkennung finden bzw. eingesetzt werden können. Schliesslich werden die wenigen Banken, die nicht einmal die gängigsten Informationen offenlegen, nachdrücklich aufgerufen, ihre Praxis zu ändern, da sie unter der Neuen Eigenkapitalvereinbarung weitgehend dazu verpflichtet sein werden.

Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme

CPSS gibt neues Hintergrundpapier über Zahlungsverkehrssysteme heraus

Im April veröffentlichte der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) eine neue Ausgabe seiner Hintergrundinformationen über die Zahlungsverkehrssysteme verschiedener Länder. Die 1993 veröffentlichte Ausgabe des so genannten Roten Buchs wurde wesentlich überarbeitet und erweitert. Die neue Ausgabe trägt den Titel *Payment and settlement systems in selected countries* und leistet einen weiteren Beitrag zum Verständnis, wie die Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssysteme in den im CPSS vertretenen Ländern funktionieren. Die einzelnen Segmente und Neuerungen von Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssystemen werden umfassender behandelt. Neben den Kapiteln zu den verschiedenen Ländern enthält diese Ausgabe auch ein Kapitel über internationale Zahlungsverkehrssysteme und ein umfangreicheres Glossar.

Weitere Initiativen

Aufsichtsinstanzen veröffentlichen Mitteilung über Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung

Im Juni veröffentlichten der BCBS, die Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) und die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) eine gemeinsame Mitteilung über die Initiativen der Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht im Kampf gegen Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung. Die Mitteilung wurde zuerst für das Treffen des Gemeinsamen Forums im März 2003 in der Sonderverwaltungsregion Hongkong erarbeitet und anschliessend der Koordinierungsgruppe bei ihrer Sitzung im März 2003 in Berlin zur Information vorgelegt. Da Institute aus den unterschiedlichen Finanzbereichen dieselben Dienstleistungen anbieten, müssen die

Massnahmen und Standards bei der Bekämpfung der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung einigermaßen einheitlich sein, um zu verhindern, dass kriminelle Gelder tendenziell in Institute von Finanzbereichen mit weniger strengen Standards fliessen. Aufgrund von Unterschieden in den Kundenbeziehungen der Institute in den einzelnen Finanzbereichen ist es jedoch notwendig, die Massnahmen entsprechend der jeweils vorliegenden Kundenbeziehung anzupassen. Daher weisen die Standards möglicherweise einige Unterschiede auf, was ihr Ausmass und ihre Anwendung im Einzelnen anbelangt.