

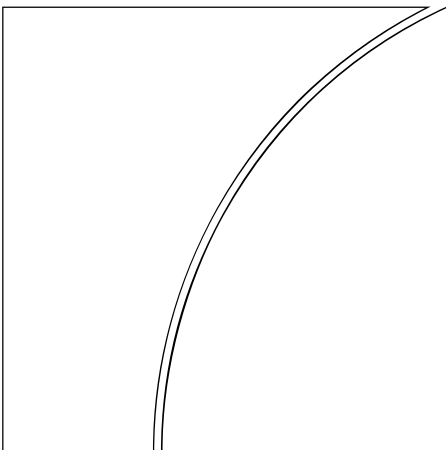


BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

BIZ-Quartalsbericht

März 2001

Internationales
Bankgeschäft
und internationale
Finanzmärkte



BIZ-Quartalsbericht
Währungs- und Wirtschaftsabteilung

Redaktionskomitee:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
Renato Filosa

Robert McCauley
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

Bei Fragen zu diesem Bericht:

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

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

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

Bezug von Publikationen oder Aktualisierung der Versandliste:

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

E-mail: publications@bis.org

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

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

© *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2001. Alle Rechte vorbehalten.
Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle genannt wird.*

ISSN 1021-2531

Auch in Englisch, Französisch und Italienisch veröffentlicht.

BIZ-Quartalsbericht

März 2001

I. Überblick über die allgemeine Entwicklung:	
Anzeichen einer Abschwächung überschatten Märkte	1
<i>Veränderung der Renditenstrukturkurven und Wechselkurse entsprechend den jeweiligen Wachstumsaussichten</i>	3
<i>Gewinnwarnungen drücken auf die Aktienmärkte</i>	5
<i>Verschuldung trägt zur Ausweitung der Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen bei</i>	8
<i>Gebremster Schuldtitelabsatz aufstrebender Volkswirtschaften bei unterschiedlicher Entwicklung</i>	12
<i>Kasten: Kursbildung bei Aktien des Euro-Raums: Die Marktpraxis eilt den institutionellen Strukturen voraus</i>	15
II. Internationales Finanzgeschäft - Schwerpunkte	17
1. Das internationale Bankgeschäft	17
<i>Einlagen der Entwicklungsländer steigen</i>	18
<i>Forderungen gegenüber Entwicklungsländern weitgehend unverändert ...</i>	20
<i>Kasten: Konsortialkredite im vierten Quartal 2000</i>	21
<i>Einlagengeschäfte und Geschäfte zwischen verbundenen Niederlassungen fördern Interbankgeschäft</i>	22
<i>Verstärktes Kreditgeschäft mit europäischen Nichtbanken</i>	22
<i>Weiterhin umfangreiche Käufe von amerikanischen und europäischen Wertpapieren</i>	25
<i>Kasten: Neuausrichtung der konsolidierten BIZ-Statistik zum inter- nationalen Bankgeschäft</i>	26
2. Internationaler Markt für Schuldtitel	28
<i>Grosse Kreditzinsspannen schicken Schuldner an die kurzfristigen Märkte</i>	30
<i>US-Staatsstellen bleiben aktiv, während sich die Telekommunikations- branche zurückhaltender zeigt</i>	31
<i>Emittenten bevorzugen nach wie vor den US-Dollar</i>	32
<i>Rückgang der Emissionen von Schuldnern aus aufstrebenden Volks- wirtschaften</i>	32
<i>Kasten: Wie aktiv verwalten Zentralbanken ihr US-Dollar-Reserven- Portfolio?</i>	35
3. Märkte für derivative Instrumente	38
<i>Mässiger Anstieg des Börsengeschäfts</i>	38
<i>Aktienindexkontrakte an der Spitze des Wachstums</i>	39
<i>Starke Geldmarktkontrakte</i>	40
<i>Wandel der Referenzwerte bei Festzinsinstrumenten</i>	40
<i>Erholung des Börsengeschäfts im Verlauf des Jahres 2000</i>	41
<i>Kasten: Geschäft an den wichtigsten Börsen im Jahr 2000</i>	43

III. Features	45
Wandel bei den Referenzwerten am Geld- und Anleihemarkt	45
<i>Wandel bei den Referenzwerten am Geldmarkt</i>	46
<i>Wandel bei den Referenzwerten am Anleihemarkt?</i>	49
<i>Schlussbemerkungen</i>	52
Umsetzung internationaler Standards zur Stärkung der Finanzsysteme	53
<i>Eine breit angelegte Strategie</i>	53
<i>Zusammenfassung</i>	58
IV. Strukturelle und regulatorische Entwicklungen	62
<i>Initiativen und Berichte zu Finanzinstituten</i>	62
<i>Initiativen und Berichte zu den Finanzmärkten und ihrer Infrastruktur</i>	63
<i>Kasten: Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung</i>	70

Statistischer Anhang

Verzeichnis kürzlich herausgegebener BIZ-Publikationen

I. Überblick über die allgemeine Entwicklung: Anzeichen einer Abschwächung überschatteten Märkte

Im vierten Quartal 2000 rechneten die Anleger mit einer Verlangsamung des Wachstums der Weltwirtschaft, was dazu beitrug, dass sich die Renditenstrukturkurven senkten, die Kreditzinsspannen sich ausweiteten und die Kurse an den ohnehin schon schwachen Aktienmärkten weiter sanken. Die Aufmerksamkeit der Märkte galt vor allem den USA, wo die gesamtwirtschaftlichen Daten die Ansicht bestätigten, dass eine Konjunkturabschwächung im ersten Halbjahr 2001 wahrscheinlich sei. Gewinnwarnungen und Bonitätsrückstufungen drückten ebenfalls schwer auf die Aktien- und Schuldtitelmärkte und signalisierten Überschuldungsprobleme im Unternehmenssektor. Selbst die normalerweise stabilen Commercial-Paper-Märkte verzeichneten ungewöhnlich grosse und volatile Kreditzinsspannen.

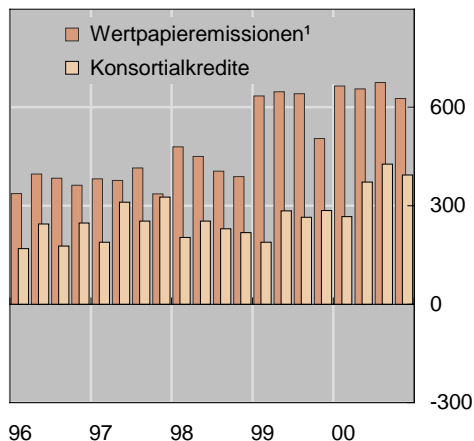
Die Marktentwicklungen machten überdies deutlich, in welchem Ausmass die Aussichten für die USA eine Neubeurteilung der Wachstumsaussichten in anderen Regionen auslösten. Eine Aufwertung des Euro liess darauf schliessen, dass die europäische Wirtschaft nach Ansicht der Anleger ihre Dynamik wahrscheinlich halten dürfte; eine Verschiebung der Euro-Swapkurve nach unten deutete allerdings auch auf ein Gefährdungspotential durch die Verlangsamung in den USA hin. Wertebussen des Yen und ein Rückgang am Aktienmarkt von Tokio spiegelten den Eindruck wider, in Japan werde das Wachstum wieder schwächer. Unterschiedliche Zinsspannen bei Staatspapieren entsprachen der differenzierten Beurteilung der Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften durch die Anleger; einige Länder stehen demzufolge vor erheblichen Herausforderungen, während andere eine zwar ungleichmässige, aber anhaltende Erholung von den jüngsten Krisen verzeichnen.

Allgemein trat an den Märkten im Januar 2001 ein Umschwung ein. Als die Federal Reserve am 3. Januar überraschend die Zielvorgabe für den Tagesgeldsatz um 50 Basispunkte senkte und am 31. Januar eine weitere Senkung um 50 Basispunkte vornahm, erhielten die Aktien- und die Anleihemärkte zumindest vorübergehend wieder Auftrieb. Steilere Zinsstrukturkurven,

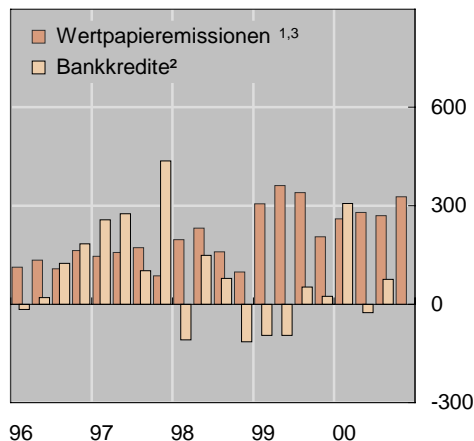
Geschäft an den internationalen Bankkredit- und Wertpapiermärkten

Mrd. US-Dollar

Angekündigte Fazilitäten



Effektive Finanzierung: Insgesamt



¹ Geldmarktinstrumente und langfristige Anleihen und Notes. ² Veränderungen der internationalen Bankforderungen, wechselkursbereinigt. Daten zu Bankkrediten nur bis 3. Quartal 2000 verfügbar. ³ Bruttoabsatz abzüglich Tilgungen.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; International Securities Market Association (ISMA); Thomson Financial Securities Data; nationale Angaben; BIZ.

Grafik I.1

eine anfänglich kräftige Kurserholung an den Aktienmärkten und engere Kreditzinsspannen deuteten darauf hin, dass die Marktteilnehmer damit rechneten, eine etwaige Konjunkturabschwächung werde von relativ kurzer Dauer sein. Die Lockerung der Marktbedingungen belebte den Schuldtitelabsatz von Emittenten mit niedrigem Rating und von aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Aktienmärkte büssten jedoch im Februar einen Grossteil ihrer Gewinne wieder ein, als neue Daten über die schwache Ertragslage von Technologiefirmen bekannt wurden.

Trotz der ungünstigen Marktbedingungen blieb die Mittelaufnahme an den internationalen Wertpapier- und Bankkreditmärkten im vierten Quartal lebhaft (Grafik I.1). Sowohl die Banken als auch die Anleihen Anleger bevorzugten allerdings Schuldner mit höherer Bonitätseinstufung. Die internationalen Wertpapieremissionen von Wirtschaftsunternehmen, insbesondere aus den USA, gingen netto zurück, während staatliche Stellen und Finanzinstitute weiterhin aktiv Wertpapiere absetzten. Der Nettoabsatz der Entwicklungsländer insgesamt sank deutlich, während die allgemeinen Indizes der Kreditzinsspannen für aufstrebende Volkswirtschaften anstiegen. Doch auch bei diesen Emittenten waren Kreditzinsspannen und Marktzugang je nach Bonitätseinstufung sehr unterschiedlich.

Veränderung der Renditenstrukturkurven und Wechselkurse entsprechend den jeweiligen Wachstumsaussichten

US-Daten deuten
Abschwächung
an ...

Nachdem an den Märkten monatelang Unsicherheit über die kurzfristigen Wachstumsaussichten der US-Wirtschaft geherrscht hatte, gelangten die Marktteilnehmer aufgrund einer Reihe von Nachrichten im November und Dezember zur Ansicht, dass auf das rasante Wachstum der vergangenen Jahre eine deutliche Abschwächung folgen würde. Die schwachen Ergebnisse gipfelten in der am 2. Januar 2001 veröffentlichten Erhebung der National Association of Purchasing Management (NAPM), die auf eine flauere Wirtschaftstätigkeit hindeutete. Später veröffentlichte Daten ergaben ein auf das Jahr gerechnetes BIP-Wachstum von 1,4 % im vierten Quartal 2000.

... jedoch nur
vorübergehend
gemäss Renditen-
strukturkurve ...

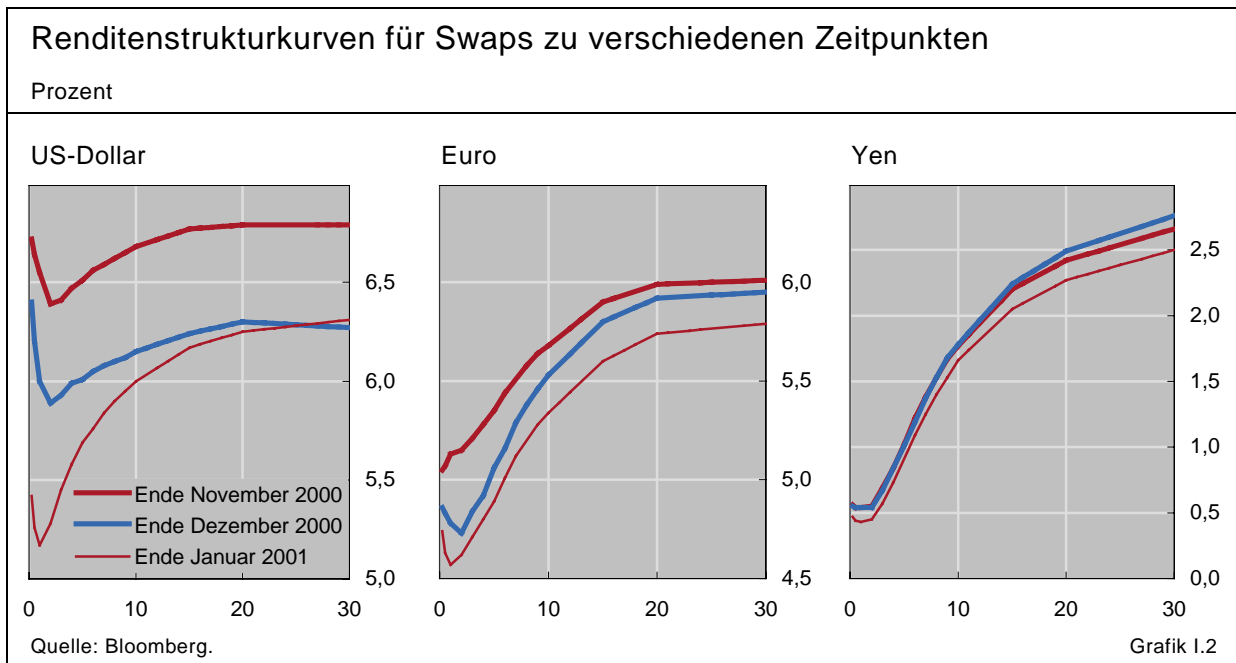
Die Entwicklung der Renditenstrukturkurve für US-Dollar-Swaps entsprach den wechselhaften Prognosen in bezug auf Ausmass und Dauer der Abschwächung. Die sich mehrenden Hinweise auf die Schwäche der Wirtschaft und die Erwartung einer Lockerung der Geldpolitik führten dazu, dass sich die Kurve sowohl im November als auch im Dezember senkte. Der relativ flache Verlauf der Kurve in diesem Zeitraum deutete darauf hin, dass mit einer anhaltenden Abschwächung gerechnet wurde. Nachdem die Federal Reserve am 3. Januar die Zielvorgabe für den Tagesgeldsatz von 6,5 % auf 6 % gesenkt hatte, wies ein steiler Abfall der Kurve bei Laufzeiten von über zwei Jahren darauf hin, dass nun die Ansicht vorherrschte, die Abschwächung werde von relativ kurzer Dauer sein (Grafik I.2). Ein steiler Einbruch am kurzen Ende der Kurve war u.a. eine Reaktion auf die Prognose, dass die US-Geldpolitik bis zum dritten Quartal 2001 um bis zu 100 Basispunkte gelockert würde.

... obwohl ihr
steiler Verlauf
auch auf
Hypothekar-
absicherungen
zurückzuführen ist

Neben den wirtschaftlichen und geldpolitischen Aussichten beeinflusste ein weiterer Faktor den Verlauf der Renditenstrukturkurve für US-Dollar-Swaps: die Kürzung der effektiven Duration von Hypothekarportfolios und der damit verbundene Wechsel bei den Absicherungspositionen der Händler. Wie bei anderen kürzlichen Episoden sinkender Zinssätze kürzte der Anstieg der Refinanzierungstätigkeit bei den Hypotheken die effektive Duration von Wertpapieren, die mit tilgbaren Hypotheken unterlegt sind. Die Händler reagierten mit einer Anpassung der Duration bei den Positionen, mit denen sie ihren Bestand an mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren abgesichert hatten. Während sie diese Anpassung früher vielleicht durch Verschiebungen bei den Short-Positionen auf US-Schatzpapiere vorgenommen hätten, waren sie aufgrund der mangelnden Liquidität des US-Schatztitelmarktes gezwungen, diese Transaktionen am Swapmarkt zu tätigen. Dieser Sachverhalt trug zu dem steilen Verlauf der Swap-Renditenstrukturkurve im 2- bis 5-Jahres-Bereich sowie zum Abflachen der Kurve bei längeren Laufzeiten bei. Er mag auch ein Grund dafür gewesen sein, dass die Swapspannen niedrig blieben, während sich andere Kreditzinsspannen ausweiteten (s. weiter unten).

Auch im Euro-
Raum sinkende
Renditen ...

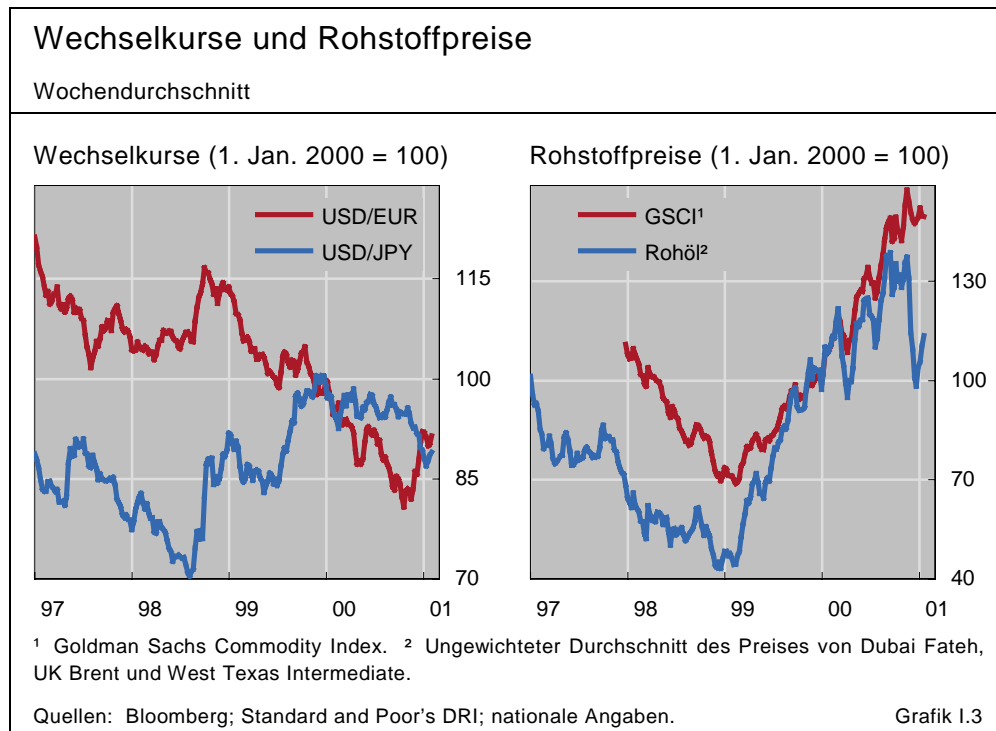
Die Renditenstrukturkurve für auf Euro lautende Swaps widerspiegelte ebenfalls die Erwartung tieferer kurzfristiger Zinsen, obwohl das Eurosystem



nicht von seinem restriktiven Kurs des ersten Halbjahres 2000 abwich. Die Kurve für Euro-Swaps fiel etwa halb so stark wie die Kurve für US-Dollar-Swaps. Angesichts der sinkenden Erdölpreise (Grafik I.3) und des Wertgewinns des Euro wurde die Gefahr einer Überschreitung des offiziellen Inflationsziels des Eurosystems im kommenden Jahr als eingeschränkt angesehen. Die Erwartung tieferer Zinssätze war offenbar weniger auf die als gering eingeschätzten direkten Folgen einer Abschwächung in den USA für die Nettoexporte Europas zurückzuführen als auf die möglichen Konsequenzen eines gebremsten Wachstums in den USA auf die Anlagerenditen und das Vertrauen der Unternehmer in Europa, das sich u.a. in den zahlreichen kürzlichen Übernahmen von US-Unternehmen durch europäische Käufer zeigte. Dennoch wurde angesichts der Prognosen eines grundsätzlich kontinuierlichen Wachstums und mit Blick auf die sinkende Arbeitslosigkeit im Euro-Raum erwartet, dass zukünftige geldpolitische Massnahmen moderat ausfallen würden.

In Japan sank die Renditenstrukturkurve für Yen-Swaps nur leicht, da die Zinssätze bereits sehr niedrig waren. Eine Abflachung der Kurve bei den längeren Laufzeiten deutete darauf hin, dass die Marktteilnehmer die Chancen einer längerfristigen Erholung angesichts der nur langsam vorankommenden Strukturreformen und der anhaltenden Schwächen des Bankensektors als gering einschätzten. Es wurde befürchtet, dass eine Abschwächung in den USA die Nachfrage nach Exportgütern aus Japan und die Technologieinvestitionen der Unternehmen beeinträchtigen würde, und dies zu einem Zeitpunkt, in dem die Wirkung früherer Fiskalpakete auf die Inlandsnachfrage nachzulassen schien. Bedenken wurden ferner geäußert über die Folgen eines Einbruchs der Aktienmärkte für die japanischen Banken, von denen es hiess, dass sie in ihrer Bilanz nicht selten bedeutende Risikopositionen in bezug auf die Aktienkursentwicklung auswiesen.

... und in
geringerem
Ausmass in
Japan



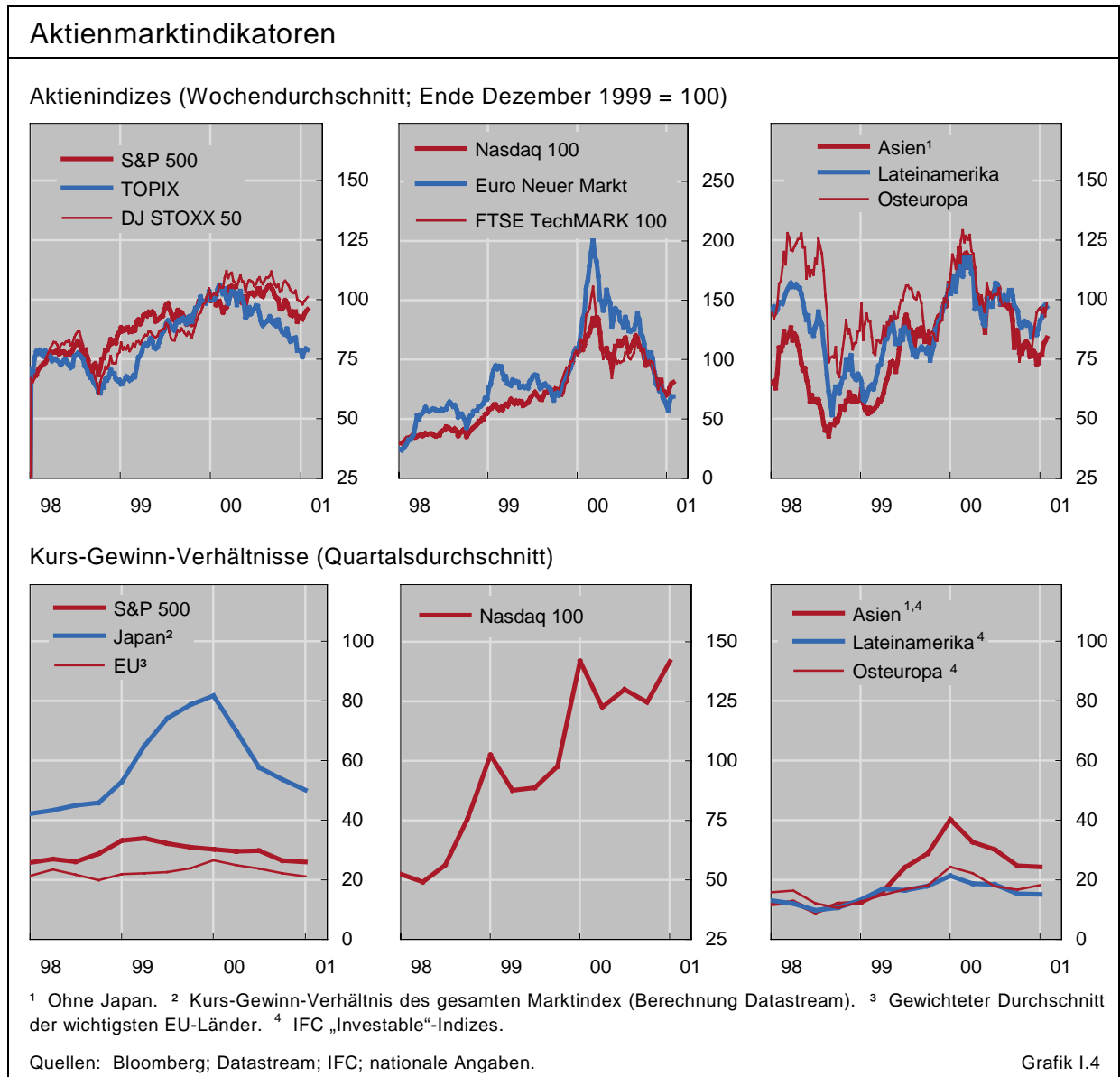
Die sich wandelnden Wachstumsaussichten der drei führenden Wirtschaftsräume zeigten sich in ihren Währungen: Der Euro gewann gegenüber dem US-Dollar von Anfang November bis ins neue Jahr erheblich an Stärke, und der Yen schwächte sich sowohl gegenüber dem Euro als auch dem Dollar im Dezember und in der ersten Januarhälfte ab (Grafik I.3). Parallel zur Erholung des Euro nahm der Nettoabsatz von auf Euro lautenden Wertpapieren zu, was die Entwicklung in den vorhergehenden Quartalen bestätigt, in denen sich die Emissionen auf relativ starke Währungen konzentrierten (s. „Internationaler Markt für Schuldtitel“ auf S. 28).

Gewinnwarnungen drücken auf die Aktienmärkte

Geringere Erträge führen zu Kurseinbrüchen bei Technologieaktien ...

Die Kurskorrektur an den internationalen Aktienmärkten, die im April begonnen hatte, beschleunigte sich im vierten Quartal (Grafik I.4). Die Verluste waren zumeist im Technologiebereich am grössten, wo eine Serie von negativen Gewinnprognosen, schwachen Verkaufszahlen und Bonitätsrückstufungen der führenden Aktien durch die Analysten weiterhin auf die Marktbewertungen drückte. Im Oktober kündigten u.a. die Technologiefirmen AT&T, Cisco und Lucent enttäuschende Gewinne an. Im November halbierte sich die Börsenkaptalisierung eines Unternehmens, das im Vertrieb von Spielzeugen via Internet führend ist, infolge unerwartet schwacher Verkaufszahlen. Im Berichtszeitraum fiel der Nasdaq-100-Index um 34 %. Wie schon oft in den vergangenen Quartalen erlitten die Technologieaktien nicht nur an den US-Märkten Einbussen, sondern auch an den europäischen Märkten. Der Neue-Markt-Index (Euro.NM) fiel um 45 %, der TechMARK-100-Index der

FTSE um 32 %.¹ Dennoch lag das Kurs/Gewinn-Verhältnis an diesen Märkten nach wie vor deutlich über den historischen Werten. Während die Marktbewertungen auf den Rückgang der jüngsten Erträge reagierten, deutete das anhaltend hohe Niveau des Kurs/Gewinn-Verhältnisses darauf hin, dass die Marktteilnehmer damit rechneten, dass die Erträge demnächst wieder hohe Wachstumsraten aufweisen würden.



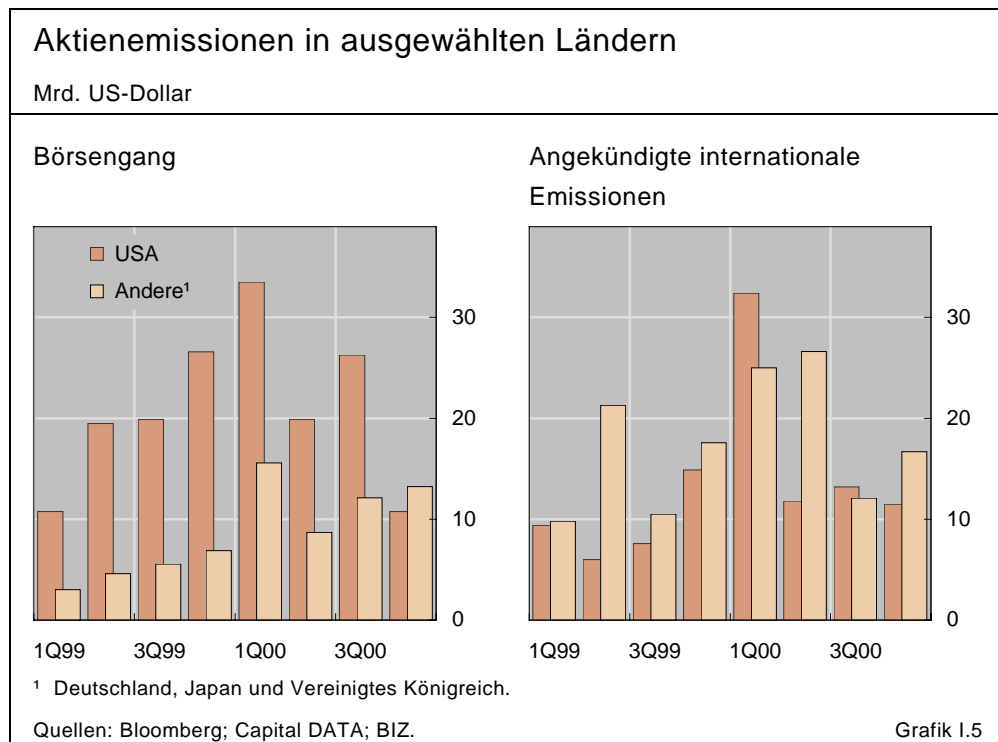
¹ Die jüngste Tendenz, dass sich die Kurse ähnlicher Branchen an verschiedenen Aktienmärkten gleichförmig entwickeln, wird für den Euro-Raum im Kasten „Kursbildung bei Aktien des Euro-Raums: Die Marktpraxis eilt den institutionellen Strukturen voraus“ auf S. 15 untersucht.

... und an den Aktienmärkten insgesamt

Auch die Gesamtmärkte wurden durch die sich laufend verschlechternden Ertragsaussichten der Unternehmen in Mitleidenschaft gezogen. Im vierten Quartal kündigten 744 US-Unternehmen negative Gewinne an und nur 161 Unternehmen positive. Der Index S&P 500 verzeichnete im vierten Quartal einen Rückgang von 8 %, während der Index Dow Jones STOXX 50 der grossen europäischen Unternehmen 5 % und der Tokio-Index (TOPIX) 13 % verlor. Eine Folge der Aktienmarkturbulenzen war ein Umsatzzuwachs bei den Aktienderivaten, da die Marktteilnehmer versuchten, sich gegen die höhere Volatilität abzusichern (s. die internationalen Märkte für derivative Instrumente auf S. 38-42).

Abschwächung bei den Aktienemissionen ...

Die schwache Entwicklung an den Aktienmärkten im vierten Quartal und insbesondere die Verluste bei den Hochtechnologieaktien führten in den USA zu einem bedeutenden Rückgang der Börsengänge. Dies war in anderen wichtigen Märkten nicht so deutlich der Fall (Grafik I.5). Die internationalen Aktienemissionen (sowohl Börsengänge als auch Kapitalerhöhungen) verharrten auch im vierten Quartal auf konstantem Niveau. Einige Unternehmen hatten sich tief verschuldet in der Absicht, später an den Aktienmärkten Mittel zur Tilgung ihrer Schulden aufzunehmen. Die schwierigen Marktbedingungen machten die beabsichtigte Aktienemission unmöglich, und einige Banken sahen sich dadurch mit unerwarteten Risiken konfrontiert.



... als Reaktion auf die gesamtwirtschaftlichen Daten ...

Wie fast während des ganzen Jahres 2000 reagierten die Technologieaktien an den US-Märkten heftig auf die gesamtwirtschaftlichen Daten. Der Nasdaq-Index verzeichnete einige seiner massivsten Einbrüche jeweils an den Tagen, an denen die Lohnentwicklung ausserhalb des Agrarsektors und die Erhebung der National Association of Purchasing Management für die Monate

Oktober und Dezember bekanntgegeben wurden. Gleichzeitig reagierten die Teilnehmer des US-Schatztitelmarktes tendenziell eher auf die erwarteten Zu- und Abflüsse von Anlagekapital am Aktienmarkt als auf die Auswirkungen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung auf die Renditenstrukturkurve. Beispielsweise stiegen am Tag, als die US-Notenbankzinsen überraschend gesenkt wurden, die Renditen für 5- und 10jährige US-Schatzpapiere sogar, da Anleger sichere Positionen glattstellten, um die Gelder wieder am Aktienmarkt anzulegen. Die Renditen sanken erst am nächsten Tag entsprechend den korrigierten geldpolitischen Erwartungen.

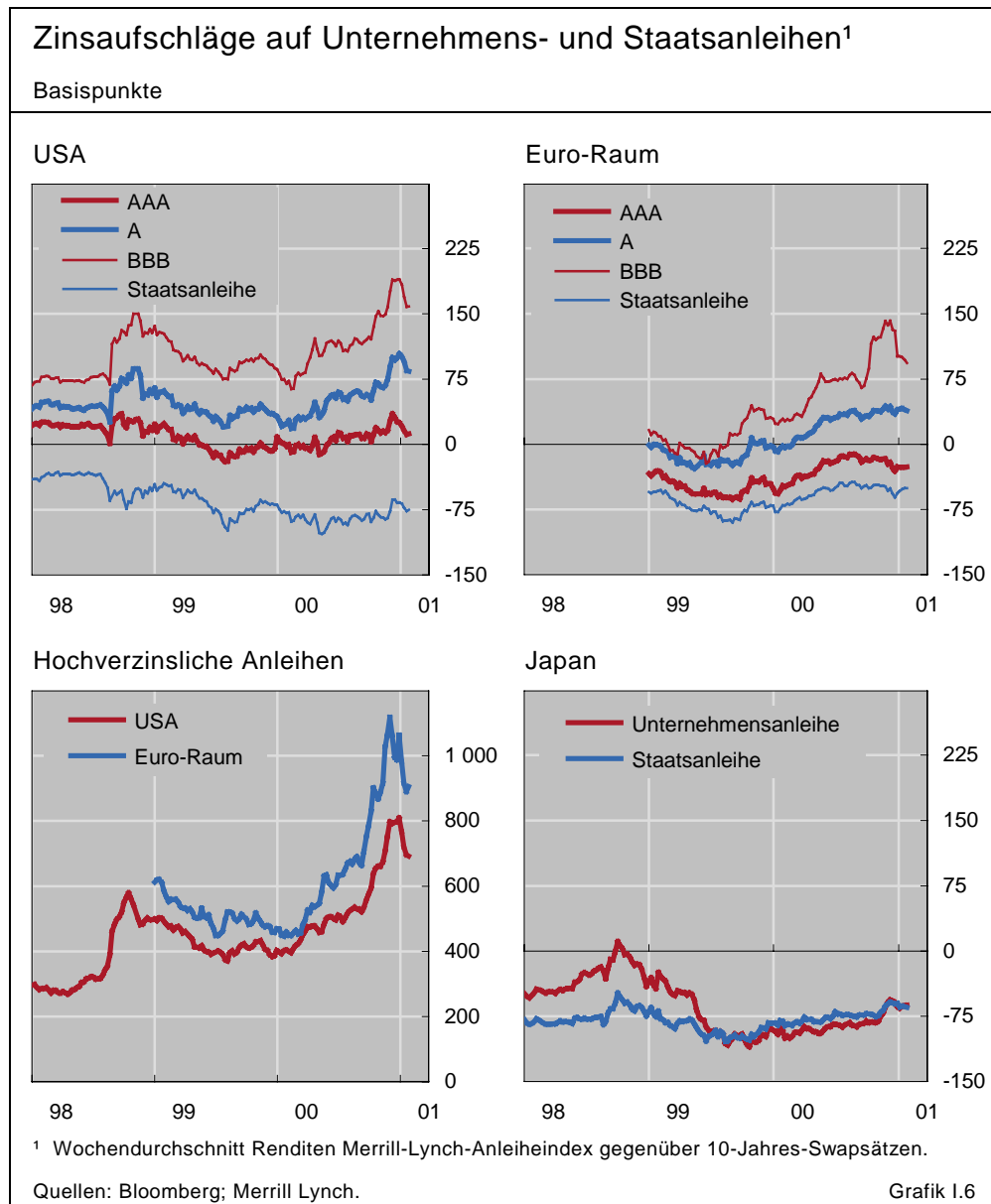
Die Aktienmärkte schienen nach der Senkung der US-Notenbankzinsen am 3. Januar wieder zuversichtlicher gestimmt. An jenem Tag legte der Nasdaq-100-Index um 19 % zu, der bisher grösste Zuwachs innerhalb eines Tages. Während einiger Tage schwankte er heftig, bevor er zu einem kontinuierlichen Anstieg ansetzte und Ende Januar um 11 % höher lag. Der S&P 500 stieg am Tag der Senkung der US-Notenbankzinsen um 5 %, über den Monat gesehen betrug der Zuwachs 3 %. Die europäischen Börsen wiesen ein ähnliches Muster auf mit einer anfänglich hohen Volatilität, die von einem kontinuierlichen Kursanstieg abgelöst wurde; der japanische Aktienmarkt hingegen stagnierte weitgehend. Wie die Technologieaktien im Jahr 2000 schon die Hauptverantwortung für den Einbruch der Märkte getragen hatten, waren sie im Januar 2001 für den Kursanstieg ausschlaggebend. Die Aktienmärkte in den aufstrebenden Ländern, besonders in Taiwan und Korea, zeigten einen ähnlichen Verlauf wie die Indizes für Technologieaktien in den Industrieländern: Ein massiver Einbruch im vierten Quartal wurde von einer Erholung zu Beginn des Jahres 2001 abgelöst. Nachdem die Gewinnaussichten im Technologiebereich weiter nach unten korrigiert wurden, schmolzen diese Kursgewinne Anfang Februar zumeist wieder dahin.

... jedoch Stabilisierung nach Senkung der US-Notenbankzinsen

Verschuldung trägt zur Ausweitung der Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen bei

Anzeichen einer wirtschaftlichen Abschwächung in den USA führten Ende 2000 zu einer erheblichen Ausweitung der Kreditzinsspannen bei mehreren Kategorien von Schuldtiteln (Grafik I.6). Nachdem Anleihenanleger einen beträchtlichen Anstieg der Unternehmensschulden finanziert hatten, schienen sie zunehmend besorgt über eine übermässige Verschuldung. Dies wurde offenkundig, als Zweifel über die Dauerhaftigkeit des Wachstums bei den Unternehmensgewinnen laut wurden. Nachdem die Kreditzinsspannen sich schon bei den Aktienmarkturbulenzen im Frühjahr auszuweiten begannen, verstärkte sich dieser Trend im Herbst noch. Die schlechteren wirtschaftlichen Aussichten gegen Jahresende bestärkten die Anleger nicht nur in ihrer Skepsis über die Fremdfinanzierungsstrategie der Telekommunikationsunternehmen, sondern nährten auch die Besorgnis über andere Unternehmen, die sich tief verschuldet hatten. Branchenspezifische Probleme, z.B. jene der Elektrizitätsunternehmen in Kalifornien, führten den Anlegern vor Augen, dass sogar scheinbar sichere Kredite nicht vor plötzlichen Schicksalsschlägen gefeit sind.

Besorgnis der Anleger über Verschuldung führt zu Ausweitung der Kreditzinsspannen ...



... besonders bei hochrentierenden Anleihen ...

... aber auch bei schlechter eingestuft Krediten mit Anlagequalität ...

Die Ausweitung der Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen im vierten Quartal machte eine klare Abstufung der Kreditrisiken deutlich. Die Zinsaufschläge auf hochrentierende Anleihen stiegen am stärksten. Gemäss US High Yield Master Index von Merrill Lynch stiegen die Zinsaufschläge auf hochrentierende US-Dollar-Instrumente gegenüber den Swapsätzen von rund 530 Basispunkten Anfang September auf fast 800 Basispunkte Ende Jahr. Die Zinsaufschläge auf einen vergleichbaren Index für Euro-Instrumente weiteten sich im selben Zeitraum von 670 auf fast 1000 Basispunkte aus, eine Entwicklung, die durch die Zahlungsunfähigkeit von Esprit Telecom am 15. Dezember noch beschleunigt wurde. Die Zinsaufschläge auf Instrumente mit Anlagequalität weiteten sich nicht so stark aus. Bei den US-Dollar-Anleihen mit BBB-Rating stiegen sie um rund 70 Basispunkte, bei Anleihen mit AAA-Rating war die Ausweitung der Zinsaufschläge kaum nennenswert. Eine ähnliche Abstufung war bei den auf Euro lautenden Instrumenten festzustellen, wo

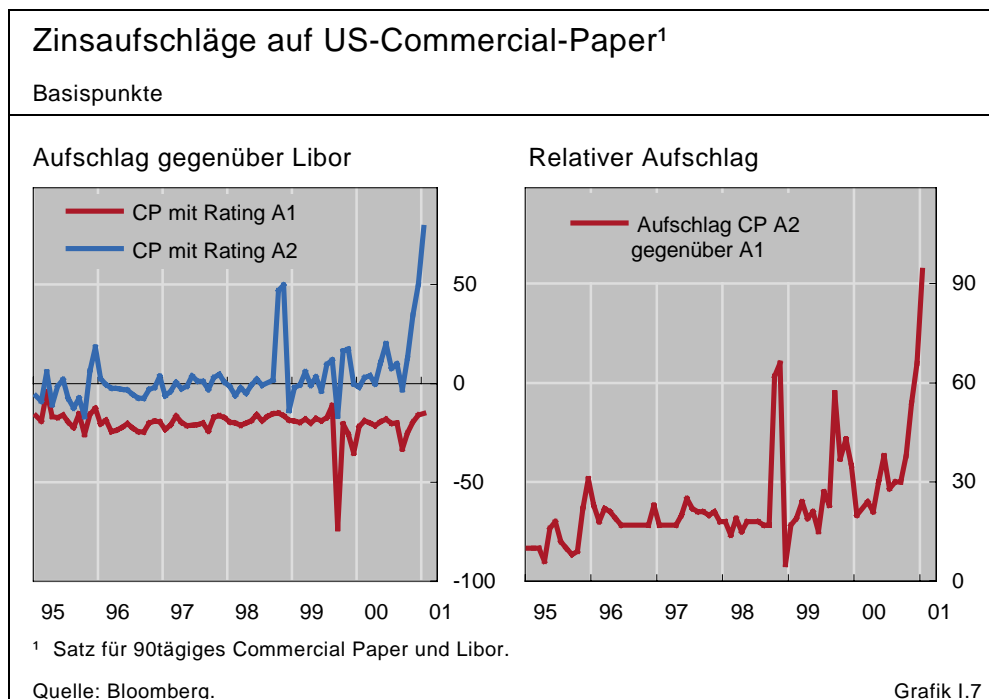
sich die Aufschläge bereits Anfang Jahr beträchtlich ausgeweitet hatten und sich im Verlauf des Sommers auf historisch gesehen hohem Niveau einpendelten.

Besorgnis über die Kreditwürdigkeit von Unternehmen ergriff auch den Markt für Commercial Paper. Dahinter verbarg sich zum Teil die Hinwendung einiger Schuldner zu den kurzfristigen Geldmärkten (z.B. den internationalen Schuldtitelmärkten, s. weiter unten), nachdem die Banken nicht bereit waren, ihre Kreditengagements auszubauen. Im vierten Quartal stuften ausserdem Rating-Agenturen die Schuldtitel von Xerox, einem wichtigen Emittenten von Commercial Paper, tiefer ein und zwangen das Unternehmen, seine Auffangkreditlinien bei Banken in Anspruch zu nehmen, die ihrerseits dieses Engagement offenbar nur ungern eingingen. Im Januar gerieten zwei grosse Elektrizitätsunternehmen in Kalifornien bei ihren Commercial Paper in Zahlungsverzug.

... und Commercial Paper

Zwar ist ein Ansteigen des Renditegefälles zwischen den am höchsten und den niedriger eingestuften US-Dollar-Emissionen (A1/P1 bzw. A2/P2) zum Jahresende seit einigen Jahren die Regel, im vierten Quartal 2000 war der Anstieg jedoch ungewöhnlich hoch (Grafik I.7). Das Gefälle war vorübergehend grösser als nach dem Schuldenmoratorium Russlands und dem Fall LTCM 1998 sowie im Vorfeld des Datumwechsels 1999/2000 (als die Interbanksätze sogar stärker gestiegen waren als die Sätze für Commercial Paper).

Die Senkung der US-Notenbankzinsen und der darauffolgende Kursanstieg an den Aktienmärkten führten im Januar 2001 zu einer Verengung der Zinsaufschläge sowohl auf hochrentierende Titel als auch auf solche mit Anlagequalität, obwohl die Aufschläge im langjährigen Vergleich immer noch



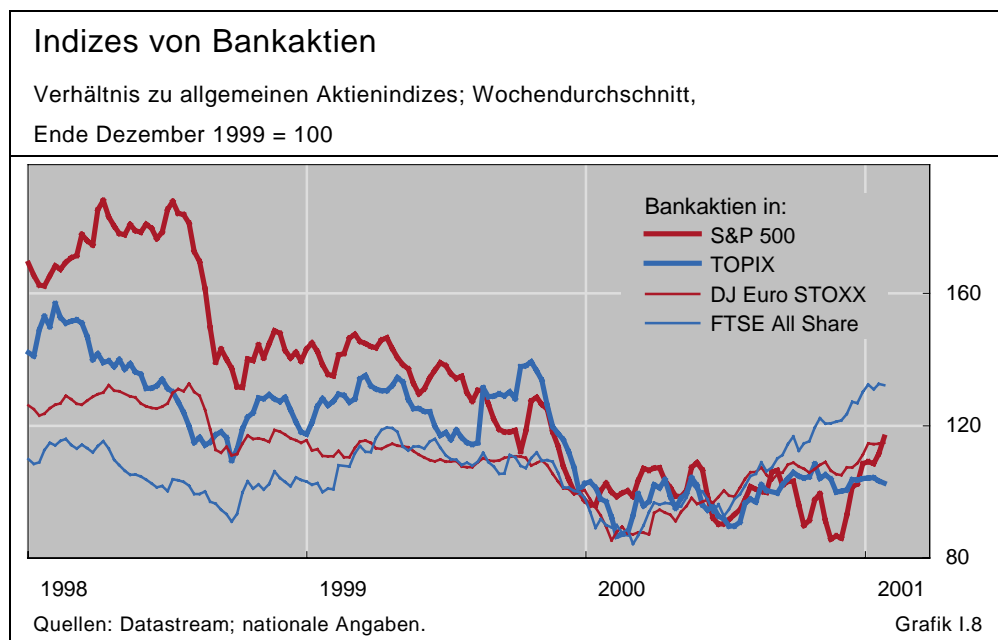
sehr hoch waren. Nachdem die Aufschläge auf Commercial Paper Anfang Januar auf ihr früheres Niveau gefallen waren, stiegen sie Ende Monat wieder, da die Nervosität der Anleger über Emittenten mit niedrigerer Bonität anhielt.

Geringerer
Nettoabsatz bei
Anleihen

Die hohen Zinsaufschläge trugen dazu bei, dass Unternehmen aus den USA und den Entwicklungsländern auf dem internationalen Schuldtitelmarkt netto weniger Titel absetzten, besonders bei den langfristigen festverzinslichen Anleihen. Der Nettoabsatz insgesamt stieg aber dennoch, weil Banken am Geldmarkt sowie europäische Emittenten und internationale Organisationen am Anleihemarkt vermehrt tätig waren. Aufgrund der engeren Zinsspannen und der optimistischeren Stimmung an diesen Märkten nach der Senkung der US-Notenbankzinsen belebte sich der Absatz von Unternehmen aus den USA und den aufstrebenden Volkswirtschaften im Januar. Am Markt für hochrentierende Papiere boomte der Absatz besonders; am US-Inlandsmarkt konnte Charter Communications mit B+/B2-Rating am 5. Januar \$ 1,75 Mrd. aufnehmen.

Aufkeimende
Besorgnis über
den Banken-
sektor ...

Während sich die Verschlechterung der vermuteten Bonität der Unternehmen Ende 2000 am stärksten auf die Kreditzinsspannen an den Schuldtitelmärkten auswirkte, herrschte auch Besorgnis darüber, dass das erhöhte Kreditrisiko letztlich auf den Bankensektor übergreifen würde. Von mehreren – insbesondere europäischen – Banken wurde vermutet, dass sie übermäßige Risikoengagements in der Telekommunikationsbranche eingegangen seien (s. Analyse des Konsortialkreditmarktes auf S. 21-22). Ausserdem wurde erwartet, dass Emittenten mit niedrigerem Rating, die am turbulenten Commercial-Paper-Markt keine Mittel aufnehmen konnten, vielleicht bald ihre Auffangkreditlinien bei Banken in Anspruch nehmen würden, was den Risikogehalt der Portfolios der Banken weiter ansteigen liesse. Auffangkreditlinien



haben in den vergangenen Jahren bedeutend zugenommen: Im Jahr 2000 stellten die Banken zur Unterstützung von Commercial-Paper-Emissionen internationale Konsortialkreditfazilitäten in der Höhe von \$ 92,4 Mrd. bereit, verglichen mit \$ 59 Mrd. 1999 und durchschnittlich \$ 42 Mrd. pro Jahr von 1992 bis 1998.

Die Beurteilung, wie hoch diese vermuteten Risiken sind, ist nicht einfach. Ein Blick auf die Marktbewertungen des Bankensektors in den entwickelten Volkswirtschaften im vergangenen Jahr lässt vermuten, dass diese Risiken als nicht sehr bedeutend angesehen wurden (Grafik I.8). Tatsächlich verzeichneten die Bankaktien im Vereinigten Königreich im Jahr 2000 sogar ein besseres Ergebnis im Vergleich zu anderen inländischen Aktien, während sie in den USA, in Japan und im Euro-Raum etwa auf demselben Niveau lagen. Es ist allerdings festzuhalten, dass der Bankensektor zuvor tendenziell schlechtere Ergebnisse erzielte als der Markt insgesamt und dass im Jahr 2000 die weitgefassten Aktienindizes selbst deutlich sanken.

... dennoch folgt die Bewertung von Bankaktien den allgemeinen Bewertungen

Gebremster Schuldtitelabsatz aufstrebender Volkswirtschaften bei unterschiedlicher Entwicklung

Die Wachstumsaussichten in den aufstrebenden Volkswirtschaften waren im vierten Quartal wegen Bedenken über die Auswirkungen einer schwächeren US-Nachfrage auf die Exporte und die Anlageströme getrübt. Darüber hinaus riefen instabile Verhältnisse im Finanzsystem Argentiniens und der Türkei in Erinnerung, dass die Erholung in vielen Ländern noch wenig gefestigt und anfällig auf Stimmungsumschwünge der Märkte ist. Die Ausweitung der Kreditzinsspannen an den Märkten für Unternehmensschulden griff auch auf die Staatsschuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften über. Die Anleger differenzierten allerdings sorgfältig zwischen den einzelnen Ländern nach der jeweiligen vermuteten Bonität (Grafik I.9). Während sich der Aufschlag des weitgefassten EMBI+-Index gegenüber vergleichbaren US-Dollar-Swaps von 560 Basispunkten im Oktober auf 680 Basispunkte am Jahresende erhöhte, änderten sich die Aufschläge für grosse Schuldner wie Mexiko, Brasilien, Thailand und Korea kaum. Die Zinsaufschläge für Staatsschuldtitel mitteleuropäischer Länder blieben angesichts zufriedenstellender wirtschaftlicher Leistungen und weiterer Fortschritte in Richtung einer späteren Osterweiterung der Europäischen Union niedrig.

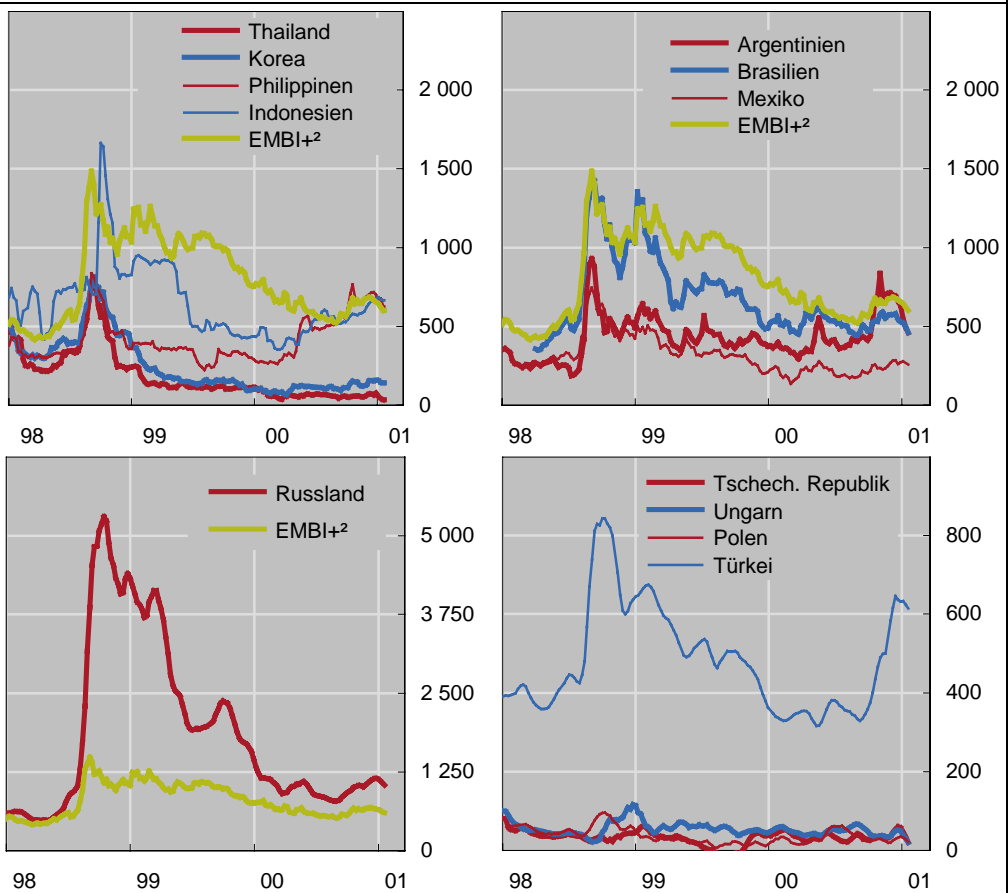
Zinsaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften ebenfalls grösser ...

... aber Anleger differenzieren zwischen Schuldnern

Die Anleger nahmen sehr rasch eine Neubewertung der Schuldtitel von Ländern vor, die mit besonderen Herausforderungen konfrontiert sind. Die Aufschläge auf argentinische Schulden verdoppelten sich, als Zweifel an der Fähigkeit der Regierung aufkamen, die notwendigen Steuerreformen durchzuführen. Die Türkei erlebte finanzielle Turbulenzen, als Refinanzierungsprobleme einer rasch wachsenden inländischen Bank allgemeine Bedenken über die Stabilität des Finanzsystems weckten. Die beiden Länder gehörten im dritten Quartal zu den wichtigsten Schuldnern am Markt für internationale Bankkredite (s. „Das internationale Bankgeschäft“, S. 17). In beiden Fällen

Zinsaufschläge von US-Dollar-Staatsanleihen gegenüber US-Swapsätzen

Wochendurchschnitt,¹ Basispunkte



¹ 10jährige Swapsätze. Unten rechts: gleitender 4-Wochen-Durchschnitt. ² Aufschlag gemäss Emerging Market Bond Index (EMBI+) von JP Morgan gegenüber dem Satz für 10jährige US-Swaps.

Quellen: Bloomberg; Datastream.

Grafik I.9

wendete ein Hilfspaket des IWF eine schlimmere Krise ab und verschaffte den Ländern eine Atempause für eine längerfristige Sanierung. Schwieriger wurde der Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten auch für Indonesien und die Philippinen. Beide Länder kämpften mit politischen Schwierigkeiten; auf den Philippinen verbesserte allerdings der Regierungswechsel Ende Januar die Aussichten für die Schulden dieses Landes wieder.

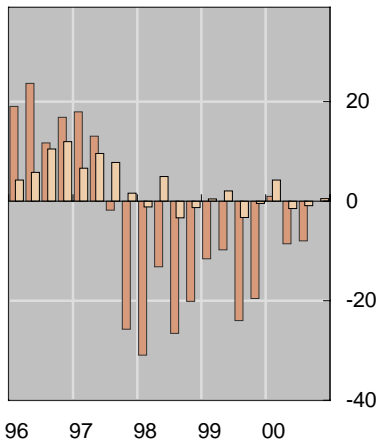
Als sich die Zinsaufschläge weiter erhöhten und die Unsicherheit über die weltweiten Aussichten wuchs, brach im vierten Quartal der Absatz für praktisch alle Schuldner aufstrebender Volkswirtschaften ein (Grafik I.10). Einige Schuldner wandten sich dem Markt für Konsortialkredite zu, an dem neue Fazilitäten in Höhe von \$ 34 Mrd. bereitgestellt wurden, vorwiegend für Schuldner, deren Bonität höher eingestuft wurde. Andere potentielle Schuldner, so z.B. zahlreiche asiatische Volkswirtschaften, hatten wenig Bedarf an internationalen Finanzierungen, da sie nach wie vor Leistungsbilanzüberschüsse

Einige Schuldner wenden sich Konsortialkrediten zu

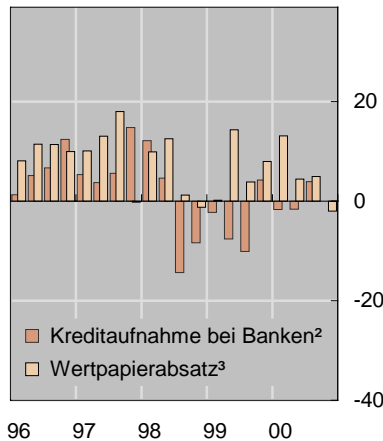
Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in Entwicklungsländern¹

Mrd. US-Dollar

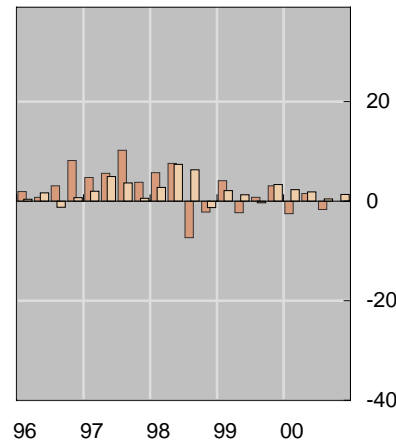
Asien und Pazifik



Lateinamerika und Karibik



Europa



¹ Die in jeder Region erfassten Länder sind in Tabelle 9 im Anhang aufgeführt. ² Veränderung der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken, wechselkursbereinigt. Daten über Bankkredite für das 4. Quartal 2000 noch nicht verfügbar. ³ Nettoabsatz internationaler Geldmarktinstrumente, Anleihen und Notes.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; Angaben der einzelnen Länder; BIZ. Grafik I.10

verzeichnen konnten. Im Januar 2001 waren die Kapitalmärkte wieder eher bereit, aufstrebenden Volkswirtschaften Kredit zu geben, zum Teil, weil die Zinssenkungen der Federal Reserve das Interesse an höher verzinslichen Anlagen wieder verstärkten. Brasilien und andere Länder setzten in den ersten Wochen des neuen Jahres erfolgreich mehrere grosse Emissionen ab, und Argentinien löste Anfang Februar kurzfristige Schulden von rund \$ 5 Mrd. durch längerfristige Anleihen ab. Entsprechend dem freundlicheren Klima sank der Aufschlag des EMBI+ auf die Swapsätze bis Ende Januar auf 590 Basispunkte.

Kursbildung bei Aktien des Euro-Raums: Die Marktpraxis eilt den institutionellen Strukturen voraus

Ländereffekte und Brancheneffekte

Kostas Tsatsaronis

Die Schaffung einer vereinheitlichten Handelsinfrastruktur für Aktien in Europa bleibt für die organisierten Börsen der Region ein fernes Ziel. Verkrustete institutionelle Strukturen der einzelnen Länder und lokale Interessen haben wiederholte Bemühungen, ein harmonisiertes Handelsumfeld zu schaffen, zunichte gemacht. Ein Beispiel aus jüngerer Zeit ist das Scheitern der geplanten Fusion von London Stock Exchange und Deutscher Börse. Im Gegensatz dazu fordern die Marktteilnehmer seit der Einführung des Euro immer deutlicher ein solches Umfeld. In den Monaten vor der Einführung der Einheitswährung begann eine Mehrheit von institutionellen Anlegern, Investmentbanken und Portfoliomanagern, ihre Länderabteilungen aufzulösen und Aktienanalyse und -handel statt dessen europaweit nach Branchen zu organisieren.

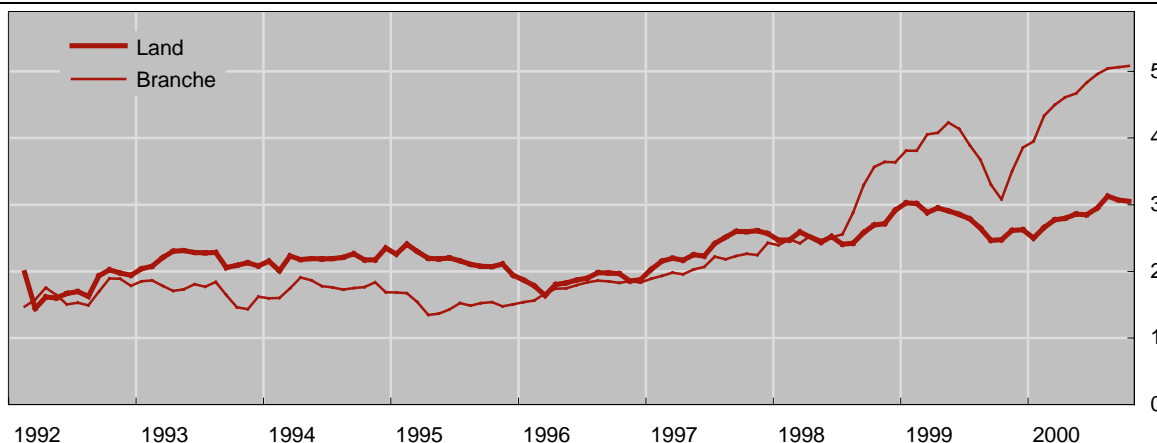
Diese Neuorganisation spiegelt wirtschaftliche Entwicklungen wider, in deren Verlauf länderspezifische makroökonomische Einflussfaktoren für die Aktienkurse im Euro-Raum relativ gesehen an Bedeutung verloren haben. Der Trend zur wirtschaftlichen Integration innerhalb der Europäischen Union hat sich seit den sechziger Jahren immer mehr verstärkt; Handelsschranken wurden aufgehoben, und der grenzüberschreitende Handel hat stetig zugenommen. Die Einführung der Einheitswährung hat diesen Prozess intensiviert, da zwischen den Volkswirtschaften der Währungsunion das Wechselkursrisiko entfiel. Darüber hinaus ist mit dem Eurosystem der geldpolitische Kurs in diesen Volkswirtschaften vollständig vereinheitlicht worden, und die Bestimmungen des Vertrags von Maastricht fördern eine kohärente Finanzpolitik.

Da sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den einzelnen Ländern einander stark angenähert haben, liegt der Schwerpunkt bei der Bewertung des Aktienrisikos jetzt vermehrt auf Faktoren, die aus gesamteuropäischer Sicht für die einzelnen Branchen typisch sind. Aus jüngsten Erhebungen bei Marktteilnehmern geht hervor, dass rund 75 % der auf europäische Aktien spezialisierten Portfoliomanager derzeit an die Überlegenheit von Portfolioallokations-strategien glauben, die auf Branchen beruhen, während nur 10 % den Standpunkt vertreten, länderspezifische Faktoren dominierten nach wie vor. Welch bedeutende Rolle der Euro bei dieser Veränderung gespielt hat, geht daraus hervor, dass noch 1997 die entsprechenden Anteile 20 % und 50 % betragen.

Die Grafik verdeutlicht diese Verschiebung in der relativen Gewichtung von Länder- bzw. Branchenfaktoren bei der Bewertung des Aktienrisikos. Die monatlichen Aktienkursrenditen einer Anzahl der grössten Unternehmen des Euro-Raums werden aufgeschlüsselt in eine aggregierte

Durchschnittlicher Länder- bzw. Brancheneffekt bei europäischen Aktien: 1992-2000

Zusatzrendite in Prozentpunkten



Quellen: Datastream; eigene Berechnungen.

Marktrisikokomponente, länderspezifische Effekte, branchenspezifische Effekte und eine einzelfallspezifische Risikokomponente.^① Es handelt sich um die Unternehmen des Index FTSE Euro-top 300 aus 9 Ländern des Euro-Raums; sie sind nach dem FTSE-Klassifizierungssystem in 10 Branchen unterteilt. Von der Konstruktion her können die geschätzten Länder- und Brancheneffekte interpretiert werden als die zusätzliche Rendite eines ausgewogenen Portfolios mit einer Übergewichtung eines bestimmten Landes oder einer bestimmten Branche gegenüber der Rendite auf einem Portfolio, das in jedem Land und jeder Branche im Verhältnis zur Börsenkapitalisierung angelegt ist. Die Grafik zeichnet den Gesamteinfluss von Länder- und Branchenfaktoren auf die Renditen nach; diese werden berechnet als mit der Börsenkapitalisierung gewichteter Durchschnitt der absoluten einzelnen Länder- bzw. Branchenfaktoren. Aus der Grafik geht hervor, dass der kombinierte Effekt der Branchenfaktoren den Einfluss der Länderfaktoren in den letzten Monaten vor der formellen Einführung der Einheitswährung übertraf, und in den letzten beiden Jahren hat ihre Bedeutung weiter zugenommen.

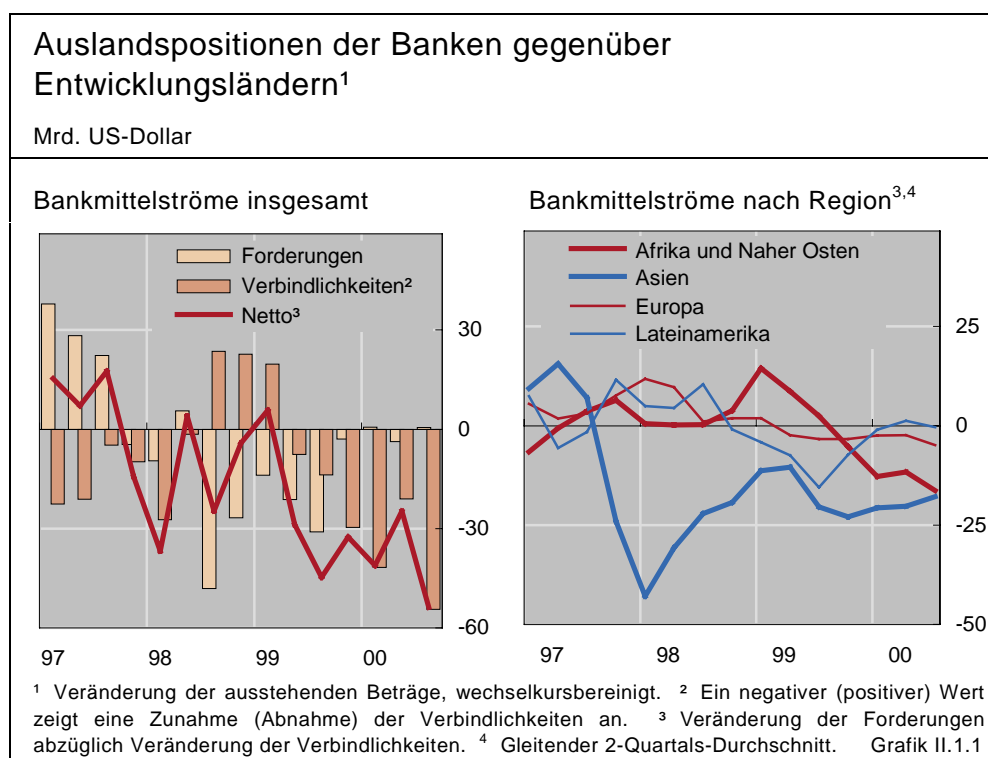
Darin zeigt sich, wie wichtig es ist, die Verfahren des Aktienhandels im Euro-Raum zu vereinfachen, dessen rechtliche, institutionelle und technische Strukturen gegenwärtig auf nationalen Märkten basieren. Portfoliomanager, die Anlagestrategien für den gesamten Euro-Raum verfolgen wollen, sind gegenwärtig gezwungen, sich mit vielfältigen Marktusancen und -konventionen sowie mit den Eigenheiten zahlreicher Handelsverarbeitungs- und -abwicklungssysteme auseinanderzusetzen, da die nationalen Börsen nach wie vor der natürliche Handelsplatz für die einzelnen Aktien sind. In diesem Zusammenhang bleibt die institutionelle Infrastruktur in der gegenseitig beeinflussten Evolution offenbar hinter der unsichtbaren Hand des Marktes zurück.

^① Die Aufschlüsselung beruht auf einem Regressionsverfahren, das beschrieben ist in: S. L. Heston und K. G. Rouwenhorst, „Does industrial structure explain the benefits of international diversification?“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, Nr. 1, August 1994, und K. G. Rouwenhorst, „European equity markets and the EMU“, *Financial Analysts Journal*, Mai/Juni 1999.

II. Internationales Finanzgeschäft – Schwerpunkte

1. Das internationale Bankgeschäft

Im dritten Quartal 2000 floss den Geschäftsbanken im Berichtsgebiet ein umfangreicher Geldstrom aus erdölexportierenden und anderen Entwicklungsländern zu. In der Tat lag der Nettozufluss aus den Entwicklungsländern insgesamt über den vierteljährlichen Liquiditätsabflüssen aus diesen Ländern in den Krisenjahren 1997-99 (Grafik II.1.1). Anders als damals waren die Abflüsse im dritten Quartal jedoch durch eine Erhöhung der Einlagen und nicht durch eine Reduzierung der Forderungen bedingt. Die Auslandsforderungen an Entwicklungsländer blieben weitgehend unverändert. Erneute Tilgungen durch asiatische Länder kompensierten die wenigen Neukredite für Argentinien, Brasilien, die Türkei und einige andere Entwicklungsländer.



Nach den neuesten auf den Standort der berichtenden Banken bezogenen Statistiken ging die Erhöhung der Einlagen von Entwicklungsländern mit einem deutlichen Anstieg des internationalen Bankgeschäfts insgesamt einher. Die Interbankkredite erhöhten sich um \$ 68 Mrd., da die Mittelströme über verschiedene Bankenplätze an Schuldner in den entwickelten Ländern geleitet wurden. Die Inanspruchnahme der für die europäischen Telekommunikationsunternehmen bereitgestellten Konsortialkredite gab den Auslandsausleihungen an Nichtbanken in den entwickelten Ländern Auftrieb, so dass sie um \$ 15 Mrd. zunahmen. Die Banken, darunter insbesondere die japanischen Banken, erwarben erneut in beträchtlichem Umfang Schuldtitel und sonstige Aktiva von Emittenten aus den USA und Europa.

Einlagen der Entwicklungsländer steigen

Die Mittelströme zwischen den Banken und ihren Kunden können sich aus Veränderungen in den jeweiligen Bilanzen auf der Aktiv- (z.B. neue Kredite und Wertpapierkäufe) oder der Passivseite (z.B. Einlagenzuwächse) ergeben. Veränderungen auf der Aktivseite der Bankbilanzen machten in den Jahren 1997 bis 1999 den Löwenanteil der Nettoströme aus den Entwicklungsländern zu den Banken im Berichtsgebiet aus, d.h. die Kredittilgungen überstiegen die Neukreditaufnahme bei weitem (Grafik II.1.1). In den letzten Quartalen haben sich die von den Banken in bezug auf die Entwicklungsländer ausgewiesenen Aktiva mehr oder weniger stabilisiert. Bedingt durch den Wandel bei den Passiva, insbesondere die deutlich gestiegenen Einlagen der erdölexportierenden Länder, flossen dennoch weiterhin beträchtliche Geldmittel von den Entwicklungsländern zu den ausländischen Geschäftsbanken.

Seit Mitte 1999 nahmen die Einlagen der Entwicklungsländer bei den Banken im Berichtsgebiet stetig zu und erreichten schliesslich im dritten Quartal 2000 eine Rekordhöhe von \$ 54 Mrd. (Tabelle II.1.1). In Verbindung mit einer nur unerheblichen Veränderung der Bankforderungen gegenüber diesen Ländern erhöhten sich somit die an Banken im Berichtsgebiet gerichteten Nettomittelabflüsse aus den Entwicklungsländern in den ersten drei Quartalen des Jahres 2000 auf \$ 120 Mrd. Dies entspricht 2 % des von diesen Ländern verzeichneten Bruttoinlandprodukts. Im Vergleich dazu hatten die Nettomittelströme aus den Entwicklungsländern an ausländische Banken insgesamt 1998 \$ 61 Mrd. und 1999 100 Mrd. betragen.

Die Mitglieder der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) zeichneten für ein Drittel der Einlagenströme aus den Entwicklungsländern im dritten Quartal verantwortlich. Allein Saudi-Arabien deponierte über \$ 7 Mrd. bei internationalen Banken, nachdem es seine Einlagen im ersten Halbjahr reduziert hatte. Iran, Kuwait, Libyen und Venezuela plazierten weiterhin erhebliche Summen bei den berichtenden Banken.

Bei den nicht zur OPEC zählenden Entwicklungsländern kamen die umfangreichsten Einlagen aus Taiwan und dem chinesischen Festland (\$ 6,4 Mrd. bzw. 5,1 Mrd.). Für Taiwan bedeutete dies einen Rekordanstieg der Einlagen bei den berichtenden Banken. Teilweise wegen der negativen Zins-

Rekordeinlagen der Entwicklungsländer ...

... treiben die Nettoabflüsse zu den internationalen Banken in die Höhe

Umfangreichste Einlagen von den erdölexportierenden Ländern ...

... sowie Taiwan und China

differenz zwischen den auf die Inlandswährung und den auf Fremdwährung lautenden Einlagen nahmen die Fremdwährungseinlagen bei den Banken vor Ort sowohl in Taiwan als auch in China in den letzten Quartalen rasch zu.² Gleichzeitig entwickelte sich das von den Banken vor Ort mit Gebietsansässigen getätigte Fremdwährungskreditgeschäft nur schwach, so dass die Banken über überschüssige Devisen verfügten. Diese scheinen bei ausländischen Geschäftsbanken angelegt worden zu sein.

Auslandspositionen der Banken gegenüber Entwicklungsländern ¹								
Mrd. US-Dollar								
	1998	1999			2000			Stand Ende Sept. 2000
	Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	
Forderungen insgesamt	-78,7	- 68,9	-31,0	- 2,9	0,6	- 3,7	0,5	898,9
Afrika und Naher Osten	21,8	0,1	2,2	5,3	- 6,3	- 1,0	- 0,6	148,6
Saudi-Arabien	6,4	2,0	2,0	0,9	- 1,2	- 0,1	0,1	24,7
Asien und Pazifikraum	-96,3	- 61,8	-24,4	-17,6	2,8	- 7,3	- 5,8	299,7
China	-10,1	- 17,1	- 7,3	- 5,7	0,1	- 3,4	- 1,7	60,4
Taiwan	- 0,5	- 3,3	- 0,6	0,7	1,3	- 0,1	- 0,8	20,0
Europa	3,8	8,9	2,0	4,8	- 0,6	2,6	1,4	158,9
Russland	- 6,1	- 6,5	- 1,7	- 1,4	- 1,4	- 1,4	- 3,2	35,3
Türkei	2,8	5,8	1,4	1,3	2,7	2,6	2,5	45,0
Lateinamerika	- 8,0	- 16,1	-10,9	4,5	4,7	1,9	5,5	291,7
Argentinien	0,6	0,7	- 2,0	1,1	- 1,3	- 0,1	2,1	48,3
Brasilien	-10,2	- 8,9	- 3,3	3,9	1,4	0,1	3,1	90,7
Verbindlichkeiten insgesamt ²	-17,3	31,3	13,8	29,6	41,7	21,0	54,4	1 014,7
Afrika und Naher Osten	13,6	- 6,9	0,8	17,2	7,3	8,7	22,4	302,1
Saudi-Arabien	13,3	- 17,9	1,2	1,2	- 0,4	- 0,9	7,2	54,6
Asien und Pazifikraum	3,6	4,8	3,8	0,0	26,5	9,5	13,0	341,9
China	5,4	- 4,0	5,6	- 0,2	12,0	10,4	5,1	94,1
Taiwan	1,1	7,5	3,5	2,8	- 0,1	0,6	6,4	51,9
Europa	-19,3	20,1	6,1	7,4	1,8	4,9	8,7	115,5
Russland	- 2,3	3,7	0,9	0,9	2,4	3,4	3,2	24,9
Türkei	- 7,2	3,3	0,4	1,9	0,0	- 0,6	0,3	17,8
Lateinamerika	-15,2	13,3	3,2	5,1	6,2	- 2,1	10,2	255,2
Argentinien	1,2	0,0	- 2,0	3,7	0,4	0,1	3,4	41,4
Brasilien	- 8,4	2,2	3,4	- 2,0	1,2	- 8,9	3,1	48,5
Nettoströme ³	-61,4	-100,2	-44,8	-32,5	-41,1	-24,7	-53,9	- 115,8
<i>Nachrichtlich:</i> <i>Einlagen von OPEC-</i> <i>Staaten</i>	19,5	- 19,9	- 0,2	14,1	1,9	9,5	18,0	222,3

1 Veränderung der ausstehenden Beträge, wechselkursbereinigt. 2 Hauptsächlich Einlagen. Die übrigen Verbindlichkeiten entsprechen weniger als 1 % der ausstehenden Verbindlichkeiten insgesamt. 3 Sämtliche Aktiva (Forderungen) abzüglich der gesamten Verbindlichkeiten. Tabelle II.1.1

² Zum Wachstum von Fremdwährungseinlagen im chinesischen Bankensystem vgl. das Feature von R. N. McCauley und Y. K. Mo „Fremdwährungseinlagen von Unternehmen und Privatpersonen bei Banken in China“, im *BIZ-Quartalsbericht* vom August 2000.

Forderungen gegenüber Entwicklungsländern weitgehend unverändert

Anders als in den siebziger Jahren, als die Petrodollareinlagen bei internationalen Banken zu einem Anstieg der internationalen Ausleihungen an Entwicklungsländer beigetragen hatten, wurde der jüngste Einlagenzustrom nicht in diese Länder zurückgeleitet. Die Bankforderungen gegenüber den Entwicklungsländern blieben seit dem vierten Quartal 1999 mehr oder weniger unverändert. Im dritten Quartal 2000 waren sie um nur \$ 0,5 Mrd. gestiegen – es war dies erst der zweite Anstieg innerhalb eines Quartals seit Mitte 1998 (Tabelle II.1.1). Die Banken verstärkten ihr Engagement gegenüber einigen Ländern in Europa und Lateinamerika. Die verstärkte Kreditvergabe wurde jedoch durch weitere Rückzahlungen aus asiatischen Entwicklungsländern weitgehend wieder wettgemacht.

Nach den standortbezogenen BIZ-Statistiken gingen die im dritten Quartal von den Banken im Berichtsgebiet an aufstrebende Volkswirtschaften vergebenen Neukredite grösstenteils an die drei Länder Brasilien (\$ 3,1 Mrd.), Türkei (\$ 2,5 Mrd.) und Argentinien (\$ 2,1 Mrd.). In den ersten drei Quartalen 2000 wuchsen die Auslandsforderungen gegenüber der Türkei deutlich stärker als die Forderungen gegenüber jedem anderen Entwicklungsland. Knapp die Hälfte der Kredite ging an Banken in der Türkei, der Rest verteilte sich mehr oder weniger gleichmässig auf Unternehmen und den öffentlichen Sektor. Neuere Daten zum Konsortialkreditgeschäft signalisieren, dass die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber der Türkei im vierten Quartal 2000 trotz verstärkter Bedenken bezüglich der Stabilität des türkischen Finanzsystems (vgl. S. 22) weiter zunahmen.

Abweichend vom allgemeinen Trend bei den Bankforderungen gegenüber Entwicklungsländern erfolgte der Anstieg der Forderungen an Brasilien und Argentinien im dritten Quartal in Form von Bankkrediten anstatt über Wertpapierkäufe. Insbesondere die US-Banken transferierten erhebliche Beträge an ihre Töchter in Brasilien und tätigten rekordverdächtige Ausleihungen an Nichtbanken in Argentinien. Argentinische Unternehmen sahen sich im vierten Quartal 2000 mit ungewöhnlich hohen fälligen Tilgungen ihrer internationalen Anleihen konfrontiert, so dass einige von ihnen Geldmittel bei internationalen Banken mobilisiert haben dürften, um diese Zahlungen leisten zu können.

Mit über \$ 3 Mrd. verzeichnete Russland im dritten Quartal den stärksten Forderungsrückgang unter den aufstrebenden Volkswirtschaften. Diese Entwicklung war vor allem auf den Abschluss einer Umschuldungsvereinbarung zwischen Russland und seinen Gläubigerbanken zurückzuführen und weniger auf eine Reduzierung des Kreditvolumens. Als deutsche und andere Banken ihre noch aus der Sowjet-Ära stammenden Kredite abschrieben, gingen die Auslandsausleihungen an Russland zurück, und die Wertpapierbestände nahmen zu, da Kredite gegen internationale Anleihen getauscht wurden.

Einlagenströme werden nicht in die Entwicklungsländer zurückgeleitet

Forderungen gegenüber der Türkei wachsen weiter

Erholung des Kreditgeschäfts mit Argentinien und Brasilien

Umschuldung mindert Forderungen gegenüber Russland

Konsortialkredite im vierten Quartal 2000

Blaise Gadanez

Das Geschäft am Markt für internationale Konsortialkredite blieb auch im vierten Quartal 2000 mit neu bereitgestellten Fazilitäten im Wert von \$ 394 Mrd. lebhaft. Auf saisonal bereinigter Basis jedoch gingen die Ankündigungen zum ersten Mal seit zwei Jahren gegenüber dem Vorquartal zurück. Die Aktivität im Jahr 2000 insgesamt erreichte Rekordhöhen: Es wurden Fazilitäten im Wert von \$ 1,5 Bio. angekündigt, was einer Erhöhung von 42 % im Vergleich zu 1999 entspricht.

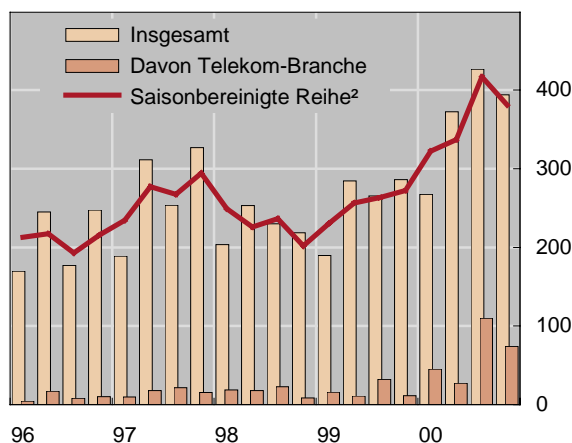
Die Telekommunikationsfirmen nahmen den Markt für internationale Konsortialkredite im vierten Quartal mit \$ 74 Mrd. in Anspruch. Im Gegensatz zu dem von europäischen Firmen dominierten dritten Quartal waren im vierten Quartal die nordamerikanischen Telekommunikationsunternehmen am aktivsten. Der grösste Konsortialkredit, der im letzten Quartal angekündigt wurde, war eine für AT&T eingerichtete Fazilität über \$ 25 Mrd., mit der das Commercial-Paper-Programm des Unternehmens unterlegt werden sollte. Die für Telekommunikationsfirmen arrangierten Konsortialkredite beliefen sich im ganzen Jahr 2000 auf \$ 256 Mrd. und haben sich somit im Vergleich zu 1999 mehr als verdreifacht. Der Vergabe von Konsortialkrediten an Telekommunikationsunternehmen im ersten Quartal 2000 folgte im zweiten Quartal ein Schub bei der Emission von Anleihen, als die Unternehmen diese Kredite refinanzierten. In der zweiten Jahreshälfte jedoch liess die Emission von Wertpapieren durch Telekommunikationsfirmen nach, während das Konsortialkreditgeschäft Rekordhöhen erreichte.

Auch wenn sich die Fusions- und Übernahmewelle in den Industrieländern, besonders den USA, in den jüngsten Quartalen offenbar abgeschwächt hat, so werden doch immer noch in erheblichem Umfang Konsortialkredite für die Unterstützung solcher Aktivitäten vereinbart. Die Ankündigungen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen sowie Buyouts stiegen 2000 sogar um 22 % im Vergleich zum Vorjahr und erreichten \$ 214 Mrd. Die schwache Performance der Aktienwerte während des Jahres 2000 dürfte die Unternehmen veranlasst haben, sich von den Aktienmärkten abzuwenden und Fusionen und Übernahmen am Markt für Konsortialkredite zu finanzieren.

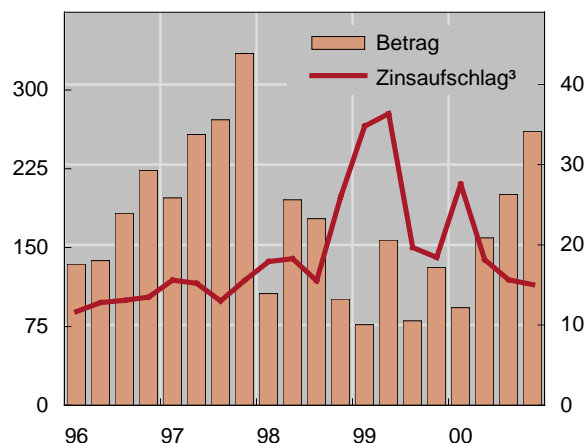
Geschäft am internationalen Konsortialkreditmarkt¹

Mrd. US-Dollar (rechte Skala) und Basispunkte (linke Skala)

Bereitgestellte Fazilitäten



Konsortialkredite für Entwicklungsländer



¹ Die Methodik für die Erstellung der Konsortialkreditstatistik ist geändert worden, um den Erfassungsbereich an den der BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft anzugleichen. S. die Anmerkung am Schluss des statistischen Anhangs, in der die Änderungen erläutert werden. ² Saisonbereinigung gemäss US Census Board X11 Arima. ³ Aufschlag auf Libor für neue US-Dollar-Fazilitäten mit Libor als Referenzsatz. Aufschläge gewichtet nach Nominalwert der Fazilität.

Quellen: Capital DATA; BIZ.

Der Zugang der Entwicklungsländer zum Markt für internationale Konsortialkredite verbessert sich weiterhin, insbesondere für die Länder, die als bessere Kreditrisiken betrachtet werden. Die Spreads bei neu bereitgestellten US-Dollar-Fazilitäten fielen im letzten Quartal 2000 auf 115 Basispunkte, nach einem Spitzenwert von nahezu 280 Basispunkten Anfang 1999. Die Fazilitäten für Schuldner aus Entwicklungsländern erhöhten sich im vierten Quartal auf \$ 34 Mrd.; damit war dieses Quartal das aktivste seit 1997. Schuldner aus Chile nahmen mit \$ 4,7 Mrd. das grösste Volumen der Mittel auf, gefolgt von der Türkei mit \$ 4,4 Mrd. Trotz auftretender Anspannungen im Bankensystem der Türkei waren die inländischen Banken im vierten Quartal immer noch in der Lage, einige Konsortialkredite zu vereinbaren.

Einlagengeschäfte und Geschäfte zwischen verbundenen Niederlassungen fördern Interbankgeschäft

Die Wiederanlage der umfangreichen Einlagenströme aus den Entwicklungsländern schlug im dritten Quartal mit einer Ausweitung der Interbankkredite um \$ 68 Mrd. zu Buche (Tabelle II.1.2). Etwa ein Drittel der Einlagenströme aus diesen Ländern ging an Banken im Vereinigten Königreich, während ein weiteres Viertel den Banken im Euro-Raum zufluss. Der Rest verteilte sich auf Banken in den USA und an Offshore-Finanzplätzen. In der Folge wurden diese Geldmittel dann an Schuldner in den Entwicklungsländern und Offshore-Niederlassungen zurückgeleitet.

Neueinlagen vorwiegend bei europäischen Banken

Das Interbank-Kreditgeschäft im dritten Quartal wurde zudem durch Transaktionen angekurbelt, die Schweizer und US-Banken mit ihren Niederlassungen im Ausland tätigten. Die Schweizer Banken leiteten erhebliche Beträge an ihre Niederlassungen in den USA; diese wiederum verliehen die Mittel in der Folge an US-Unternehmen. Laut BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft nahm das Engagement schweizerischer Banken gegenüber privaten Nichtbankschuldnern in den USA im dritten Quartal um \$ 10 Mrd. zu und machte damit die Hälfte des gesamten Anstiegs des von den berichtenden Banken gegenüber US-Schuldnern gehaltenen Engagements aus.

Anstieg der Interbankkredite wegen Geschäften zwischen Niederlassungen

Verstärktes Kreditgeschäft mit europäischen Nichtbanken

Nach einem Rückgang im zweiten Quartal stiegen die an Nichtbankschuldner in den entwickelten Ländern vergebenen Direktkredite im dritten Quartal um \$ 15 Mrd. (Tabelle II.1.2). Die Auslandskredite an Nichtbanken in den USA, die im zweiten Quartal zu den grössten Nichtbankschuldnern gezählt hatten, gingen um \$ 11 Mrd. zurück.

Banken vergeben Kredite an Nichtbankschuldner in Europa ...

Grösstenteils infolge der fortgesetzten Liquidierung von Krediten, die an japanische Gebietsansässige vergeben und über japanische Bankniederlassungen in Hongkong und anderen Offshore-Finanzplätzen verbucht worden waren, gab das Kreditgeschäft mit Japan um weitere \$ 13 Mrd. nach. Im Gegensatz dazu kehrte das Kreditgeschäft mit Nichtbanken in Europa mit einem Zuwachs von \$ 38 Mrd. in den positiven Bereich zurück.

Zusammensetzung der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken¹

Mrd. US-Dollar

	1998	1999		2000			Stand Ende Sept. 2000	
	Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.		3. Q.
Forderungen an entwickelte Länder	564,9	458,6	191,4	95,7	481,1	112,4	147,4	7 842,5
<i>darunter:</i>	296,7	252,1	84,7	- 1,3	107,2	- 13,5	26,1	1 474,5
<i>innerhalb der 11 Euro-Länder</i>								
Interbankkredite ²	286,1	29,6	125,1	- 1,1	334,1	8,0	55,6	4 628,7
Kredite an Nichtbanken	21,4	114,8	2,5	25,4	40,9	- 13,1	15,4	1 349,7
Schuldtitel ³	257,4	314,1	63,7	71,4	106,1	117,6	76,4	1 864,1
Forderungen an Offshore-Finanzplätze	- 172,5	- 102,3	- 26,0	35,1	- 51,3	5,9	29,4	1 180,1
Interbankkredite ²	- 166,9	- 139,7	- 47,0	36,9	- 64,0	- 17,1	14,2	790,9
Kredite an Nichtbanken	- 26,7	9,3	12,9	- 9,5	- 0,9	12,6	- 1,6	234,4
Schuldtitel ³	21,1	28,2	8,1	7,8	13,6	10,4	16,8	154,8
Forderungen an Entwicklungsländer	- 78,7	- 68,9	- 31,0	- 2,9	0,6	- 3,7	0,5	898,9
Interbankkredite ²	- 63,4	- 58,6	- 22,4	- 4,6	5,9	- 9,8	- 7,1	347,7
Kredite an Nichtbanken	- 8,9	- 16,8	- 8,6	- 2,1	- 16,2	- 0,2	0,0	404,3
Schuldtitel ³	- 6,4	6,5	0,0	3,7	11,0	6,3	7,6	146,9
Nicht aufgliederbar	- 33,5	- 23,9	- 4,3	- 12,0	11,3	- 2,2	6,2	203,3
Insgesamt	280,1	263,5	130,1	116,0	441,7	112,4	183,6	10 124,8
Interbankkredite ²	32,1	- 218,0	42,6	2,0	281,5	- 24,0	67,6	5 838,0
Kredite an Nichtbanken	- 26,8	104,0	9,5	22,3	25,9	- 1,4	8,4	2 017,5
Schuldtitel ³	274,8	377,5	78,0	91,6	134,3	137,7	107,5	2 269,4
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Konsortialkredite⁴</i>	905,3	1 025,9	265,4	286,2	267,5	372,3	426,6	

¹ Veränderung der ausstehenden Beträge, Wechselkursbereinigt. ² Einschl. Geschäfte zwischen verbundenen Niederlassungen. ³ Teilweise geschätzt. In den Daten sind noch andere Aktiva enthalten, die aber weniger als 5 % der gesamten Forderungen ausmachen. ⁴ Neu bereitgestellte Fazilitäten. Tabelle II.1.2

... einschliesslich
Telekommunikationsunternehmen

Ein Grossteil dieser nach Europa vergebenen Kredite ging an Telekommunikationsunternehmen. Im dritten Quartal 2000 wurden in mehreren europäischen Ländern umfangreiche Konsortialkredite für Telekommunikationsunternehmen bereitgestellt.³ Nach den standortbezogenen Bankgeschäftsstatistiken gingen die Auslandsausleihungen im dritten Quartal grösstenteils an Nichtbanken in den selben Ländern – insbesondere in Frankreich, den Niederlanden, im Vereinigten Königreich und in Finnland. Dies lässt darauf schliessen, dass die Konsortialkredite zumindest teilweise in Anspruch genommen wurden.

³ Vgl. Kasten „Konsortialkredite im dritten Quartal 2000“; *BIZ-Quartalsbericht* vom November 2000.

Banken im Vereinigten Königreich kamen für die Hälfte der an europäische Nichtbanken vergebenen Auslandskredite auf. Der verbleibende Betrag kam von Banken aus dem Euro-Raum, insbesondere aus Deutschland. Die Banken in diesen Ländern zählten auch zu den Hauptempfängern der Einlagen aus den Entwicklungsländern, wobei diese Mittel anscheinend nicht zur Unterstützung des im dritten Quartal angefallenen Kreditgeschäfts mit Nichtbanken in Europa verwendet wurden. Die von den Entwicklungsländern getätigten Einlagen lauteten vor allem auf US-Dollar und nur in sehr beschränktem Umfang auf Euro (weniger als 15%). Im Gegensatz dazu waren die meisten im dritten Quartal vergebenen Auslandskredite an Nichtbanken im Euro-Raum in Euro denominated. Dies galt auch für den Grossteil der an Nichtbanken im Vereinigten Königreich vergebenen Kredite (wobei der Rest vor allem auf Pfund Sterling lautete).

Die Kredite sind hauptsächlich in Euro denominated ...

Die im dritten Quartal als Kredite an europäische Nichtbanken vergebenen Euro-Mittel kamen nicht aus den Entwicklungsländern, sondern vor allem aus dem Euro-Raum. Die dortigen Banken hatten im zweiten Quartal umfangreiche Euro-Beträge an ihre Niederlassungen im Vereinigten Königreich überwiesen, und einige dieser Mittel scheinen im dritten Quartal dann wiederum ihren Weg zu Nichtbankschuldnern gefunden zu haben. Die im zweiten und dritten Quartal verzeichnete Expansion der Euro-Positionen im internationalen Bankgeschäft ist offenbar vor allem auf diese Hin- und Rücktransfers zurückzuführen (Tabelle II.1.3).

... und spiegeln teilweise einen Hin- und Rücktransfer durch London wider

Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken, nach Währung ¹								
Mrd. US-Dollar								
	1998	1999			2000			Stand Ende Sept. 2000
	Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	
US-Dollar	121,7	28,6	23,8	96,0	113,7	68,7	79,1	4 177,4
Euro ²	415,8	487,1	159,3	8,2	240,5	41,6	63,2	2 724,5
<i>darunter: innerhalb der 11 Euro-Länder</i>	160,7	352,1	87,8	7,3	104,0	- 9,3	20,8	1 199,9
Yen	- 24,8	-198,8	-25,8	27,7	11,7	28,6	- 8,1	876,2
Pfund Sterling	44,0	12,8	7,6	-15,4	46,3	3,0	20,8	449,0
Schweizer Franken	4,5	20,1	6,2	- 0,4	28,9	-30,5	7,7	227,1
Sonstige und nicht auflgliederbar	-281,1	- 88,0	-40,8	- 0,1	0,6	1,0	20,8	1 670,6
Auslandsforderungen insgesamt	280,1	261,8	130,1	116,0	441,7	112,4	183,6	10 124,8
<i>Nachrichtlich: Inlandsforderungen in Fremdwährung³</i>	- 9,1	45,9	28,2	-26,5	128,2	29,0	9,0	1 284,6

¹ Veränderung der ausstehenden Beträge, Wechselkursbereinigt. ² In den Daten enthalten sind Auslandsgeschäfte in Euro zwischen Gebietsansässigen des Euro-Raums. 1998: Daten für 5 im Euro aufgegangene Währungen (BEF, DEM, FRF, ITL, NLG) und die ECU, die separat gemeldet wurden. Veränderung für das 1. Quartal 1999 durch Schätzung bereinigt um die Daten für 6 im Euro aufgegangene Währungen (ATS, ESP, FIM, IEP, LUF, PTE), die zuvor nicht separat, sondern unter „Sonstige und nicht auflgliederbar“ ausgewiesen worden waren. ³ S. Tabelle 5D im Statistischen Anhang für nach Währungen aufgliederte Fremdwährungsforderungen an Gebietsansässige. Tabelle II.1.3

Weiterhin umfangreiche Käufe von amerikanischen und europäischen Wertpapieren

Auch im dritten Quartal erwarben die Banken beträchtliche Bestände an Schuldtiteln und Aktien (Tabelle II.1.2). Hier kam erneut das traditionelle Muster zum Tragen, d.h. europäische Titel machten den grössten Anteil der Wertpapierkäufe aus, nachdem sie im zweiten Quartal von US-Titeln überholt worden waren. Die Auslandsanlagen der Banken in Wertpapiere europäischer Emittenten beliefen sich auf \$ 43 Mrd. Im Vergleich dazu machten Investitionen in US-Wertpapieren \$ 31 Mrd. aus.

Japanische
Banken kaufen
Anleihen von
US-Körper-
schaften und
-Unternehmen ...

Wie bereits im zweiten Quartal erwiesen sich die Banken in Japan auch im dritten mit einem Investitionsvolumen von \$ 39 Mrd. als wichtigste Käufer von Wertpapieren; zwei Drittel davon entfielen auf US-Wertpapiere. Besonders interessiert zeigten sich die japanischen Banken an den von US-Körperschaften und -Unternehmen begebenen Anleihen. Nach den vom Berichtssystem des US-Schatzamt („International Capital“) bekanntgegebenen Zahlen investierten japanische Gebietsansässige – vor allem Banken – im dritten Quartal einen Rekordbetrag von \$ 8 Mrd. in Anleihen von US-Körperschaften. Dies entsprach rund einem Drittel der von ihnen netto erworbenen US-Aktien und -Schuldtitel.

... und reduzieren
ihre Käufe von
Euro-Yen-Anleihen

Die von japanischen Banken erworbenen Schuldtitel europäischer Emittenten beliefen sich auf insgesamt \$ 12 Mrd.; damit entsprachen diese Anlagen mehr oder weniger dem Volumen des zweiten Quartals. Ein erheblicher Teil der investierten Gelder wurde in deutschen Bundesanleihen und Pfandbriefen angelegt. Über Treuhandkonten (im Gegensatz zu den bank-eigenen Konten) abgewickelte Käufe von internationalen Yen-Anleihen – darunter auch Anleihen von Telekommunikationsunternehmen – hatten im zweiten Quartal zu einem erheblichen Anstieg der japanischen Forderungen gegenüber europäischen Nichtbanken beigetragen.⁴ Im dritten Quartal kam es jedoch zu deutlich weniger Käufen von Euro-Yen-Anleihen, und auch die Emissionen an solchen Titeln verringerten sich spürbar. Nach mehreren Jahren fortgesetzter Expansion gingen infolgedessen die ausländischen Yen-Positionen um \$ 8 Mrd. zurück (Tabelle II.1.3).

⁴ In den BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft sind in den Positionen japanischer Banken auch Anlagen durch bankseitig verwaltete Treuhandkonten enthalten. Zwar werden diese Positionen als Forderungen japanischer Banken ausgewiesen, doch handelt es sich dabei nicht um direkte Engagements japanischer Banken. Das Risiko verbleibt beim Begünstigten eines solchen Treuhandkontos. Vgl. auch *Guide to the International Banking Statistics* auf der BIZ-Website (www.bis.org) für die weitere Erörterung der Behandlung von Treuhandkonten in den BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft.

Neuaustrichtung der konsolidierten BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft

Ingo Fender und Allen Frankel

Seit Jahren ist der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS) die zuständige Instanz für die BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft. Der CGFS hat es sich zur Richtschnur gemacht, die Statistiken von Zeit zu Zeit zu überarbeiten, damit sie eine wesentliche Quelle öffentlich verfügbarer Informationen über die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten bleiben. Gute Finanzmarktstatistiken sind eine notwendige, wenn auch noch nicht ausreichende Voraussetzung für eine fundierte Entscheidungsfindung sowohl des privaten als auch des öffentlichen Sektors. Vor diesem Hintergrund und im Anschluss an seine früheren Arbeiten im Zusammenhang mit der asiatischen Finanzkrise setzte der CGFS im Herbst 1999 eine Arbeitsgruppe ein, die prüfen sollte, ob eine Änderung der derzeitigen BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft wünschenswert wäre. Der Ausschuss war besonders daran interessiert, den Erfassungsbereich der Statistiken auf Derivatengagements auszudehnen, da diese in den letzten Jahren stark zugenommen haben und inzwischen einen erheblichen Anteil der gesamten Auslandsengagements der Banken ausmachen dürften.

Diese Arbeitsgruppe für die BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft, deren Vorsitzender Satoshi Kawazoe von der Bank of Japan ist, hat kürzlich die Ergebnisse ihrer Untersuchungen in einem Bericht veröffentlicht.^① Die Arbeitsgruppe kam zu dem Schluss, dass soweit möglich die konsolidierten Bankgeschäftsdaten alle wichtigen Aspekte der von Finanzinstituten eingegangenen Risiken abdecken sollten, darunter Garantien Dritter, nicht beanspruchte vorsorgliche Kreditfazilitäten und ausserbilanzielle Finanzkontrakte. Darüber hinaus schlug sie vor, den Schwerpunkt der konsolidierten Statistiken dahingehend zu ändern, dass Daten detailliert auf der Basis des letztlich Risikoträgers („ultimate risk“), d.h. bereinigt um Garantien Dritter, gemeldet werden, um so ein statistisches System zu entwickeln, das der Risikomanagement-Praxis der Geschäftsbanken entspricht. Gleichzeitig betonte die Arbeitsgruppe, dass Bankgeschäftsdaten auf der Basis des Sitzlands des unmittelbaren Kreditnehmers nach wie vor wichtig sind, da sie benötigt werden, um die von den einzelnen Ländern erstellten Statistiken der Auslandsschulden zu überprüfen. Aufgrund dieser Erwägungen gab die Arbeitsgruppe folgende Empfehlungen ab:

- i) Die konsolidierte BIZ-Bankenstatistik sollte dahingehend geändert werden, dass die Daten auf der Basis des letztlich Risikoträgers dargestellt werden, gleichzeitig solle die BIZ aber auch weiterhin wesentliche statistische Daten auf der Basis des unmittelbaren Kreditnehmers zusammenstellen und veröffentlichen.
- ii) Die neuen Datenreihen sollten Ende 2004 eingeführt werden.
- iii) Die BIZ sollte ihre Darstellung der Kreditzusagen revidieren, um ihre Interpretation als eine Messgrösse einer Eventualquelle von Kreditmitteln und damit von Kreditrisiken hervorzuheben.

Der Kawazoe-Bericht forderte darüber hinaus, eine Expertengruppe von Zentralbankstatistikern solle sich mit den praktischen Fragen im Zusammenhang mit den Empfehlungen des Berichts befassen. Diese Gruppe hielt im Oktober 2000 eine erste Sitzung bei der BIZ ab. Die Mitglieder der Expertengruppe tauschten dabei erste Überlegungen über einen Arbeitsplan aus, der die zu erfassenden Daten genau festhält und der regelt, wie weit die Daten aufgeschlüsselt werden sollen.

Erwähnenswert ist, dass die Vorschläge der Arbeitsgruppe völlig mit den Empfehlungen anderer internationaler Gremien übereinstimmen, z.B. des Ausschusses für Bankenaufsicht des Europäischen Systems der Zentralbanken oder des Forums für Finanzstabilität. Die Vorschläge leisten somit einen willkommenen Beitrag zur Entwicklung der konsolidierten Bankenstatistik als einer kohärenten Quelle aggregierter Informationen, die mit den internen Risikomessverfahren der Banken vereinbar sind. Die Verbesserungen der Statistik werden daher hoffentlich die Bemühungen eines breiten Spektrums nationaler und internationaler Gremien um erhöhte Transparenz unterstützen, mit der die Stabilität der internationalen Finanzmärkte gefördert werden soll; gleichzeitig sollen die BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft eine wesentliche Informationsquelle für die Teilnehmer der internationalen Finanzmärkte bleiben.

^① S. *Report of the Working Group on the BIS International Banking Statistics* („Kawazoe-Bericht“), Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, Basel, September 2000 (verfügbar auf www.bis.org).

Denkbare Darstellung der Daten zum letztlichem Risikoträger („ultimate risk“) nach den Vorschlägen des Kawazoe-Berichts (verglichen mit der derzeitigen Präsentation)	
A. Derzeitige Darstellung der Daten auf der Basis des unmittelbaren Kreditnehmers (November 2000)	B. Denkbare Darstellung der Daten auf der Basis des letztlichem Risikoträgers (ab Ende 2004)
Konsolidierte Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken	Konsolidierte internationale Positionen der an die BIZ berichtenden Banken ¹
Auslandsforderungen gemeldet auf der Basis des unmittelbaren Kreditnehmers.	Internationale Forderungen gemeldet auf der Basis des letztlichem Risikoträgers. Nach Sektor.
A1. Gliederung nach Laufzeit > - 1 Jahr, 1-2 Jahre, über 2 Jahre, nicht aufgliederbar	B1. Banken > Gliederung nach Laufzeit
A2. Gliederung nach Sektor > Banken, öffentlicher Sektor, private Nichtbanken, nicht aufgliederbar	B2. Private Nichtbanken > Gliederung nach Laufzeit
A3. Insgesamt	B3. Öffentlicher Sektor > Gliederung nach Laufzeit
	B4. Marktwert ausserbörslicher Derivate (gemeldet auf der Basis des letztlichem Risikoträgers)
A4. Offene Kreditzusagen und Backup-Fazilitäten	B5. Basismessgrösse der Risikoengagements der berichtenden Banken (Summe der Zeilen B1, B2, B3 und B4)
A5. Positionen der Auslandstöchter berichtender Banken gegenüber Gebietsansässigen in Inlandswährung > Forderungen und Verbindlichkeiten	B6. Vorsorgliche Fazilitäten (eventuell Gliederung nach Sektor)
A6. Risikoengagement der Banken netto ² (nachrichtlich, auf der Basis des letztlichem Risikoträgers)	B7. Basismessgrösse des Risikoengagements der berichtenden Banken gegenüber ausserordentlichen Ereignissen (Summe der Linien B5 und B6)
¹ Position B5 entspricht mehr oder weniger der Position A6 der jetzigen Statistik, zuzüglich der Derivatengagements der Banken (Position B4). Mit der Position B6 sollen kohärentere Daten als mit der derzeitigen Position A4 erhoben werden, und Position B7 soll der Bedeutung der Eventualforderungen Rechnung tragen. ² Die Position A6 der derzeitigen Statistik ergibt sich aus der Summe der vertraglichen Forderungen (Position A3) nach Bereinigung um Garantien Dritter.	

2. Internationaler Markt für Schuldtitel

Bei einer sich auch im vierten Quartal 2000 fortsetzenden Ausweitung der Kreditzinsspannen passten sich die Verhaltensmuster bei der Mittelaufnahme am internationalen Markt für Schuldtitel an die schwierigen Kreditbedingungen an. Der gesamte Nettoabsatz am Markt erreichte \$ 328 Mrd. (Tabelle II.2.1), was einen Anstieg von 21 % gegenüber dem Vorquartal bedeutet. Diese Entwicklung konzentrierte sich jedoch auf das Geldmarktsegment, während der Absatz von langfristigen festverzinslichen Instrumenten erheblich zurückging.

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel								
Mrd. US-Dollar								
	1999	2000	1999	2000				Stand Ende Dez. 2000
	Jahr	Jahr	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Nettoabsatz insgesamt	1 215,1	1 138,2	205,5	260,5	280,3	269,8	327,7	6 277,8
Geldmarktinstrumente ¹	66,4	122,0	17,3	1,2	24,4	14,9	81,6	370,1
Anleihen und Notes ¹	1 148,8	1 016,2	188,3	259,3	255,9	254,9	246,1	5 907,7
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	333,1	333,2	72,0	78,1	91,5	78,0	85,6	1 521,0
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	784,5	674,5	110,4	180,6	163,0	176,4	154,6	4 151,7
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	31,1	8,4	5,9	0,7	1,4	0,5	5,9	235,0
Entwickelte Länder	1 136,5	1 065,6	191,6	232,6	267,5	252,8	312,6	5 363,8
<i>Euro-Raum</i>	490,6	535,0	93,4	115,3	139,1	121,8	158,9	2 181,7
<i>Japan</i>	2,7	- 34,6	- 6,7	-13,2	- 2,7	-11,7	- 6,9	281,6
<i>USA</i>	481,8	407,5	82,1	86,3	92,2	124,5	104,5	1 703,6
Offshore-Finanzplätze	13,0	16,1	3,0	1,6	3,2	6,7	4,6	77,1
Entwicklungsländer	41,0	34,1	12,2	22,2	3,1	8,0	0,8	454,8
Internationale Organisationen	24,6	22,4	- 1,3	4,1	6,4	2,2	9,7	382,0
Privater Sektor	996,5	894,2	173,0	194,8	238,2	202,1	259,1	4 652,9
<i>Finanzinstitute²</i>	645,0	622,3	114,9	159,2	159,6	116,2	187,3	3 079,4
<i>Unternehmen</i>	351,6	271,9	58,1	35,6	78,6	86,0	71,8	1 573,5
Öffentlicher Sektor ³	194,0	221,6	33,8	61,6	35,7	65,4	58,9	1 242,9
<i>Zentralstaatl. Stellen</i>	36,0	26,4	10,7	14,5	10,1	2,6	- 0,9	469,0
<i>Andere staatl. Stellen</i>	158,0	195,2	23,1	47,1	25,5	62,7	59,8	773,9

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. ³ Ohne internationale Organisationen.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle II.2.1

Darüber hinaus zeigten die Anleger eine Präferenz für Kreditnehmer mit höherer Bonitätseinstufung. Der Nettoabsatz von Entwicklungsländern sank ebenfalls. Der Absatz am langfristigen Markt schwächte sich nur deshalb nicht deutlicher ab, weil europäische Banken und US-Staatsstellen mit hohem Rating nach wie vor stark am Primärmarkt vertreten waren. Ausserdem zogen offenbar einige grosse Schuldner ihre Emissionen vor, da sie mit einer weiteren Verschlechterung der Konditionen rechneten. Die vergleichsweise hohe Aktivität im vierten Quartal hob den Nettoabsatz im ganzen letzten Jahr auf \$ 1 138 Mrd. an, so dass er nur leicht unter dem Wert von 1999 lag. Der angekündigte Bruttoabsatz an den internationalen Märkten für Anleihen und Notes für das Jahr 2000 insgesamt übertraf mit \$ 1 778 Mrd. den Gesamtabsatz des Vorjahres sogar (Tabelle II.2.2), doch grössere Tilgungen im Jahr 2000 liessen den Nettobetrag niedriger ausfallen.

Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	1999	2000	1999	2000			
	Jahr	Jahr	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Angekündigte Emissionen insgesamt	1 768,5	1 777,6	352,3	471,5	451,8	464,9	389,4
Zinsvariable Emissionen	484,9	564,2	102,2	125,6	143,6	157,7	137,2
Festverzinsliche Emissionen	1 231,5	1 166,4	237,5	333,9	298,5	291,1	242,9
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	52,1	47,1	12,6	12,1	9,6	16,1	9,3
US-Dollar	775,4	752,2	132,0	198,2	183,1	210,8	160,1
Euro	676,5	607,4	139,5	170,9	147,4	145,5	143,5
Yen	118,9	201,9	36,7	48,8	75,6	49,7	27,9
Sonstige Währungen	197,7	216,2	44,2	53,7	45,6	58,9	57,9
Privater Sektor	1 373,9	1 372,7	279,7	355,0	366,9	350,4	300,5
<i>Finanzinstitute</i> ²	896,8	932,0	184,7	262,5	230,8	228,3	210,4
<i>Unternehmen</i>	477,1	440,7	95,0	92,4	136,1	122,1	90,1
<i>davon: Telekommunikation</i>	84,3	113,8	15,7	24,7	46,7	23,2	19,2
Öffentlicher Sektor	316,8	335,3	57,7	96,9	64,7	100,0	73,7
<i>Zentralstaatliche Stellen</i>	94,2	66,8	17,1	27,3	16,2	18,0	5,3
<i>Andere staatliche Stellen</i>	222,6	268,5	40,6	69,5	48,6	81,9	68,5
Internationale Organisationen	77,8	69,6	14,9	19,7	20,1	14,5	15,2
Bruttoabsatz	1 773,0	1 776,7	387,1	448,9	445,4	466,5	415,9
Tilgungen	624,2	760,6	198,8	189,6	189,5	211,6	169,8

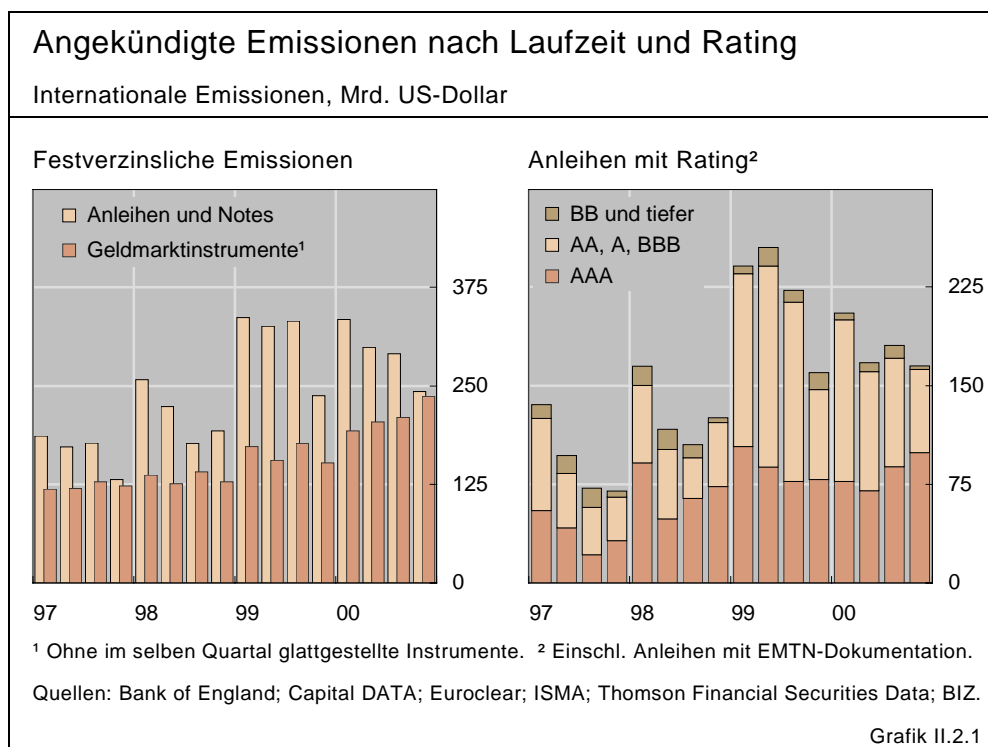
¹ Wandel- und Optionsanleihen. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle II.2.2

Grosse Kreditzinsspannen schicken Schuldner an die kurzfristigen Märkte

Grosse Kreditzinsspannen bei den langfristigen Verbindlichkeiten trieben die Mittelaufnahme an das kurzfristige Ende des Laufzeitenspektrums, an dem die Spreads sich nicht im gleichen Masse ausweiteten. Der Nettoabsatz klassischer festverzinslicher Anleihen und Notes ging von \$ 176 Mrd. im dritten Quartal 2000 auf \$ 155 Mrd. im vierten zurück, welches dadurch zum schwächsten des Jahres wurde. Der Rückgang des langfristigen Absatzes im vierten Quartal wurde durch einen kräftigen Anstieg des Nettoabsatzes am Geldmarkt auf \$ 82 Mrd., d.h. gut das Fünffache des Wertes vom Vorquartal, mehr als ausgeglichen. Dieser Anstieg resultierte aus einem Anwachsen des Bruttoabsatzes auf \$ 237 Mrd. (Grafik II.2.1, linkes Feld) sowie reduzierten Tilgungen und legte die Vermutung nahe, dass einige Emittenten es vorzogen, ihre kurzfristigen Verbindlichkeiten zu verlängern, anstatt sie mit langfristigen Verbindlichkeiten zu refinanzieren. Die im letzten Quartal beobachtete Verlagerung hin zur kurzfristigen Finanzierung bestimmte die Entwicklung für das Jahr 2000 insgesamt im Vergleich zum Vorjahr: Der Nettoabsatz von Geldmarktinstrumenten verdoppelte sich nahezu, während bei den langfristigen festverzinslichen Schuldtiteln ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen war.

Rückläufiger Absatz bei den langfristigen Papieren durch Mittelaufnahme am Geldmarkt mehr als ausgeglichen



Die zunehmende Mittelaufnahme am Geldmarkt deckt sich mit dem wieder auflebenden Kreditgeschäft der Banken. Die Geschäftsbanken blieben die grössten Emittenten am Geldmarkt: Auf sie entfielen 55 % des Bruttoabsatzes im vierten Quartal. Diese Mittel haben wahrscheinlich die Gewährung von Bankkrediten an andere Kreditnehmer gefördert. Dennoch wandten sich einige

Firmen direkt an den Geldmarkt, insbesondere an den Markt für Euro-Commercial-Paper, an dem der Bruttoabsatz der Unternehmen von \$ 49 Mrd. im dritten Quartal auf \$ 57 Mrd. im Folgequartal anstieg. Zwei der grössten Emittenten, GE Capital und GMAC International Finance, wichen den Schwierigkeiten, die im Dezember am Markt für auf US-Dollar lautendes Commercial Paper auftraten, durch Emission von Euro-Papieren aus.

Anstieg des Bruttoabsatzes durch Unternehmen mit Triple-A-Rating ...

Der Rückgang des langfristigen Absatzes zeigte sich am deutlichsten bei Schuldnern mit niedrigerer Bonitätseinstufung. Bei den Emissionen mit Rating fiel der Bruttoabsatz in den Bonitätsklassen ausserhalb der Triple-A-Kategorie von \$ 82 Mrd. im dritten Quartal auf \$ 64 Mrd. im letzten Quartal (Grafik II.2.1, rechtes Feld). Ein noch schärferer Rückgang erfolgte bei den Ankündigungen, die als spekulativ eingestuft wurden: Sie fielen während des vierten Quartals auf nur 27 % des Wertes vom vorhergehenden Quartal. Gleichzeitig stieg jedoch der Bruttoabsatz von Unternehmen mit einem Triple-A-Rating von \$ 89 Mrd. auf \$ 99 Mrd. Der Rückgang wäre noch ausgeprägter gewesen, wenn nicht einige Schuldner aus Sorge, die Bedingungen könnten Anfang 2001 noch ungünstiger werden, ihre Emissionen in das vierte Quartal vorgezogen hätten. So wurde z.B. gemeldet, dass Citigroup im Dezember festverzinsliche Schuldtitel mit Laufzeiten von zwei, fünf und zehn Jahren in der Gesamthöhe von über \$ 4 Mrd. aufgelegt hatte, um das Risiko von grösseren Spannen zu einem späteren Zeitpunkt zu vermeiden.

US-Staatsstellen bleiben aktiv, während sich die Telekommunikationsbranche zurückhaltender zeigt

... bei starker Emissionstätigkeit der US-Wohnbau-finanzierungs-gesellschaften

Für den im vierten Quartal 2000 verzeichneten starken Absatz in der besten Rating-Kategorie waren überwiegend staatliche Stellen verantwortlich. Diese Emittenten nahmen Mittel in Höhe von \$ 60 Mrd. netto auf, was beinahe dem Rekordbetrag des dritten Quartals entsprach. Allein der Bruttoabsatz der US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften belief sich auf \$ 48 Mrd., wobei „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ Anleihen und Notes im Wert von \$ 25 Mrd. bzw. \$ 23 Mrd. auflegten.⁵ „Freddie Mac“ nahm den Markt für auf Euro lautende Papiere mit der Emission einer Anleihe über € 5 Mrd. in Anspruch, die am 15. Januar 2006 fällig wird. Der Gesamtnettoabsatz staatlicher Stellen lag 2000 mit einem Volumen von \$ 196 Mrd. um 28 % über der Zahl von 1999. Hoch bewertete europäische Banken waren ebenfalls an diesem Markt aktiv. KfW International Finance, eine US-Tochter einer deutschen Entwicklungsbank mit Triple-A-Rating, begab festverzinsliche Papiere in mehreren Emissionen in Dollar und Pfund Sterling, die sich insgesamt auf über \$ 10 Mrd. bezifferten.

Auf der anderen Seite hielt der Rückgang der Emissionstätigkeit von Telekommunikationsunternehmen angesichts nach wie vor desinteressierter Anleger und grosser Spannen an. Nach einem Höchststand im zweiten Quartal war

⁵ Die US-Staatsstellen konnten eine starke Nachfrage nach ihren Emissionen verzeichnen, zum Teil weil diese praktisch als Substitut für Schatzpapiere gelten. S. dazu auch den Kasten „Wie aktiv verwalten Zentralbanken ihr US-Dollar-Reserven-Portfolio?“ auf S. 35-37.

der Bruttoabsatz von Telekommunikationsunternehmen im vierten Quartal 2000 der schwächste des Jahres. Verglichen mit dem vierten Quartal des Jahres 1999 stellen die Ankündigungen in Höhe von \$ 19 Mrd. dennoch einen Anstieg von 22 % dar. Mehr als die Hälfte des Bruttoabsatzes im vierten Quartal 2000 entfiel auf die Begebung von Anleihen in Höhe von \$ 10 Mrd. durch BritishTelecom. Ebenfalls in dieser Zahl enthalten ist eine Emission über \$ 4,6 Mrd. durch France Telecom, mit der das Unternehmen seine kurzfristigen Verbindlichkeiten in Europa refinanzieren will. Der für das ganze Jahr 2000 auf die Telekommunikationsunternehmen entfallende Bruttoabsatz war mit \$ 114 Mrd. um 35 % höher als im Vorjahr und machte etwa 6 % des gesamten Bruttoabsatzes im Jahr 2000 aus.

Emittenten bevorzugen nach wie vor den US-Dollar

Die Emittenten setzten den in früheren Ausgaben des *BIZ-Quartalsberichts* dokumentierten Trend fort und bevorzugten den US-Dollar gegenüber dem Euro als Emissionswährung, wenn auch die Präferenz nun weniger stark ausgeprägt war. Der Nettoabsatz in Dollar belief sich im vierten Quartal auf \$ 153 Mrd. und ist somit gegenüber dem Betrag des vorhergehenden Quartals leicht gestiegen (Tabelle II.2.3). Gleichzeitig war eine bedeutende Erholung des Absatzes in Euro zu verzeichnen: Er stieg von \$ 86 Mrd. im dritten auf \$ 128 Mrd. im vierten Quartal, während gleichzeitig eine Stärkung der Währung zu verzeichnen war. Dieser Schub lässt sich teilweise auf die Tatsache zurückführen, dass der Löwenanteil der Kreditaufnahme im vierten Quartal auf europäische Schuldner entfiel, die überwiegend in ihrer Heimatwährung emittierten.

Erholung des
Absatzes in Euro

Für das Jahr 2000 insgesamt war beim US-Dollar mit einem Nettoabsatz von \$ 543 Mrd. keine wesentliche Veränderung gegenüber dem Vorjahr zu erkennen. Der Nettoabsatz in Euro hingegen ging von \$ 571 Mrd. im Jahr 1999 auf \$ 441 Mrd. im Jahr 2000 zurück. Die Stärke des Dollars im Laufe des Jahres, insbesondere gegenüber dem Euro, trug mit dazu bei, dass Emittenten zu ihrem üblichen Verhaltensmuster zurückkehrten und in der starken Währung emittierten, nachdem sie im Jahr 1999 von diesem Verhalten abgewichen waren und sich stärker auf den Euro als den Dollar gestützt hatten, möglicherweise aus dem Wunsch heraus, eine Marktpräsenz in der neuen Währung aufzubauen.

Rückgang der Emissionen von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Wie im Abschnitt „Überblick“ erörtert, zeigten die Indizes für die Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften im 4. Quartal insgesamt zwar einen Anstieg der Spannen bei Staatspapieren, die Spreads für die einzelnen Länder wichen jedoch erheblich voneinander ab. Dies legt nahe, dass die Anleger bei ihrer Beurteilung der Kreditwürdigkeit sorgfältig zwischen den verschiedenen aufstrebenden Volkswirtschaften differenziert haben. Unter diesen Bedingungen

Rückgang des
Nettoabsatzes auf
weniger als
\$ 1 Mrd.

fiel der Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln durch Entwicklungsländer von den im dritten Quartal 2000 verzeichneten \$ 8 Mrd. auf weniger als \$ 1 Mrd. im vierten Quartal (Tabelle II.2.1). Einige Länder nahmen trotz grosser Zinsspannen Mittel am Markt auf, andere hingegen wandten sich nicht an den Markt, obwohl sie von günstigen Konditionen hätten profitieren können. Der Nettoabsatz für das Jahr insgesamt ging auf \$ 34 Mrd. zurück, d.h. 17 % weniger als 1999, wobei der Grossteil der 2000 aufgenommenen Mittel dem ersten Quartal zuzurechnen ist.

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region ¹								
Mrd. US-Dollar								
		1999	2000	1999	2000			
		Jahr	Jahr	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Europa	US-Dollar	54,9	176,6	0,5	33,1	35,9	40,3	67,2
	Euro	488,5	378,5	98,9	100,7	98,7	68,9	110,2
	Yen	6,2	43,6	2,5	3,7	31,1	7,6	1,2
	Sonstige Währungen	77,7	87,5	12,0	19,5	14,6	22,0	31,3
Nordamerika	US-Dollar	435,5	320,5	72,9	67,9	71,4	102,6	78,7
	Euro	45,6	47,7	7,4	8,9	8,7	15,0	15,0
	Yen	- 1,3	16,0	0,3	5,2	4,6	2,5	3,8
	Sonstige Währungen	15,1	14,6	2,5	2,3	0,8	3,4	8,0
Sonstige	US-Dollar	54,5	45,7	2,0	21,8	11,1	5,6	7,2
	Euro	36,9	14,8	9,3	5,2	4,8	1,6	3,3
	Yen	- 12,1	- 21,0	- 4,3	- 10,5	- 3,8	- 3,4	- 3,3
	Sonstige Währungen	13,5	13,7	1,4	2,6	2,5	3,5	5,1
Insgesamt	US-Dollar	545,0	542,7	75,4	122,8	118,4	148,5	153,1
	Euro	571,0	441,0	115,7	114,8	112,1	85,5	128,5
	Yen	- 7,2	38,7	- 1,6	- 1,6	31,8	6,7	1,7
	Sonstige Währungen	106,3	115,9	15,9	24,5	17,9	29,0	44,4

¹ Gestützt auf Nationalität des Schuldners.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle II.2.3

Brasilien und die Türkei wenden sich dem Yen-Markt zu

Für Länder, die sich relativ grossen Spannen gegenübersehen, bestand eine Möglichkeit zur Reduzierung der Finanzierungskosten in der Aufnahme von Mitteln in einer Währung mit niedrigen Zinssätzen. Insbesondere zwei Länder wandten sich dem Yen-Markt zu. So konnte die Türkei eine fest mit 3,0 % verzinsliche Staatsanleihe mit drei Jahren Laufzeit in Höhe von ¥ 50 Mrd. auflegen, während Brasilien eine mit 4,75 % festverzinsliche Staatsanleihe für eine Laufzeit von über fünf Jahren in Höhe von ¥ 60 Mrd. an den Markt brachte. Wenn solche Transaktionen nicht durch Währungsswaps abgesichert sind, sind sie einem gewissen Währungsrisiko ausgesetzt, falls sich der Yen gegenüber den Währungen, in denen die Exporterlöse dieser Länder anfallen, aufwerten würde.

Die Entwicklungsländer in Asien verzeichneten nach wie vor Leistungsbilanzüberschüsse, so dass die Regierungen trotz verhältnismässig attraktiver Spreads nur wenig Interesse an internationalen Finanzierungen hatten. Eine bemerkenswerte Ausnahme unter den staatlichen Kreditnehmern Asiens bildete Malaysia mit der Emission von Schuldtiteln über € 650 Mio. mit fünf Jahren Laufzeit. Zu den anderen grossen Emittenten in dieser Region zählten überwiegend Telekommunikationsunternehmen, so auch China Mobile mit \$ 690 Mio. und Telekom Malaysia Global mit \$ 300 Mio. Während sich Länder wie Thailand von der Krise von 1997 erholt haben, kämpfen einige ihrer Unternehmen immer noch mit einem Schuldenüberhang und sind nicht in der Lage, an den Kapitalmarkt zu gelangen.

Wie aktiv verwalten Zentralbanken ihr US-Dollar-Reserven-Portfolio?

Ben S.C. Fung und Robert N. McCauley

Fast die Hälfte der US-\$ 1,2 Bio. an US-Schatzpapieren in Händen von Nicht-US-Gebietsansässigen und mehr als ein Zehntel des Gesamtumschs werden von Zentralbanken gehalten. Zwar sind die Zentralbanken dabei, den Anteil der US-Schatzpapiere an ihren gesamten Dollarreserven zu verringern,^① doch werden sie noch für eine ganze Weile wichtige Anleger bleiben. Gleichzeitig verlagern sie ihre Anlagen zu Titeln staatlicher Körperschaften.

Im Hinblick auf den zu erwartenden deutlichen Rückgang des Umlaufs an US-Schatzpapieren kann die Marktliquidität dadurch mitbestimmt werden, wie aktiv die Zentralbanken ihr Portfolio verwalten. Wenn eine Zentralbank US-Schatzanweisungen in einem Tendersverfahren erwirbt und erst bei Fälligkeit wieder veräußert, also dauerhaft in ihrem Bestand hält, kann sich dies ähnlich auf die Marktliquidität auswirken wie ein Rückkauf durch das US-Schatzamt. Wie aktiv verwalten Zentralbanken ihr Portfolio im Vergleich zu anderen gebietsfremden Anlegern? Wie verändert sich dieses Verhalten im Zeitverlauf?

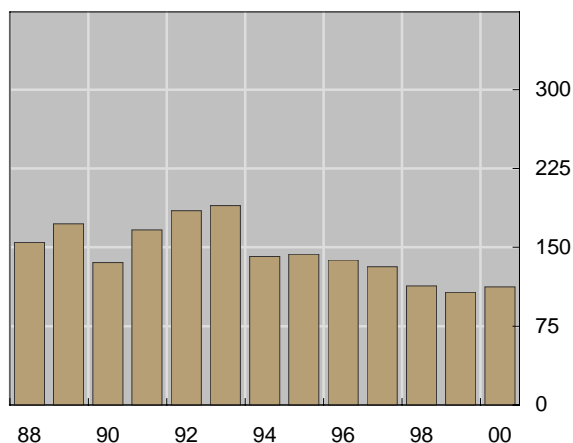
Umsatz von US-Schatzpapieren

Insgesamt verfolgen die Zentralbanken zwar nicht die oben beschriebene Bestandhaltestrategie, doch verwalten sie ihr Schatzpapierportfolio weit weniger aktiv als andere ausländische Anleger. Die folgende Grafik zeigt die Jahresumsatzquote im Handel mit US-Schatzpapieren durch Anleger ausserhalb der USA; gemessen wird dabei der Durchschnitt der Bruttokäufe und -verkäufe von 1989 bis 2000 im Verhältnis zum Umlauf.^② Der durchschnittliche Umsatz beträgt bei den Zentralbanken in diesem Zeitraum 145 % in einer Bandbreite von gut 100 % bis 190 %; dies lässt darauf schliessen, dass die Zentralbanken nicht alle Schatzpapiere bis zur Fälligkeit halten. Der Durchschnittsumsatz anderer Gebietsfremder liegt mit 900 % deutlich darüber. Da zu den gebietsfremden Anlegern auch Hedge-Fonds gehören, hat die Expansion dieser Anlegerkategorie in den letzten zehn Jahren den Umsatz tendenziell beschleunigt. Dennoch ist die Umsatzquote bei den Zentralbanken nur etwa ein Sechstel so hoch wie bei anderen Gebietsfremden.

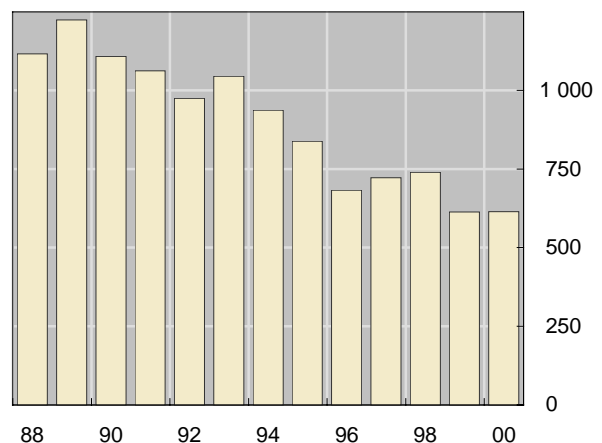
Umsatzquote von US-Schatzpapieren in Händen von Anlegern ausserhalb der USA

In Prozent

Zentralbanken



Sonstige Anleger



Quelle: US Department of the Treasury.

^① S. Fung und McCauley, „Zusammensetzung der US-Dollar-Reserven nach Instrumenten“, *BIZ-Quartalsbericht*, November 2000, S. 64f. ^② Für 2000 sind nur für das erste Halbjahr Daten verfügbar, weshalb die Umsatzquote auf Jahresbasis hochgerechnet wurde.

In den letzten Jahren waren die Zentralbanken bei der Verwaltung ihres Schatzpapierportfolios weniger aktiv. Die Umsatzquote für die neunziger Jahre lässt eine umgekehrte U-Form erkennen, wobei um 1993 ein Höchstwert verzeichnet wurde. Zwischen dem Umsatz und dem Kurstrend bei den Anleihen scheint eine positive Korrelation zu bestehen; der Umsatzrückgang 1994 fiel beispielsweise mit massiven Verkäufen am US-Anleihemarkt zusammen. Seit dem Höchstwert von 1993 ist der Umsatz bei den Schatzpapierportfolios der Zentralbanken um fast die Hälfte auf gut 100 % in den letzten Jahren gesunken.

Die sonstigen ausländischen Anleger stossen Schatzpapiere gegenwärtig rascher ab als die Zentralbanken. Diese Gewichtsverlagerung bei den gebietsfremden Anlegern zugunsten der – weniger aktiven – Zentralbanken verstärkt den Umsatzrückgang noch. Zusammengenommen dürften diese Faktoren die Marktliquidität in einem Umfeld rückläufigen Angebots an US-Schatzpapieren noch weiter verringern.

Umsatz von Wertpapieren staatlicher US-Körperschaften

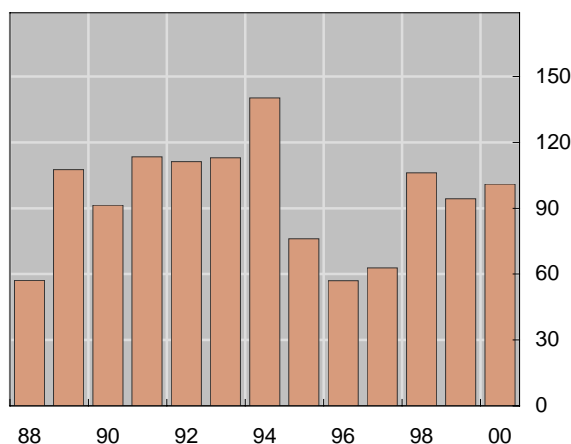
Zentralbanken verwalten ihr Portfolio an Titeln staatlicher Körperschaften etwas weniger aktiv als andere Gebietsfremde. Die untenstehende Grafik zeigt die Umsatzquote für Wertpapiere staatlicher US-Körperschaften für sämtliche gebietsfremden Anleger. Die durchschnittliche Umsatzquote bei den Zentralbanken liegt bei knapp 100 %, mit einer Bandbreite von 50 % bis 140 %. Der Durchschnittsumsatz anderer Gebietsfremder liegt mit 108 % leicht darüber.

In den letzten Jahren sind die Zentralbanken bei der Verwaltung ihres Portfolios an Titeln staatlicher Körperschaften aktiver geworden, nachdem es Mitte der neunziger Jahre zu einer Abschwächung gekommen war. Von 1988 bis 1994 stieg der Umsatz fast auf das Dreifache. 1994 wurde mit rund 140 % ein Höchstwert erreicht, als die Federal Reserve die Geldpolitik zu straffen begann. In den darauffolgenden drei Jahren fiel die Quote um die Hälfte auf rund 60 %. Seit 1998 hat der Umsatz wieder eine ähnliche Höhe erreicht wie Anfang der neunziger Jahre. Der Umsatz an Wertpapieren staatlicher Körperschaften in Händen anderer Gebietsfremder weist ein ähnliches Muster auf und bewegt sich innerhalb derselben Bandbreite, allerdings wurde der Höchstwert später erreicht (1998 im Anschluss an den Fall LTCM) und lag mit rund 170 % auch höher. Mit dem Anstieg des Umsatzes dieser Wertpapiere in Händen von Zentralbanken und anderen gebietsfremden Anlegern in den letzten Jahren sind auch die Bestände an diesen Wertpapieren stetig gewachsen. Beide Faktoren dürften die Marktliquidität der Titel staatlicher Körperschaften begünstigen.

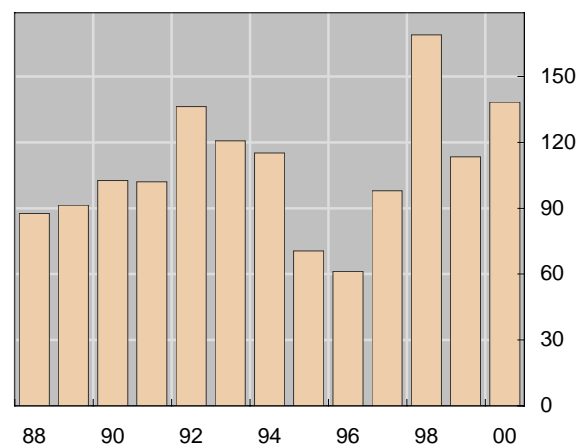
Umsatzquote von Wertpapieren staatlicher US-Körperschaften in Händen von Anlegern ausserhalb der USA

In Prozent

Zentralbanken



Sonstige Anleger



Quellen: US Department of the Treasury; US Department of Commerce; Berechnungen der Autoren.

Setzen sich die Umsatzrends bei den US-Schatzpapieren und den Titeln staatlicher US-Körperschaften fort, dürfte es in Kürze soweit sein, dass die Währungsbehörden ihre Bestände an Titeln staatlicher Körperschaften aktiver verwalten als ihre Bestände an Schatzpapieren. Zwar sind die Bestände der Zentralbanken an Titeln staatlicher Körperschaften im Vergleich zu den Schatzpapieren noch gering, doch haben sie in den letzten Jahren mehr Wertpapiere staatlicher Körperschaften erworben als Schatztitel. Aus der Statistik des US-Schatzamtes geht hervor, dass Zentralbanken Ende 1999 \$ 422 Mrd. an Schatzpapieren und nur \$ 51 Mrd. an Schuldtiteln staatlicher Körperschaften hielten.[®] Während die Zentralbanken 1999 \$ 20 Mrd. an Titeln staatlicher Körperschaften erwarben, veräußerten sie netto \$ 10 Mrd. an Schatzpapieren. Diese Entwicklung könnte darauf hindeuten, dass die Zentralbanken ihr Portfolio an Titeln staatlicher Körperschaften zunehmend dafür einsetzen, die Duration ihres Portfolios insgesamt zu steuern. Bisher war dies durch Anpassung der Zusammensetzung der Bestände an US-Schatzpapieren erfolgt.

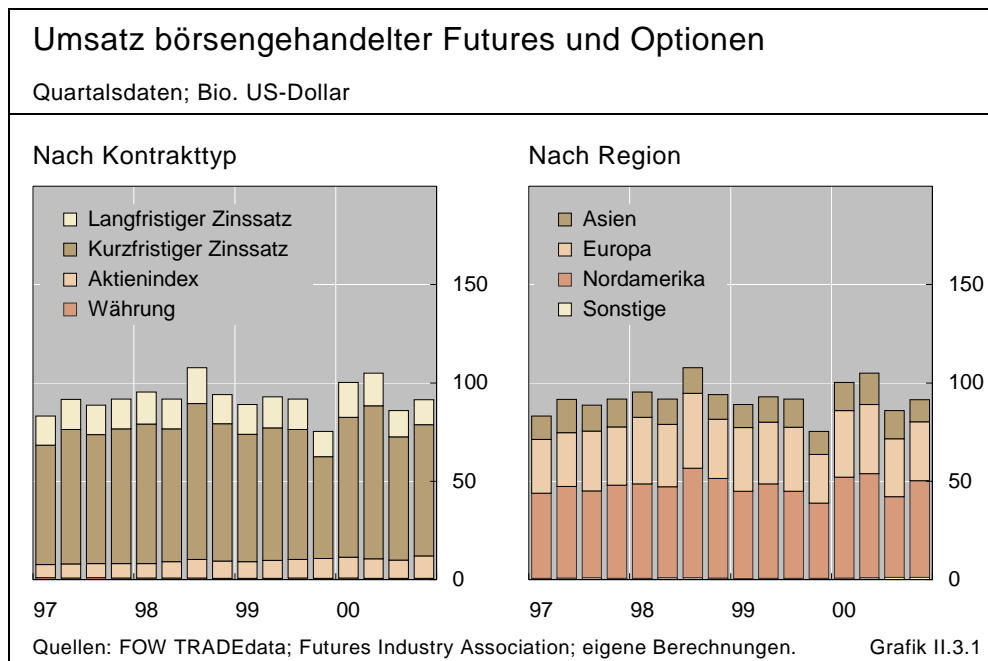
[®] Die Bestände der Zentralbanken an Titeln staatlicher Körperschaften dürften höher sein, da solche Titel zum Teil über Eurobond-Kanäle erworben wurden, die in der Statistik des US-Schatzamtes nicht unbedingt als Verkäufe an eine Zentralbank erfasst werden.

3. Märkte für derivative Instrumente

In Dollar gerechnet verzeichnete das Börsengeschäft mit Derivaten im vierten Quartal 2000 einen mässigen Anstieg, der von den Aktienkontrakten angeführt wurde. Im Bereich der Festzinsinstrumente machte die Umsatzsteigerung bei den Geldmarktkontrakten den Rückgang bei den Kontrakten auf Staatsanleihen mehr als wett, so dass sich der Umsatz insgesamt geringfügig erhöhte. Das Gesamtgeschäft mit Festzinsinstrumenten ist offenbar seit dem dritten Quartal 1998 praktisch konstant geblieben; lediglich einige Referenzkontrakte konnten auf Kosten anderer an Boden gewinnen. Die Umsätze für das Jahr 2000 als Ganzes erholten sich nach einer Verlangsamung im Jahr 1999.

Mässiger Anstieg des Börsengeschäfts

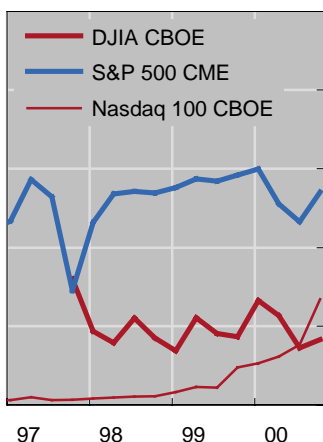
Das Geschäft an den Derivatbörsen expandierte im vierten Quartal, und in Dollar gerechnet erhöhte sich der Umsatz der von der BIZ erfassten Kontrakte um 6 % auf \$ 91,5 Bio. Dieser Anstieg folgte auf einen massiven Einbruch im dritten Quartal; im vierten Quartal der beiden Vorjahre dagegen war das Geschäft jeweils rückläufig gewesen.



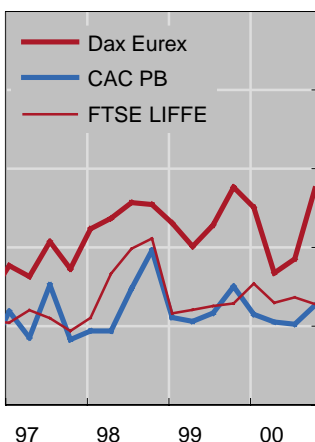
Umsatz der wichtigsten Aktienindex-Futures und -Optionen

Quartalsdaten; Bio. US-Dollar

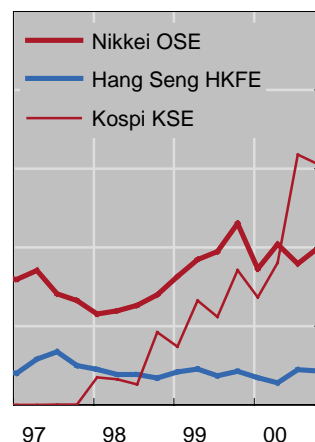
Nordamerika



Europa



Asien



Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association.

Grafik II.3.2

Aktienindexkontrakte an der Spitze des Wachstums

Die Entwicklungen an den internationalen Aktienmärkten spielten offenbar bei der Umsatzsteigerung des Quartals eine bedeutende Rolle. Der Gesamtanstieg des in Dollar gerechneten Umsatzes entfiel nämlich vor allem auf Aktienindexkontrakte (Zunahme um 22 % auf \$ 11,4 Bio.), da kräftige Umsatzsteigerungen in Nordamerika und Europa grösser als die Einbussen in anderen Regionen waren. Ein erneuter Abwärtstrend an den internationalen Aktienmärkten liess die tatsächliche und die implizite Volatilität ansteigen, was die Anleger offenbar dazu veranlasste, ihre Positionen abzusichern (eine ausführlichere Analyse findet sich im Abschnitt „Überblick“).⁶ Dieser Trend hing mit der Besorgnis der Marktteilnehmer über eine Konjunkturabkühlung in den USA sowie mit Daten über ungünstigere Ertrags- und Wachstumsaussichten für Technologiefirmen zusammen. Innerhalb des Marktes für aktienbezogene Instrumente war der Handel mit Technologieaktienindizes besonders lebhaft. Beispielsweise stieg der Umsatz des Nasdaq-100-Kontrakts der CBOE (der die Entwicklung von Technologieaktien nachbildet) im Berichtsquartal um 77 %. Darüber hinaus verzeichnete das Geschäft an einigen kürzlich gegründeten Derivatibörsen wie der Korea Stock Exchange eine rasche Zunahme.

Schwache Aktienmärkte veranlassen Anleger zu Absicherungsgeschäften

⁶ Das Gesamtgeschäft in aktienbezogenen Instrumenten könnte tatsächlich grösser sein als in der aggregierten BIZ-Statistik ausgewiesen, da die Umsätze von Optionen auf einzelne Aktien nicht darin enthalten sind. Auf diese Optionen entfällt ein wachsender Anteil des Handels mit aktienbezogenen Instrumenten; da jedoch keine Angaben zu ihrem Dollarwert verfügbar sind, können sie nicht in der BIZ-Statistik erfasst werden.

Starke Geldmarktkontrakte

Bei den Festzinsinstrumenten war die Umsatzsteigerung weniger markant (um 4 % auf \$ 79,4 Bio.); eine recht beträchtliche Zunahme in Nordamerika glich Abnahmen in Europa und Asien aus. Eine Verringerung des Transaktionswerts von Kontrakten auf Staatsanleihen (um 5 % auf \$ 12,7 Bio.) wurde durch höhere Umsätze in Geldmarktkontrakten (+ 6 % auf \$ 66,7 Bio.) mehr als wettgemacht. Auch hier bestärkten Anzeichen einer Konjunkturabkühlung in den USA die Erwartung, die US-Geldpolitik werde gelockert, was einen lebhaften Handel mit US-Geldmarktkontrakten auslöste (Anstieg um 20 %). Der Handel mit Geldmarktinstrumenten dürfte ausserdem durch das erneute Wachstum des Zinsswapmarktes Auftrieb erhalten haben, da Eurodollar-Futures und -Optionen, die umsatzstärksten kurzfristigen Kontrakte, häufig zur Absicherung von Zinsswaps und -swaptions verwendet werden.

Lebhafter Handel in Geldmarktkontrakten wegen erwarteter Lockerung der US-Geldpolitik

Wandel der Referenzwerte bei Festzinsinstrumenten

Angesichts der starken Konkurrenz des ausserbörslichen Marktes ist das Börsengeschäft mit Festzinsinstrumenten offenbar seit dem Rekordvolumen des dritten Quartals 1998 praktisch konstant geblieben.⁷ Nur wenige der in den letzten Jahren von etablierten Börsen eingeführten Kontrakte wurden wirklich populär; die von einigen Kontrakten erzielten Terraingewinne sind weitgehend auf eine Verlagerung des Geschäfts weg von den traditionellen Referenzwerten zurückzuführen. Dies gilt besonders für den US-Markt, wo Nettotilgungen von Staatsschulden zusammen mit einer Verlagerung des Absatzes zu den mittelfristigen Laufzeiten die Liquidität des Kontrakts auf US-Schatzanleihen beeinträchtigten, so dass er durch den Kontrakt auf 10jährige Schatzanweisungen beinahe verdrängt wurde (weitere Erörterungen im Feature „Wandel bei den Referenzwerten am Geld- und Anleihemarkt“ auf S. 45).

Abkehr von traditionellen Referenzwerten begünstigt einige Kontrakte

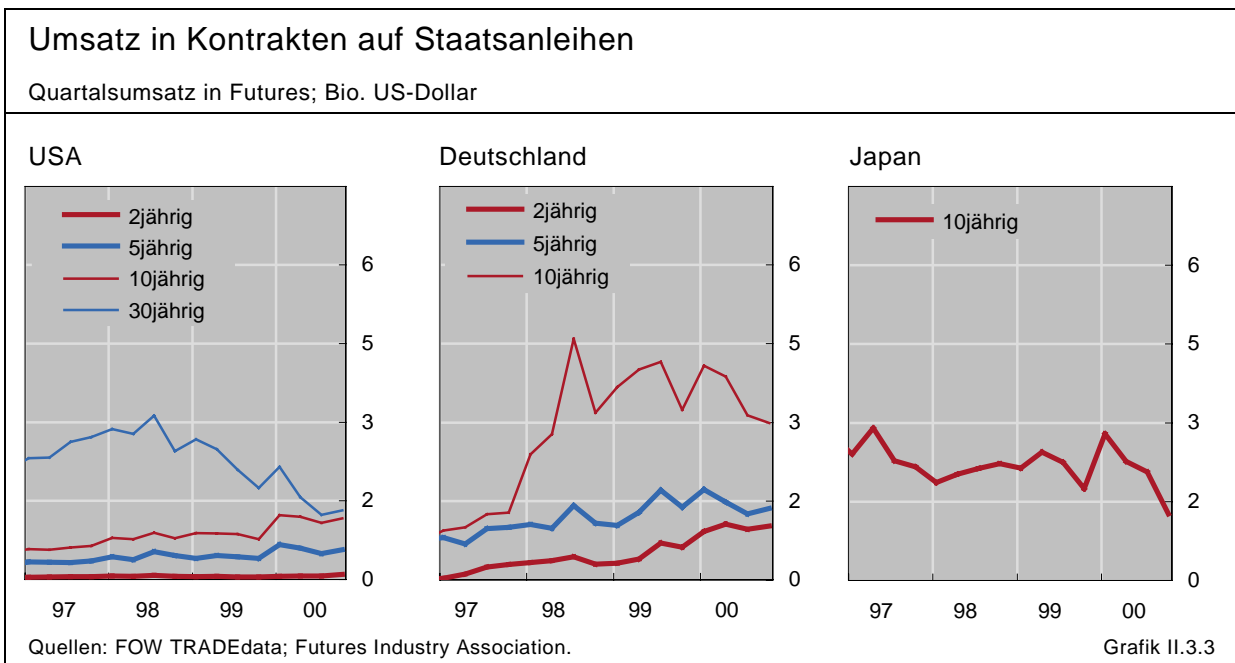
Auch in Europa fand in den späten neunziger Jahren eine Umschichtung statt: Die Eurex konnte das Geschäft am langfristigen Ende der Euro-Renditenstrukturkurve an sich ziehen, während die LIFFE im Kurzfristbereich führend wurde. Die von den beiden Börsen in ihrer jeweiligen Nische erzielten Terraingewinne spiegeln die verbreitete Akzeptanz ihrer Kontrakte als Referenzwerte für den Euro-Raum wider. In den letzten Quartalen hat offenbar an der Eurex darüber hinaus eine ähnliche Umschichtung wie am US-Markt stattgefunden, d.h. ein Zuwachs beim kurzfristigen Euro-Schatzkontrakt glich einen Rückgang beim Euro-Bundkontrakt teilweise aus.

Der Rückkauf von Staatsschuldtiteln in Nordamerika und der geringere Nettoabsatz in Europa sowie die wachsende Mittelaufnahme des parastaatlichen und des privaten Sektors dürften noch weitere Konsequenzen für das Geschäft mit Festzinsinstrumenten haben. Erstens dürfte die wachsende Bedeutung nichtstaatlicher Emissionen die Börsen ermutigen, Kontrakte auf

⁷ Ausführlichere Erläuterungen finden sich im *BIZ-Quartalsbericht* vom November 2000.

Geringerer Staatspapierabsatz löst Innovationen aus

Basiswerte wie Unternehmensanleihen und forderungsunterlegte Anleihen einzuführen. Beispielsweise setzte die Bond Market Association der USA im September 2000 eine Task Force ein, die Vorschläge für die Einführung eines Futures-Kontrakts auf Unternehmensanleihen erarbeiten sollte, und das CBOT gab die bevorstehende Einführung von Kontrakten auf mit Hypothekarkrediten unterlegte Wertpapiere bekannt. Zweitens könnten die Börsen versuchen, Instrumente zu schaffen, die auf allgemeinen Indizes für festverzinsliche Titel anstatt auf bestimmten Staats- oder Unternehmensanleihen beruhen. Investmentbanken haben in den letzten Jahren zahlreiche solche Indizes eingeführt. Allgemeine Indizes auf US-Wertpapiere gibt es seit den achtziger Jahren, der Erfassungsbereich der neuen Indizes ist jedoch weltweit.



Geschäft mit Kontrakten auf japanische Staatsanleihen weiterhin konzentriert

In Asien dagegen ist keine solche Umschichtung des Geschäfts zu beobachten, und sie ist auch kaum wahrscheinlich. Das Geschäft mit japanischen Festzinsinstrumenten konzentriert sich nach wie vor auf den Kontrakt auf 10jährige japanische Staatsanleihen; mit anderen Instrumenten auf Staatsanleihen ist es sehr gering. In den letzten Jahren stagnierte das Geschäft mit Kontrakten auf japanische Staatsanleihen, möglicherweise weil die Ansicht recht verbreitet war, die langfristigen Zinssätze würden sich in einer engen Spanne entwickeln.

Erholung des Börsengeschäfts im Verlauf des Jahres 2000

Auf das ganze Jahr 2000 gerechnet erholte sich der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzinstrumente im Vergleich zu 1999 und stieg um 10 % auf \$ 383 Bio. Dabei expandierte das Geschäft mit Aktienindexkontrakten am raschesten (um 12 % auf \$ 41 Bio.). Die Daten zum Umsatz der Aktienindexkontrakte dürften allerdings die gesamte Ausweitung

des aktienbezogenen Geschäfts unterzeichnen, da die BIZ-Daten zum wertmässigen Umsatz nicht das gesamte Marktgeschäft erfassen (nicht erfasst sind z.B. die Umsätze in Rohstoffkontrakten und in Optionen auf einzelne Aktien). Der Transaktionswert der Zinsprodukte wuchs ebenfalls in raschem Tempo (um 10 % auf \$ 339 Bio.). Dieses Wachstum entfiel grösstenteils auf Geldmarktkontrakte. Bei den Währungskontrakten dagegen setzte sich der langfristige Rückgang fort; der Umsatzwert sank um 8 % auf \$ 2,6 Bio. Die Handhabung des Währungsrisikos ist nach wie vor die Domäne des ausserbörslichen Marktes, so dass dieser Bereich nur einen geringen Anteil am gesamten Börsengeschäft hat.

Geschäft an den wichtigsten Börsen im Jahr 2000

Serge Jeanneau

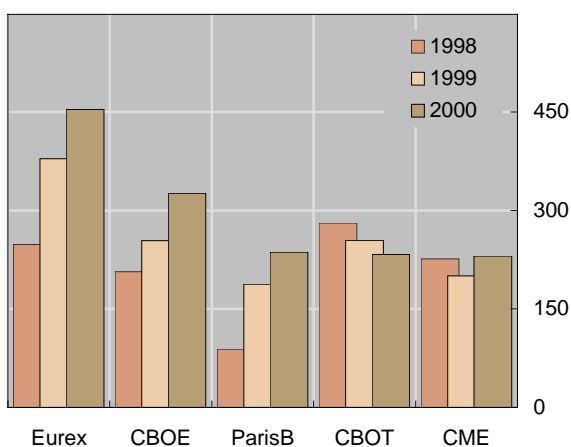
Ein Vergleich des Geschäftsvolumens der einzelnen Börsen ist nicht einfach, da der Umsatz sowohl anhand der Anzahl der gehandelten Kontrakte als auch anhand des Dollarwerts der Transaktionen gemessen werden kann. Die meisten Börsen tendieren dazu, ihre Umsätze in Form der Anzahl der gehandelten Kontrakte anzugeben. Das ist der einfachste Weg, um das relative Geschäftsvolumen der Börsen zu ermitteln. Er ist allerdings etwas ungenau, da der Umfang der einzelnen Kontrakte an einer bestimmten Börse, unter den verschiedenen Börsen und im Zeitverlauf sehr unterschiedlich sein kann. Anders als im Abschnitt „Märkte für derivative Instrumente“ im Hauptteil geht die Analyse in diesem Kasten von der Branchenpraxis aus, d.h. sie stützt sich vorwiegend auf die Anzahl der gehandelten Kontrakte und nicht auf den Dollarwert des Umsatzes. Dadurch wird ein marktübergreifender Vergleich mit Kontrakten möglich, für die Wertberechnungen nicht ohne weiteres verfügbar sind (hauptsächlich Optionen auf einzelne Aktien und Rohstoffkontrakte). Es wird jedoch auch ein Versuch unternommen, die wertmässigen Umsätze der einzelnen Börsen zu vergleichen. Dabei ergibt sich ein ganz anderes Bild.

Eine der bemerkenswertesten Entwicklungen im Jahr 2000 war, dass die Eurex ihre Position als umsatzstärkste Börse der Welt weiter festigen konnte; ihr Umsatz wuchs um 21 % auf 445 Millionen Kontrakte. Die Eurex profitierte 1999 enorm von der Einführung des Euro, die zu einer Konzentration der Liquidität in Kontrakten auf deutsche Staatsanleihen führte. In jüngster Zeit konnte sie sich überdies die zunehmende Präsenz privater Anleger an den europäischen Aktienmärkten zunutze machen, indem sie neue Aktienindexkontrakte und ein breites Spektrum neuer Optionen auf die Aktien einzelner deutscher oder anderer europäischer Unternehmen schuf. Als ausserdem im Herbst 1998 mit der Fusion der Deutschen Terminbörse und der SOFFEX die Eurex geschaffen wurde, verzeichnete die neue Börse einen Anstieg des Gesamtgeschäfts. Auf Rang 2 unter den umsatzstärksten Börsen verdrängte die CBOE das CBOT. Die rasante Zunahme der Optionen auf einzelne Aktien trug zu einer Umsatzsteigerung von 28 % (auf 326 Millionen Kontrakte) an der CBOE bei.

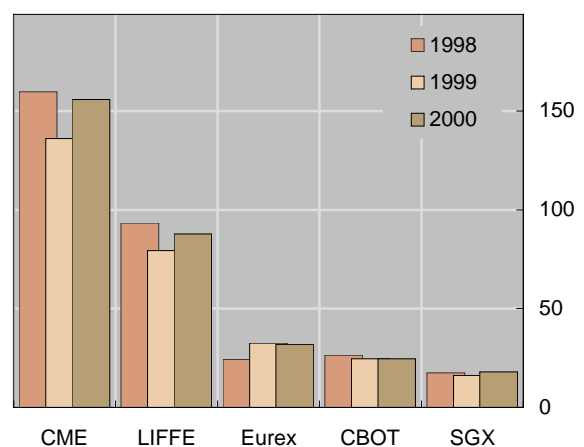
MATIF/ParisBourse konnte sich im Jahr 2000 vom fünften Platz im Vorjahr auf den dritten vorschieben; sein Umsatz stieg um 26 % auf 236 Millionen Einheiten. Die Umsatzsteigerung in Paris in den letzten Jahren ist zu einem grossen Teil der Konsolidierung der örtlichen Börsen zu einer einzigen Institution und der Herabsetzung des Nominalwerts der Aktienkontrakte zuzuschreiben. Ihr Geschäft erhielt ferner durch die Erholung des „euronotionnel“-Future Auftrieb, die zum Teil den Bemühungen französischer Banken um eine Wiederbelebung des Kontrakts nach den schwachen Umsätzen der Jahre 1998 und 1999 zu verdanken war.

Umsatzvolumen an den wichtigsten Börsen

Millionen Kontrakte



Mrd. US-Dollar



Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; eigene Berechnungen.

Das CBOT nahm in bezug auf die Umsatzstärke den vierten Platz ein, wenn auch knapp und trotz eines Umsatzrückgangs im zweiten Jahr in Folge (um 8 % auf 233 Millionen Kontrakte). Der Kontrakt auf US-Schatzanleihen, das langjährige Flaggschiffinstrument des CBOT, litt unter den Folgen des verringerten Nettoabsatzes von US-Schatzpapieren und der gleichzeitigen Verlagerung dieses Absatzes auf die mittelfristigen Laufzeiten. Die CME war weltweit die fünftstärkste Börse; ihr Umsatz stieg um 15 % auf 231 Millionen Kontrakte. Die Erholung des Geschäfts dieser Börse hing mit der Unsicherheit über die Aussichten für die US-Wirtschaft und -Geldpolitik zusammen, die einen lebhaften Umsatz ihres führenden Eurodollarkontrakts zur Folge hatte. Das anhaltende Wachstum des Zinsswapmarktes könnte durchaus ein weiterer Faktor gewesen sein, der den Umsatz in diesem Kontrakt förderte. Ebenfalls umsatzsteigernd wirkten sich die für Privatanleger bestimmten Aktienkontrakte der Börse aus.

Eine Analyse auf der Basis des Dollarwerts der Transaktionen ergibt ein völlig anderes Bild. Zwar besteht derzeit noch keine solche Vergleichsbasis für das jeweilige Geschäftsvolumen der einzelnen Börsen, doch stellt die BIZ wertbezogene Daten für eine Untergruppe von Finanzkontrakten zusammen, nämlich für die Zins-, Aktienindex- und Währungskontrakte.^① Aus diesen Zahlen geht hervor, dass der Gesamtumsatz der Börsen, an denen Geldmarktinstrumente gehandelt werden, viel höher ist als der Umsatz der auf Staatsanleihen oder Aktienindizes spezialisierten Börsen. Hier waren die CME und die LIFFE im Jahr 2000 mit Abstand die umsatzstärkste bzw. die zweitstärkste Börse der Welt.^② Diese Grössenunterschiede erklären sich dadurch, dass Geldmarktkontrakte im allgemeinen einen höheren Nominalwert haben als Kontrakte auf Staatsanleihen oder Aktieninstrumente. Ebenso wie andere Spezifikationen eines Kontrakts wird der Nominalwert von einer Börse so festgelegt, dass ein möglichst grosser Markt für den Kontrakt entsteht, wobei ein Urteil über das Absicherungs- und Risikoverhalten der Marktteilnehmer sowie die Transaktionskosten für einen gegebenen Betrag mit einfließen. Da die Auswirkungen einer bestimmten Änderung der Zinssätze auf den Preis eines kurzfristigen Wertpapiers geringer sind als auf den eines langfristigen, wird für die weniger volatilen kurzfristigen Futures in der Regel ein höherer Nominalwert angesetzt als für die Futures auf langfristige Aktiva.

Ein Übergang zu wertbezogenen Meldungen würde allerdings einen Vergleich des Geschäfts der verschiedenen Börsen nicht unbedingt erleichtern. Wie die Diskussion über die Kontraktgestaltung bei festverzinslichen Instrumenten zeigt, haben grosse Unterschiede bei den Laufzeiten der Basiswerte zur Folge, dass selbst innerhalb einer grossen Marktrisikokategorie die Kontrakte nicht einfach miteinander verglichen oder in Dollar zusammengerechnet werden können. Wahrscheinlich sollte sich ein Vergleich der Umsätze verschiedener Börsen auf Kontrakte ähnlicher Art beschränken.

^① Ohne Kontrakte auf einzelne Aktien oder auf Rohstoffe. ^② Dagegen kamen die Eurex und das CBOT erst auf Platz drei bzw. vier, der MATIF auf Platz neun. Die Singapore Exchange (SGX) nahm beim aktiven Handel von Geldmarktinstrumenten den fünften Rang ein.

III. Features:

Wandel bei den Referenzwerten am Geld- und Anleihemarkt

Die Möglichkeit eines deutlichen Rückgangs der Bestände umlaufender US-Schatzpapiere wirft die Frage auf, wie der breitere US-Dollar-Markt für festverzinsliche Instrumente ohne sie funktionieren würde. US-Schatzpapiere dienen den Marktteilnehmern in erheblichem Ausmass als Referenzwert für die Preisgestaltung bei anderen Wertpapieren, als Mittel zur Absicherung und zum Eingehen von Positionen sowohl auf die Duration als auch auf die Volatilität, als Basiswert für Futures-Kontrakte und als Sicherheit für besicherte Kreditaufnahmen.

Ein Weg zur Beantwortung dieser Frage führt beinahe ein Jahrhundert zurück: Wie funktionierte der US-Anleihemarkt in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg, als es noch kaum Staatsschuldtitel gab? Damals waren allerdings zahlreiche Instrumente noch nicht vorhanden, die heutzutage für die Finanzmärkte eine wichtige Rolle spielen, z.B. hypothekarisch gesicherte Wertpapiere, Futures und Optionen. Es ist daher möglicherweise schwierig, gültige Schlüsse aus jenen früheren Erfahrungen zu ziehen. In diesem Feature wird statt dessen der Funktionswandel von Schatz- und anderen Anleihen am *US-Dollar-Geldmarkt* in den letzten Jahrzehnten auf Anhaltspunkte untersucht, wie sich ihre jeweilige Rolle am *US-Dollar-Anleihemarkt* entwickeln könnte. Es wird somit ein Zeitraum betrachtet, in dem die modernen Finanzinstrumente schon in Gebrauch waren.

Wandel am Dollar-
Geldmarkt ...

... d.h. Wechsel
der Marktteil-
nehmer zu einem
anderen Referenzwert

Der wichtigste Befund dieser Untersuchung ist, dass in den letzten 20 Jahren private Instrumente die Staatspapiere als Referenzwert am US-Dollar-Geldmarkt verdrängten, obwohl gleichzeitig die Staatsverschuldung stark wuchs. Vorangegangen war ein Prozess der Verschiebung, in dem es für die Marktteilnehmer vorteilhaft war, sich bei der Wahl der Instrumente an der Präferenz anderer Marktteilnehmer zu orientieren. In jüngerer Zeit stützte sich der Anleihemarkt immer weniger auf Staatspapiere, und diese Tendenz hätte sich vermutlich auch dann fortgesetzt, wenn sich der Bestand umlaufender US-Staatspapiere nicht verringert hätte. Aus dieser Sicht würde daher eine nachhaltige Verkleinerung des Angebots von US-Schatzanleihen diesen Wandel lediglich beschleunigen.

Wandel bei den Referenzwerten am Geldmarkt

Am US-Dollar-Geldmarkt spielte der US-Schatzwechsel einst eine herausragende Rolle als Grundlage für die Preisbildung, als Mittel zur Absicherung und zum Eingehen von Positionen sowie als Basiswert für Futures-Kontrakte. Vor 25 Jahren wurde, zusätzlich zu einem gut entwickelten Kassamarkt für Schatzwechsel, ein Futures-Kontrakt auf 3monatige Schatzwechsel eingeführt. Dieser Kontrakt erwies sich als sehr erfolgreich, und im Sommer 1982 war es so weit, dass der Tagesumsatz der Schatzwechselfutures die Schatzwechsel-Kassamarktumsätze der berichtenden Händler überstieg.

1981 wurde ein Futures-Kontrakt auf eine „Serie“ von Einlagenzertifikaten grosser US-Banken eingeführt. Der Kontrakt sah die Kassalieferung der Zertifikate jeder beliebigen der führenden 10 Banken vor. Der Kontrakt war anfänglich erfolgreich, litt aber nach August 1982 darunter, dass die Anleger angesichts der Schuldenkrise der Entwicklungsländer stärker nach Bonität der Banken differenzierten. Eine Variante des Gresham-Gesetzes begann zu wirken, d.h. die Zertifikate der Banken mit der niedrigsten Bonität konnten am billigsten gekauft werden und wurden daher routinemässig geliefert. Als Folge dieses Prozesses, bei dem die schlechte Bonität die gute verdrängte und die Ereignisse in Lateinamerika die Preisbildung der Kontrakte beeinflussten, fand der Kontrakt keine Verwendung mehr.

Im Frühjahr 1982 wurde aber in Chicago der Handel mit einem besser konzipierten Futures-Kontrakt auf Banksätze aufgenommen. Dieser Eurodollarkontrakt, der auf einem „getrimmten“ (um Extremwerte bereinigten) Durchschnitt der publizierten Sätze einer Gruppe erstklassiger internationaler Banken in London beruhte, gestattete eine Barabwicklung. Im September 1982 wurde in London der Handel mit einem ähnlichen Kontrakt aufgenommen; dieser sah jedoch die Lieferung bei Abwicklung sowie die Barabwicklung vor (um nicht den britischen Glücksspielgesetzen zuwiderzulaufen). Die Umsätze dieser Kontrakte wuchsen langsam; der Chicagoer Kontrakt erhielt dabei Auftrieb durch die Nähe seines Handlungsparketts zu demjenigen des Schatzwechselkontrakts. Diese Nähe erleichterte den Handel mit dem sogenannten TED-Spread, d.h. der Differenz zwischen dem Zinssatz des Schatzwechsels („Treasury“) und dem Eurodollarsatz. Der Handel mit dem Eurodollarkontrakt erlebte jedoch 1984 einen Aufschwung, und noch im selben Jahr überholte sein Umsatz den des Schatzwechselkontrakts (Grafik 1, links).

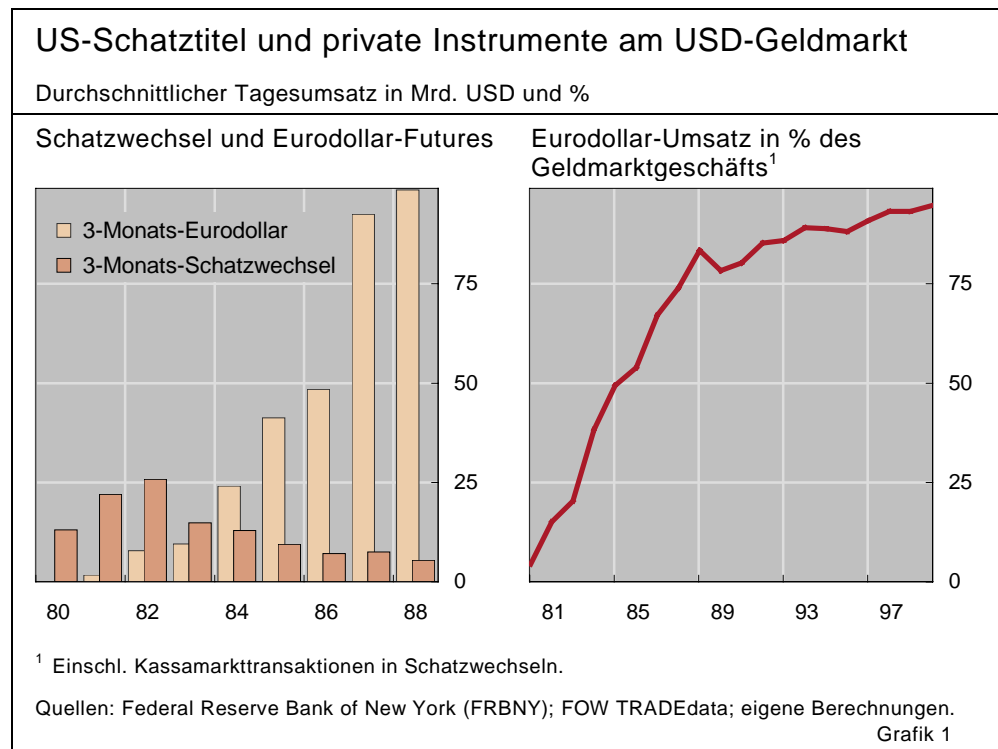
Diese Entwicklung war um so überraschender, als der Schatzwechselkontrakt im Gegensatz zum Eurodollarkontrakt von einem umsatzstarken Basiswert profitierte. Darüber hinaus besass der Schatzwechselkontrakt eine stärkere Bonitätsgrundlage in den Steuereinnahmen des US-Schatzamtes und hatte sich schon vor der Einführung des Konkurrenzprodukts etabliert. Wie erklärt sich dann, dass dieser Eurodollarkontrakt den US-Schatzwechsel als meistverwendeten Referenzwert am US-Dollar-Geldmarkt verdrängte? Die Antwort lautet offenbar, dass sich die herausragende Bonität des Schatzwechsels letztlich zu seinem Nachteil auswirkte. Eine Bank, die ihre kurzfristigen Aktiva und Passiva aufeinander abstimmen oder eine Position mit Blick auf die

In Chicago 1982 Aufnahme des Handels mit einem Eurodollar-kontrakt ...

... der zwei Jahre später den Schatzwechselkontrakt überholt

Eurodollarsatz
näher an Zinssätzen für private Wertpapiere

allgemeinen Zinserwartungen eingehen wollte, fand in den Eurodollarsätzen einen sehr viel besseren Näherungswert für ihre eigenen Finanzierungsgrenzkosten und Kreditzinssätze als beim US-Schatzwechsel. Ebenso merkte ein Händler, der ein Portfolio kurzfristiger Instrumente wie Einlagenzertifikate, Bankakzepte und Commercial Paper absichern wollte, dass der Eurodollarsatz die Zinssätze dieser privaten Wertpapiere besser nachbildete als der Schatzwechselsatz. Wenn der Händler ein Portfolio privater Wertpapiere mit einer Short-Position in Schatzwechselfutures absicherte, setzte er sich damit dem sogenannten Basisrisiko aus, d.h. einer Ausweitung des TED-Spreads.



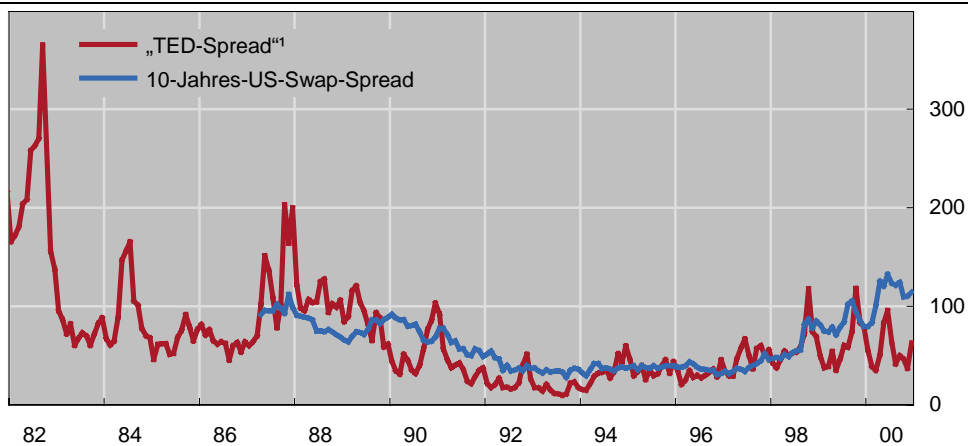
1984 nach Flucht
in die Qualität
Versagen von
Absicherungen mit
US-Schatz-
wechseln

Traumatische Ereignisse am Geldmarkt warfen ein Schlaglicht auf das Risiko, einen Staatspapier-Zinssatz als Näherungswert für private Zinssätze zu verwenden. Im Frühjahr 1984 löste der Run auf die Continental Illinois Bank eine Flucht in die Qualität aus, die zu einer plötzlichen Ausweitung des TED-Spreads führte (Grafik 2). Damals waren Long-Positionen in Papieren des privaten Sektors mit einer Short-Position in Schatzwechseln grob abgesichert worden, was fehlschlug und Verluste auf beiden Seiten zur Folge hatte, da der Preis der privaten Papiere sank und der der Schatzwechsel stieg.

Plötzliche starke Ausschläge des TED-Spreads können auch Ausdruck eines Ungleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage sein. Im Frühjahr 1987 stiess eine starke Nachfrage nach Schatzwechseln seitens der Zentralbanken, die gerade erst zur Stützung des Dollars interveniert hatten, auf ein wegen unerwartet hoher Steuereinnahmen verringertes Angebot. Vorfälle dieser Art zwangen die Marktteilnehmer dazu, ihre traditionelle Praxis zu überdenken; dies ging so weit, dass der starke Liquiditätsvorsprung des etablierten Schatzwechselkontrakts ausgehöhlt wurde.

Renditenabstand zwischen US-Schatztiteln und privaten Instrumenten

Basispunkte



¹ Gemessen als Monatsdurchschnitt des Abstands der 3-Monats-Sätze von Schatzwechsel („Treasury bill“) und Eurodollar.

Quellen: Datastream; eigene Berechnungen.

Grafik 2

Diese Substitution eines Staatstitels durch ein privates Instrument tendierte dazu, sich über einen „Kipfeffekt“ („tipping“) selbst zu verstärken. Damit ist eine strategische Situation gemeint, in der die Vorteile, die eine bestimmte Wahl für einen Marktteilnehmer mit sich bringt, in positiver Weise von einer ähnlichen Wahl anderer Marktteilnehmer abhängen.⁸ Je mehr Banken und Händler im vorliegenden Fall vom Schatzwechselkontrakt zum Eurodollar-kontrakt wechselten, desto mehr gewann der letztere an Tiefe und Liquidität und desto attraktiver wurde er für andere Marktteilnehmer. Dieser Prozess wurde nicht bis zur letzten Konsequenz vorangetrieben, d.h. der Eurodollar-kontrakt verdrängte zwar den Schatzwechselkontrakt an den Futures-Märkten, ohne ihn aber gänzlich zum Verschwinden zu bringen (Grafik 1, rechts).⁹

Eine interessante Frage ist, inwieweit diese Koexistenz den Marktkräften zuzuschreiben ist oder gesetzlichen und institutionellen Schranken zugunsten des Schatzwechsels. Beispielsweise bildete noch 1999 der Zinssatz für Schatzwechsel die Preisbasis für die Studentendarlehen, die von der US Student Loan Marketing Association unterstützt wurden; erst dann konnten

Entstehen eines „Kipfeffekts“ bei den Referenzwerten

⁸ Thomas C. Schelling, *Micromotives and Macrobehavior* (New York: Norton, 1978). S. auch BIZ, 70. Jahresbericht (Basel: Juni 2000), S. 131-134.

⁹ Marcia Stigum stellt in *The Money Market*, 3. Auflage (Homewood, Illinois: Dow Jones-Irwin, 1990), S. 757, die Frage, ob der Schatzwechselfuture ein aussterbender Kontrakt sei („Bill Futures: A Dying Contract?“).

die Banken beim US-Kongress durchsetzen, dass die Zinssätze von Studentendarlehen auf einem Zinssatz für private Schuldner beruhen sollten.¹⁰

Wandel bei den Referenzwerten am Anleihemarkt?

Wandel am Anleihemarkt erfordert robusten privaten Referenzwert

Ist zu erwarten, dass auch am Anleihemarkt ein Satz für private Schuldner zum Referenzsatz wird? Die obenstehenden Erörterungen führen zu dem Schluss, dass die Antwort auf diese Frage davon abhängt, ob ein robuster privater Referenzwert zur Verfügung steht und ob es zu starken Ausschlägen bei den Zinsdifferenzen Schatzamt/private Schuldner kommt.

Die Aussichten, dass ein privates Instrument die Schatzanweisungen und -anleihen verdrängt, wären gering, wenn es keinen standardisierten Zinssatz für private Schuldner gäbe. Nötig ist eine Konvention für das längere Ende der Zinsstrukturkurve, etwas Ähnliches wie ein getrimmter Durchschnitt von 3-Monats-Sätzen einer Gruppe von Banken, der einen vereinheitlichten, erstklassigen privaten Kreditreferenzsatz für den Dollar-Geldmarkt bietet. Langfristig verfügbare Durchschnittswerte der Renditen umlaufender erstklassiger privater Anleihen entsprechen nicht ganz den Anforderungen. Seit Mitte der achtziger Jahre besteht jedoch am ausserbörslichen Derivatmarkt eine attraktive Alternative: der Festsatz, den bedeutende Banken in einem Zinsswap gegen Eurodollar einzutauschen bereit sind.

Vorteile des Zinsswapsatzes gegenüber einem Durchschnitt von Anleiherenditen

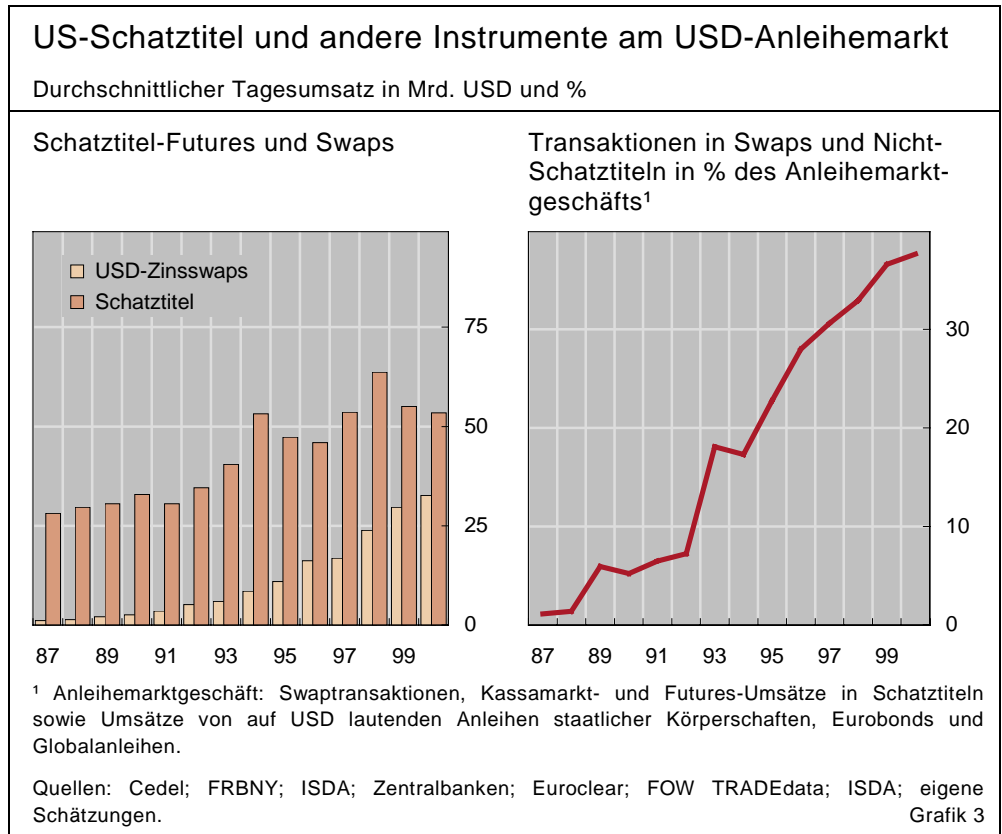
Der Zinsswapsatz hat gegenüber einem Durchschnitt der Renditen umlaufender Anleihen mehrere Vorteile. Da neue Swaps mit einer bestimmten Laufzeit jeden Tag gehandelt werden, bleibt ihre Laufzeit von Tag zu Tag konstant, im Gegensatz zur variablen Durchschnittslaufzeit eines Index umlaufender Anleihen. Ausserdem werden die Sätze für neue Swaps zu pari notiert, so dass die Steuer- und Rechnungslegungseffekte entfallen, die bei den Sekundärmarktpreisen für Anleihen eintreten, wenn diese mit einem Auf- oder Abschlag gehandelt werden.

LTCM-Fall machte das Risiko bei Absicherungen mit Schatztitel-Kontrakten deutlich

In den letzten Jahren sind überdies an den Anleihemärkten ähnliche Ereignisse eingetreten wie die Continental-Illinois-Episode am Geldmarkt. Insbesondere der Fall Long-Term Capital Management im Jahr 1998 war ein schwerer Schlag für die Praxis, private Instrumente wie hypothekarisch gesicherte Wertpapiere oder Unternehmensanleihen am Kassa- oder Futures-Markt mit Short-Positionen in Schatzanweisungen oder -anleihen abzusichern. Da die

¹⁰ Auf Ersuchen von Banken fügte der US-Kongress in den *Higher Education Amendments Act* von 1998 eine Anweisung an das Congressional Budget Office ein, einen Wechsel der Referenz-Zinssätze für Studentendarlehen zu prüfen, nämlich von Schatzwechseln zum Eurodollarsatz (LIBOR) oder einem anderen Zinssatz für private Schuldner. 1999 verfügte der Kongress dann im *Ticket to Work and Incentives Improvement Act* einen vorläufigen, bis 2003 geltenden Wechsel des Referenzsatzes zum Satz für 3monatiges Commercial Paper, der meist nahe dem LIBOR liegt. S. Congressional Budget Office, *A Framework for Projecting Interest Spreads and Volatilities*, Memorandum, Januar 2000. Die Wahl des Satzes für 3monatiges Commercial Paper als Basissatz für Studentendarlehen erstaunte ein wenig. Dass der Satz für 3monatiges Commercial Paper sich praktisch parallel zu LIBOR entwickelt, ist so ziemlich das einzige, was für ihn spricht. Stigum, op. cit., S. 728, vermerkt, dass ein Futures-Kontrakt für 90tägiges Commercial Paper der Qualität A-1, P-1 nie grosses Interesse gefunden habe, da sich der Markt für Commercial Paper in Wirklichkeit auf Commercial Paper mit einer Anfangslaufzeit von höchstens 30 Tagen konzentriere.

Absicherung auch hier lediglich annähernd war, erlitten solche Portfolios Verluste sowohl auf der Long-Position in privaten Schuldtiteln als auch auf der Short-Position in Staatspapieren. In jüngerer Zeit haben Ankündigungen des Rückkaufs von Schatztiteln tendenziell ebenfalls die Spreads vergrößert, genau so, wie früher ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage die Spreads am Geldmarkt veränderte.



Da die privaten Instrumente über einen brauchbaren Referenzwert verfügen und da sie von Vorfällen einer massiven Ausweitung der Spreads profitieren, gewinnen sie am Anleihemarkt gegenüber den US-Schatztiteln an Boden. Mit anderen Worten: Es bestehen Anzeichen für einen Wechsel des Referenzwerts von Schatztiteln zu Swaps. Der Handel mit Swaps (und auf Swaps beruhenden Optionen, den sogenannten Swaptions) hat gegenüber dem Handel mit Futures und Optionen auf Schatzanweisungen und -anleihen zugelegt (Grafik 3, links). Bezieht man zusätzlich Kassamarktgeschäfte ein, erhält man qualitativ ähnliche Ergebnisse (Grafik 3, rechts). Besonders bemerkenswert ist, dass die Transaktionen mit zinstragenden US-Schatzpapieren 1998 einen Gipfelpunkt erreichten, während die Transaktionen mit privaten Instrumenten immer noch zunehmen. Ein Vergleich der linken Bilder der Grafiken 1 und 3 mit den jeweiligen rechten Bildern legt den Schluss nahe, dass der Prozess am Anleihemarkt derzeit in eine ähnliche Phase eingetreten ist wie Mitte der achtziger Jahre am Geldmarkt.

Anzeichen für Wechsel des Referenzwerts von Schatztiteln zu Swaps

Jeder Wechsel eines Teilnehmers zieht andere nach

Wie am Geldmarkt wollen auch die Teilnehmer am Anleihemarkt dort handeln, wo andere handeln.¹¹ Jeder Marktteilnehmer, der private Schuldinstrumente nicht mehr mit US-Schatztiteln absichert, entzieht dem Schatztitelmarkt Liquidität und führt sie dem Swapmarkt zu; damit erhöht sich der Anreiz für andere Marktteilnehmer, es ihm nachzutun.

Nach wie vor ausserbörslicher Handel mit Swaps ...

Blickt man in die Zukunft, dürften private Instrumente am Anleihemarkt immer noch mit grösseren Nachteilen zu kämpfen haben als am Geldmarkt in den frühen achtziger Jahren. Insbesondere werden Swaps nach wie vor ausserbörslich gehandelt, obwohl verschiedentlich Vorstösse unternommen wurden, einen Börsenhandel mit Swaps einzuführen. Eine Erklärung dafür ist, dass die Kunden auf den massgeschneiderten Charakter der Swaps Wert legen. Diese Erklärung ist zwar gewiss nicht falsch, es ist aber zweifellos auch so, dass sich Banken mit höherer Bonität dem Übergang des Swaphandels von einem dezentralisierten Telefonmarkt an eine zentralisierte Börse widersetzen. Eine zentralisierte Marktstruktur würde eine homogenere Bonität der Händler bewirken und damit den Wettbewerbsvorsprung derjenigen mit höherem Rating schmälern, insbesondere die derzeitige Präferenz der Kunden für einige wenige erstklassige Gegenparteien, da viele Kontrakte über Jahre laufen. (Die aktivsten Swaphändler profitieren möglicherweise auch von internen Informationen über die Auftragsströme.) Trotz der Ausbreitung von Besicherungsanforderungen, die auch Teilnehmern mit niedrigerer Bonitätseinstufung den Zugang zum Markt ermöglichen, leidet der Swapmarkt wahrscheinlich unter höheren Transaktionskosten und bleibt weniger liquide, als er vermutlich wäre, wenn Swaps an einer Börse gehandelt würden.

... allerdings könnte weltweite Konsolidierung im Bankgeschäft zum Handel an organisierter Börse führen

Die anhaltende globale Konsolidierung im Bankgeschäft dürfte es jedoch schwieriger machen, Swaps auch weiterhin ausschliesslich ausserbörslich zu handeln, weil es risikobewussten Kunden zunehmend schwer fällt, das Adressenausfallrisiko zu diversifizieren, vor allem in ihrem Derivatgeschäft. Die wachsende Konzentration des Swapgeschäfts könnte ironischerweise einen starken Druck in Richtung jener äussersten Konzentration des Handels – einer organisierten Börse – bewirken. In einer Börsenorganisation wird das Adressenausfallrisiko natürlich von der Börse selbst übernommen, wobei mit den Börsenteilnehmern Vereinbarungen über Verlustbeteiligungen getroffen werden können.

¹¹ Im Überblick zum Bericht *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications* des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (Basel, 1999) wird die Tendenz erörtert, dass sich die Liquidität an Staatspapiermärkten auf die Referenzemissionen konzentriert (s. insbesondere S. 15/16). In einem Papier, das Teil dieser Studie ist, „Liquidity in U.S. Treasury spot and futures markets“, untersuchen Michael Fleming und Asani Sarkar die Konzentration der Liquidität auf bestimmte Laufzeiten an den Märkten für US-Schatztitel, während Hideaki Higo in „The change of liquidity in the life cycle of Japanese government securities“ zu dem Befund gelangt, dass japanische Staatsanleihen, die ursprünglich Referenzwerte waren, auch dann noch höhere Umsätze erzielten, als sie ihren Referenzstatus schon seit längerem eingebüsst hatten.

Schlussbemerkungen

Die Besorgnis, moderne Anleihemärkte könnten ohne Staatspapiere, einschliesslich der US-Schatzpapiere, nicht effizient funktionieren, ist vermutlich fehl am Platz. Am Geldmarkt musste der US-Schatzwechsel seine Vorrangstellung bereits an Bankverbindlichkeiten abgeben, und eine ähnliche Entwicklung könnte am Anleihemarkt im Gang sein. Möglicherweise ist die zentrale Rolle von Staatsschuldtiteln lediglich ein Relikt der Finanzmarktpraxis in Kriegszeiten, und in Friedenszeiten wechseln die Märkte dann ganz natürlich zu privaten Schuldtiteln als Referenzwerten. So gesehen würde jede nachhaltige Verringerung des Bestands an Staatsschuldtiteln einen schon weit fortgeschrittenen Prozess lediglich beschleunigen.

Aber selbst wenn man dieser Sicht zustimmt, bleiben einige schwierige Fragen. Könnte – in einem Umfeld eines stark verringerten Angebots an Staatsschuldtiteln – eine Flucht in die Qualität eine noch stärkere Ausweitung des Zinsabstands zwischen staatlichen und privaten Schulden auslösen, mit negativen Folgen für die Bonität von Portfolios, die noch diesem Spread-Risiko ausgesetzt sind? Und falls Staatsschuldtitel ganz verschwinden, würde an Stelle des jetzigen Runs von privaten zu staatlichen Titeln wie früher ein Run von privaten Papieren zu Währung oder Bargeld stattfinden?

Nachhaltige Verringerung der Staatsschulden würde private Referenzwerte nur zusätzlich fördern

Die Umsetzung internationaler Standards zur Stärkung der Finanzsysteme

Eine breit angelegte Strategie

Internationale Standards zur Stärkung der Krisenfestigkeit inländischer Finanzsysteme

Im Gefolge der jüngsten Finanzkrisen hat die internationale Gemeinschaft die Notwendigkeit unterstrichen, konkrete Schritte zu unternehmen, um die nationalen Finanzsysteme weniger krisenanfällig zu machen. Die Entwicklung und Umsetzung von Standards zur Förderung einer solideren Politik und zur Stärkung der institutionellen Grundlagen sowie der Märkte spielten bei diesen Bemühungen, die nationale und internationale Finanzstabilität zu wahren, eine ganz wesentliche Rolle.

Breit angelegte Strategie zur Förderung der Umsetzung

Die verschiedenen internationalen Initiativen im Bereich der Standards bilden praktisch die Bausteine einer breit angelegten Strategie zur Förderung der Umsetzung von Standards. Aufbauend auf diesen Vorarbeiten hat das Forum für Finanzstabilität (FSF) im vergangenen Jahr eine Implementation Task Force eingerichtet, an der sowohl Standardisierungs- und Aufsichtsinstanzen, nationale Behörden aufstrebender und entwickelter Volkswirtschaften als auch internationale Finanzorganisationen und Fachgruppen beteiligt sind. Bei der Ausarbeitung einer solchen Strategie¹² ist nach Auffassung der Task Force folgendes besonders notwendig:

- Förderung der Eigenverantwortung der Länder, was die Notwendigkeit der Umsetzung von Standards betrifft;
- Prioritäten für die Umsetzung der Standards, wobei die jeweilige Situation in den einzelnen Ländern zu berücksichtigen ist;
- Bewertungsverfahren, die bei der Überprüfung der Einhaltung der grundlegenden Standards als Hilfsmittel dienen können;
- vom IWF und von der Weltbank koordinierte Bewertungen, um Schwachstellen, Prioritäten für die Umsetzung und den Bedarf an technischer Unterstützung besser ausmachen zu können;
- hinreichende Anreize des öffentlichen Sektors und des Marktes für die Umsetzung von Standards und

¹² Die Task Force zur Umsetzung von Standards wurde von Andrew Sheng, Vorsitzender der Hong Kong Securities and Futures Commission, geleitet. S. den vom FSF gebilligten und im März 2000 herausgegebenen Bericht der Task Force unter www.fsforum.org/reports.

- die notwendigen internationalen Ressourcen, um durch technische Unterstützung und Schulungsmassnahmen die Kapazitäten für eine wirksame und dauerhafte Umsetzung zu schaffen.

Im folgenden wird näher darauf eingegangen, wie die genannten Voraussetzungen für eine erfolgreiche Umsetzungsstrategie erreicht werden können.

Eigenverantwortung

Ein klarer Sinn für Eigenverantwortung seitens der Länder – zu der auch ein nationaler Konsens und entsprechende Zusagen der Politik gehören – ist für die Förderung der Umsetzung internationaler Standards von ausschlaggebender Bedeutung. Aufgrund der Komplexität der Finanzsysteme werden im Zuge der Umsetzung von Standards viele nationale Akteure und Instanzen und zahlreiche tiefverwurzelte Interessen betroffen. Dies kann schwierige Fragen aufwerfen für die Mitarbeiter der nationalen Behörden, die für Fragen der Finanzstabilität verantwortlich sind; viele von ihnen sind durchaus bestrebt, Standards umzusetzen, und wissen bereits, wo Verbesserungen notwendig wären. Das Zustandekommen eines angemessenen nationalen politischen Konsenses in bezug auf die Notwendigkeit der Umsetzung kann dazu beitragen, diese Schwierigkeiten zu überwinden. Externe Bewertungen, bei der Schwachstellen durch Aussenstehende objektiv beurteilt werden, können dabei helfen, den nationalen politischen Konsens, der für die notwendigen und wünschenswerten Änderungen Voraussetzung ist, zu erreichen. Die internationale Gemeinschaft hat ebenso ein grosses Interesse an der Umsetzung solider Praktiken, da sich Finanzkrisen auch auf andere Länder auswirken können. Doch gilt es, internationalen „Druck“ wohl dosiert anzuwenden, um die Bemühungen um den notwendigen nationalen Konsens nicht zu gefährden. Bei der Umsetzung kommt es vor allem darauf an, ein ausgewogenes Verhältnis zu finden zwischen dem Tempo, das der nationale Konsens und die jeweiligen Kapazitäten zulassen, und dem, das global betrachtet wünschenswert wäre.

Eigenverantwortung der Länder – mit nationalem Konsens und politischer Unterstützung – erfolgsentscheidend

Prioritäten

Die Umsetzung sämtlicher Standards (im FSF-Kompendium sind über 60 enthalten) wäre eine schwierige Aufgabe und mehr, als die meisten Volkswirtschaften in absehbarer Zeit realistischerweise erreichen könnten. Deshalb müssen auf jeden Fall in bezug auf die einzelnen Länder jeweils Prioritäten festgelegt werden, wobei zu beachten ist, dass zwischen vielen Standards Wechselbeziehungen bestehen (die Wirksamkeit der Aufsicht hängt z.B. von der Qualität der zugrundeliegenden Verfahren der Rechnungslegung und des gesetzlichen Rahmens ab). Um die Umsetzung zu vereinfachen, hat das FSF 12 zentrale Standards zur Stärkung von Finanzsystemen vorgeschlagen, die – unter Berücksichtigung der besonderen Verhältnisse in den jeweiligen Ländern – vorrangig umgesetzt werden sollten (s. Kasten am Schluss dieses Artikels). Diese zentralen Standards gliedern sich in drei Hauptkategorien: makroökonomische Politik und Datentransparenz, institutionelle Rahmenbe-

Prioritäten je nach Land festzulegen

dingungen und Marktinfrastruktur sowie Aufsicht über den Finanzsektor. Die zentralen Standards werden im *Compendium of Standards* besonders hervorgehoben; das Kompendium steht auf der Website des FSF zur Verfügung (www.fsforum.org).

Bewertungsverfahren

Derzeitige Praktiken an Standards messen

Für die Festlegung von Umsetzungsprioritäten ist es wichtig zu wissen, wo die derzeitige Praxis einer Volkswirtschaft wesentliche Lücken gegenüber internationalen Standards aufweisen könnte. Die meisten Standards sind in Form von recht allgemein gehaltenen Grundsätzen gefasst. Eine angemessene Beurteilung, ob die Standards erfüllt sind, erfordert deshalb sehr viel Erfahrung sowohl in bezug auf die Standards selbst als auch hinsichtlich der tatsächlichen Praxis in einer Volkswirtschaft. Um die Umsetzung zu unterstützen, verwenden bzw. erarbeiten viele Standardisierungsinstanzen klar definierte Kriterien und Verfahren, die bei der Überprüfung der Einhaltung ihrer Standards als praktische Hilfestellung dienen können. Mit diesen Verfahren kann ein Gesamtbild der Stärken und Schwächen des geprüften Systems gewonnen werden.

Bewertungsrahmen

Eine regelmässige Bewertung der Fortschritte bei der Umsetzung der Standards kann für die Entwicklung von Aktionsplänen zur Förderung der Umsetzung und zur Feststellung des Bedarfs an technischer Unterstützung und Schulung eine wichtige Rolle spielen. Es gibt unterschiedliche Arten von Bewertungen: Selbstbewertungen, Bewertungen durch Gleichrangige oder Bewertungen durch hinzugezogene Fachleute. Die von den Standardisierungsinstanzen erarbeiteten Bewertungsverfahren dürften dabei als nützliche Hilfestellung dienen.

IWF/Weltbank: FSAP zur Beurteilung von Schwachstellen im Finanzsektor ...

Selbstbewertungen sind zwar zunächst im Sinne einer Bestandsaufnahme nützlich, doch hat die Erfahrung gezeigt, wie wichtig es ist, parallel zu einer Selbstbewertung immer auch eine unabhängige Überprüfung der Einhaltung der Standards durch Externe durchzuführen. Der IWF und die Weltbank haben kürzlich ein Rahmenkonzept vorgelegt, nach dem die Einhaltung von Standards und einschlägigen Grundsatzregelungen in Zusammenarbeit mit staatlichen Stellen und anderen internationalen Gremien überprüft wird. Eine der wichtigsten Initiativen in diesem Bereich ist das gemeinsam vom IWF und der Weltbank aufgelegte *Financial Sector Assessment Programme (FSAP)*; mit diesem Programm sollen Schwachstellen im Bereich des Finanzsektors analysiert und Entwicklungsprioritäten erarbeitet werden. Das FSAP beinhaltet u.a. eine Bewertung der Standards des Finanzsektors und ist ein gemeinsames Projekt einer Reihe staatlicher Behörden und Standardisierungsinstanzen. Eine weitere bedeutende Initiative waren die vom IWF und der Weltbank versuchsweise lancierten *Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSC)*. Diese Berichte enthalten zusammenfassende Bewertungen der Fortschritte einer Volkswirtschaft bei der Einhaltung international anerkannter Standards

... und ROSC als Informationsmedium für Umsetzung

und Kodizes in verschiedenen Bereichen. Dazu gehört derzeit auch eine Beurteilung der Standards des Finanzsektors, die im Zusammenhang mit dem FSAP¹³ bewertet werden, sowie der Standards hinsichtlich der Weitergabe von Daten und Transparenz im Fiskalbereich. Zusätzlich werden noch die Standards der Bereiche Unternehmensführung, Rechnungslegung und Prüfwesen beurteilt.¹⁴

Anreize

Eigeninteresse sollte bei der Umsetzung der Standards die Hauptmotivation sein. Aufgrund der hohen Kosten von Finanzkrisen haben die Länder ein Interesse daran, ihre Wirtschaft krisenresistenter zu machen. Ferner trägt ein solides, gesundes Finanzsystem durch eine höhere Sparquote, eine bessere Ressourcenallokation und eine effizientere Bereitstellung von Finanzdienstleistungen zu einem höheren Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens bei.

Eigeninteresse
wichtige
Motivation ...

Zusätzlich zum Eigeninteresse als Hauptantriebskraft können Anreize des öffentlichen Sektors und des Marktes bei der Umsetzung helfen. Nach Vorlage des Berichts der Implementation Task Force des FSF wurde eine Arbeitsgruppe eingesetzt, um zu prüfen, mit welchen Anreizen Länder dazu veranlasst werden könnten, internationale Standards umzusetzen.¹⁵ Dabei ging es sowohl um Anreize, die die Marktteilnehmer schaffen könnten, als auch um solche, die über Regelungen im Bereich der Aufsicht und des Marktzugangs eingeführt werden könnten.

Da Standards zu einer Stärkung sowohl der nationalen als auch der internationalen Finanzsysteme beitragen können, hat der öffentliche Sektor ein Interesse daran, Anreize zur Förderung der Umsetzung zu schaffen. Die Anreize seitens der internationalen Gemeinschaft beinhalten u.a. Massnahmen, die die Länder ermutigen, Bewertungen durchzuführen und deren Ergebnisse offenzulegen, mit den internationalen Finanzorganisationen einen Grundsatzdialog aufzunehmen und sich an einem gegenseitigen Austausch mit anderen Ländern zu beteiligen. Derartige Massnahmen sind bei Bedarf durch technische Hilfestellung und entsprechende Ressourcen zu ergänzen. Im Falle von öffentlichen Geldern – wie der Vorsorgekreditlinie des IWF – wird die Unterstützung teilweise auch zum vornherein von Fortschritten bei der Umsetzung von Standards abhängig gemacht. Die nationalen Aufsichtsbehörden könnten ebenfalls Anreize schaffen, indem sie z.B. die Verwendung

... unterstützt
durch öffentliche
Anreize ...

¹³ In allen FSAP sind Beurteilungen anhand der *Grundsätze einer wirksamen Bankenaufsicht* und des *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies* eingeschlossen. Je nach der Situation in den einzelnen Ländern sind auch Bewertungen der Umsetzung von Grundsätzen für den Wertpapierhandel, die Versicherungsaufsicht und Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme vorgesehen.

¹⁴ Nähere Angaben zu diesen Berichten und zu dem für eine Reihe von Volkswirtschaften verfügbaren ROSC-Schema s. IMF-Website: www.imf.org/external/standards/index.htm.

¹⁵ Vorsitzender der Arbeitsgruppe „Anreize zur Förderung der Umsetzung von Standards“ ist Dr. Axel Nawrath, Ministerialdirigent im deutschen Finanzministerium. Zum Bericht der Gruppe, der im September 2000 vom FSF gebilligt wurde, s. www.fsforum.org/reports.

von Informationen über die Einhaltung von Standards bei der Risikobewertung durch Finanzinstitute fördern und diese Informationen auch in ihren Marktzugangsentscheidungen berücksichtigen.

... Marktanreize langfristig aber wohl am wirkungsvollsten

Eigeninteresse und staatliche Anreize sind zwar bei der Förderung der Umsetzung von Bedeutung, doch allein sind sie sicherlich nicht ausreichend. Marktanreize – diese sind gegeben, wenn die Einhaltung von Standards Auswirkungen auf die Bewertung von Aktiva und auf Allokationsentscheidungen hat – sind langfristig wahrscheinlich das wirksamste Mittel. Deren Wirkung hängt jedoch von einer Reihe von Voraussetzungen ab. So müssen die Marktteilnehmer mit den internationalen Standards vertraut sein und diese bei ihren Risikobewertungen als relevant erachten. Ferner müssen die Marktteilnehmer Zugang zu glaubwürdigen und aktuellen Informationen über die Einhaltung von Standards haben, und diese Informationen müssen sich in der Preisfestsetzung für Vermögenswerte sowie in Allokationsentscheidungen niederschlagen.

Potential für Marktanreize noch stärker zu fördern

Die Arbeitsgruppe nahm mit verschiedenen Marktteilnehmern der wichtigsten Finanzplätze (einbezogen waren über 100 Finanzinstitute aus 11 Ländern) informelle Kontakte auf, um sich ein Bild zu machen, inwieweit diese Voraussetzungen erfüllt sind. Die bisherigen Sondierungen durch das FSF, den IWF und die Weltbank haben gezeigt, dass Marktanreize durchaus funktionieren können. Es wurde jedoch auch klar, dass noch an vielen Stellen bedeutende Anstrengungen unternommen werden müssen, um das Bewusstsein der Märkte für internationale Standards sowie die Berücksichtigung der Standards in Bewertungs- und Allokationsentscheidungen zu fördern. Die nationalen Behörden, der IWF, die Weltbank, die Standardisierungsinstanzen und auch das FSF setzen ihre Arbeiten in dieser Richtung u.a. durch Veröffentlichungen, Konferenzen, Seminare und weitere informelle Kontakte fort. Parallel dazu laufen mehrere Initiativen des Privatsektors. Für eine Stärkung der Marktanreize ebenfalls wünschenswert sind weitere Analysen, wie sich die Umsetzung von Standards auf die Risikobewertung auswirken kann, sowie Bemühungen um eine bessere Darstellung der Informationen über die Fortschritte, die die einzelnen Länder bei der Umsetzung von für Risikobewertungen nützlichen Standards erzielen.

Ressourcen

Unterstützung durch internationale Finanzorganisationen, Standardisierungsgremien und nationale Behörden

Die Umsetzung von Standards ist sehr aufwendig, und viele Länder stossen dabei auf grosse praktische Schwierigkeiten. Der Aufbau von Kapazitäten ist ein Schlüsselfaktor für eine erfolgreiche, dauerhafte Stärkung der Finanzsysteme. Deshalb unterstützen die nationalen Behörden, die internationalen Finanzorganisationen wie die BIZ, der IWF und die Weltbank sowie die Standardisierungsinstanzen die Umsetzung der Standards durch technische Hilfestellung und Schulungsmassnahmen. Das FSF seinerseits hat die BIZ, den IWF und die Weltbank dabei unterstützt, ein Verzeichnis der weltweiten Schulungsangebote zu erstellen; dieses informiert online über die Kurse, die

die jeweiligen Einrichtungen zur Verbesserung der Finanzaufsicht anbieten.¹⁶ Das Verzeichnis, das sich zunächst auf den Bereich der Bankenaufsicht beschränkte, soll um Ausbildungsmöglichkeiten in einem breiten Spektrum an Aktivitäten im Finanzbereich erweitert werden, darunter Versicherungsaufsicht sowie Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme. Der BIZ in Basel angegliedert, arbeitet das Institut für Finanzstabilität daran, mit dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und zunehmend auch mit anderen Standardisierungsgremien Intensivschulungen für Mitarbeiter der Bankenaufsicht anzubieten, um die jeweiligen Finanzsysteme zu verbessern und zu stärken.

Die Nachfrage nach Unterstützung bei der Umsetzung der Standards ist potentiell sehr gross, und natürlich sind auch die Mittel der internationalen Gemeinschaft nicht unbegrenzt. Um einen wirksamen Einsatz der Ressourcen sicherzustellen, ist wichtig, dass die technische Unterstützung gezielt geleistet und in den betreffenden Ländern mit dauerhaftem Nutzen in Anspruch genommen wird.

Gezielter Einsatz knapper Ressourcen für technische Hilfe

Zusammenfassung

Die Umsetzung von Standards an sich reicht zur Sicherung der Finanzstabilität nicht aus. Standards sind auch kein Selbstzweck; ebensowenig sind sie ein magisches Allheilmittel. Vielmehr sollten sie als ein Instrument zur Förderung solider Finanzsysteme – die wiederum ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum fördern – betrachtet werden. Die Umsetzung von Standards wirkt sich auf das Funktionieren des Finanzsektors positiv aus und kann damit insbesondere dazu beitragen, das Entstehen von Risiken und Schwachstellen innerhalb eines Finanzsystems zu minimieren, die zu Krisen mit kostspieligen Konsequenzen für Produktion und Beschäftigung führen können.

Standards kein Allheilmittel, sondern Instrument zur Förderung solider Finanzsysteme und nachhaltigen Wirtschaftswachstums

¹⁶ S. www.fsforum.org/training/home.htm.

Zentrale Standards solider Finanzsysteme

Die folgenden 12 Standards sind nach Auffassung des FSF für solide Finanzsysteme von zentraler Bedeutung und sollten je nach der Situation in den einzelnen Ländern vorrangig umgesetzt werden. Auch wenn der Grad der Zustimmung zu diesen Standards international unterschiedlich ausfällt, gelten sie allgemein als Mindestanforderungen für eine empfehlenswerte Praxis. Einige der zentralen Standards gelten für mehr als einen Bereich. (S. www.fsforum.org/standards/keystds.htm.)

Themenbereich	Zentraler Standard	Verantwortlich
<i>Makroökonomische Politik und Datentransparenz</i>		
Transparenz der Geld- und Finanzpolitik	<i>Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies</i>	IWF
Transparenz der Fiskalpolitik	<i>Code of Good Practices on Fiscal Transparency</i>	IWF
Weitergabe von Daten	<i>Special Data Dissemination Standard (SDDS)/General Data Dissemination System (GDDS)¹</i>	IWF
<i>Institutionelle Infrastruktur und Marktinfrastruktur</i>		
Insolvenz	²	Weltbank
Unternehmensführung	<i>Principles of Corporate Governance</i>	OECD
Rechnungswesen	<i>International Accounting Standards (IAS)</i>	IASC ³
Prüfwesen	<i>International Standards on Auditing (ISA)</i>	IFAC ³
Zahlungsverkehr und Abwicklung	<i>Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind</i>	CPSS
Marktintegrität	<i>The Forty Recommendations of the Financial Action Task Force on Money Laundering</i>	FATF
<i>Aufsicht im Finanzsektor</i>		
Bankenaufsicht	<i>Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht</i>	BCBS
Wertpapieraufsicht	<i>Objectives and Principles of Securities Regulation</i>	IOSCO
Versicherungsaufsicht	<i>Insurance Core Principles</i>	IAIS

¹ Volkswirtschaften, die Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten haben oder diesen anstreben, wird empfohlen, die strengeren SDDS zu übernehmen; allen anderen wird empfohlen, das GDDS zu übernehmen. ² Die Weltbank koordiniert derzeit breit angelegte Arbeiten zur Erarbeitung dieser Grundsätze und Empfehlungen. Der UN-Ausschuss für Internationales Handelsrecht (UNCITRAL), der das *Model Law on Cross-Border Insolvency* im Jahr 1997 gebilligt hat, wird die Umsetzung unterstützen. ³ Das IASC (International Accounting Standards Committee) und der IFAC (International Federation of Accountants) unterscheiden sich von den anderen Standardisierungsinstanzen darin, dass sie dem Privatsektor angehören.

Die wichtigsten Standardisierungsgremien

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS)

Der von den G10-Zentralbanken eingerichtete BCBS dient seinen Mitgliedsländern als Forum für die regelmäßige Zusammenarbeit im Bereich der Bankenaufsicht. Der BCBS erarbeitet allgemeine Standards und Richtlinien für die Aufsicht und empfiehlt Standards für eine empfehlenswerte Praxis im Bankenbereich in der Erwartung, dass die Bankenaufsichtsbehörden Schritte unternehmen, diese umzusetzen (www.bis.org).

Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS)

Der von den G10-Zentralbanken eingesetzte CPSS dient seinen Mitgliedszentralbanken als Forum für die regelmässige Zusammenarbeit im Bereich von Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen. Er verfolgt und analysiert sowohl Entwicklungen hinsichtlich der nationalen Zahlungsverkehrs-, Abwicklungs- und Clearingsysteme als auch hinsichtlich grenzüberschreitender Netting-Vereinbarungen in mehreren Währungen. Daneben dient er der Koordinierung der Überwachungsfunktionen der G10-Zentralbanken bezüglich dieser Netting-Vereinbarungen. Der CPSS erarbeitet allgemeine Aufsichtsstandards und -richtlinien und empfiehlt Standards für eine empfehlenswerte Praxis in der Erwartung, dass die zuständigen Behörden Schritte unternehmen, diese umzusetzen (www.bis.org).

Financial Action Task Force (FATF)

Die 1989 anlässlich des G7-Gipfels in Paris eingesetzte Task Force hat ein Grundsatzpapier mit 40 Empfehlungen zur Bekämpfung der Geldwäsche erarbeitet. Diese Empfehlungen wurden 1996 überarbeitet, um aktuelle Entwicklungen bei der Geldwäsche und mögliche zukünftige Risiken zu berücksichtigen. 26 Länder sind Mitglied der FATF; sie verfolgt die Fortschritte ihrer Mitglieder bezüglich der Massnahmen zur Bekämpfung der Geldwäsche. Pro Jahr wird jeweils eine Selbstbewertung in Verbindung mit einer ausführlicheren gegenseitigen Beurteilung durchgeführt. Daneben analysiert die FATF Trends, Techniken und Gegenmassnahmen im Bereich der Geldwäsche sowie deren Bedeutung für die 40 Empfehlungen und setzt sich aktiv für die Übernahme und Umsetzung der FATF-Empfehlungen durch Nichtmitgliedsländer ein (www.oecd.org/fatf).

International Accounting Standards Committee (IASB)

Das IASB ist eine unabhängige, privatwirtschaftliche Einrichtung, die 1973 mit dem Ziel gegründet wurde, die Grundsätze der Rechnungslegung, die Unternehmen und andere Organisationen weltweit verwenden, zu harmonisieren. Der Vorstand des IASB ist für die Entwicklung und Verabschiedung von internationalen Rechnungslegungsstandards zuständig. Bis heute hat das IASB insgesamt 40 derartiger Standards verabschiedet (www.iasb.org.uk).

International Association of Insurance Supervisors (IAIS)

Die IAIS, die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden, wurde 1994 gegründet und dient den Aufsichtsgremien des Versicherungssektors aus mehr als 100 Rechtssystemen als Forum für ihre Zusammenarbeit. Sie hat die Aufgabe, international anerkannte Grundsätze und Standards für eine wirksame Versicherungsaufsicht zu formulieren. Nach den *IAIS Core Principles*, dem *Insurance Concordat* und mehreren anderen Standards liegt der Schwerpunkt der Arbeiten der IAIS bei den Standards derzeit in den Bereichen Solvenzanforderungen, grenzüberschreitende Dienstleistungsangebote, Management von Anlagerisiken, Überwachung von Finanzkonglomeraten, Rückversicherung, Verhalten am Markt und elektronischer Handel (www.iaisweb.org).

International Federation of Accountants (IFAC)

Der IFAC ist ein Zusammenschluss nationaler berufsständischer Organisationen der im privaten oder öffentlichen Sektor tätigen Buch- bzw. Wirtschaftsprüfer sowie anderer spezialisierter Berufsgruppen, die mit diesen regelmässig in Berührung kommen. Der IFAC verfolgt das Ziel, den Beruf des Wirtschaftsprüfers zu fördern und dessen Standards weltweit zu harmonisieren, um eine kohärente und qualitativ hochstehende Arbeit seiner Mitglieder zu sichern. Der IFAC-Ausschuss für Fragen der internationalen Prüfungspraxis (International Auditing Practices Committee, IAPC) hat die *International Standards on Auditing (ISA)* und die *International Auditing Practice Statements (IAPS)* formuliert (www.ifac.org).

Internationaler Währungsfonds (IWF)

Der IWF entwickelt und überwacht internationale Standards in den Bereichen, die mit seinem Auftrag, das internationale Währungssystem zu überwachen, in direktem Zusammenhang stehen. In Zusammenarbeit mit anderen Standardisierungsgremien hat er internationale Standards für die

Weitergabe und Aufarbeitung von Daten, für Transparenz im Bereich der Fiskal-, Währungs- und Finanzpolitik entwickelt und hat zur Bewertung und Umsetzung internationaler Standards für die Bankenaufsicht beigetragen. Daneben hat der IWF für mehrere Länder versuchsweise Berichte über deren Fortschritte bei der Umsetzung international anerkannter Standards und Richtlinien für eine empfehlenswerte Praxis vorgelegt (www.imf.org).

International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

Die IOSCO dient der Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden für den Wertpapierbereich. Ordentliche Mitglieder sind die staatlichen Aufsichtsbehörden für die Wertpapier- und Futures-Märkte. Die IOSCO entwickelt und fördert Standards für die Wertpapieraufsicht, um die Effizienz und Solidität der Märkte zu sichern. Sie nutzt ihre internationale Zusammensetzung, um Standards für eine wirksame Überwachung internationaler Wertpapiertransaktionen einzuführen, und fördert durch eine strenge Anwendung der Standards sowie durch ein wirksames Vorgehen bei Verstößen die Marktintegrität (www.iosco.org).

Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD)

Die OECD fördert eine Politik, die darauf abzielt, in den Mitgliedsländern nachhaltiges Wirtschaftswachstum und nachhaltige Beschäftigung zu erreichen. In bezug auf die Förderung wirksamer Marktmechanismen tritt die OECD für eine Annäherung der Grundsätze, Gesetze und Richtlinien in den Bereichen Finanzmärkte und Unternehmen ein (www.oecd.org).

IV. Strukturelle und regulatorische Entwicklungen

Initiativen und Berichte zu Finanzinstituten

Oktober

Die Arbeitsgruppe für elektronische Bankdienstleistungen (Electronic Banking Group, EBG) des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht veröffentlichte ein Diskussionspapier und eine Reihe von Weissbüchern über die diesbezüglichen Herausforderungen für die Aufsichtsbehörden im internationalen Raum.¹⁷ Darin hielt die EBG fest, dass elektronische Bankdienstleistungen auf einer Technologie beruhen, die auf eine Ausweitung der „virtuellen“ geographischen Reichweite von Banken und Kunden ausgelegt ist, ohne dass automatisch auch eine entsprechende „physische“ Vergrößerung nötig wäre. Eine solche Ausweitung könnte auch über die nationalen Grenzen hinweg erfolgen. Die EBG unterstrich, dass viele Fragen des internationalen Verkehrs, die sich im Zusammenhang mit dem Boom der elektronischen Bankdienstleistungen ergeben haben, nicht in Betracht gezogen wurden, als die bestehende Regelung des Basler Ausschusses erarbeitet wurde. Sie betonte den besonderen Bedarf an grenzüberschreitender Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden, um die an sie gestellten Herausforderungen im internationalen Raum zu bewältigen; genannt wurden vier Aktionsbereiche:

- i) Erarbeitung wichtiger Grundsätze für ein umsichtiges Risikomanagement bei elektronischen Bankdienstleistungen, aufbauend auf der bisherigen Arbeit.
- ii) Ermittlung, in welchen Bereichen gegebenenfalls die Richtlinien des Basler Ausschusses mit Blick auf eine solide Aufsicht über die grenzüberschreitenden elektronischen Bankdienstleistungen anzupassen sind.
- iii) Förderung der internationalen Zusammenarbeit im Bankgewerbe sowie zwischen dem öffentlichen und dem privaten Sektor, um sowohl die Risiken der elektronischen Bankdienstleistungen als auch sachgerechte Methoden für den Umgang mit diesen auszumachen.

EBG betont aufsichtsbehördliche Zusammenarbeit bei den grenzüberschreitenden elektronischen Bankdienstleistungen

¹⁷ S. *Electronic Banking Group Initiatives and White Papers*, Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Basel, Oktober 2000. Verfügbar auf der BIZ-Website (www.bis.org).

- iv) Förderung und Erleichterung des Austauschs von Arbeitsunterlagen der Bankenaufsicht sowie von Informationen über Schulungsprogramme im Zusammenhang mit elektronischen Bankdienstleistungen.

November

Gruppe von Grossbanken vereinbart Prinzipien zur Bekämpfung der Geldwäsche

Eine Gruppe von 11 international tätigen Banken einigte sich auf die „Wolfsberg-Prinzipien“, eine Reihe von gemeinsamen freiwilligen Richtlinien zur Bekämpfung der Geldwäsche.¹⁸ Die Prinzipien gelten für die Beziehungen einer Bank zu Personen mit hohem Nettovermögen und behandeln u.a. die Annahme von Kunden, Situationen, in denen besondere Aufmerksamkeit nötig ist, Mittel zur Erkennung von ungewöhnlichen oder verdächtigen Tätigkeiten, die wirtschaftliche Berechtigung bei Konten und die Schulung der Bankangestellten. Anderen Banken wurde nahegelegt, die Prinzipien ebenfalls zu übernehmen; für den Umgang mit Instituten, die den Richtlinien zuwiderhandeln, wurde jedoch kein besonderes Verfahren vereinbart.

US-Aufsichtsinstanzen bitten um Stellungnahme zu vereinfachten Eigenkapitalvorschriften für weniger komplexe Finanzinstitute

US-Banken- und Sparkassenaufsichtsinstanzen baten die Öffentlichkeit um Stellungnahmen zu ihrer angekündigten Absicht, eine Regelung zu entwerfen, die vereinfachte aufsichtsrechtliche Eigenkapitalvorschriften für weniger komplexe Finanzinstitute vorsähe.¹⁹ Solche Vorschriften würden den Grundsätzen der revidierten Basler Eigenkapitalvereinbarung entsprechen, sie würden aber den Aufsichtsaufwand von weniger komplexen beaufsichtigten Instituten reduzieren. In der Ankündigung wird um Kommentare zu folgenden Fragen gebeten: Definition eines weniger komplexen Instituts; Bestimmung der Zulassungskriterien für vereinfachte Eigenkapitalvorschriften; Festlegung einer angemessenen Mindesteigenkapitalausstattung für weniger komplexe Institute; Berücksichtigung zusätzlicher Möglichkeiten für die Bemessung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalbedarfs von weniger komplexen Instituten und Klären der Fragen in bezug auf die Einführung der vereinfachten Vorschriften.

Initiativen und Berichte zu den Finanzmärkten und ihrer Infrastruktur

Oktober

Die Schweiz kündigte eine Reduktion der Stempelabgabe ab 1. Januar 2001 an. Inländische Banken, die an Börsen ausserhalb der Schweiz mit Schweizer Wertpapieren handeln, werden auf solchen Transaktionen keine Stempelabgabe leisten müssen. Institutionelle Anleger, die auf eigene Rechnung handeln, sind von der Stempelabgabe ebenfalls befreit.

¹⁸ S. www.wolfsberg-principles.com.

¹⁹ S. www.federalreserve.gov.

Die wichtigsten US-Kreditderivathändler einigten sich darauf, bei gewöhnlichen auf US-Unternehmen ausgestellten Credit-Default-Swap-Kontrakten auf die Umschuldungsklauseln zu verzichten.²⁰ Diese Neuerung wurde vor allem durch die Verluste der Verkäufer von Default-Swaps, die auf die US-Versicherungsgesellschaft Consecoco lauteten, veranlasst. Da die Gesellschaft keinen Zugang zum Commercial-Paper-Markt mehr hatte, war sie gezwungen, ihre Auffangfazilität in Anspruch zu nehmen. Eine anschliessende Umschuldung der Verbindlichkeiten der Versicherungsgesellschaft, die u.a. eine Verlängerung der Auffangfazilität für ein Jahr vorsah, führte zur Auszahlung der auf sie ausgestellten Default-Swaps. Die betroffenen Händler waren der Ansicht, dass ein solches Ereignis den Käufern von Absicherungsinstrumenten Zusatzgewinne bescherte, die nicht gerechtfertigt waren, zumal es zu keinem Ausfall gekommen war. Seither sorgen sich die Händler über die mögliche Einlösung von Default-Swaps im Falle einer Umschuldung, vor allem wenn kein tatsächlicher Ausfall eintritt. Der Vorstoss der US-Händler könnte nicht zuletzt die Liquidität am Markt für Kreditderivate beeinträchtigen, da die europäischen Banken nach wie vor Umschuldungsklauseln anwenden.

US-Händler schaffen Umschuldungsklauseln bei Default-Swaps ab

Das European Securities Forum (ESF) kündigte Pläne zur Schaffung einer einzigen europäischen Gegenpartei und Netting-Einrichtung für alle europäischen Aktien an.²¹ Der Betrieb der Einrichtung werde für externe Unternehmen ausgeschrieben. Wenn dies jedoch zu keiner annehmbaren Lösung führen sollte, werde das ESF die Einrichtung selbst betreiben. Das ESF ist überzeugt, dass angesichts der zukünftigen Entwicklung der Wertpapierhandelssysteme eine vertikale Eigentümerstruktur für einen europaweiten Kapitalmarkt ungeeignet ist. Ausserdem ist die Kosteneffizienz und Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Kapitalmärkte aufgrund der gegenwärtigen Fragmentierung der Geschäftsabwicklung gesunken. Die Pläne des ESF sind als Reaktion auf die nicht zustande gekommene Einigung der Marktteilnehmer über die Schaffung einer europäischen Einrichtung für das Aktien-Clearing zu verstehen.

Pläne des ESF zur Schaffung einer einzigen europäischen Gegenpartei

Die Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC), die weltweit grösste Clearing- und Abwicklungsstelle für Wertpapiere, hat den Finanzdienstleistungssektor aufgerufen, eine globale Lösung für das Clearing zu erarbeiten, damit Kosten und Risiken gesenkt werden können und der Handel mit Finanzinstrumenten überall weiter ausgebaut werden kann. In einem Weissbuch kündigte die DTCC für Anfang 2001 eine internationale Konferenz zu diesem Thema an.²² Dabei wird nicht auf eine Lösung mit einer einzigen zentralen Gegenpartei gepocht. Vielmehr werden eine Reihe von Fragen auf-

Aufruf der DTCC zur Schaffung einer globalen Clearing-Stelle

²⁰ Default-Swaps, die bei einer Umschuldung zur Auszahlung kommen, werden jedoch nach wie vor angeboten.

²¹ Das European Securities Forum, dessen Mitglieder zu den wichtigsten Kunden der europäischen Clearing- und Abwicklungseinrichtungen zählen, wurde 1998 gegründet, um den raschen Übergang zu einer effizienten europäischen Kapitalmarktinfrastuktur voranzutreiben. S. *ESF's Blueprint for a Single Pan-European Central Counterparty*, European Securities Forum, Frankfurt und London, Dezember 2000. Verfügbar auf www.eurosf.com.

²² S. *Central Counterparties: Development, Cooperation and Consolidation*, Depository Trust and Clearing Corporation, New York, Oktober 2000 (verfügbar unter www.dtcc.com).

geworfen, bei denen auf Branchenebene Gespräche, ein gemeinsames Verständnis und eine Einigung erforderlich sind. Dazu gehören Standards in bezug auf Kommunikation und Technologie, Vereinbarungen über gegenseitige Besicherungen und Einschusszahlungen unter den wichtigsten Gegenparteien, gemeinsame Investitionen in die Technologie und das Koordinieren von Geschäftsgrundsätzen und -zielen.

Das London Clearing House kündigte Pläne zum Ausbau seiner Clearing-Dienstleistungen für ausserbörsliche Derivate an. OTCDerivNet, eine neue Gesellschaft, an der acht führende Derivatihändler beteiligt sind, wird auf SwapClear aufbauen, das 1999 für das Clearing von Zinsswaps geschaffen wurde. Diese neue Einrichtung wird das Clearing, das Netting und die tägliche Anpassung der Einschusskonten bei einer breiteren Auswahl von ausserbörslichen Instrumenten und in einer grösseren Anzahl von Währungen vornehmen.

November

Europäische Finanzminister vereinbaren Informationsaustausch über die Ersparniseträge Gebietsfremder

Die europäischen Finanzminister einigten sich auf eine Eindämmung der Steuerhinterziehung in der Europäischen Union.²³ Gemäss den vereinbarten Bestimmungen werden die meisten EU-Länder Informationen über die Erträge von Gebietsfremden aus Ersparnissen austauschen, damit die Steuereinnahmen aus solchen Erträgen dem Herkunftsland eines gebietsfremden Anlegers zufallen. Ländern, die eine rasche Einführung des Informationsaustauschs ablehnen (Belgien, Luxemburg und Österreich), wird eine Übergangsfrist von sieben Jahren gewährt, in der Ersparniseträge mit einer Quellensteuer von 15 % in den ersten drei Jahren und 20 % in den folgenden vier Jahren belegt werden können. Die Vereinbarung sieht vor, dass drei Viertel der Steuereinnahmen an das Herkunftsland des gebietsfremden Anlegers überwiesen werden. Nach der Übergangsfrist werden alle EU-Länder verpflichtet sein, Informationen auszutauschen. Aus Furcht davor, dass diese Vereinbarung zu einer folgenschweren Ersparnisflucht aus der Europäischen Union führen könnte, betonen Luxemburg und Österreich jedoch, dass ihre Unterzeichnung und somit auch das Inkrafttreten der entsprechenden Richtlinie Anfang 2003 davon abhängig gemacht werde, dass die Regelung des Informationsaustauschs auch von verschiedenen Finanzplätzen ausserhalb der EU akzeptiert wird.

Der Ausschuss der Weisen für die Reglementierung der europäischen Wertpapiermärkte hat seinen ersten Bericht herausgegeben.²⁴ Darin werden eine Reihe von Mängeln der EU-Finanzmärkte aufgezeichnet. Ausserdem wird festgehalten, dass der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen, der von den Staats- und Regierungschefs der EU im März 2000 verabschiedet wurde, die Schlüsselemente für eine weitere Integration der europäischen Finanz-

Ausschuss der Weisen fordert neuartiges Regulierungssystem für die europäischen Finanzmärkte

²³ S. www.europa.eu.int.

²⁴ Der Ausschuss unter dem Vorsitz von Alexandre Lamfalussy wurde im Juli 2000 vom Rat der Wirtschafts- und Finanzminister eingesetzt und beauftragt, die derzeitigen Bedingungen für eine europaweite Reglementierung der Wertpapiermärkte in der Europäischen Union zu bewerten. Der *Erste Bericht des Ausschusses der Weisen über die Reglementierung der europäischen Wertpapiermärkte* ist auf der Website www.europa.eu.int verfügbar. Der endgültige Bericht wurde Ende Februar 2001 veröffentlicht.

dienstleistungsmärkte enthält.²⁵ Da die Annahme der Rechtsvorschriften langsam und uneinheitlich erfolgt, befürwortet der Bericht aber auch ein neuartiges Regulierungssystem, das sich rasch und flexibel an die Entwicklungen an den Finanzmärkten anpassen kann. Vier zentrale Empfehlungen werden abgegeben: i) auf EU-Ebene sollten nur die wesentlichen Rahmenprinzipien der Wertpapiervorschriften gemäss den üblichen EU-Gesetzgebungsverfahren umgesetzt werden; ii) die Modalitäten für die Umsetzung sollten im einzelnen an einen neuen EU-Wertpapierausschuss delegiert werden, der von den EU-Regulierungsbehörden unterstützt wird; iii) die Mitgliedstaaten sollten die EU-Vorschriften innerhalb eines neuen Rahmens verbesserter Zusammenarbeit umsetzen, um eine kohärente Übernahme der Rechtsvorschriften sicherzustellen; iv) die Durchsetzung der EU-Vorschriften sollte mittels eines energischeren Vorgehens der Kommission und einer verbesserten Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten und ihren Regulierungsbehörden verstärkt werden. Ein wesentlicher Punkt des Berichts ist die Anregung, dass man sich auf Vorschläge so weit wie möglich im Rahmen der bereits bestehenden Schnellverfahren einigt und dass für die Umsetzung und Durchführung der neuen Regeln eher Verordnungen als Richtlinien verwendet werden.²⁶ Gleichzeitig empfiehlt der Ausschuss nicht die Einrichtung einer einzigen europaweiten Regulierungsbehörde, und zwar mit folgender Begründung: i) die grundlegenden harmonisierten Vorschriften, die für eine angemessene Funktionsweise eines integrierten Marktes erforderlich sind, seien noch nicht gegeben; ii) es bedürfe rascher Massnahmen, um die erkannten Mängel im derzeitigen Regulierungsrahmen zu beheben; iii) es sei einige Zeit notwendig, um festzustellen, ob diese Reformen zu Ergebnissen führen oder nicht. Im Falle einer Annahme durch die EU-Staaten Anfang 2001 könnte das vorgeschlagene System Anfang 2002 in Kraft treten.

Kurz nach der Veröffentlichung des ersten Berichts des Ausschusses der Weisen kündigte die Europäische Kommission eine umfassende Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie an.²⁷ Dabei soll geprüft werden, wie die Rechtsvorschriften am besten aktualisiert und an die grundlegenden Veränderungen in der Wertpapierdienstleistungsbranche und der Handelsinfrastruktur der europäischen Wertpapiermärkte angepasst werden können. Dieser Vorstoss trägt der allgemeinen Erkenntnis Rechnung, dass die bestehenden Regeln in bezug auf den „Europäischen Pass“, wonach Wertpapierdienstleistungen überall in der Europäischen Union angeboten werden können, derzeit nicht richtig funktionieren, weil einige Mitgliedstaaten unter Berufung auf den Anlegerschutz nach wie vor Einschränkungen vorsehen (s. Kasten auf S. 15-16). Es wurde eine Konsultationsfrist bis Ende März 2001

Europäische Kommission plant umfassende Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie

²⁵ Dieser Aktionsplan bezweckt die Schaffung eines Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen bis zum Jahr 2005.

²⁶ Bei Verordnungen handelt es sich um Rechtsakte, die nach ihrer Annahme durch den Rat und das Europäische Parlament keiner Umsetzung durch die Mitgliedstaaten bedürfen. Letzteres ist aber bei den Richtlinien der Fall, wobei die Umsetzung durch die Mitgliedstaaten 18 Monate oder länger dauern kann.

²⁷ S. www.europa.eu.int.

angesetzt. Hier wird es darum gehen, wie der Europäische Pass voll funktionstüchtig gemacht und ein geeignetes Regulierungssystem für die Marktinfrastruktur entwickelt werden kann. Die Überarbeitung sollte einen rechtlichen Rahmen schaffen, in dem der Europäische Pass für die Geschäfte zwischen den Anbietern von Wertpapierdienstleistungen wirksamer zum Tragen kommt und schrittweise ausgeweitet wird, so dass auch die Dienstleistungen für Privatanleger abgedeckt sind. In bezug auf die Handelsinfrastruktur unterstrich die Kommission, dass die EU-Wertpapiervorschriften zwar regulierte Märkte vorsehen, die von Investmentinstituten in anderen Mitgliedstaaten genutzt werden können, aber keine eigentlichen Massnahmen zum Schutz von Offenlegung, Transparenz, Integrität und Stabilität enthalten. Dadurch wird der Wettbewerb zwischen Börsen und Handelssystemen potentiell verzerrt, was die Frage aufwirft, ob gemeinsame Grundsätze für Handelssysteme (auch neue elektronische Handelssysteme) sinnvoll wären und wie sie gegebenenfalls aussehen sollten. Die Kommission sucht auch die Diskussion über die Notwendigkeit gemeinsamer regulatorischer und aufsichtsrechtlicher Reaktionen auf die Konsolidierung von Clearing- und Abwicklungssystemen. Das Konsultationsverfahren, das einen Teil des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen darstellt, wird die Schlussfolgerungen des Ausschusses der Weisen in seinem endgültigen Bericht berücksichtigen.

OECD hebt
Androhung von
Wirtschaftssank-
tionen gegenüber
kooperations-
willigen Offshore-
Finanzplätzen auf

Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) kündigte an, dass sie die Androhung von Wirtschaftssanktionen gegenüber denjenigen Offshore-Finanzplätzen aufheben würde, die eine gemeinsame Verpflichtungserklärung für Transparenz und Zusammenarbeit unterzeichnen. Im Juni 2000 hatte die OECD im Rahmen eines härteren Durchgreifens gegen Steuerhinterziehung auf breiter internationaler Ebene eine Liste von Ländern mit problematischer Steuerpraxis veröffentlicht.²⁸ Diese Länder waren gewarnt worden, dass sie möglicherweise mit Strafmassnahmen zu rechnen hätten, wenn sie ihre Mitarbeit nicht bis Juli 2001 signalisierten. Eine der umstrittensten Forderungen ist die Einführung von Mechanismen durch die Offshore-Finanzzentren, die einen Informationsaustausch mit den Steuerbehörden der OECD gewährleisten. Diese Initiative ist eine Antwort auf die Klagen der Offshore-Finanzplätze, dass die OECD sie zwingt, Standards anzuwenden, die höher seien als die einiger ihrer Mitgliedstaaten.

Euroclear und Clearstream, die beiden grossen internationalen Clearing-Unternehmen, gaben ihre Einigung über die Einrichtung einer Innertagesverbindung zwischen ihren Abwicklungssystemen bekannt. Diese Einrichtung ergänzt die zwischen den beiden Unternehmen schon bestehende Verbindung für die Abwicklung über Nacht und soll vielfältige Wertpapiertransaktionen und Kassalieferungen während des Tages ermöglichen.

Im Euro-Raum tätige Geschäftsbanken haben ein grenzüberschreitendes Massenzahlungsverkehrssystem eingeführt, das die Verarbeitungszeit verkürzen und die entsprechenden Kosten verringern soll. Mit der Einrichtung STEP1

²⁸ Einzelheiten dazu im BIZ-Quartalsbericht vom August 2000.

wird eine Direktverarbeitung von Massenzahlungen auf der Euro1-Clearing-Plattform möglich sein, die bereits von zahlreichen international tätigen Grossbanken eingesetzt wird. Ein wichtiger Vorteil des neuen Systems ist die Verkürzung der Verarbeitungszeit von gegenwärtig bis zu sieben auf rund drei Tage.

Der europäische Verband der Sammelverwahrer (ECSDA) vereinbarte eine Reihe von Standards zur Vereinfachung der grenzüberschreitenden

Abwicklung von Aktientransaktionen.²⁹ Dank diesen Standards werden direkte Verbindungen zwischen den nationalen Verwahrern möglich sein. Der ECSDA beschloss ausserdem die Einführung eines Standards für die Lieferung gegen Zahlung, wonach bei der Abwicklung Geld und Wertpapiere zum gleichen Zeitpunkt zwischen dem Käufer und dem Verkäufer getauscht werden.

OM Gruppen AB, Schweden, und Morgan Stanley Dean Witter & Co. lancierten Jiway, eine Online-Aktienbörse, die Privatanlegern einen besseren Zugang zu den Aktienmärkten in Europa und den USA verschaffen soll. Ihre Dienstleistungen können jedoch nicht direkt von Privatanlegern beansprucht werden, sie stehen lediglich Maklern, Finanzberatern und anderen Finanzintermediären zur Verfügung.

Dezember

Der Präsident der USA unterzeichnete den Commodity Futures Modernization Act 2000.³⁰ Diese Rechtsvorschriften, die eine umfassende Revision des Commodity Exchange Act darstellen, schaffen einen flexiblen Rahmen für die Regulierung des Handels mit Futures, kodifizieren die Einigung zwischen der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) und der Securities and Exchange Commission (SEC) über die Aufhebung des seit 18 Jahren bestehenden Verbots von Futures auf einzelne Aktien und gewähren den ausserbörslichen Derivatmärkten Rechtssicherheit (da bestimmte Kontrakte nicht als illegale Futures-Kontrakte gelten werden). Entsprechend dem neuen gesetzlichen Rahmenwerk für die Futures-Märkte werden die derzeitigen Pauschalregelungen durch umfassende, flexible Grundprinzipien ersetzt. Ausserdem werden für die Märkte drei Aufsichtsstufen eingeführt: anerkannte Terminbörsen, Einrichtungen für Derivatgeschäfte und nicht beaufsichtigte Einrichtungen für die Abwicklung multilateraler Transaktionen. Mit diesen drei Stufen wird die Aufsicht besser auf die Produkte und Kunden abgestimmt. Ausserdem dürfen von der CFTC, der US-Bankenaufsicht, der SEC oder ausländischen Aufsichtsgremien beaufsichtigte Clearing-Organisationen multilaterale Transaktionen, die in nicht beaufsichtigten Einrichtungen verarbeitet werden, sowie bilaterale Transaktionen abwickeln. Das Gesetz, wonach die CFTC für weitere fünf Jahre eingesetzt wird, stellt auch den Ausschluss gemäss Treasury

Unterzeichnung
neuer Rechts-
vorschriften zur
verbesserten
Regulierung des
Handels mit
Futures

²⁹ Der ECSDA wurde 1997 als Forum für die nationalen Zentralverwahrer gegründet, wo Meinungen ausgetauscht und im gegenseitigen Interesse liegende Projekte vorangetrieben werden können. Seine Arbeit konzentriert sich auf eine sichere grenzüberschreitende Abwicklung durch Lieferung gegen Zahlung. S. www.ecsda.com.

³⁰ S. www.cftc.gov.

ESF ändert Strategie für europäische Gegenpartei

Amendment klar und verleiht der CFTC ausdrückliche Befugnis über das Devisengeschäft mit Endverbrauchern.

Das ESF beschloss, keine Ausschreibung für zentrale Gegenparteidienstleistungen durchzuführen. Statt dessen soll ein Konzept für eine einzige europäische Clearing-Stelle entworfen werden. Die europäischen Clearing-Stellen werden aufgefordert werden, zu diesem Konzept Stellung zu nehmen und dem ESF machbare Lösungen vorzuschlagen. Es wird keine formelle Aufforderung für das Einreichen eines Vorschlags geben, so lange zusammen mit den Dienstleistungsanbietern rasche Fortschritte erzielt werden.

Blackbird Holdings Inc. führte eine elektronische Handelsplattform für europäische Zinsswaps ein. Ursprünglich hatte sich das letzten Herbst als Händler-Plattform für einfache Zinsderivate lancierte Unternehmen auf Zinsswaps in kanadischen und US-Dollars konzentriert. Auf der europäischen Plattform werden Swaps in Euro, Pfund Sterling und Schweizer Franken gehandelt werden.

Die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung

Serge Jeanneau

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht veröffentlichte im Januar 2001 weitere Vorschläge zur Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung; die endgültige Fassung wird die derzeitige Eigenkapitalvereinbarung von 1988 ersetzen. Die Eigenkapitalvereinbarung von 1988 hat dazu beigetragen, die Solidität und Stabilität des internationalen Bankwesens zu stärken und die Wettbewerbsgleichheit für international tätige Banken zu verbessern. Allerdings haben die Finanzmärkte in den letzten zehn Jahren eine enorme Entwicklung durchgemacht, so dass die in der Eigenkapitalvereinbarung festgelegte allgemeine Eigenkapitalquote als Indikator der Finanzlage einer Bank nicht mehr im gleichen Masse geeignet ist und einige falsche Anreize geschaffen hat.

Mit der neuen Regelung sollen die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen besser auf die zugrundeliegenden Risiken abgestimmt werden, den erzielten Verbesserungen bei der Risikomessung und -begrenzung soll Rechnung getragen werden, und den Banken und ihren Aufsichtsinstanzen sollen mehrere Möglichkeiten zur Beurteilung der Eigenkapitalausstattung offen stehen, damit sich die Vereinbarung zur Anwendung in Banken sämtlicher Kategorien eignet. Der Ausschuss ist der Ansicht, mit diesen Vorschlägen das Fundament für eine flexible Regelung gelegt zu haben, die gegenüber dem Wandel im Finanzwesen anpassungsfähig ist und zu mehr Sicherheit und Solidität führen wird.

Die Stellungnahmen, die zu den Vorschlägen des Ausschusses in seinem ersten Konsultationspapier vom Juni 1999 eingingen (s. BIZ-Quartalsbericht vom August 1999), sowie ein fortlaufender Dialog mit dem Bankgewerbe und Bankenaufsichtsinstanzen in aller Welt waren bei der Erarbeitung der neuen Vorschläge sehr hilfreich. Der Ausschuss räumt ein, dass die Neue Eigenkapitalvereinbarung umfassender und komplexer ist als die Eigenkapitalvereinbarung von 1988, und zwar als natürliche Folge der Innovationen an den Finanzmärkten und der Notwendigkeit einer risikogerechteren Regelung. Die wichtigsten Aspekte der Vorschläge werden im folgenden kurz hervorgehoben. Für eine umfassendere Abhandlung sei auf die vom Sekretariat des Basler Ausschusses veröffentlichten Dokumente verwiesen.^①

Die Vorschläge beruhen auf drei sich gegenseitig verstärkenden Säulen, die es den Banken und den Aufsichtsinstanzen gestatten, die verschiedenen Risiken der Banken korrekt zu bewerten. Den Schwerpunkt der neuen Eigenkapitalvereinbarung bilden: Mindestkapitalanforderungen, mit denen das Messverfahren der Eigenkapitalvereinbarung von 1988 verfeinert werden soll, eine aufsichtliche Überprüfung der Eigenkapitalausstattung eines Kreditinstituts und seiner internen Bewertungsverfahren sowie Marktdisziplin mittels wirksamer Offenlegung.

Säule 1

Mit den Vorschlägen zur ersten Säule – Mindestkapitalanforderungen – will der Ausschuss die Pauschalregelung der Eigenkapitalvereinbarung von 1988 durch eine Palette von Möglichkeiten ersetzen. Die Neue Eigenkapitalvereinbarung umreißt diese Möglichkeiten, und die Banken können sich – mit Genehmigung ihrer Aufsichtsinstanz – je nach der Komplexität ihrer Geschäfte und der Qualität ihres Risikomanagements für eine davon entscheiden. Diese Regelung soll die Banken motivieren, ihre Risikomanagement-Kapazitäten laufend zu verbessern, so dass sie die risikogerechteren Methoden nutzen und damit ihren Eigenkapitalbedarf genauer berechnen können. Der Ausschuss legt ausserdem bei der Berechnung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalbedarfs erhöhtes Gewicht auf die Beurteilung der eingegangenen Risiken durch die Banken selbst.

^① Zum Inhalt des Konsultationspakets s. insbesondere: *Erläuternde Angaben zur Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung*. Dieses Dokument ist auf der BIZ-Website (www.bis.org) verfügbar.

Für das Kreditrisiko steht weniger komplexen Banken ein Standardansatz zur Verfügung, der auf der Eigenkapitalvereinbarung von 1988 aufbaut und die Verwendung externer Bonitätsbeurteilungen einführt. Banken mit fortschrittlicheren Risikomanagement-Verfahren, die strengen Aufsichtsstandards genügen, können einen auf internen Ratings basierenden Ansatz verwenden. Bei diesem Ansatz werden einige der wichtigsten Elemente des Kreditrisikos, z.B. die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls des Schuldners, von einer Bank selbst geschätzt. Der Ausschuss schlägt ausserdem eine explizite Eigenkapitalunterlegung des operationellen Risikos vor. Mehrere mögliche Methoden für deren Berechnung werden im Konsultationspaket ausführlicher dargelegt. Die Behandlung des Marktrisikos bleibt weitgehend unverändert.

Was die gesamte Eigenkapitalausstattung betrifft, die durch Addieren der getrennt berechneten Eigenkapitalanforderungen zur Unterlegung des Kredit-, Markt- und operationellen Risikos bestimmt wird, ist es das vorrangige Ziel des Ausschusses, eine risikogerechtere Methode zu schaffen, die das aufsichtsrechtliche Eigenkapital der Banken nach Einschluss der neuen Eigenkapitalunterlegung des operationellen Risikos im Durchschnitt weder erhöht noch senkt. Selbstverständlich kann sich im Einzelfall die erforderliche Eigenkapitalausstattung erhöhen oder vermindern, je nach dem Risikoprofil der Bank.

Säule 2

Die derzeitige Arbeit des Ausschusses hat die Bedeutung des aufsichtlichen Überprüfungsverfahrens als wesentliche Ergänzung der Mindestkapitalanforderungen bestätigt. Die Neue Eigenkapitalvereinbarung schlägt daher Verfahren vor, mittels derer die Aufsichtsinstanzen dafür sorgen können, dass jede Bank über solide interne Verfahren für die Beurteilung ihres Eigenkapitals verfügt und Eigenkapitalvorgaben erarbeitet, die ihrem besonderen Risikoprofil und Kontrollumfeld gerecht werden. Dieses interne Verfahren unterläge dann der Überprüfung durch die Aufsichtsinstanz, die gegebenenfalls eingreifen könnte.

Säule 3

Der Ausschuss vertritt den Standpunkt, dass die Offenlegungsvorschriften und -empfehlungen im Konsultationspaket zur Marktdisziplin beitragen werden, da die Marktteilnehmer dadurch in der Lage sein werden, wichtige Informationen über das Risikoprofil und die Eigenkapitalausstattung von Banken auszuwerten. Die Vorschläge enthalten ausführlichere Empfehlungen zur Offenlegung der Kapitalstruktur, der eingegangenen Risiken und der Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung.

Gemeinsamkeiten und Unterschiede im Vergleich zu den Vorschlägen vom Juni 1999

Das grundlegende Konzept und die strategischen Überlegungen sind in beiden Fällen die gleichen. So wurde der Drei-Säulen-Ansatz beibehalten; jede Messung unter Säule 1 kann unterschiedlich durchgeführt werden; die Banken erhalten Anreize, um genauere Risikomessverfahren anzuwenden; die Risikogewichte sind risikogerechter gestaltet (der sogenannte OECD-Club-Ansatz für Risikogewichte wurde aufgegeben); ausserdem wurde eine explizite Eigenkapitalunterlegung des operationellen Risikos eingeführt.

Es gab aber auch eine Reihe von wichtigen Änderungen. Erstens wird jeder Aspekt des Pakets viel ausführlicher behandelt. Zweitens sind beim Standardansatz zur Bemessung des Kreditrisikos die verschiedenen Risikogewichte besser auf die zugrundeliegenden Risiken abgestimmt (teilweise durch die Ergänzung von neuen Risikogewichten für Kredite an Unternehmen – s. nachstehende Tabelle). Drittens gibt es beim auf internen Ratings basierenden Ansatz zwei Möglichkeiten (Basisansatz und fortgeschrittener Ansatz), so dass er nun von einer viel grösseren Zahl von Banken angewandt werden kann. Viertens hat sich der Schwerpunkt bei der Messung anderer Risiken verlagert, indem das Zinsänderungsrisiko nun in Säule 2 statt in Säule 1 behandelt wird, während das operationelle Risiko nach wie vor unter Säule 1 zu finden ist. Fünftens werden für die Säulen 2 und 3 viel spezifischere Kriterien formuliert.

Risikogewichte für Wirtschaftsunternehmen beim Standardansatz

Juni 1999		Januar 2001	
AAA bis AA-	20 %	AAA bis AA-	20 %
A+ bis B-	100 %	A+ bis A-	50 %
Schlechter als B-	150 %	BBB+ bis BB-	100 %
Ohne Einstufung	100 %	Schlechter als BB-	150 %
		Ohne Einstufung	100 %

Weiterführende Arbeiten und Umsetzung

Nach letzten Stellungnahmen, für die eine Frist bis zum 31. Mai 2001 angesetzt ist, möchte der Ausschuss die Neue Eigenkapitalvereinbarung bis Ende Jahr fertigstellen und in den Mitglieds-ländern im Jahr 2004 umsetzen. Dieser Zeitrahmen nimmt Rücksicht auf die nationalen Gesetzgebungsverfahren und ermöglicht die Anpassung der internen Systeme der Banken, der Aufsichtsmethoden und der aufsichtlichen Meldeverfahren. Der Ausschuss hat bei der Erarbeitung der neuen Regelung Aufsichtsinstanzen in aller Welt kontaktiert und erwartet, dass die Neue Eigenkapitalvereinbarung nach einer gewissen Zeit von sämtlichen wichtigen Banken weltweit eingehalten werden wird. Der Ausschuss ist sich bewusst, dass in vielen Fällen die Aufsichtsinstanzen ihre Ressourcen aufstocken müssen, um diese Vorschläge umzusetzen. Er ist jedoch der Ansicht, dass eine risikogerechtere Regelung der Eigenkapitalausstattung, die eine solide Risikomanagement-Praxis fördert, den Einsatz zusätzlicher Ressourcen rechtfertigt. Der Ausschuss und das Institut für Finanzstabilität der BIZ sind bereit, Unterstützung zu leisten; gemeinsam werden sie den Aufsichtsinstanzen für Weitergabe und Austausch von Informationen zur Verfügung stehen.

Chronologie der wichtigsten strukturellen und regulatorischen Entwicklungen		
Monat	Gremium	Initiative
Oktober 2000	Arbeitsgruppe für elektronische Bankdienstleistungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht	Veröffentlichung eines Diskussionspapiers und einer Reihe von Weissbüchern über die Konsequenzen der elektronischen Bankdienstleistungen für die Bankenaufsicht
	Schweizer Regierung	Ankündigung einer Reduktion der Stempelabgabe
	US-Kreditderivat-händler	Einigung über den Verzicht auf Umschuldungsklauseln bei Standard-Default-Swap-Kontrakten
	European Securities Forum	Ankündigung von Plänen zur Schaffung einer einzigen europäischen Gegenpartei und Netting-Einrichtung für europäische Aktien
	Depository Trust and Clearing Corporation	Aufruf zu einer globalen Lösung für das Clearing
	London Clearing House	Ankündigung von Plänen zum Ausbau der Clearing-Dienstleistungen für ausserbörsliche Derivate
November 2000	Gruppe von internationalen tätigen Banken	Einigung auf die „Wolfsberg-Prinzipien“ zur Bekämpfung der Geldwäsche
	US-Aufsichtsinstanzen	Aufruf an die Öffentlichkeit, zur Einführung vereinfachter Eigenkapitalvorschriften für weniger komplexe Finanzinstitute Stellung zu nehmen
	Europäische Finanzminister	Einigung auf eine Eindämmung der Steuerhinterziehung durch Programm für Informationsaustausch über die Ersparniserträge von Gebietsfremden
	Ausschuss der Weisen für die Reglementierung der europäischen Wertpapiermärkte	Veröffentlichung des <i>Ersten Berichts des Ausschusses der Weisen über die Reglementierung der europäischen Wertpapiermärkte</i>
	Europäische Kommission	Ankündigung einer umfassenden Überarbeitung der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie
	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung	Ankündigung der Aufhebung der Androhung von Wirtschaftssanktionen gegenüber Offshore-Finanzplätzen, die eine Verpflichtungserklärung für Transparenz und Zusammenarbeit unterzeichnen
	Euroclear und Clearstream	Ankündigung der Einrichtung einer Innertagesverbindung zwischen ihren Abwicklungssystemen
	Gruppe von Geschäftsbanken im Euro-Raum	Einführung eines grenzüberschreitenden Massenzahlungssystemes
	Europäischer Verband der Sammelverwahrer	Verabschiedung von Standards zur Vereinfachung der grenzüberschreitenden Abwicklung von Aktientransaktionen
	OM Gruppen AB und Morgan Stanley Dean Witter & Co.	Lancierung von Jiway, einer Online-Aktienbörse für Privatanleger
Dezember 2000	Präsident der USA	Unterzeichnung des Commodity Futures Modernization Act 2000
	European Securities Forum	Änderung seiner Strategie bezüglich der Schaffung einer zentralen europäischen Gegenpartei für Aktien
	Blackbird Holdings Inc.	Einführung einer elektronischen Handelsplattform für europäische Zinsswaps