



Pressemitteilung

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

Ref.-Nr.:

10. März 2003

BIZ-Quartalsbericht März 2003

Der heute veröffentlichte *BIZ-Quartalsbericht* gliedert sich in zwei Teile. Im ersten Teil werden die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten, die Finanzierungsströme am Bankkredit- und am Schuldtitelmarkt sowie das Geschehen an den Derivatbörsen analysiert. Im zweiten Teil werden Themen von besonderem Interesse aufgegriffen. Diese Ausgabe enthält drei Beiträge, die folgende Themen behandeln: Wahl von Anlageinstrumenten für US-Dollar-Währungsreserven, Euro-Zinsswapmarkt sowie Beziehung zwischen Marktvolatilität und Umsätzen in börsengehandelten Derivaten.

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

Unsicherheit dämpft Optimismus

Die anhaltende Gefahr eines Krieges mit dem Irak hat in den letzten Monaten Meldungen über die Entwicklung der Weltwirtschaft zumeist überschattet. Eine optimistische Stimmung der Anleger im Oktober und November 2002 hatte den Märkten für Aktien und Unternehmensanleihen Auftrieb gegeben und die Renditenstrukturkurven steiler werden lassen. Ab Dezember lastete jedoch die Ungewissheit über die wirtschaftlichen Folgen eines Krieges zunehmend schwerer auf den Märkten. Nachdem sich ihr Optimismus verflüchtigt hatte, massen die Anleger offenbar Nachrichten aus der Wirtschaft nur noch geringe Bedeutung bei. Mitte Februar hatte der „Kriegsabschlag“ einen grossen Teil der Gewinne der Aktienmärkte von Ende 2002 aufgezehrt. Die Renditenstrukturkurven waren etwas flacher als Ende November, es war aber immer noch eine wirtschaftliche Erholung, wenn auch eine moderatere, einberechnet.

Der internationale Markt für Unternehmensanleihen vermochte trotz günstigerer Konditionen nur wenig neuen Nettoabsatz anzuziehen. In dieser verhaltenen Mittelnachfrage kam das Zögern der Unternehmen zum Ausdruck, angesichts unsicherer wirtschaftlicher Aussichten ihre Fremdfinanzierung zu erhöhen. Besonders dringlich war die Senkung des Verschuldungsgrads für jene Unternehmen, deren Rating kürzlich unter Anlagequalität herabgestuft worden war. Dank Sanierungsplänen, die den bestehenden Gläubigern Vorteile gegenüber den Aktieninhabern verschafften, konnte sich der Markt für Unter-

nehmensanleihen Anfang 2003 von der Entwicklung der Aktienmärkte abkoppeln; die Renditenaufschläge blieben stabil, während die Aktienkurse fielen.

Die Kapitalmärkte waren gegen Jahresende auch für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften offen. Nach den Präsidentenwahlen in Brasilien verbesserte sich die Anlegerstimmung gegenüber diesem Land deutlich. Obwohl die Zinsaufschläge für Staatsschulden hoch blieben, beeilten sich brasilianische Schuldner, für Anschlussfinanzierungen fällig werdender Schulden an die internationalen Märkte zurückzukehren. In Venezuela verlief die Entwicklung gerade umgekehrt, da sich ein landesweiter Streik gegen die Regierung in die Länge zog. Zusammen mit der Aussicht auf einen Irak-Krieg löste der Streik einen Anstieg der Ölpreise aus, was die Erwartungen über die Stärke eines weltweiten Wirtschaftsaufschwungs weiter dämpfte.

Der internationale Markt für Schuldtitel

Im *vierten Quartal* 2002 verlangsamte sich die Mittelaufnahme am internationalen Markt für Schuldtitel weiter. Angesichts eines stockenden Wachstums der Weltwirtschaft betrug der Nettoabsatz ungewöhnlich niedrige \$ 185 Mrd. Seit den Marktturbulenzen im zweiten Halbjahr 1998 war er nicht mehr so schwach gewesen. Insbesondere der Nettoabsatz von Finanzinstituten des Privatsektors blieb verhalten. Der Bruttoabsatz stieg zwar auf insgesamt \$ 501 Mrd., was einem Anstieg um 15% gegenüber dem dritten Quartal entspricht. Die Mittel wurden jedoch zu einem Grossteil für Tilgungen verwendet, die im vierten Quartal einen Rekordumfang erreichten.

Der Rückgang der Renditenaufschläge auf Unternehmensschulden im Berichtsquartal lässt darauf schliessen, dass eine geringere Mittelnachfrage solcher Schuldner die Hauptursache für den schwachen Nettoabsatz war. Der weltweite Konjunkturabschwung und die Zurückhaltung der Unternehmen, sich zusätzlich zu verschulden, waren wahrscheinlich die wichtigsten Gründe für die rückläufige Nachfrage. Dennoch blieben die Konditionen für einige Schuldner hart, insbesondere für die Emittenten von Commercial Paper mit niedrigerem Rating.

Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzderivate ging im *vierten Quartal* 2002 zurück. Nach einer Zunahme um 14% im Vorquartal sank das Handelsvolumen um 12% auf \$ 170 Bio. Das Geschäft war in allen wichtigen Marktrisikokategorien (Festzinsen, Aktienindizes, Devisen) schwächer, wobei aber der Umsatz der Aktienindexkontrakte nur geringfügig zurückging. Nachdem sich die Aktienmärkte der USA und Europas in der zweiten Oktoberwoche zu erholen begannen, erreichte das Geschäft in jenem Monat einen absoluten Höchststand. In den folgenden beiden Monaten schwächte es sich allmählich ab. Am ausserbörslichen Markt wurde der Handel mit einem neuartigen Kontrakt – Optionen auf wichtige Meldungen aus der US-Wirtschaft – aufgenommen.

Das internationale Bankgeschäft

Das internationale Bankgeschäft im dritten Quartal 2002 spiegelte anscheinend eine in diesem Zeitraum verstärkte Risikoaversion unter den globalen Anlegern wider. Die an die BIZ berichtenden Banken legten beträchtliche Summen in Staatspapieren des Euro-Raums und US-Schatztiteln sowie anderen weniger riskanten Aktiva an. Gleichzeitig war die grenzüberschreitende Kreditvergabe an Unternehmen und andere Banken nach wie vor verhalten. Auch bei den Bankkreditströmen in die aufstrebenden Volkswirtschaften zeigte sich im dritten Quartal eine Verlagerung zu werthaltigeren Aktiva. Lateinamerika musste den grössten Abfluss von Bankmitteln seit dem dritten Quartal 1999 hinnehmen, Ostasien dagegen verzeichnete einen Rekordzufluss.

Features

Wahl von Anlageinstrumenten für US-Dollar-Währungsreserven

Unter den Managern von Währungsreserven herrscht keine Besorgnis mehr über ein schrumpfendes Angebot an US-Schatzpapieren. Stattdessen sehen sie sich der Herausforderung der Wahl der Anlageinstrumente in einem Umfeld niedriger Zinssätze gegenüber. Bei der Analyse, wie die Zentralbanken in den letzten Jahren auf diese Herausforderung reagiert haben, konzentrieren sich Robert McCauley und Ben Fung auf die US-Dollar-Reserven. Sie stellen dabei drei Fragen: Wie sind die staatlichen Dollar-Bestände angelegt? Wie hat sich die Wahl der Instrumente im Zeitablauf entwickelt? Und wie haben die jüngsten Ereignisse – Rezession, US-Haushaltsdefizite, geringere Renditen der US-Schatzpapiere und Unternehmenskonkurse – diese Entwicklung beeinflusst? Die Autoren kommen zu dem Befund, dass die US-Dollar-Portfolios öffentlicher Stellen stetig aus Schatzpapieren hinaus in Schuldinstrumente staatsnaher Körperschaften und von Unternehmen diversifiziert worden sind. Die jüngsten Ereignisse haben diesen Prozess verlangsamert, aber nicht rückgängig gemacht.

Der Markt für Euro-Zinsswaps

Der Euro-Zinsswapmarkt gehört zu den grössten und liquidesten Finanzmärkten weltweit. Er war einer der ersten Märkte, der nach Beginn der europäischen Währungsunion zusammenwuchs, und erlangte rasch Benchmarkstatus. Eli Remolona und Philip Wooldridge untersuchen die Entwicklung dieses Marktes, u.a. seinen Aufstieg zu einer Benchmark, die anhaltende Bedeutung des Gegenparteirisikos, die wachsende Konzentration der Händler und die robuste Liquidität. Sie schreiben das Wachstum des Marktes zum Teil der anhaltenden Fragmentierung von Staatsanleihe- und Repo-Märkten in Europa zu. Ausserdem vermuten sie, dass der Euro-Swapmarkt zwar sehr liquide sei, dass diese Liquidität jedoch in Zeiten hoher Volatilität versiegen könnte.

Volatilität und Derivativumsätze: eine wenig ausgeprägte Beziehung

Führt Marktvolatilität zu höheren Umsätzen an den Derivativbörsen? Empirischen Untersuchungen zufolge, die auf Tageswerten oder auf höherfrequenten Daten basieren, trifft dies tatsächlich zu. Serge Jeanneau und Marian Micu stellen die Frage erneut und untersuchen, ob das, was am Ende oder während des Tages gilt, auch einer monatlichen Betrachtung standhält. Bevor sie die Frage empirisch angehen, erörtern sie die verschiedenen Handelsmotive, die zu einer Beziehung zwischen Volatilität und Umsatz führen würden. Dann untersuchen sie zwei Märkte: den Markt für Kontrakte auf den S&P-500-Index und denjenigen für Kontrakte auf die 10-jährige US-Schatzanweisung. Ferner prüfen sie zwei unterschiedlich konzipierte Messgrössen für die Volatilität, nämlich die effektive Volatilität aufgrund tatsächlicher Preisschwankungen sowie die von den Optionspreisen implizierte Volatilität. Überraschenderweise zeigt sich beim Anleihekontrakt keine verlässliche Korrelation zwischen Volatilität und Umsatz und beim Aktienindexkontrakt eine negative Korrelation. Darüber hinaus ist kein Unterschied in der Wirkung der beiden Volatilitäten festzustellen.