



Pressemitteilung

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

Ref.-Nr.:

2. Juni 2003

BIZ-Quartalsbericht Juni 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, einen über die Kapitalströme in Ostasien seit der Krise von 1997 und zwei über die Messung und Erklärung sich wandelnder Risikopräferenzen der Anleger am Aktienmarkt.

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

Dynamische Märkte in schwachem Umfeld

Im April und Mai 2003 war eine ungewöhnliche Diskrepanz der Marktmeinungen über die weltweiten Wachstumsaussichten zu beobachten. Aktien- und Bankkreditmärkte kamen in Schwung, gleichzeitig aber flachten sich die Zinsstrukturkurven ab. Eine Reihe enttäuschender Wirtschaftsindikatoren veranlasste die Anleger an den Swap- und Staatsanleihemärkten, ihre Wachstumserwartungen nach unten zu revidieren. Die Anleger an den Aktien- und Bankkreditmärkten dagegen schenkten nicht den schwachen Wirtschaftsdaten Beachtung, sondern den Meldungen über bessere Unternehmensgewinne als erwartet.

Die Zinsaufschläge auf höher rentierenden Schuldtiteln – sowohl von Unternehmen als auch von Staaten – sanken auf Niveaus, wie sie zuletzt in den späten 1990er Jahren verzeichnet worden waren, als das Wachstum der Weltwirtschaft bedeutend stärker war als jetzt. Angesichts aussergewöhnlich niedriger Nominalzinsen waren die Anleger offenbar bereit, für eine höhere Rendite ein höheres Kreditrisiko hinzunehmen. Trotz einer kräftigen Zunahme des Absatzes von Unternehmensanleihen im ersten Quartal und eines sehr schwachen Aktienabsatzes rechneten die Anleger offenbar nach wie vor mit weiteren Bilanzverbesserungen von Unternehmen. Hoch verschuldete aufstrebende Volkswirtschaften wie Brasilien und die Türkei, die noch im Juli 2002 keinen Zugang mehr zu den internationalen Kapitalmärkten hatten, konnten zu relativ günstigen Bedingungen an diese zurückkehren.

Der internationale Markt für Schuldtitel

Am internationalen Markt für Schuldtitel nahm die Mittelbeschaffung durch Finanzinstitute des Euro-Raums im *ersten Quartal 2003* kräftig zu. Infolgedessen erreichte der gesamte Nettoabsatz internationaler Schuldtitel \$ 352 Mrd., fast doppelt so viel wie im Vorquartal. Der Bruttoabsatz stieg um 58% auf den historischen Höchststand von \$ 774 Mrd., was erklärt, warum der Nettoabsatz trotz Tilgungen in einem Rekordumfang so hoch war.

Die Erholung des Nettoabsatzes im ersten Quartal 2003 war im Januar und Februar von einem Rückgang der Renditen langfristiger Staatspapiere begleitet. Der Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und mittelfristiger Notes schnellte hoch, als Finanzinstitute und Unternehmen sich beeilten, die niedrigen Finanzierungskosten festzuschreiben. Auch Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften machten sich die niedrigeren Finanzierungskosten zunutze, die zum Teil der wachsenden Nachfrage der Anleger nach höheren Renditen zuzuschreiben waren, und steigerten im zweiten Quartal in Folge ihren Nettoabsatz.

Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Finanzderivate stieg im *ersten Quartal 2003* sprunghaft an. Das gesamte Umsatzvolumen der verschiedenen Kontrakte erhöhte sich um 16% auf \$ 197 Bio. Das Geschäft verteilte sich nicht gleichmässig auf die grossen Marktrisikokategorien; die Festzinskontrakte verzeichneten einen deutlichen Zuwachs, die Aktienindexkontrakte dagegen einen geringfügigen Rückgang. Aussergewöhnlich lebhaft war das Geschäft mit europäischen Festzinsinstrumenten. Wieder führten die Börsen vielfältige neue Kontrakte ein, u.a. Futures auf EONIA-Sätze (Euro OverNight Index Average).

Was den Markt für ausserbörsliche Derivate betrifft, geht aus den neuesten halbjährlichen BIZ-Daten zu den Gesamtpositionen im *zweiten Halbjahr 2002* ein bemerkenswertes Wachstum der weltweiten Bruttomarktwerte hervor. Sie stiegen in diesem Zeitraum um 43% und betragen Ende Dezember \$ 6,4 Bio. Der Grossteil des Anstiegs entfiel auf Zinsswaps, was zum Teil dem starken Rückgang der Swaprenditen von Juli bis Anfang Oktober zuzuschreiben war. Wer auf Swapkontrakte einen Festzins zahlte, hätte einen Verlust erlitten, sodass solche Positionen möglicherweise durch Abschluss neuer Swaps glattgestellt wurden. Dass es zu solchen Glattstellungen kam, darauf deutet die rasante Zunahme des Nominalwerts der Swapkontrakte in dieser Zeit hin. Für den gesamten weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate stieg der Nominalwert der ausstehenden Positionen um 11% auf \$ 142 Bio.

Das internationale Bankgeschäft

Die Banken veräusserten im *vierten Quartal 2002* Schuldtitel und parkten die Mittel am internationalen Interbankmarkt. Die Auslandsausleihungen an andere Banken erreichten den ungewöhnlich hohen Betrag von \$ 430 Mrd., während die Kreditvergabe an Unternehmen und sonstige Nichtbanken stagnierte. In den beiden Vorquartalen hatten Wertpapierkäufe der Banken die Mittelströme dominiert. Die Umschichtung von Wertpapieren zu Interbankeinlagen entsprach einem Trend zu kürzeren Laufzeiten; vielleicht sollten damit Verluste aus möglichen Zinserhöhungen vermieden werden.

Im selben Quartal verzeichneten die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt weitere Kapitalabflüsse zu den Banken im BIZ-Berichtsgebiet. In der Asien-Pazifik-Region stellten die Abflüsse einen Umschwung gegenüber den Zuflüssen des ersten Quartals dar. Sie waren ungewöhnlich gross und erfolgten teilweise mittels Auflösung von Pensionsgeschäften durch einige Länder. Lateinamerika, insbesondere Argentinien und Brasilien, verzeichnete erneut massive Abflüsse, da diese Länder Bankschulden tilgten. In Abweichung vom allgemeinen Trend erhielten die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas, insbesondere die EU-Beitrittskandidaten, weitere Bankmittel.

Features

Kapitalströme in Ostasien seit der Krise von 1997

Ostasien exportiert nicht nur netto Kapital in den Rest der Welt, es ist auch an einem internationalen Risikoaustausch beteiligt, der die Volkswirtschaften der Region stärkt. Indem die Region Staatspapiere und Schuldtitel staatsnaher Körperschaften der USA, Europas und Japans kauft und Realvermögen, Aktien und Anleihen mittlerer und niedriger Bonität verkauft, baut sie relativ sicheres Vermögen im Ausland auf, während sie gleichzeitig Kapital importiert, bei dem der Kapitalgeber das Risiko trägt. Robert McCauley (BIZ) belegt dieses Muster der Kapitalströme, setzt sich mit möglicher Kritik auseinander und erörtert Massnahmen zur Lösung damit verbundener Probleme. Dazu gehört, dass die Sanierung des Banken- und des Unternehmenssektors zum Abschluss gebracht wird, dass sowohl inländische Nichtbank-Finanzinstitute als auch Anleihemärkte entwickelt werden und dass sich die Wirtschaft weniger stark auf Exporte als Wachstumsmotor stützt. McCauley argumentiert, eine solche konstruktive Politik würde es der Weltwirtschaft ermöglichen, zu tragfähigeren Strukturen der Leistungsbilanzen und Kapitalströme zu finden.

Optionen und ihre Aussagekraft über die Risikoneigung der Anleger

Finanzmarktcommentatoren schreiben Preisausschläge häufig Änderungen der Risikoaversion der Anleger zu. Näherungsgrößen für die Risikoaversion der Marktteilnehmer können dazu beitragen, dass die einzelnen Finanzinstitute die Marktrisiken effizienter steuern und dass die Entscheidungsträger die Marktbedingungen besser überwachen und interpretieren können. Nikola Tarashev, Kostas Tsatsaronis und Dimitrios Karampatos (BIZ) legen die Schätzung eines breiten Indikators der Risikoaversion an den Aktienmärkten vor. Gestützt auf moderne Finanzmarkttheorien konstruieren sie ihren Indikator, indem sie die statistische Wahrscheinlichkeit eines jähen Aktienkursrückgangs, die mithilfe historischer Daten berechnet wird, mit der entsprechenden Wahrscheinlichkeit, die aus zukunftsgerichteten Optionspreisen abgeleitet wird, vergleichen. Mithilfe ihres Indikators stellen die Autoren fest, dass Zeiten hoher Risikoaversion oft auch Zeiten negativer Renditen und hoher Volatilität an den Aktienmärkten sowie verringerter Parallelität der Entwicklung der Aktien- und Anleihemärkte sind. Sie beobachten ferner eine signifikante Parallelität der Risikoaversion an verschiedenen Aktienmärkten, was auf eine bedeutende länderübergreifende Komponente der Anlegerstimmung hinweist.

Bestimmungsfaktoren der Risikoaversion von Anlegern

Martin Scheicher (Oesterreichische Nationalbank) legt den Schwerpunkt auf die Erklärung der täglichen Schwankungen der Risikoaversion von Anlegern. Er misst die Risikoaversion ähnlich wie Tarashev et al. (s. oben), jedoch auf Tages- statt auf Monatsbasis. Gegenstand seiner Untersuchung ist der DAX, in dem die Kurse von 30 grossen deutschen Unternehmen zusammengefasst sind, im Betrachtungszeitraum von Dezember 1995 bis Mai 2002. Um Veränderungen der Risikoaversion zu erklären, untersucht Scheicher die Auswirkungen von Erwartungen in Bezug auf das Wirtschaftswachstum, die Marktvolatilität, die Kreditrisikoprämien und schlechte Nachrichten. Laut seinem Befund hat die Risikoaversion der Anleger am deutschen Aktienmarkt seit 1998 zugenommen. Darüber hinaus wird die Risikoaversion deutscher Anleger offenbar stark von der Entwicklung der US-Aktienkurse beeinflusst.