



Pressemitteilung

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

8. September 2003

BIZ-Quartalsbericht September 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 vier Themen von besonderem Interesse aufgegriffen: neue Muster in der Verflechtung zwischen entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkten, Unterschiede im Rating für Staatsschulden in Landes- und in Fremdwährung, Herausforderungen für die Manager von Währungsreserven bei der Suche nach höheren Renditen sowie neue Entwicklungen im institutionellen Portfoliomanagement.

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

Verkaufswelle am globalen Anleihemarkt

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

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

Auf die Kredit- und die Aktienmärkte griff diese Entwicklung im Allgemeinen kaum über. Obwohl sich die Zinsaufschläge auf hoch rentierende Schulden und Schulden aufstrebender Volkswirtschaften ausweiteten, als die „Jagd nach Renditen“ nachliess, löste die Volatilität an den Staatsanleihe- und Swapmärkten keine allgemeine Verkaufswelle an den Kreditmärkten aus. An den Aktienmärkten zeigte sich ein ähnliches Bild. Der Aktienmarkt

von Tokio erholte sich sogar, als die Anleiherenditen stiegen. Die Kurse der Bankaktien sowie der Aktien der meisten anderen Finanzinstitute hielten mit den Veränderungen in den allgemeinen Marktindizes Schritt, was darauf hindeutet, dass sich die Aktienanleger keine Sorgen über die Auswirkungen höherer Renditen auf die Bilanzen dieser Institute machten.

Der internationale Markt für Schuldtitel

Im *zweiten Quartal 2003* blieb die Mittelaufnahme am internationalen Markt für Schuldtitel unverändert stark. Der Nettoabsatz insgesamt blieb mit \$ 346 Mrd. gegenüber dem Vorquartal im Wesentlichen unverändert. Damit belief sich der Nettoabsatz im ersten Halbjahr auf \$ 701 Mrd. Das entspricht einem Anstieg von 8% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode und ist erheblich mehr als im schwachen zweiten Halbjahr 2002. Die nach höherer Rendite strebenden Anleger griffen bei den Neuemissionen sofort zu. Auch die Schuldner nutzten die historisch tiefen langfristigen Zinssätze weiterhin, um die Laufzeit ihrer Schulden zu verlängern.

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

Märkte für derivative Instrumente

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

Die Zinskontrakte - die grösste Marktrisikokategorie - verzeichneten im zweiten Quartal erneut ein kräftiges Wachstum. Das Transaktionsvolumen stieg um 25% auf \$ 226,2 Bio., nach einem Anstieg um 18% im ersten Quartal. Das Wachstum entfiel grösstenteils auf die US-Börsen und war offenbar das Ergebnis von Absicherungsgeschäften im Zusammenhang mit künftigen geldpolitischen Massnahmen.

Das internationale Bankgeschäft

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

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

Features

Neue Muster in der Verflechtung zwischen entwickelten und aufstrebenden Märkten

Die aufstrebenden und die entwickelten Finanzmärkte sind heutzutage enger miteinander verflochten als jemals seit dem Ersten Weltkrieg. Philip Wooldridge, Dietrich Domanski und Anna Cobau (BIZ) zeigen drei Wege auf, auf denen diese Verflechtung erfolgte. Erstens hat sich der Kreis ausländischer Anleger, die in aufstrebende Märkte investieren, in den letzten Jahren erweitert. Zweitens spielt das lokale Geschäft ausländischer Finanzinstitute in den Finanzsystemen zahlreicher aufstrebender Volkswirtschaften eine immer wichtigere, in einigen Fällen sogar eine dominierende Rolle. Drittens schliesslich treten in aufstrebenden Volkswirtschaften ansässige Akteure sowohl als Emittenten als auch als Anleger immer häufiger an ausländischen Finanzmärkten in Erscheinung. Im Anschluss an eine Erörterung dieser Entwicklungen arbeiten die Autoren mehrere damit verbundene grundsätzliche Fragen heraus.

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

Es ist unter Rating-Agenturen allgemein üblich geworden, Ländern neben einem Rating für Schulden in Fremdwährung auch eines für Schulden in Landeswährung zu geben. Bei seiner Untersuchung dieser Praxis kommt Frank Packer (BIZ) zu dem Befund, dass das Landeswährungsrating oft höher ist, weil davon ausgegangen wird, dass ein Staat eher imstande und willens ist, Schulden in seiner eigenen Währung zu bedienen. Danach prüft Packer, wie oft und in welchem Ausmass das Landeswährungsrating höher ist. Dabei zeigen sich nicht nur Unterschiede zwischen Schuldner, sondern überraschenderweise auch unter den Rating-Agenturen selbst, was auf eine grössere Uneinigkeit hinsichtlich der Risikoeinschätzung bei Schulden in Landeswährung hindeutet.

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

In einem Umfeld historisch niedriger Renditen auf erstklassige Staatspapiere sehen sich die Manager von Währungsreserven veranlasst, Instrumente mit höherer Rendite zu suchen, um die Erträge zu verbessern. Eli Remolona (BIZ) und Martijn Schrijvers (De Nederlandsche Bank) behandeln drei Fallbeispiele, in denen sich besonders interessante Herausforderungen im Zusammenhang mit höheren Renditen stellen. Es sind dies ein Portfolio mit längerer Duration, ein Unternehmensanleihen-Portfolio und ein Portfolio mit höher rentierenden Währungen. Im Falle der längeren Duration werfen die Autoren die Frage auf, ob das derzeitige Umfeld niedriger Renditen einen neuen Trade-off zwischen Duration und Volatilität zur Folge hat. Bei den Unternehmensanleihen liegt der Schwerpunkt auf der Herausforderung, ein Portfolio zu verwalten, dessen Risiko von einer geringen Wahrscheinlichkeit grosser Verluste geprägt ist. Zuletzt greifen die Autoren die Frage auf, ob die höheren Renditen in bestimmten Währungen tendenziell durch Wechselkurschwankungen aufgezehrt werden.

Institutionelles Portfoliomanagement: Trends, Anreize und Markteffizienz

Das institutionelle Portfoliomanagement gewinnt in der globalen Finanzlandschaft zunehmend an Bedeutung. Gestützt auf einen jüngst erschienenen Bericht des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (CGFS), gibt Ingo Fender (BIZ) einen Überblick über den Wandel der Branchenstruktur und der Anreizmechanismen für Portfoliomanager. Danach analysiert er die möglichen Auswirkungen dieses Wandels auf die Effizienz der Finanzmärkte. Aufgrund des Umfangs der von dieser Branche verwalteten Vermögen können die Anreize der Portfoliomanager erhebliche Auswirkungen auf die Ressourcenallokation an den weltweiten Finanzmärkten haben.