



Pressemitteilung

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

Ref.-Nr.:

14. Juni 2004

BIZ-Quartalsbericht Juni 2004

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 Anleihemarkt sowie das Geschehen an den Derivatmärkten analysiert. Der zweite Teil behandelt drei Themen: die Preiseffekte von Rating-Ankündigungen, die Liquidität und die Entwicklung von asiatischen Märkten für Anleihen in Landeswährung sowie die Märkte für Terminkontrakte ohne Lieferung auf asiatische Währungen.

Aussicht auf Zinsanstieg erschüttert Märkte

Die Aussicht, dass die US-Leitzinssätze früher als erwartet wieder steigen könnten, löste im April und Mai an den globalen Finanzmärkten eine allgemeine Verkaufswelle aus. Marktteilnehmer in aller Welt reagierten ungewöhnlich stark auf Veröffentlichungen von US-Wirtschaftsdaten und auf eine Ankündigung der Federal Reserve, die weniger Geduld bezüglich einer Leitzinsanhebung anzuzeigen schien; die Folge waren Verluste an den Aktien- und Staatsanleihemärkten. Beim bis dahin zu beobachtenden Renditestreben trat eine Umkehr ein, sodass sich die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften kräftig ausweiteten. Auch die steigenden Ölpreise drückten auf die Märkte.

Zwar brachen die meisten Märkte ein, einige jedoch stärker als andere. Darüber hinaus zeigten Märkte, die sich zuvor nahezu im Gleichschritt entwickelt hatten, Anzeichen eines Auseinanderdriftens. Die US-Anleiherenditen stiegen kräftiger als die Renditen an anderen bedeutenden Märkten; insbesondere die Euro-Renditen koppelten sich von den Dollar-Renditen ab. Die Renditenaufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften weiteten sich erheblich stärker aus als diejenigen auf hoch rentierenden Unternehmensanleihen, was zum Teil auf die Bedeutung der als „Carry trades“ bekannten Zinsdifferenzgeschäfte am Markt für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften zurückzuführen ist. Asiatische Aktienmärkte verzeichneten grössere Rückgänge als die Märkte in anderen Regionen, da Besorgnis über eine mögliche Verlangsamung des chinesischen Wirtschaftswachstums aufkam.

Trotz des Ausmasses der Verkaufswelle herrschten an den Märkten weiterhin geordnete Verhältnisse. Es gab nur wenig Anzeichen dafür, dass die kräftigen Preisschwankungen zu unmittelbaren Finanzproblemen für Emittenten oder Anleger geführt hätten; diejenigen mit

besonders hohem Zinsänderungsrisiko könnten allerdings in den kommenden Monaten noch mit Schwierigkeiten konfrontiert werden.

Der internationale Anleihemarkt

Dank der Erholung der Weltwirtschaft und günstiger Finanzierungsbedingungen wurden am internationalen Anleihemarkt im *ersten Quartal 2004* erneut Mittel in einem Rekordumfang aufgenommen. Der Nettoabsatz verzeichnete im zweiten Quartal in Folge einen absoluten Rekord, nämlich \$ 518 Mrd. Der öffentliche Sektor, insbesondere in Europa und Lateinamerika, gehörte zu den aktivsten Emittenten, aber auch der Absatz von Finanzinstituten und Unternehmen mit niedrigerem Rating blieb stark. Die Emissionstätigkeit aufstrebender Volkswirtschaften entwickelte sich weiter aufwärts. Dagegen verlagerte sich die Mittelaufnahme von „Investment-grade“-Wirtschaftsunternehmen zum Teil von den Märkten für langfristige Wertpapiere an den Commercial-Paper-Markt.

Die lebhafte Emissionstätigkeit spiegelte das historisch tiefe Niveau der Renditeaufschläge über praktisch das gesamte Bonitätsspektrum wider. Selbst nachdem sie sich im ersten Quartal etwas ausgeweitet hatten, blieben die Aufschläge im Vergleich der letzten fünf Jahre ungewöhnlich klein. Darin wiederum kam vor allem das „Renditestreben“ der Anleger zum Ausdruck; diese waren bereit, angesichts aussergewöhnlich tiefer Nominalrenditen auf risikofreien Anlagen riskantere Positionen einzugehen.

Im April verlangsamte sich der Absatz in den meisten Sektoren, da sich die Renditeaufschläge wieder ausweiteten und die Unsicherheit über den Zeitpunkt und die Folgen des Übergangs der US-Geldpolitik zu einem weniger akkommodierenden Kurs wuchs. Der Absatz von Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas sank, derjenige von aufstrebenden Volkswirtschaften Europas hingegen blieb im Vorfeld der Erweiterung der Europäischen Union im Mai kräftig.

Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz der von der BIZ regelmässig erfassten börsengehandelten Finanzderivate kehrte im *ersten Quartal 2004* auf einen Wachstumspfad zurück. Der Gesamtwert der gehandelten Zins-, Aktienindex- und Währungskontrakte belief sich auf \$ 272 Bio., ein Anstieg um 31% gegenüber dem vierten Quartal 2003. Besonders lebhaft war das Geschäft in Zins- und Währungskontrakten; in beiden Kategorien wuchs der Umsatz um rund 35%. Das Geschäft mit Aktienindexkontrakten war demgegenüber mit einem Umsatzwachstum von 9% eher verhalten.

Der weltweite Umsatz wurde im ersten Quartal durch eine kräftige Belebung des Geschäfts im März hochgetrieben, und zahlreiche Börsen verzeichneten im Handel neue Tagesrekorde. Der Handel mit Optionen auf kurzfristige europäische Zinssätze und auf deutsche Staatsanleihe-Futures war ungewöhnlich lebhaft, da die Marktteilnehmer immer mehr zur Überzeugung gelangten, die schwachen Wirtschaftsdaten würden die EZB zu einer Leitzinssenkung veranlassen.

Gemäss den neuesten von der BIZ veröffentlichten Halbjahresdaten zu den Gesamtpositionen an den ausserbörslichen Derivatmärkten zeigten diese Geschäfte im *zweiten Halbjahr 2003* ein stetiges Wachstum. Der Nominalwert der offenen Kontrakte stieg um 16% auf nahezu \$ 200 Bio. Der Bruttomarktwert war dagegen erstmals seit 2001 rückläufig: Er sank um 12%.

Das internationale Bankgeschäft

Nach einem massiven Rückgang im dritten Quartal 2003 kehrte das Geschäft am internationalen Interbankmarkt im *vierten Quartal* zum vorherigen Umfang zurück. Die Erholung entfiel grösstenteils auf US-Dollar-Forderungen; dabei gaben Banken an Offshore-Finanzplätzen, im Vereinigten Königreich und im Euro-Raum einander und Banken in den USA Kredit. Die Kredite an Nichtbanken, die im dritten Quartal eine Belebung verzeichnet

hatten, stagnierten im vierten; ein geringer Anstieg entfiel hauptsächlich auf Kredite von Offshore-Finanzplätzen an Schuldner in den USA.

Erneut war im vierten Quartal eine Umschichtung der Positionen der Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften zu etwas sichereren Schuldnern zu erkennen, allerdings weniger ausgeprägt als in den Vorquartalen. Diese Umschichtung zeigte sich in einem Rückgang des Anteils der Forderungen gegenüber Lateinamerika und einem Anstieg der Forderungen an den öffentlichen Sektor in einigen Regionen. Diese Trends bei den Bankkreditströmen gingen einher mit vermehrten Anleihebegebungen durch Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften.

Die Einlagen bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet stiegen stärker als die Kreditvergabe, wodurch sich insgesamt ein Nettoabfluss aus den aufstrebenden Volkswirtschaften ergab. Erhöhte Einlagen trugen zu Nettoabflüssen aus der Asien-Pazifik-Region, Lateinamerika sowie dem Nahen Osten und Afrika bei, während eine Zunahme der Bankforderungen gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas zu einem Nettozufluss in jene Region führte.

Features

Preiseffekte von Rating-Meldungen

Für die Einschätzung des Ausfallrisikos von Unternehmensanleihen stützen sich die Anleger auf Ratings sowie auf andere Arten von Informationen. Marian Micu, Eli Remolona und Philip Wooldridge (BIZ) beurteilen die in Ratings enthaltenen Zusatzinformationen, indem sie die Auswirkungen von verschiedenen Arten von Ankündigungen der Rating-Agenturen analysieren, wie „Überprüfung“, „auf Beobachtungsliste“, „Ausblick“ und tatsächliche Rating-Änderungen. Bei der Auswertung von Daten zum relativ liquiden Markt für Credit Default Swaps kommen sie zu dem Schluss, dass Ratings den Marktteilnehmern in der Tat zusätzliche Informationen vermitteln. Selbst Ankündigungen, die schon von Änderungen der Renditenaufschläge vorweggenommen wurden, vermitteln offenbar massgebliche Informationen.

Asiatische Märkte für Anleihen in Landeswährung

Guorong Jiang und Robert McCauley (BIZ) analysieren die Liquidität und die jüngste Entwicklung von Anleihenmärkten in Landeswährung in Asien. Sie finden dabei unter den verschiedenen Volkswirtschaften sehr unterschiedliche Liquiditätsverhältnisse. Die Marktgröße und umfangreichere Einzelemissionen fördern die Liquidität, während eine Konzentration der Bestände auf Anleger mit einer „Buy-and-hold“-Strategie sie beeinträchtigt. Nach Ansicht der Autoren würde sich die Liquidität durch Konsolidierung verschiedener Marktsegmente zu einigen wenigen Emittenten des öffentlichen Sektors sowie zu weniger, aber grösseren Einzelemissionen verbessern. Hilfreich wären ferner Bemühungen zur Entwicklung von Märkten für Absicherungen und zur Erweiterung der Anlegerbasis. Die Autoren stellen ferner fest, dass sich die Anleihen in Landeswährung dank der Erträge von höher rentierenden Instrumenten insgesamt besser entwickelten als US-Schatzpapiere. Diese Performance legt nahe, dass asiatische Anleihen in Landeswährung trotz der engen Beziehung der asiatischen Währungen zum US-Dollar eine eigenständige Anlagekategorie bilden könnten.

Terminkontrakte ohne Lieferung in Asien

Umsatzstarke Märkte für Terminkontrakte ohne Lieferung (NDF - non-deliverable forwards) bestehen für sechs asiatische Währungen. Guonan Ma, Corrinne Ho und Robert McCauley (BIZ) geben einen Überblick über diese sechs Märkte. Sie stellen fest, dass der

Gesamtumsatz in asiatischen NDF, insbesondere Renminbi-NDF, gestiegen ist, sodass diese Kontrakte nun einen Grossteil des weltweiten NDF-Handels ausmachen. Die asiatischen NDF-Kurse sind in der Regel volatiler als die entsprechenden Kassakurse. Darüber hinaus weisen sie auch eine höhere positive Korrelation auf als die entsprechenden Kassakurse und reagieren ähnlich auf Veränderungen der Terminkurse der wichtigsten Währungen. Die Autoren finden ferner ein tendenziell grosses Gefälle zwischen den Onshore-Zinssätzen und den durch die NDF implizierten Offshore-Zinssätzen, was auf eine wirksame Segmentierung der beiden Märkte schliessen lässt.