



Pressemitteilung

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

6. Dezember 2004

BIZ-Quartalsbericht Dezember 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 umfasst vier Artikel: einen über neuere Ansätze zur Erklärung des Länderrisikos, einen weiteren über den steilen Umsatzanstieg an den Devisenmärkten, wie ihn die Zentralbankerhebung 2004 dokumentiert, einen dritten über Struktur und Entwicklung des Marktes für Konsortialkredite und einen vierten über das Kreditrisiko bei der Projektfinanzierung.

Erholung der Märkte bei wiederkehrendem Vertrauen

Verbesserte gesamtwirtschaftliche Daten und die Stabilisierung der Erdölpreise führten zu einer wieder optimistischeren Beurteilung der weltwirtschaftlichen Lage durch die Anleger. Zeichen eines erneut anziehenden Wachstums, insbesondere in den USA, sowie ein Rückgang der Risikoaversion lösten eine Erholung an den Aktien- und Kreditmärkten wie auch an den Märkten für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften aus. Ende November hatten viele Märkte ihren vorangegangenen Jahreshöchststand wieder erreicht. Ähnliche Faktoren trugen dazu bei, die Volatilität auf ungewöhnlich niedrigem Niveau zu halten. Im Oktober unterbrach ein abrupter Ölpreisanstieg die Hausse, doch als die Besorgnis um die Erdölversorgung nachliess, erholten sich die Aktien- und Kreditmärkte rasch. Nicht einmal die hinter den Erwartungen zurückbleibende Gewinnsituation der Unternehmen schien die Zuversicht der Anleger zu dämpfen.

Trotz unerwartet positiver gesamtwirtschaftlicher Daten aus den USA fiel der US-Dollar im November gegenüber vielen Währungen auf neue Tiefstände. Der Dollarfall war offenbar nicht zuletzt auf neuerliche Besorgnis über das Leistungsbilanzdefizit der USA zurückzuführen. Die Abwertung des Dollars und unterschiedliche Trends der Wachstums-erwartungen bewirkten, dass die Yen- und vor allem die Euro-Anleiherenditen stärker von den Dollarrenditen abwichen als noch vor ein paar Monaten.

Der internationale Anleihemarkt

Im *dritten Quartal* 2004 verlangsamte sich der Absatz internationaler Schuldtitel wie bereits im Vorquartal, wenn auch auf aussergewöhnlich hohem Niveau. Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes sank von \$ 771 Mrd. im zweiten Quartal auf \$ 755 Mrd. und der Nettoabsatz (nach Tilgungen) von \$ 348 Mrd. auf \$ 307 Mrd. Dieser Rückgang spiegelte die im Euro-Raum übliche Abnahme der staatlichen Mittelaufnahme in der zweiten Jahreshälfte wider und war somit teilweise saisonbedingt. Die Refinanzierungstätigkeit war weiterhin lebhaft, da die Schuldner die niedrigen langfristigen Zinsen zur Senkung ihrer Finanzierungskosten nutzten. Die Mittelaufnahme von Schuldnern geringerer Bonität blieb ebenfalls kräftig, denn sie wurde durch die rückläufigen Aufschläge auf hochverzinsliche Anleihen im dritten Quartal angekurbt. Das stabilere Zinsumfeld begünstigte eine gewisse Verlagerung von zinsvariablen zu festverzinslichen Instrumenten.

Die Schuldenaufnahme aufstrebender Volkswirtschaften an den internationalen Anleihemärkten war nach wie vor auf bestem Weg, wieder den Rekordstand von 1997 zu erreichen. Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes im dritten Quartal belief sich auf insgesamt \$ 35 Mrd., etwa so viel wie im zweiten Quartal. Mehr als die Hälfte dieser Mittel wurden jedoch zur Tilgung fällig werdender Verbindlichkeiten verwendet, sodass der Nettoabsatz im dritten Quartal zurückging. Am aktivsten waren erneut die asiatischen Schuldner; die philippinische Regierung nahm trotz wachsender Aufschläge \$ 1,4 Mrd. auf. Einige Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere lateinamerikanische Staaten, nutzten das aufnahmefähige Marktumfeld, um die Fälligkeit ihrer internationalen Verbindlichkeiten zu verlängern.

Märkte für derivative Instrumente

Nach bemerkenswert lebhafter Aktivität in der ersten Jahreshälfte sank der Umsatz der börsengehandelten Derivativkontrakte im *dritten Quartal* 2004 um 5% auf \$ 288 Bio. Dahinter standen offenbar konvergierende Einschätzungen der künftigen Geldpolitik in den wichtigsten Volkswirtschaften, nachdem die Leitzinsen in den USA im Juni erstmals angehoben worden waren. Am stärksten verringerte sich das Geschäft mit Aktienindexderivaten (11%), gefolgt von den Zinsderivaten (5%). Dagegen stieg der Umsatz von Währungsderivaten um 10%.

Das Geschäft an den Rohstoffmärkten war im dritten Quartal ebenfalls schwächer; die Anzahl der gehandelten Kontrakte nahm um 11% ab. Sowohl Nichtelegmetalle und Edelmetalle als auch landwirtschaftliche Erzeugnisse verzeichneten einen Umsatzrückgang. Die einzige Ausnahme bildeten die Energiederivate; hier stieg der Umsatz um 8%. Die Volatilität der Ölpreise scheint dazu geführt zu haben, dass Derivativkontrakte auf Erdöl verstärkt für Spekulations- und Absicherungszwecke eingesetzt wurden.

Das internationale Bankgeschäft

Nach einer aussergewöhnlich starken Zunahme im ersten Quartal 2004 war das grenzüberschreitende Geschäft am internationalen Bankkreditmarkt im *zweiten Quartal* gedämpft. Der steile Anstieg der langfristigen Renditen in den wichtigsten Volkswirtschaften im zweiten Quartal veranlasste die Anleger offenbar, Positionen aufzulösen und die Duration ihrer Festzinsportfolios zu verkürzen. Dies scheint zu einem Rückgang der Kreditvergabe an Nichtbankschuldner – vor allem an Wertpapierhäuser in den USA – beigetragen zu haben.

Zum ersten Mal seit mehreren Quartalen wurden die Einlagen aufstrebender Volkswirtschaften bei den berichtenden Banken von den Krediten übertroffen. So kam es zu einem Nettozufluss von \$ 4 Mrd. in diese Volkswirtschaften. Die umfangreichsten Zuflüsse erhielt Asien, wo die Kreditaufnahme weiter zunahm. Die stärksten Abflüsse verzeichnete Lateinamerika, und zwar infolge von Tilgungen und Abschreibungen. Trotz der hohen Ölpreise zogen die erdölexportierenden Länder im zweiten Quartal Einlagen von Banken im Berichtsgebiet ab. In den letzten drei Jahren gelangten Einnahmen aus dem Ölgeschäft

nicht im selben Umfang in das internationale Bankensystem wie bei vorangegangenen Phasen steigender Ölpreise. Zudem lautet ein immer grösserer Anteil der Einlagen erdöl-exportierender Länder nicht auf den US-Dollar, sondern auf andere Währungen, insbesondere den Euro.

Features

Länderrisiko: eine Bewertung neuerer Sichtweisen

In den vergangenen Jahren haben einige neue Sichtweisen zum Länderrisiko Beachtung gefunden. Eine erste betrifft die Auswirkungen einer von wirtschaftspolitischen Fehlern geprägten Vergangenheit eines Landes auf dessen Fähigkeit, die Verschuldung unter Kontrolle zu halten („Schuldenintoleranz“). Ein zweiter Ansatz stellt die Möglichkeit eines Landes in den Mittelpunkt, sich im Ausland in heimischer Währung zu verschulden („Sündenfall“). Der dritte Blickwinkel ist die Sensitivität des Nettovermögens eines Landes gegenüber Wechselkursschwankungen („Währungsinkongruenzen“). Claudio Borio und Frank Packer (BIZ) untersuchen die empirische Relevanz dieser Erklärungsansätze; dabei benutzen sie Länder-Ratings als Näherungswert für das Länderrisiko. Sie entwickeln bestehende statistische Tests weiter, indem sie eine breitere Palette an Faktoren berücksichtigen, die das Länderrisiko beeinflussen könnten, und bessere Daten insbesondere aus den BIZ-Statistiken zum Bank- und Derivativgeschäft und zu den Wertpapiermärkten verwenden. Ihre Ergebnisse belegen verschiedene Aspekte der drei Ansätze, zeigen aber auch eine Reihe von Einschränkungen und offenen Fragen. Zusammenfassend halten sie fest, dass eine solide Wirtschafts- und Strukturpolitik der Schlüssel zur Steuerung des Länderrisikos ist.

Was erklärt den steilen Umsatzanstieg an den Devisenmärkten? Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2004

Aus der jüngsten 3-jährlichen Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivativmärkten geht hervor, dass der Tagesumsatz an den herkömmlichen Devisenmärkten im April 2004 durchschnittlich bei \$ 1,9 Bio. lag. Dieser Anstieg von 36% gegenüber April 2001 (zu konstanten Wechselkursen gerechnet) hat den von 1998 bis 2001 verzeichneten Rückgang der globalen Handelsvolumina mehr als wettgemacht. Gabriele Galati (BIZ) und Michael Melvin (Arizona State University) analysieren die Hintergründe dieses rasanten Umsatzanstiegs. Sie unterstreichen die Bedeutung von Momentum Trading und Carry Trades seitens institutioneller und fremdfinanzierter Anleger, die weitgehend aus der „Jagd nach Rendite“ heraus agieren. Auch Absicherungstransaktionen scheinen den Umsatzanstieg begünstigt zu haben, da sich Unternehmen und Anleger vor einer erwarteten Abwertung des US-Dollars schützen wollten.

Struktur, Entwicklung und Bedeutung des Marktes für Konsortialkredite

Konsortialkredite sind hybride Instrumente, die Merkmale von Ausleihungen im Rahmen etablierter Kreditbeziehungen einerseits und handelbaren Schuldtiteln andererseits vereinen. Sie erlauben die Streuung von Kreditrisiken unter verschiedenen Finanzinstituten, ohne dass jedoch Aufwand für Offenlegung und Vertrieb wie bei Anleiheemissionen anfällt. Konsortialkredite sind eine sehr wichtige Finanzierungsquelle, die nicht weniger als ein Drittel aller am internationalen Schuldtitelmarkt aufgenommenen Mittel ausmacht. Blaise Gadanecz (BIZ) analysiert Entwicklung und Funktionieren des Marktes für Konsortialkredite und betrachtet wichtige Akteure, Preismechanismen, Neuemissionen, Sekundärmarkthandel und geografische Integration.

Spezifische Merkmale des Kreditrisikos bei der Projektfinanzierung

Bei Infrastrukturprojekten sind gewöhnlich Kreditgeber gefragt, die Mittel für deutlich längere Laufzeiten als bei anderen Arten von Konsortialkrediten zur Verfügung stellen. Grosse, kapitalintensive Projekte erfordern hohe Investitionen zu Beginn des Projekts, während die Erlöse zur Deckung der Kosten erst langfristig generiert werden. Während bei den meisten Kreditarten die Bonitätsaufschläge mit der Laufzeit steigen, stellt Marco Sorge (BIZ) fest, dass dies bei Projektfinanzierungsdarlehen nicht unbedingt der Fall ist. Selbst bei Ausklammerung von Garantien am langen Ende ist die Fristenstrukturkurve der Bonitätsaufschläge dieser Darlehen buckelförmig, was darauf hindeutet, dass Projektfinanzierungen mit längeren Laufzeiten von den Kreditgebern nicht unbedingt als risikoreicher angesehen werden als kurzfristigere Kredite. In aufstrebenden Volkswirtschaften führen Garantien gegen politische Risiken, wie sie multilaterale Entwicklungsbanken oder Exportversicherungsagenturen anbieten, zu deutlich geringeren Aufschlägen auf längerfristige Projektfinanzierungsdarlehen.