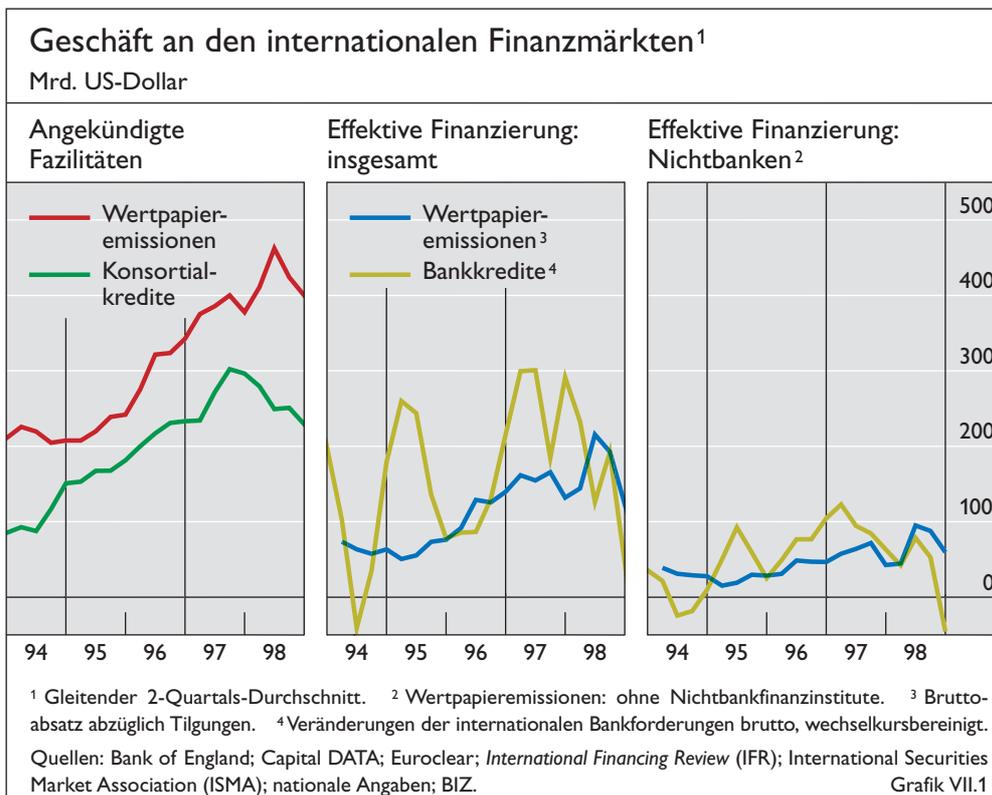


## VII. Internationale Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Das von Rußland im August 1998 verfügte Schuldenmoratorium stellte einen Wendepunkt für die internationalen Finanzmärkte dar. Natürlich hatten sich die seit Beginn der Asien-Krise im Juli 1997 wiederholt aufgetretenen Spannungen bereits in beträchtlichem Maße auf die Marktbedingungen insgesamt ausgewirkt; im allgemeinen blieben die expansionsbegünstigenden Faktoren bis zum vergangenen Sommer jedoch noch stark genug, um ein Gegengewicht zu den wachsenden Bedenken hinsichtlich der eingegangenen Kreditrisiken zu bilden. Die wichtigsten dieser Faktoren waren die Suche nach höheren Erträgen in einem günstigen monetären Umfeld, die teilweise damit verknüpfte internationale Diversifizierung der Portfolios, die Welle von Fusionen und Übernahmen in den Industrieländern sowie das allmähliche Entstehen eines gesamteuropäischen Finanzmarktes. Der unerwartete Beschluß Rußlands führte zu einem drastischen Vertrauensschwund am Markt, der im September noch durch Enthüllungen in bezug auf den Umfang der Verschuldung von LTCM (Long-Term Capital Management) verstärkt wurde. Außer für Schuldner höchster Bonität wurden die Ausgabekonditionen generell abrupt verschärft, die Neufinanzierung durch die



Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (geschätzt) <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Stand Ende 1998
	Mrd. US-Dollar						
Auslandsforderungen von Banken <sup>2</sup>	316,4	274,9	680,1	532,7	1142,6	331,0	9665,4
Inlandsforderungen in Fremdwährung <i>abzüglich Wiederanlagen zwischen Banken</i>	-0,9	0,2	-36,0	71,4	42,1	12,1	1382,8
A = Internationale Bankforderungen netto <sup>3</sup>	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5485,0
B = Nettoabsatz Geldmarktinstrumente	-6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Bruttoabsatz Anleihen und Notes <i>abzüglich Tilgungen und Rückkäufe</i>	..	504,1	536,8	859,6	1014,0	1167,8	
C = Nettoabsatz Anleihen und Notes	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4121,6
D = A + B + C = Internationale Finanzierung insgesamt	388,7	443,6	593,1	957,3	1038,3	792,7	9801,1
<i>abzüglich Doppelzahlungen<sup>4</sup></i>	113,7	38,6	48,1	197,3	163,3	227,7	1456,1
E = Internationale Finanzierung (netto) insgesamt	275,0	405,0	545,0	760,0	875,0	565,0	8345,0

<sup>1</sup> Bankkredite und Euronote-Absatz: Veränderung der Bestände, Wechselkursbereinigt; Anleihefinanzierungen: Stromgrößen.  
<sup>2</sup> Banken in den G10-Ländern sowie in Dänemark, Finnland, Irland, Luxemburg, Norwegen, Österreich, Spanien, auf den Bahamas, in Bahrain, Hongkong, auf den Kaimaninseln, den Niederländischen Antillen und in Singapur sowie Filialen der US-Banken in Panama.  
<sup>3</sup> Ohne geschätzte Wiederanlagen zwischen den berichtenden Banken. <sup>4</sup> Von den berichtenden Banken erworbene oder begebene internationale Anleihen, soweit in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen.  
Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BIZ. Tabelle VII.1

internationalen Finanz- und Wertpapiermärkte wurde stark gedrosselt, und der Sekundärmarkthandel für sämtliche Risikoinstrumente brach ein. Die Senkung der Notenbankzinssätze brachte zwar ein gewisses Maß an Ruhe zurück und belebte die Primär- und Sekundärmärkte, doch blieb die allgemeine Besorgnis hinsichtlich der Stabilität des internationalen Finanzsystems bestehen.

Trotz erheblicher Verluste einiger wichtiger Marktteilnehmer hat der internationale Interbankmarkt die massive Auflösung fremdfinanzierter Positionen und die abrupte Verlagerung des Anlegerinteresses auf sichere und liquide Vermögenswerte dem Anschein nach relativ gut überstanden. Die Finanzierungen über den internationalen Wertpapiermarkt wurden weiterhin durch längerfristige Einflüsse gestützt, und in einem vom starken Wettbewerb der Emissionsinstitute geprägten Umfeld erweiterten erstklassige Schuldner sogar ihre Inanspruchnahme des Marktes. Die Derivatmärkte schließlich paßten sich einmal mehr der Überprüfung bestehender Positionen und Strategien an. Dennoch darf die Widerstandsfähigkeit der Märkte nicht darüber hinwegtäuschen, daß sowohl Marktteilnehmer als auch Entscheidungsträger vom Ausmaß der Richtungsänderung überrascht wurden, das erhebliche Mängel hinsichtlich des Risikomanagements, der Aufsicht und der Markttransparenz aufzeigte.

## Das internationale Bankgeschäft

Bedingt durch Fusionen und Übernahmen in Nordamerika und in Europa blieb das Geschäft im Bereich der Konsortialkreditfazilitäten im Jahre 1998 relativ lebhaft;

dennoch gingen die Ankündigungen um 16% (auf \$ 957 Mrd.) zurück. Die für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften arrangierten Fazilitäten verringerten sich um nahezu die Hälfte (auf \$ 68 Mrd.) und sanken im ersten Quartal 1999 weiter. Die Mitte 1997 ausgebrochene Asien-Krise hatte das Umfeld für Schuldner bereits erheblich verschlechtert. Der Rückzug japanischer und anderer asiatischer Banken brachte eine weitere Verschärfung der Kreditkonditionen mit sich. Vor diesem Hintergrund verstärkte das russische Schuldenmoratorium lediglich die von den Banken ohnehin vorgenommene Überprüfung ihrer Engagements und ihres Risikomanagements. Die wachsende Präsenz von institutionellen Anlegern und Investmentbanken sowie ein aktiverer Sekundärmarkthandel führten dazu, daß sich die Konditionen stärker der Entwicklung an den internationalen Wertpapiermärkten angleichen. Gleichzeitig ermöglichte die zunehmende Nutzung von Kreditderivaten in gewissem Maße eine schnellere Anpassung der Engagements, wenngleich die weltweite Finanzkrise in diesem

Russisches  
Moratorium ...

Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Stand Ende 1998
	Mrd. US-Dollar						
A = Forderungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets	11,6	36,6	120,8	141,4	98,6	-29,6	1 200,7
B = Forderungen an Länder des Berichtsgebiets	251,4	228,3	506,5	446,2	1 095,0	394,4	9 630,5
1) Forderungen an Nichtbanken	122,7	-49,3	189,5	302,2	242,4	69,9	2 935,1
2) Internationale Refinanzierung von Inlandskrediten	13,3	192,5	2,9	-40,1	132,8	96,4	1 132,3
3) Wiederanlage zwischen Banken	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5 563,2
C = Nicht aufgliederbar	52,5	10,1	16,8	16,4	-8,8	-21,7	216,9
D = A + B + C = Internationale Bankforderungen brutto	315,5	275,1	644,1	604,1	1 184,8	343,1	11 048,2
E = D - B 3) = Internationale Bankforderungen netto	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5 485,0
A = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	-14,8	74,6	96,4	101,8	77,2	-13,2	1 047,9
B = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern des Berichtsgebiets	112,5	539,2	338,5	325,0	950,1	337,6	8 728,1
1) Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken	86,2	132,8	116,7	225,7	202,8	44,0	2 053,7
2) Inländische Refinanzierung von Auslandskrediten	85,6	-64,4	18,9	-31,7	-3,1	24,4	1 318,2
3) Wiederanlage zwischen Banken	-59,3	470,9	202,9	131,0	750,4	269,2	5 356,2
C = Nicht aufgliederbar	43,0	47,1	98,0	124,1	188,1	59,8	1 065,1
D = A + B + C = Internationale Bankverbindlichkeiten brutto	140,7	660,9	532,9	551,0	1 215,4	384,2	10 841,2
Nachrichtlich: Konsortialkredite <sup>2</sup>	279,4	477,1	697,7	900,9	1 136,3	957,3	

<sup>1</sup> Veränderung der Bestände, wechselkursbereinigt. <sup>2</sup> Angekündigte neue Fazilitäten.  
Quellen: Capital DATA; BIZ.

Tabelle VII.2

Marktsegment eine ganze Reihe von Mängeln deutlich werden ließ (s. den Abschnitt „Internationale Märkte für derivative Instrumente“).

In den detaillierten BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft, in denen die effektiv vergebenen Kredite und nicht nur die angekündigten Kreditfazilitäten erfaßt werden, trat die Verschlechterung des Finanzumfelds im Laufe des Jahres 1998 klarer zutage. So kürzten die Banken nicht nur ihr Engagement in den aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften im ersten Quartal um einen Rekordbetrag, sondern reduzierten in der Folge auch ihre Aktivitäten in anderen Entwicklungsregionen. Als die Rußland-Krise im dritten Quartal ihren Höhepunkt erreichte, waren schließlich auch die Industrieländer vom Rückzug der Banken betroffen. Bei der Vergabe neuer Kredite an Nichtbankkunden aus Finanzzentren, in denen Hedge Funds ihren Sitz haben, war der Rückgang besonders ausgeprägt. Die Tatsache, daß die berichtenden Banken parallel dazu Wertpapierbestände liquidierten, wies auf eine Auflösung von besicherten Kreditgeschäften hin. Zwar schwächte sich der Rückzug aus den aufstrebenden Volkswirtschaften im letzten Quartal ab, doch erreichten der Abbau fremdfinanzierter Positionen und die Flucht in sichere Anlagen einen Höhepunkt, was einen absoluten Rückgang der aggregierten Positionen des internationalen Bankgeschäfts zur Folge hatte. Gleichzeitig zeigten Nichtbankeinleger eine starke Präferenz für Banken, die den Turbulenzen an den Finanzmärkten weniger ausgesetzt zu sein schienen.

Für eine gewisse Zeit wurden die negativen Auswirkungen, die diese Entwicklungen auf die internationale Bankkreditvergabe hatten, durch Wachstumsfaktoren verschleiert. Einer dieser Faktoren war die schrittweise Realisierung der Währungsunion in Europa, die als Katalysator für die Expansion des Auslandsgeschäfts in Europa wirkte, ein anderer die aktive Rolle der Banken an den Wertpapiermärkten. Die starke Veränderung bestimmter Wertpapierbestände der Banken im Jahresverlauf unterstrich denn auch die Bedeutung, die dem Eigenhandel der Banken im Gesamtgeschäft zukommt. Als weiterer stützender Einfluß war die aktive Umschichtung der weltweiten Liquidität durch den internationalen Interbankmarkt zu werten. Zusammen mit der weltweiten Expansion einiger europäischer Bankengruppen schufen diese Faktoren auch einen Ausgleich zum Rückzug japanischer Banken und zu den indirekten Auswirkungen der Turbulenzen auf Banken mit tatsächlichen oder vermuteten Verbindungen zu Großschuldnern oder fremdfinanzierten Anlegern.

#### *Geschäft mit Ländern im Berichtsgebiet*

Bereits im ersten Halbjahr 1998 konzentrierte sich das internationale Bankgeschäft auf Kosten Japans und der Mehrzahl der aufstrebenden Volkswirtschaften stark auf Kreditnehmer in Europa, Nordamerika und an Finanzplätzen der Karibik. Diese Ausrichtung des Kreditgeschäfts trug dazu bei, daß sich die Ausweitung der Risikoprämien für die Schuldner im Berichtsgebiet (mit Ausnahme Japans) verzögerte (Definition des BIZ-Berichtsgebiets s. Tabelle VII.1, Fußnote 2). Indirekt mögen dadurch auch Fremdfinanzierungsstrategien erleichtert worden sein. Zu beachten ist zudem, daß die Banken im selben Zeitraum ihre Bestände an Wertpapieren, die von Emittenten aus entwickelten Ländern begeben wurden, beträchtlich aufstockten; allerdings trat der Umfang der damit verbundenen reinen Handelstätigkeit erst bei der darauffolgenden Glättstellung zutage. Der im Laufe

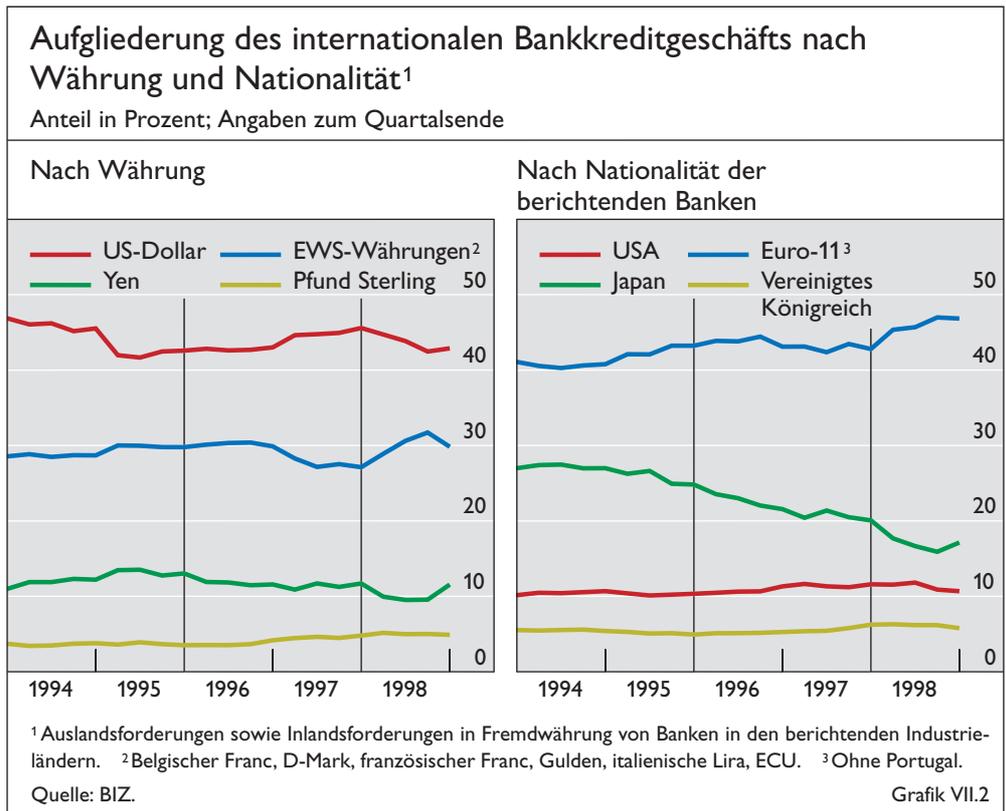
... beschleunigt Rückzug der Banken aus den Entwicklungs-ländern ...

... und führt zu Rückgang der Kreditvergabe in absoluten Zahlen ...

... bei nachlassender Wirkung von Wachstumsfaktoren

Aktive Kreditvergabe im Berichtsgebiet im ersten Halbjahr ...

... erleichtert fremdfinanzierte Transaktionen ...



des Sommers plötzlich aufgetretene Umschwung im Kreditangebot zeigte sich am deutlichsten bei Transaktionen mit dem Nichtbankensektor im Berichtsgebiet. Während der Rückzug im dritten Quartal auf Banken mit Sitz in den USA und an einigen karibischen Finanzplätzen (wo zahlreiche Hedge Funds registriert sind) beschränkt war, wurde er im vierten Quartal zu einer erdrutschartigen Bewegung. Diese Entwicklung spiegelte sich in einem auf das Jahr gerechneten Rückgang des an Nichtbanken im Berichtsgebiet vergebenen internationalen Kreditvolumens um 9% wider.

... die die anschließende Umkehr verstärken ...

Auf der Passivseite der internationalen Bilanzen der berichtenden Banken erschienen die neuen Einlagen von im Berichtsgebiet ansässigen Nichtbankanlegern bis zum Sommer ausreichend, um den Abzug von Einlagen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften auffangen zu können. Erste Anzeichen einer Anspannung wurden im dritten Quartal deutlich, als diese Anleger ihre Vermögenswerte bevorzugt bei einem ausgewählten Kreis von Banken unterbrachten. Dieses Ungleichgewicht wurde im vierten Quartal besonders groß, als sich im Berichtsgebiet ansässige Nichtbanken massiv und auf breiter Front vom internationalen Bankenmarkt zurückzogen (-22% auf das Jahr gerechnet). Dies erklärt die vielbeachtete weltweite Kreditverknappung im vergangenen Oktober. Im Rückblick darf jedoch wohl davon ausgegangen werden, daß die im Berichtszeitraum aufgetretenen Verwerfungen im internationalen Bankgeschäft ebenso auf die verminderte Attraktivität der Banken für Einlagen zurückzuführen waren wie auf ihre zögerliche Haltung bei der Gewährung neuer Kredite. Dies erklärt, warum die Währungsbehörden der wichtigsten Länder dem Markt Liquidität zuführten, wodurch weitere Folgewirkungen für das Finanzsystem vermieden werden konnten.

... ebenso wie der massive Einlagenabzug

### Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets

Die Kreditströme in die aufstrebenden sowie die im Übergang befindlichen Volkswirtschaften verzeichneten im Jahr 1998 eine drastische Wende (–\$ 60 Mrd., verglichen mit +\$ 73 Mrd. im Jahr 1997); diese gestaltete sich jedoch sowohl in bezug auf den Zeitpunkt als auch hinsichtlich des Umfangs in den verschiedenen Regionen sehr unterschiedlich. Im Falle Asiens machte sich die Krise im Sommer 1997 bemerkbar und erreichte ihren Höhepunkt im ersten Quartal des Jahres 1998, als die berichtenden Banken ihr Engagement in Indonesien, Korea, Malaysia und Thailand stark zurücknahmen. Eine Verbesserung der Marktbedingungen – insbesondere im Hinblick auf Korea – erwies sich als kurzlebig, da die Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften die Hauptlast der Flucht in sichere Anlagen zu tragen hatten, zu der es nach der Bekanntgabe des russischen Schuldenmoratoriums im August kam. In der Folge reduzierten die berichtenden Banken ihr Engagement gegenüber dieser Ländergruppe weiter, zogen sich – angesichts wachsender Ungewißheit bezüglich der Finanzsituation inländischer Holding-Gesellschaften und der Tragfähigkeit des Wechselkurses (s. Kapitel III) – gleichzeitig aber auch aus China zurück. Der umfassende Rückzug der kreditgebenden Banken unterschiedlicher Nationalität und der hohe Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten am gesamten Asien-Engagement der Banken (im Durchschnitt 60% Ende 1997) vertieften die Verwerfungen in den Volkswirtschaften der Region noch zusätzlich.

Rückzug der Banken aus Asien ...

... weitet sich im Sommer aus ...

... auf China ...

Auslandsforderungen der Banken gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets*								
	1996	1997	1998				Stand Ende 1998	
	Jahr	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.		4. Q.
Mrd. US-Dollar								
Länder außerhalb des Berichtsgebiets insgesamt	141,4	98,6	–29,6	– 5,0	– 4,5	–25,7	5,6	1200,7
Entwickelte Länder	22,8	25,2	30,8	9,5	2,3	8,8	10,2	248,2
Osteuropa	10,8	18,5	– 0,5	6,3	4,6	–10,4	–1,0	108,8
<i>Rußland</i>	6,8	9,8	– 6,3	3,3	2,7	–10,7	–1,6	54,7
Entwicklungsländer	107,9	54,9	–59,9	–20,8	–11,4	–24,1	–3,6	843,7
Lateinamerika	28,5	34,1	0,7	12,7	2,0	– 8,0	–6,1	309,0
<i>Argentinien</i>	5,4	7,3	– 0,3	1,5	– 0,2	1,2	–2,8	46,5
<i>Brasilien</i>	16,7	10,7	– 3,9	8,1	0,6	– 8,0	–4,5	98,2
<i>Mexiko</i>	0,1	2,3	1,5	1,3	– 0,3	– 0,9	1,4	76,3
Naher Osten	–0,1	10,5	23,3	– 0,8	6,2	7,5	10,5	106,6
Afrika	–0,4	2,6	– 1,1	0,8	– 1,7	– 0,2	0,0	58,7
Asien	79,8	7,6	–82,8	–33,5	–18,0	–23,4	–7,9	369,3
<i>China</i>	13,5	11,4	– 8,3	0,3	– 3,3	– 6,3	1,0	82,7
<i>Indonesien</i>	9,4	5,7	–12,7	– 5,0	– 4,0	– 2,1	–1,6	50,5
<i>Korea</i>	26,6	– 4,3	–30,1	–16,4	– 4,2	– 4,7	–4,9	74,6
<i>Thailand</i>	9,5	–17,5	–24,0	– 8,5	– 5,3	– 4,8	–5,4	56,6

\* Veränderung der Bestände, Wechselkursbereinigt.  
Quelle: BIZ.

Tabelle VII.3

Für einige Zeit konnten die Ansteckungseffekte der Krise über Asien hinaus in Grenzen gehalten werden; im weiteren Jahresverlauf gab es jedoch auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Anzeichen für eine Kreditverknappung. Eine der beachtenswerten Entwicklungen in Lateinamerika war die Kehrtwende im Kreditgeschäft mit Brasilien im zweiten Halbjahr. Inlandszinsen in Rekordhöhe und neue Regulierungen hatten zu Beginn des Jahres zu einem starken Zufluß von Bankmitteln geführt. Als die Entwicklungen in Rußland dann jedoch eine besonders einschneidende Neubewertung der Engagements in Brasilien nach sich zogen, kam es zu einer vollständigen Umkehr dieser Bewegung. Die Auswirkungen der Rußland-Krise, die Auflösung fremdfinanzierter Positionen im Gefolge des gerade noch verhinderten Zusammenbruchs von LTCM und die vorgeschlagene vermehrte Verlustbeteiligung des privaten Sektors anlässlich der Bereitstellung eines vorsorglichen IWF-Unterstützungspakets bestärkten die Gläubigerbanken vermutlich darin, ihr Engagement noch vor der Abwertung des Real im Frühjahr 1999 zu reduzieren. Interessanterweise war der Rückzug der Banken aus anderen Ländern Lateinamerikas weniger ausgeprägt: Argentinien hatte noch bis weit ins dritte Quartal Zugang zum internationalen Bankkreditmarkt, und Mexiko nahm im vierten Quartal zusätzliche Mittel auf, wenngleich mit höherem Zinsaufschlag.

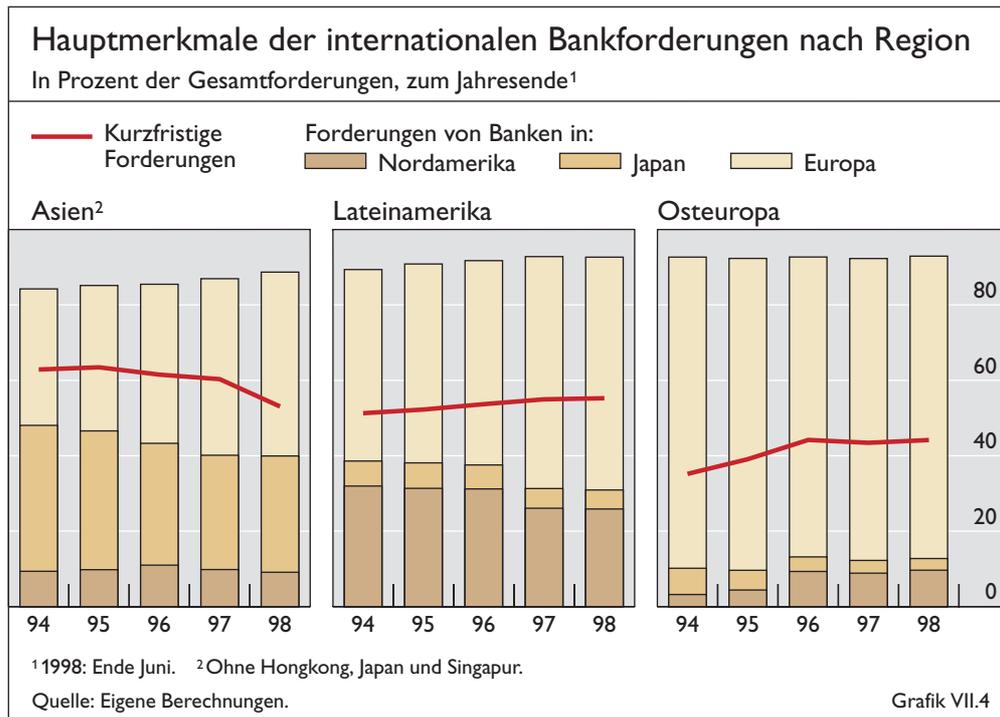
... und Brasilien

Geringe Ansteckung anderer Länder ...

Die Abschirmung Lateinamerikas von der Asien-Krise im ersten Halbjahr 1998 wurde bereits in Kapitel III erwähnt. Daß Argentinien und Mexiko danach – wenn auch in eingeschränktem Maße – weiterhin Zugang zu den internationalen Märkten hatten, läßt darauf schließen, daß die Anleger stärker zwischen den einzelnen Länderrisiken differenzierten. Andere wesentliche

... offenbar wegen vermehrter Differenzierung beim Länderisiko ...





Faktoren dürften diese Tendenz jedoch noch verstärkt haben. Erstens wurde implizit vorausgesetzt, daß die Länder der Region in ein internationales Sicherheitsnetz eingebunden waren; dadurch wurden die Banken angeregt, bestehende Zinsgefälle zu nutzen, und die Kreditzinsspannen konnten sich wieder stabilisieren (s. den letzten Abschnitt dieses Kapitels). Zweitens strebten die europäischen und nordamerikanischen Banken aktiv danach, ihre Präsenz in Lateinamerika weiter zu stärken und Verbindungen zu denjenigen Bankensystemen in der Region zu knüpfen, die anscheinend bereits ein gutes Stück auf dem Weg zur Sanierung zurückgelegt hatten. Drittens schließlich war – außer in Brasilien – der Anteil der im Jahr 1998 fälligen Bankschulden weit kleiner als in Asien. Dies wiederum minderte zumindest kurzfristig den Bedarf an Auslandsfinanzierungen, zumal dieser in einigen Fällen am internationalen Wertpapiermarkt gedeckt werden konnte.

Aus den BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft in Osteuropa geht hervor, daß noch bis zu dem Zeitpunkt, als die russische Regierung ein Moratorium über einen Teil der Schulden des Landes verkündete, Finanzmittel nach Rußland flossen. Dies wurde dem Vertrauen der Gläubiger in die Fähigkeit des Landes zugeschrieben, seine Verbindlichkeiten zu bedienen oder sich andernfalls ein internationales Unterstützungspaket zu sichern. Auf die Ankündigung folgte ein massiver Einbruch des Dollarwerts der Bankengagements in Rußland, insbesondere bedingt durch eine deutliche Herabsetzung des Portfoliowerts der notleidenden Wertpapiere. So ging denn auch der in der zweiten Jahreshälfte verzeichnete Rückgang der Forderungen der berichtenden Banken gegenüber der Region ganz zu Lasten Rußlands. Die Bankkredite an andere osteuropäische Länder scheinen im Berichtszeitraum – möglicherweise wegen eines günstigeren wirtschaftlichen Klimas und wachsender Verbindungen zu EU-Ländern – nicht nennenswert zurückgegangen zu sein.

... und ungeachtet des Rußland-Schocks

Parallel dazu flossen die internationalen Bankkreditströme in den Nahen Osten ungehindert weiter, ungeachtet des Zusammenwirkens der Ansteckungseffekte der Krise und fallender Ölpreise. Insbesondere Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate nutzten weiterhin ihre hohe Bonität, um den Bankkreditmarkt in großem Umfang in Anspruch zu nehmen.

## Internationale Wertpapiermärkte

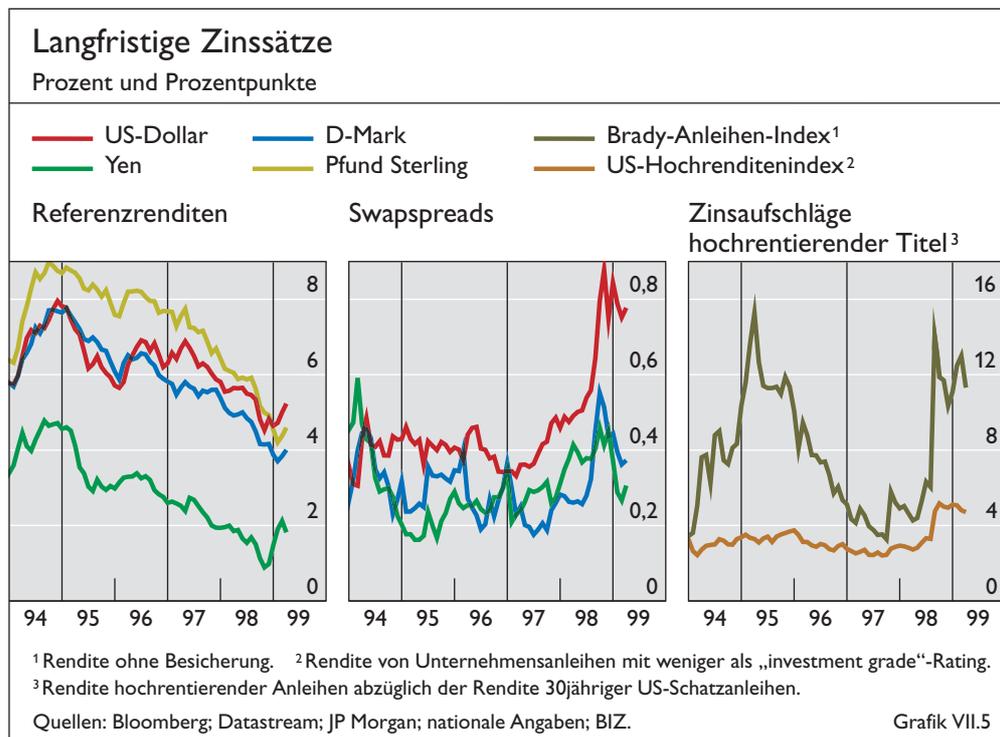
Trotz der trendmäßigen Zunahme der Tilgungen sowie des stark rückläufigen Geschäfts in Geldmarktinstrumenten erreichte der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel 1998 einen neuen Höchststand (\$ 678 Mrd.). Die Emissionsbedingungen schwankten im Verlauf des Jahres stark. Im ersten Quartal wurde das Geschäft sowohl durch Emissionen, die wegen der Verschärfung der Finanzkrise in Asien Ende 1997 verschoben worden waren, als auch durch die darauf folgende stärker akkommodierende Geldpolitik belebt. Im August verdüsterte sich die Marktstimmung, als wegen des russischen Moratoriums nur noch erste Adressen Zugang zu den Märkten hatten. Eine Serie von Notenbankzinssenkungen trug zur Beruhigung bei und ermöglichte eine Erholung des Geschäfts, wenngleich

Rekordabsatz von Wertpapieren ...

Hauptmerkmale der internationalen Schuldtitelemmissionen <sup>1</sup>							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Stand Ende 1998
	Mrd. US-Dollar						
Nettoabsatz insgesamt	188,7	253,6	263,1	537,3	573,3	677,7	4 316,1
Geldmarktinstrumente <sup>2</sup>	- 6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Anleihen und Notes <sup>2</sup>	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4 121,6
Entwickelte Länder	114,8	205,5	228,4	411,0	449,0	570,2	3 506,2
Europa <sup>3</sup>	147,7	167,1	159,8	243,2	257,9	279,6	2 029,2
Japan	-52,1	-5,9	-2,9	16,3	-0,4	-19,8	318,1
USA	- 4,0	22,9	56,3	131,8	176,9	282,6	845,0
Kanada	19,2	16,6	8,7	8,8	10,1	21,5	207,4
Offshore-Finanzplätze	10,2	7,2	1,7	16,3	14,5	11,6	61,0
Sonstige Länder	27,6	32,5	22,1	88,2	89,2	40,9	377,5
Internationale Organisationen	36,2	8,5	11,0	21,8	20,6	55,1	371,3
US-Dollar	28,6	66,5	69,0	261,7	332,0	411,1	1 971,9
Yen	29,3	86,0	81,3	85,3	34,6	-29,3	487,5
Währungen des Euro-Raums	82,6	80,2	84,3	135,8	139,0	220,3	1 173,8
Sonstige Währungen	48,3	20,9	28,5	54,4	67,8	75,5	682,9
Finanzinstitute <sup>4</sup>	51,4	136,1	167,9	346,9	360,0	368,3	2 022,6
Öffentlicher Sektor <sup>5</sup>	130,7	103,1	73,3	118,5	89,0	182,1	1 273,2
Unternehmen	6,6	14,4	22,0	71,9	124,3	127,2	1 020,0
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Angekündigte Anleihen und Notes</i>	534,6	492,5	534,5	861,1	1 010,9	1 172,7	

<sup>1</sup> Internationale Anleihen: Stromgrößen; Geldmarktinstrumente und Notes: Veränderung des Umlaufs, wechsellkursbereinigt.  
<sup>2</sup> Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. <sup>3</sup> Ohne Osteuropa. <sup>4</sup> Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. <sup>5</sup> Einschl. internationale Organisationen.  
 Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BIZ.

Tabelle VII.4



Referenzrenditen

Swapspreads

Zinsaufschläge  
hochrentierender Titel<sup>3</sup>

Besorgnis hinsichtlich des Kredit- und Liquiditätsrisikos die Zusammensetzung der Emissionen stark beeinflusste, und zwar zu Lasten von Schuldern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften. Aus vorliegenden Daten für das erste Quartal 1999 geht hervor, daß diese Schuldner kurz nach der Abwertung der brasilianischen Währung im Januar (die vielfach antizipiert worden war) an den internationalen Wertpapiermarkt zurückkehren konnten. Marktindikatoren deuten jedoch darauf hin, daß sich die generelle Neueinschätzung der Risiken im vergangenen Herbst nachhaltiger auf Kreditspreads und Liquiditätsrisikoprämien auswirkte; diese verharren nämlich über ihrem langfristigen Durchschnitt.

... beweist Widerstandsfähigkeit des Marktes ...

... im Umfeld von Sanierungen ...

... der Einstellung auf den Euro ...

Dennoch erwies sich der Markt gegenüber den immer wieder auftretenden Turbulenzen als widerstandsfähig. Dabei spielten die Ausweitung des Anleger- und des Emittentenkreises sowie die breitere Palette der angebotenen Instrumente eine wichtige unterstützende Rolle, doch waren auch noch andere langfristige Einflüsse am Werk, von denen drei hervorzuheben sind: Erstens führten Sanierungen im Industrie- und Finanzsektor zu einer Welle von Emissionen im Zusammenhang mit Übernahmen. Zweitens eröffnete die verbesserte Haushaltslage der Industrieländer (mit Ausnahme Japans) einem großen Spektrum von Schuldnern mit hoher Bonität neue Möglichkeiten. Drittens sorgte die bevorstehende Einführung der einheitlichen europäischen Währung für zusätzliche Dynamik bei den grenzüberschreitenden Kapitalströmen, da die Bemühungen der Emittenten, ECU- bzw. Euro-Referenzwerte zu schaffen, zu einer Abwanderung aus bestimmten Inlandsmärkten führten.

Die größere Volatilität der Märkte verstärkte noch den Konzentrationsprozeß unter den Finanzinstituten. Die US-Emissionsinstitute konnten dank ihrer Finanzkraft ihre führende Stellung halten und Mandate für große US-Dollar-Emissionen von supranationalen Körperschaften und staatlichen Stellen gewinnen.

Händler mit Sitz in Europa nutzten ihr Vertriebspotential für die europäischen Währungen sowie die bevorstehende Einführung des Euro, um ihre Marktanteile zu vergrößern. Hingegen verringerte sich der Marktanteil der japanischen Emissionsinstitute wegen des geringen Japan- und Yen-Geschäfts weiter. Der zunehmende Wettbewerb drückte gleichzeitig auf die Gewinnmargen im Emissionsgeschäft, so daß einige Bankkonzerne ihre ehrgeizigen Pläne für eine weltweite Marktpräsenz zurückstufen.

... und des scharfen Wettbewerbs unter den Emissionsinstituten

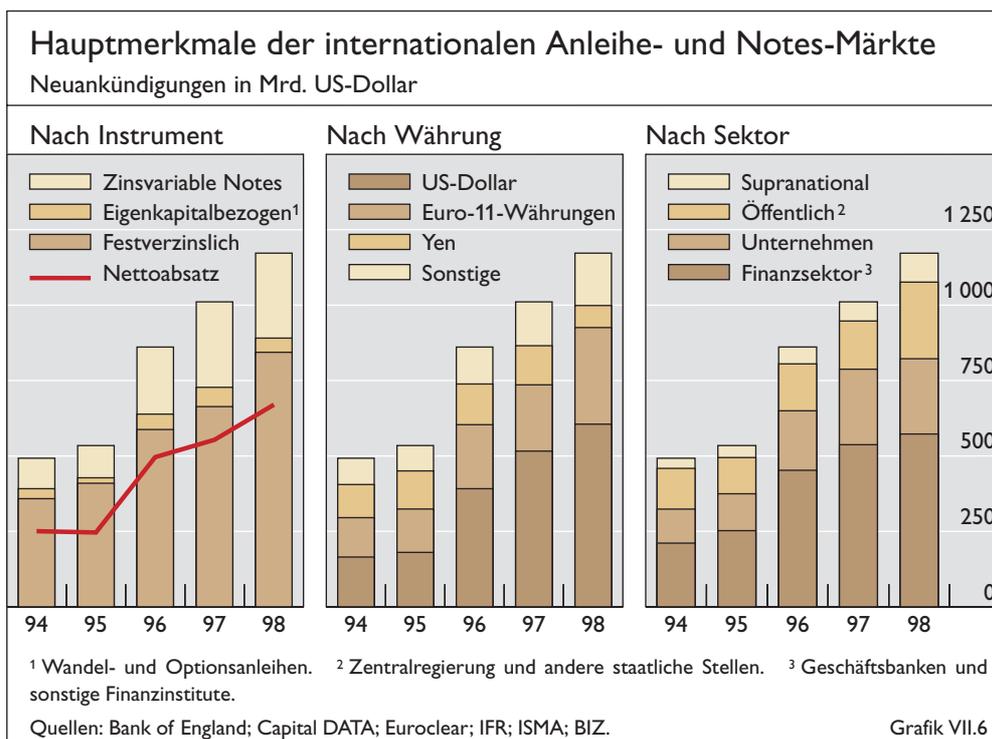
#### Sektor und Nationalität der Emittenten

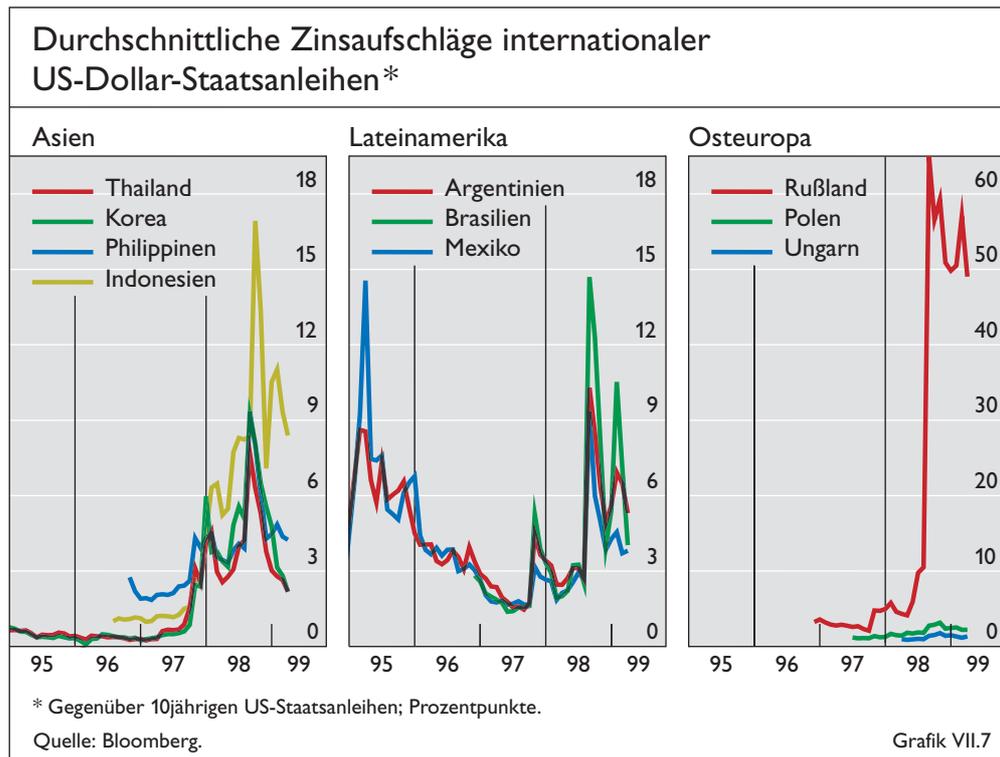
Die Turbulenzen an den Finanzmärkten wirkten sich auf die Zusammensetzung der Schuldner aus, die den internationalen Wertpapiermarkt in Anspruch nahmen. Die große Nachfrage der Anleger nach bonitätsmäßig hoch eingestuften, liquiden Wertpapieren motivierte Emittenten des öffentlichen Sektors in den Industrieländern sowie supranationale Organisationen, ihren Absatz zu steigern (um 59% bzw. 44% im Vorjahresvergleich). Dies führte gleichzeitig zu einer markanten Zunahme des durchschnittlichen Umfangs der Transaktionen; 27% des Absatzes entfielen auf Emissionen von über \$ 1 Mrd., verglichen mit 10% im Vorjahr. Trotz Bedenken hinsichtlich ihres Engagements gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften oder Akteuren mit hoher Fremdfinanzierung hielten Finanzinstitute mit 54% nach wie vor den größten einzelnen Anteil an den Emissionen. Das rege Interesse der Anleger an großen Referenzanleihen und Zweifel an der Finanzstärke von Nichtfinanzunternehmen des privaten Sektors hemmten den Absatz von Emissionen aus diesem Bereich.

Hinwendung der Anleger zu liquiden Papieren ...

Besonders aktiv waren Emittenten aus den USA und Deutschland mit einem Anteil von 26% bzw. 13% am gesamten Bruttoabsatz von Schuldtiteln. Halbstaatliche Finanzkörperschaften der USA nutzten das geringere Angebot an

... von erstklassigen Emittenten aus den USA und Deutschland ...





... zu Lasten der Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften

US-Schatztiteln, um große internationale Referenzanleihen zu schaffen, während bonitätsmäßig hoch eingestufte deutsche Kreditinstitute im Zuge einer aktiven Diversifizierung ihrer Refinanzierungen außergewöhnlich große DM-Anleihen auflegten. Der Bruttoabsatz japanischer Schuldner hingegen ging stark zurück, da sich die japanischen Banken mit steigenden Risikoprämien konfrontiert sahen und sich die Unternehmen dem inländischen Anleihemarkt zuwandten. Gleichzeitig ging die Flucht der Anleger in die Sicherheit hauptsächlich zu Lasten der aufstrebenden Volkswirtschaften, und der Bruttoabsatz solcher Emittenten sank gegenüber dem Rekordvolumen von 1997 um 36% (auf \$ 95 Mrd.). Nachdem die Anleger im ersten Halbjahr noch eine Präferenz für lateinamerikanische und osteuropäische Emissionen gezeigt hatten, kam das Geschäft in diesem Marktsegment nach dem russischen Moratorium zum Erliegen. Einige wenige staatliche Schuldner konnten dennoch beträchtliche Anleihen auflegen, aber die Zinsaufschläge waren viel höher und die Laufzeiten kürzer. Mehrere Emissionen waren darüber hinaus mit zusätzlichen attraktiven Merkmalen ausgestattet, die ihre Marktfähigkeit verbessern sollten.

#### Art und Währung der Wertpapiere

Rückläufiger Absatz kurzfristiger Papiere ...

Die Finanzierungen mittels *Geldmarktinstrumenten*, wie Euro-Commercial-Paper (ECP) und anderer kurzfristiger Euronotes, verminderten sich 1998 weiter. Die Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften erklärt diesen Rückgang zum Teil, Hauptursache waren aber die Tilgungen einer kleinen Gruppe staatlicher europäischer Schuldner sowie japanischer Finanzinstitute. In ausgeprägtem Gegensatz zu diesem gedämpften Geschäft stand die kräftige Expansion des Commercial-Paper-Marktes in den USA. Zwar war der US-Dollar nach wie vor die bei weitem meistverwendete Währung am ECP-Markt, doch haben sich mehrere europäische

Staaten schon auf das Entstehen eines großen und liquiden europäischen Marktes für kurzfristige Schuldtitel eingestellt und die Einführung von neuen, auf Euro lautenden Fazilitäten bekanntgegeben.

In den *längerfristigen Marktsegmenten* machte der wachsende Bruttoabsatz *festverzinslicher Anleihen* den Rückgang bei den Emissionen zinsvariabler Notes und eigenkapitalbezogener Anleihen mehr als wett. Zwar erschwerte die Volatilität der Anleiherenditen und Swapsätze im zweiten Halbjahr oft den Absatz festverzinslicher Papiere, doch alles in allem förderten die Nachfrage der Anleger nach Liquidität und die Eile der Emittenten, vor dem Beginn der Währungsunion große Referenzanleihen aufzulegen, das Geschäft in diesem Segment. Die anhaltend hohen Swapsreads in einigen der wichtigsten Währungen (insbesondere US-Dollar und Pfund Sterling) ermöglichten es außerdem Emittenten mit hohem Rating, den negativen Effekt der weniger attraktiven Margen für Neuemissionen auszugleichen. Angesichts einer geringen Nachfrage nach komplexen Instrumenten verwendeten supranationale Organisationen und die größten Emittenten des öffentlichen Sektors jedoch eine Reihe von liquiditätsverbessernden Merkmalen, z.B. Fungibilität von Tranchen oder Pensionsfazilitäten.

Zwar riefen die Entwicklung der weltweiten Zinssätze und die Volatilität der Preise von Vermögenswerten ein verstärktes Interesse der Anleger an defensiven Instrumenten hervor, doch beeinträchtigten große Swapsreads die Attraktivität der Ausgabe von *zinsvariablen Notes*. Die weltweite Finanzkrise weckte überdies Zweifel an der Bonität der Finanzinstitute, den Hauptnutzern dieses Marktsegments. Der Absatz *eigenkapitalbezogener Anleihen* verzeichnete 1998, nach einem außergewöhnlich guten Jahr 1997, einen massiven Einbruch. Das schlechte Abschneiden der japanischen Aktienmärkte hatte zur Folge, daß japanische Unternehmen aus diesem Segment, das sie einst dominiert hatten, fast vollständig verschwanden. Anders war die Lage für Schuldner in Europa, wo Umstrukturierungen in der Industrie und die zunehmende Beachtung des Shareholder Value Unternehmen weiterhin dazu veranlaßten, gegenseitige Beteiligungen durch steuerwirksame Wandelanleihen (bei denen die Schuldtitel der einen Gesellschaft in Aktien der anderen gewandelt werden können) aufzulösen. Zu beachten ist, daß das Fehlen von klassischen eigenkapitalbezogenen Emissionen über den tatsächlichen Umfang des Geschäfts in diesem Marktsegment hinwegtäuscht, denn eine wachsende Zahl von Emissionen wird synthetisch auf der Basis von Aktienderivaten strukturiert. Das Geschäft am Primärmarkt für *internationale Aktien* war etwas lebhafter, und der Absatz – der hauptsächlich auf vor kurzem privatisierte europäische und japanische Telekommunikationsunternehmen entfiel – erreichte einen neuen Rekordwert (\$ 125 Mrd.).

Mehrere Entwicklungen machten die Vielfalt der Einflußfaktoren am internationalen Wertpapiermarkt deutlich. Beispielsweise gab es im ersten Halbjahr Anzeichen dafür, daß die Anleger gegenüber Unternehmensschuldtiteln eine positivere Haltung einnahmen, was sich in der Steigerung des Absatzes hochrentierender europäischer Titel (Junk Bonds) zeigte. Danach aber kam dieses Geschäft wegen der Flucht in die Qualität beinahe völlig zum Stillstand. Gleichzeitig profitierten die *förderungsunterlegten Wertpapiere* von der Nachfrage der Anleger nach Wertpapieren mit hohem Rating, und zwar trotz einer gewissen Aufspaltung des Kreditmarktes sowie der Besorgnis über die Liquidität und finanzielle Solidität

... aber Aufschwung bei festverzinslichen Papieren infolge der Nachfrage nach Liquidität

Kreditrisiko beeinträchtigt Absatz zinsvariabler Notes

Eigenkapitalbezogene Anleihen gegensätzlichen Einflüssen unterworfen ...

... ebenso wie hochrentierende Titel

solcher Instrumente. Die Verbriefung entwickelte sich in mehreren europäischen Ländern dennoch weiter; beispielsweise wurden in Italien und der Schweiz erstmals mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere begeben. Die europäischen Banken standen überdies unter Druck, ihr Eigenkapital effizienter zu nutzen und die Eigenkapitalrendite zu steigern, was die Übertragung des Kreditrisikos von Unternehmenskreditportfolios mittels besicherter Kreditschuldverschreibungen (oft kombiniert mit Kreditderivaten) förderte. Der europäische Markt für forderungsunterlegte Wertpapiere wird jedoch nach wie vor durch die Vielzahl von Regelungen und Usancen sowie die Konkurrenz durch andere Finanzierungsmöglichkeiten (z.B. Hypothekeninstrumente mit Staatsgarantie) behindert.

Rund die Hälfte des Bruttoabsatzes internationaler Wertpapiere lautete erneut auf US-Dollar. Die Flucht in Qualität und Liquidität begünstigte Anleihen von US-Körperschaften und -Verbriefungsgesellschaften (einschl. Globalanleihen, die hauptsächlich an US-Gebietsansässige verkauft wurden). Die bevorstehende Einführung des Euro ließ jedoch den Anteil der Währungen des Euro-Raums (von 19% auf 24%) und der ECU bzw. des Euro (von 1% auf 6%) steigen. Auch das Geschäft in Pfund Sterling verzeichnete einen kräftigen Zuwachs, teilweise dank günstiger Swapmöglichkeiten. Dagegen hemmten technische Faktoren und Liquiditätselemente das Geschäft in kleineren europäischen Währungen zugunsten der D-Mark. Das Offshore-Yen-Geschäft litt unter den hohen Emissionskosten für japanische Schuldner, dem Mangel an attraktiven Möglichkeiten für Zins-/Währungsswaps sowie der raschen Entwicklung der Inlandsemissionen von Unternehmen. Die Auswirkungen der Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften auf den Absatz in hochrentierenden Währungen wurden durch die Erholung in einigen asiatischen Volkswirtschaften und die Einführung neuer Währungen teilweise ausgeglichen.

## Internationale Märkte für derivative Instrumente

Das Geschäft an den Märkten für derivative Instrumente wurde 1998 stimuliert durch sich wandelnde Zins- und Wechselkursereignisse, neue Höchststände an den Aktienmärkten sowie die massive Auflösung kreditfinanzierter Positionen im zweiten Halbjahr. Die börsengehandelten Instrumente verzeichneten im dritten Quartal einen Boom, da die Anleger sich aus riskanten Anlagen zurückzogen und sich statt dessen in Staatspapieren mit hoher Bonitätseinstufung und Liquidität engagierten. Der Wettbewerb unter den Börsen blieb intensiv, insbesondere in Europa, wo die bevorstehende Einführung des Euro und die unaufhaltsame Ausbreitung des elektronischen Handels die führende Position etablierter Börsenplätze in Frage stellten. Darüber hinaus sahen sich die Börsen nach wie vor mit der Konkurrenz der rasch wachsenden außerbörslichen Märkte konfrontiert, so daß sie ihr Dienstleistungsangebot ausweiten mußten, um den Verlust an Marktanteilen wettzumachen. Der rasante Anstieg der außerbörslichen Positionen im zweiten Halbjahr zeigte, daß die massive Auflösung von Engagements, die nach dem Schuldenmoratorium Rußlands erforderlich wurde, die dämpfende Wirkung der erhöhten Besorgnis bezüglich der Liquiditäts- und Ausfallrisiken mehr als ausglich. Dennoch machten die Turbulenzen und die damit verbundenen Verluste die Schwächen bestehender Risikomanagement-Systeme in Zeiten

Vorherrschaft der Emissionen in US-Dollar ...

... trotz kräftigen Anstiegs des Handels im Zusammenhang mit dem Euro ...

... bei nachlassender Bedeutung des Yen

Auftrieb an den Derivatmärkten ...

... vor allem im dritten Quartal ...

... infolge der Auflösung von Engagements

Märkte für ausgewählte Derivate						
	Ausstehender Nominalbetrag am Jahresende					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	Mrd. US-Dollar					
<b>Börsengehandelte Instrumente</b>						
Zinsfutures	7 771,2	8 862,9	9 188,6	9 879,6	12 202,2	13 549,2
Zinsoptionen	4 958,8	5 777,6	5 863,4	5 931,2	7 489,2	7 702,2
Währungsfutures	2 362,4	2 623,6	2 741,8	3 277,8	3 639,9	4 602,8
Währungsoptionen	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
Aktienindexfutures	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
Aktienindexoptionen	110,0	127,7	172,4	195,9	211,5	321,0
<b>Außerbörsliche Instrumente<sup>1</sup></b>	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5	866,5
Zinsswaps	8 474,6	11 303,2	17 712,6	25 453,1	29 035,0	50 997,0
Währungsswaps <sup>2</sup>	6 177,3	8 815,6	12 810,7	19 170,9	22 291,3	..
Zinsoptionen <sup>3</sup>	899,6	914,8	1 197,4	1 559,6	1 823,6	..
	1 397,6	1 572,8	3 704,5	4 722,6	4 920,1	..

<sup>1</sup> Von der ISDA erhobene Daten. <sup>2</sup> Bereinigt um Meldungen beider Seiten; einschl. Zins-/Währungsswaps. <sup>3</sup> Caps, Collars, Floors, Swaptions.  
 Quellen: Futures Industry Association; ISDA; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen. Tabelle VII.5

extremer Volatilität und schwindender Liquidität deutlich, so daß sich die Marktteilnehmer veranlaßt sahen, ihre Risikomodelle und internen Kontrollverfahren zu überprüfen.

#### *Börsengehandelte Instrumente*

Der Gesamtumsatz der von der BIZ erfaßten Finanzkontrakte steigerte sich 1998 erneut (um 9% auf \$ 388 Bio.). Wiederum wurden die Zinsinstrumente bei weitem am aktivsten gehandelt und verzeichneten ein stetiges Umsatzwachstum (um 8% auf \$ 350 Bio.). Unsicherheit hinsichtlich des geldpolitischen Kurses in Europa und Nordamerika förderte während fast des ganzen Jahres den Handel mit kurzfristigen Zinskontrakten, und im zweiten Halbjahr ließ die Flucht in liquide Staatsanleihen mit hohem Rating das Geschäft in beinahe allen Laufzeitbereichen hochschnellen. Gegen Jahresende gingen die Umsätze allerdings wegen der beruhigenden Wirkung niedrigerer Notenbankzinssätze, des Rückzugs von Anlegern mit hoher Fremdfinanzierung und des Abbaus von Positionen im Vorfeld der Währungsunion in Europa zurück. Die Kontrakte auf Aktienindizes verzeichneten erneut ein viel schnelleres Wachstum als die Zinsinstrumente (um 16% auf \$ 34 Bio.), da neue Indizes eingeführt wurden und die Anleger angesichts des zeitweiligen Baisse drucks an den Märkten und der Volatilität nach Absicherung strebten. Hingegen vermochten die starken Schwankungen bei den wichtigsten Währungspaaren keinen allgemeinen Umsatzanstieg bei den Währungskontrakten zu bewirken (-17% auf \$ 3,5 Bio.). Neben der anhaltenden Dominanz der außerbörslichen Instrumente bei der Steuerung des Wechselkursrisikos schrieben Beobachter das gedämpfte Geschäft an den Börsen der Stabilität der europäischen Crossrates und dem Zögern der Anleger zu, Positionen in Währungen aufstrebender Volkswirtschaften einzugehen.

Führende Rolle der Zinsinstrumente an den Börsen ...

... aber zunehmendes Interesse für Aktienindizes ...

... hingegen weiterhin geringere Bedeutung von Währungskontrakten

Börsengehandelte Derivate							
	Umsatz, Nominalbetrag						Nominal- betrag Ende 1998
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
	Bio. US-Dollar						
Zinsfutures	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	294,8	7,7
Auf kurzfristige Anlagen	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	239,9	7,3
<i>darunter:</i>							
3-Monats-Eurodollarsätze	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	119,3	2,9
3-Monats-Euro-Yen-Sätze	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	23,5	1,2
3-Monats-Euro-DM-Sätze	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	31,4	1,2
3-Monats-PIBOR	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	4,4	0,1
Auf langfristige Anlagen	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	54,9	0,4
<i>darunter:</i>							
US-Staatsanleihen	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	11,3	0,1
Japanische Staatsanleihen	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	9,0	0,1
Deutsche Staatsanleihen	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	19,5	0,1
Französische Staatsanleihen	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	2,2	0,0
Zinsoptionen <sup>1</sup>	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	55,5	4,6
Währungsfutures	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	3,1	0,0
Währungsoptionen <sup>1</sup>	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,4	0,0
Aktienindexfutures	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	20,8	0,3
Aktienindexoptionen <sup>1</sup>	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	13,2	0,9
Insgesamt	227,8	340,5	333,9	321,5	356,7	387,7	13,5
<i>In Nordamerika</i>	113,1	175,9	161,1	154,2	182,7	199,5	7,3
<i>In Europa</i>	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	134,6	4,4
<i>In Asien<sup>2</sup></i>	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	51,3	1,8
<i>Sonstige</i>	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	2,3	0,0

<sup>1</sup> Calls und Puts. <sup>2</sup> Einschl. Australien und Neuseeland.  
Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen.  
Tabelle VII.6

Eurex überholt  
LIFFE ...

Das CBOT blieb die weltweit umsatzstärkste Börse (die Zahl der gehandelten Kontrakte stieg um 16% auf 281 Millionen); es konnte seine Position vor allem dank der rasanten Umsatzsteigerung bei den Kontrakten auf US-Schatztitel und des Wachstums bei den neuen Aktienindexprodukten halten. Die beiden nächstgrößten US-Börsen, die CME und die CBOE, meldeten ebenfalls ein Umsatzwachstum (um 13% auf 227 Millionen Kontrakte bzw. um 11% auf 207 Millionen). In Europa verzeichnete die Eurex Deutschland (ehemals DTB) einen neuen Rekord (+87% auf 210 Millionen Kontrakte) und überholte damit die LIFFE als die drittstärkste Börse der Welt. Mit der Flucht in die Qualität im zweiten Halbjahr stieg der Bund-Futures-Kontrakt der Eurex in der Kategorie der Zinsinstrumente auf den dritten Platz hinter dem US-Schatzanleihe- und dem Eurodollarkontrakt. Der während der Turbulenzen auftretende Engpaß bei den deutschen Staatsanleihen weckte jedoch Befürchtungen, daß der Basismarkt möglicherweise nicht groß genug ist, um den Futures-Handel in Krisenzeiten zu tragen. In der gleichen Zeit verringerte sich das Geschäft an der LIFFE (um 7%

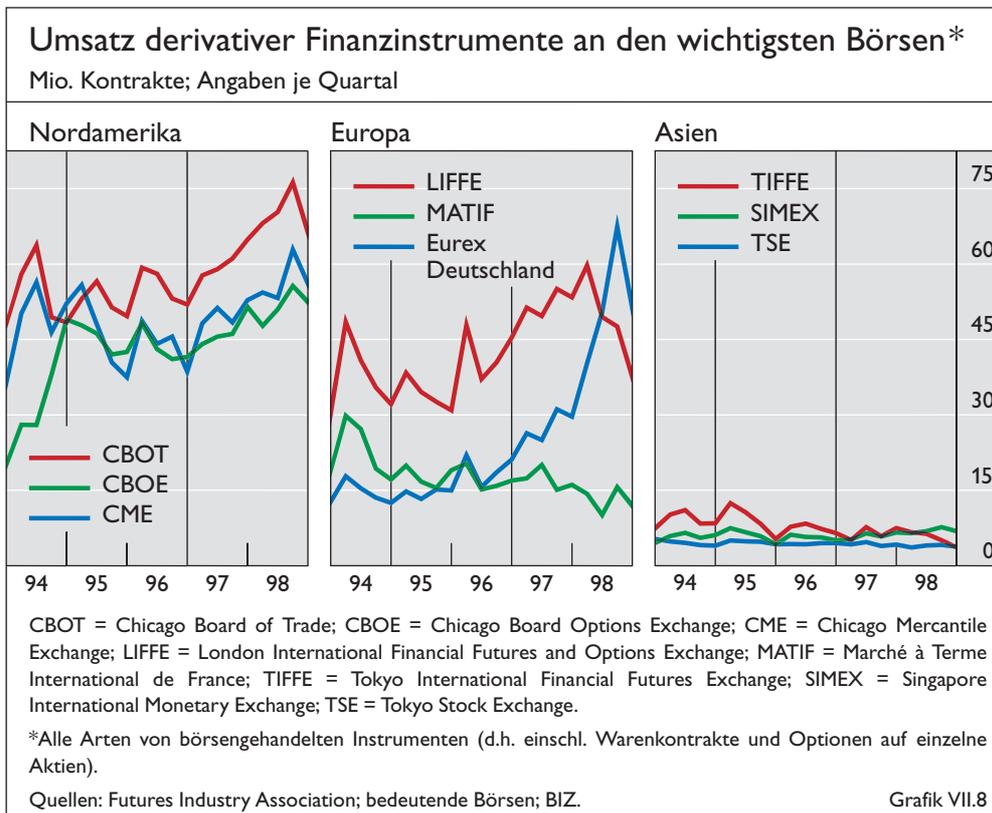
auf 194 Millionen), da Umsatzsteigerungen im Bereich der kurzfristigen Zinsinstrumente und bei einigen Aktienprodukten den Rückgang bei den Instrumenten auf Staatsanleihen nicht auszugleichen vermochten. Insbesondere der Umsatz des Bund-Kontrakts der LIFFE brach zusammen, da der Handel zum billigeren elektronischen System der Eurex abwanderte. Trotz großer technologischer Fortschritte ging der Handel am MATIF angesichts geringerer relativer Verschiebungen zwischen den kontinentaleuropäischen Zinssätzen stark zurück (-31% auf 52 Millionen Kontrakte).

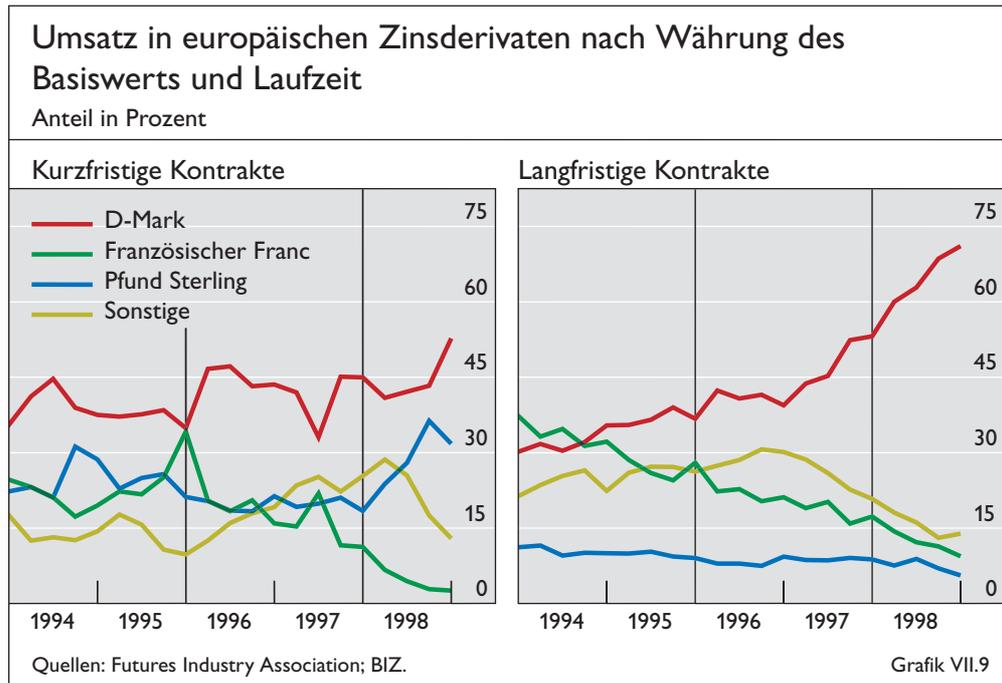
... wegen Abwanderung des Handels mit Bund-Kontrakten nach Frankfurt

Die erwartete Konsolidierung bei den europäischen Zinsinstrumenten förderte die Einführung zahlreicher Euro-kompatibler Kontrakte, so daß befürchtet wurde, angesichts der forcierten Innovationsbemühungen könnte die Liquidität leiden. Eine weitere erwähnenswerte Entwicklung in Europa war die beachtliche Zunahme des Handels mit Aktieninstrumenten; hier wirkten sich Bestrebungen, eine Palette neuer gesamteuropäischer Aktienindizes und -kontrakte einzuführen, sowie die Herabsetzung des Nominalwerts bestimmter Optionen positiv aus. In der Pazifikregion war das Geschäft vorwiegend gedämpft, insbesondere in Japan, wo sich die Nachfrage nach Zinsabsicherungsinstrumenten trotz einiger Handelsmöglichkeiten, die sich aus der „Japan-Prämie“ ergaben, infolge des außerordentlich tiefen Zinsniveaus (mit Ausnahme eines kurzen Zeitraums gegen Jahresende) verringerte. An anderen asiatischen Märkten war dank des aktiveren Handels mit aktienbezogenen Kontrakten eine zaghafte Erholung festzustellen. Dem Wert nach entspricht das Geschäft an den asiatischen und anderen aufstrebenden Märkten allerdings nach wie vor nur einem Bruchteil des Geschäfts in den Industrieländern.

Einführung von Euro-kompatiblen Kontrakten ...

... sowie von gesamt-europäischen Aktienkontrakten ...





... infolge des Wettbewerbs ...

... der Konsolidierung ...

... und neuer Technologien

Der Kampf um europäische Marktanteile nahm eine dramatische Wende, als sich Börsen wie die LIFFE und der MATIF, an denen bis dahin der Parketthandel dominiert hatte, der unaufhaltsamen Expansion des elektronischen Handels beugten. Die zwischen der Deutschen Börse (DB) und der London Stock Exchange Anfang Juli getroffene Vereinbarung betraf zwar in erster Linie das Kassageschäft mit Wertpapieren, verstärkte jedoch auch den Druck zu weiterer Konsolidierung und neuen regionalen Verknüpfungen. Die US-Börsen wiederum gründeten zusammen mit Brokern des Großkundengeschäfts und IT-Anbietern mehrere Joint Ventures, um elektronische Systeme für den gemeinsamen Handel mit Staatspapieren und den entsprechenden Derivaten einzuführen. Angesichts der rapiden Entwicklung der Handelstechnologie verlagert sich der Kampf um eine Vormachtstellung allmählich von der Zulassung neuer Kontrakte in den Bereich der Technologie; davon profitiert eine kleine Zahl kosteneffizienter Zentren. Diesbezüglich sei erwähnt, daß die eigenen Systeme der wichtigsten elektronischen Börsen bereits mit der Konkurrenz einer „neuen Generation“ von Handelssystemen konfrontiert sind, die die Verknüpfung von verschiedenen Börsen- und außerbörslichen Einrichtungen (insbesondere über das Internet) ermöglichen. Die wachsende Bedeutung von bildschirmgestützten Systemen, die verschiedene Produkte und Marktsegmente miteinander verbinden, stellt die Aufsichtsbehörden, die die Solidität und Transparenz solcher Systeme sicherstellen wollen, vor neue Herausforderungen.

#### *Außerbörsliche Instrumente*

Aus ersten Daten der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) zum Geschäft mit Swaps und swapbezogenen Zinsoptionen geht hervor, daß das Geschäft – nach einem Stillstand im Jahr 1997 – 1998 weiter expandierte. Zwar wurde der gemeldete Anstieg des Nominalwerts der offenen Positionen (76%) durch die höhere Zahl der berichtenden Händler aufgebläht, doch war auch die

bereinigte Wachstumsrate deutlich höher als die Zunahme der offenen Positionen an den Börsen (35% bzw. 9%). Insbesondere die Auflösung kreditfinanzierter Positionen im zweiten Halbjahr führte zu einer starken Ausweitung des Volumens der offenen Positionen (da eine bestehende Position – anders als an den Futures-Börsen – nicht durch den Abschluß eines gegenläufigen Kontrakts aufgehoben wird). Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos führten jedoch gegen Jahresende zu einer drastischen Kürzung der Kreditlinien für schwächere Kontrahenten, was die Marktexpansion insgesamt dämpfte.

Aufschwung im außerbörslichen Handel durch Auflösung von Positionen ...

Die von der ISDA veröffentlichten Daten waren nicht weiter aufgeschlüsselt, andere Quellen deuten jedoch darauf hin, daß das Geschäft mit *Zinsinstrumenten* die treibende Kraft war. Angesichts großer Verluste lösten Eigenhändler und Fonds mit hohem Fremdkapitalanteil ihre Positionen auf, u.a. auch mittels Asset Swaps und strukturierter Wertpapiere. Darüber hinaus bewirkte die ungewöhnliche Entwicklung der japanischen Interbankzinssätze und Anleiherenditen gegen Jahresende einen gewissen Umsatz. Als sich die japanischen Banken mit erneutem Aufwärtsdruck bei ihren Interbankverbindlichkeiten konfrontiert sahen, begannen westliche Banken, eine negative Verzinsung von Yen-Einlagen anzubieten, was eine Glattstellung offener Yen-Swaps und einige Geschäfte mit Zinsfloors zur Folge hatte.

... angeführt von Zinsswaps ...

Bei den *Währungsderivaten* förderte der recht beständige Kursanstieg des Dollars gegenüber dem Yen bis August das Geschäft mit entsprechenden Optionen, was den Rückgang im innereuropäischen Geschäft und im Geschäft mit Währungen aufstrebender Volkswirtschaften etwas ausglich (s. Kapitel VI). Danach wurden gleichzeitig massiv kreditfinanzierte Positionen in US-Dollar-Wertpapieren und Yen-Short-Positionen aufgelöst, was eine enorme Volatilität der wichtigsten Wechselkurse hervorrief und das Geschäft zum Erliegen brachte. Abgesehen von Japan war im asiatischen Geschäft hingegen eine gewisse Verbesserung festzustellen, da die Aufwertung der betreffenden Landeswährungen und die Erholung der Aktienmärkte eine allmähliche Lockerung der Geldpolitik und eine teilweise Wiederaufnahme des Handels mit Terminkontrakten ermöglichten.

... und Währungsoptionen

Am Markt für *Kreditderivate* hatte schon die Asien-Krise die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf das Kreditrisiko gelenkt, aber die weltweite Ausbreitung der Krise im zweiten Halbjahr 1998 bewirkte gegensätzliche Strömungen am Markt. Einerseits weckte die Besorgnis über das Engagement von Banken gegenüber Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation sowie gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften großes Interesse an Instrumenten zur Absicherung des Ausfallrisikos. Andererseits veranlaßte die starke Ausweitung der Kreditspreads für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften die Finanzinstitute, mit dem Angebot von Absicherungen an bonitätsmäßig niedriger eingestufte Kontrahenten vorsichtig zu sein. Nach Angaben von Marktteilnehmern litt darüber hinaus die Liquidität unter Zweifeln an der Angemessenheit der Kreditdokumentation, die in Rechtsstreitigkeiten zwischen Geschäftspartnern über Absicherungen für Kreditengagements in Rußland zum Ausdruck kamen. Wegen Unstimmigkeiten über die Definition eines kritischen Kreditereignisses, die Preisfestsetzung von Referenzkrediten und die Erfüllung von Kontrakten hatten die Erwerber von Absicherungsinstrumenten Probleme, Zahlungen zu erwirken.

Aktive Steuerung des Kreditrisikos ...

... wirft Schlaglicht auf Probleme mit Kreditderivaten

Positionen an den Märkten für außerbörsliche Derivate weltweit, nach Risikoinstrument <sup>1</sup>						
	Positionen Ende März 1995			Positionen Ende Juni 1998		
	Nominalwert	Bruttomarktwert		Nominalwert	Bruttomarktwert	
	Mrd. US-Dollar	Mrd. US-Dollar	% des Nominalwerts	Mrd. US-Dollar	Mrd. US-Dollar	% des Nominalwerts
Devisenkontrakte	13 095	1 048	8,0	22 055	982	4,5
Devisentermingeschäfte und Devisenswaps	8 699	622	7,2	14 658	584	4,0
Währungsswaps	1 957	346	17,7	2 324	255	11,0
Optionen	2 379	71	3,0	5 040	141	2,8
Sonstige	61	10	16,4	33	2	6,4
Zinskontrakte <sup>2</sup>	26 645	647	2,4	48 124	1 354	2,8
FRA	4 597	18	0,4	6 602	39	0,6
Swaps	18 283	562	3,1	32 942	1 186	3,6
Optionen	3 548	60	1,7	8 528	126	1,5
Sonstige	216	7	3,2	52	2	4,5
Aktienkontrakte	579	50	8,6	1 341	201	15,0
Termingeschäfte und Swaps	52	7	13,5	180	22	12,0
Optionen	527	43	8,2	1 161	180	15,5
Warenkontrakte	318	28	8,8	506	39	8,0
Gold	147	10	6,8	228	9	4,4
Sonstige	171	18	10,5	278	30	10,9
Termingeschäfte und Swaps	120	13	10,8	165	..	..
Optionen	51	5	9,8	113	..	..
Kreditderivate und sonstige außerbörsliche Kontrakte	..	..	..	118	4	3,1
Geschätzte Lücken in Meldungen	6 893	432	6,3	..	..	..
Insgesamt	47 530	2 205	4,6	72 143	2 580	3,6

<sup>1</sup> Bereinigt um Doppelzählungen unter Händlern. Wegen anderer Berichtsmonate sowie Unterschieden beim Erhebungsverfahren (1995: vom Standort ausgehend; 1998: weltweit konsolidiert) und bei der Anzahl der beteiligten Länder (1995: 26; 1998: 43) sind die beiden Datenreihen nicht vollständig vergleichbar.  
<sup>2</sup> Nur reine Zinsderivate.  
Quelle: BIZ. Tabelle VII.7

### Marktübergreifende Verknüpfungen und Transparenz

Internationale Erhebung über außerbörsliche Derivate zeigt ...

Die alle drei Jahre durchgeführte Erhebung der Zentralbanken zum Markt für außerbörsliche Derivate per Ende Juni 1998 vermittelt eine Momentaufnahme der Lage unmittelbar vor dem russischen Schuldenmoratorium. Vier Faktoren sind im Lichte der darauffolgenden Ereignisse besonders hervorzuheben. Erstens zeigen die Nominalwerte, daß das Engagement in Zinsänderungspositionen an den außerbörslichen Märkten (das viermal so hoch war wie in börsengehandelten Zinsinstrumenten) die wichtigste Quelle des Marktrisikos im Derivatisektor war. Auf dieses Engagement entfielen zwei Drittel des gesamten ausstehenden Nominalwerts von \$ 72 Bio. an den außerbörslichen Märkten per Ende Juni 1998

... die führende Rolle von Zinsinstrumenten ...

(und 90% des für die Börsen gemeldeten Nominalwerts von \$ 14 Bio.). Zu beachten ist jedoch, daß die Entwicklung komplexer Handelsstrategien, die damit verbundene Zunahme der Verknüpfungen unter den Märkten sowie die Aufsichtsarbitrage möglicherweise die Aussagekraft von aggregierten Daten zu den einzelnen Marktrisikokategorien verringert haben. Beispielsweise führten die hohen Kapitalkosten von Zins-/Währungsswaps dazu, daß diese Instrumente durch eine Kombination von Zinsswaps und kurzfristigen Devisenswaps nachgebildet wurden. Infolgedessen spiegelt sich der Aufbau von Währungsrisiken in den Daten zu den Zins-/Währungsswaps nicht korrekt wider.

Zweitens sind die Nominalwerte von Zins- und Währungspositionen an den Märkten für außerbörsliche derivative Instrumente jetzt mit den gesamten Kassapositionen an den weltweiten Bankkredit- und Wertpapiermärkten vergleichbar. Die Nominalwerte werden im allgemeinen als Referenzgröße für die Berechnung der Zahlungsströme der einzelnen Kontrakte verwendet. Sie ermöglichen so einen groben Vergleich der potentiellen Übertragung von Marktrisiken an den Kassa- und den Derivatmärkten, sind aber keine genaue Meßgröße für die Gewinne und Verluste, die bei einer solchen Übertragung entstehen. Ein besserer Indikator ist der Bruttomarktwert der außerbörslichen Kontrakte, der die Wiederbeschaffungskosten sämtlicher ausstehender Kontrakte mißt, wenn diese am Meldestichtag glattgestellt würden. Ende Juni 1998 betragen diese Wiederbeschaffungskosten \$ 2,6 Bio. (oder 3,6% des gemeldeten Nominalwerts). Das Fehlen ähnlicher Informationen zu den Kassainstrumenten ist allerdings ein Schwachpunkt der bestehenden Datenerhebungssysteme; so können diese Werte nicht sinnvoll genutzt werden, um die Long- und Short-Positionen auf Gesamtportfoliobasis (unter Berücksichtigung eventueller Ausgleichseffekte zwischen verschiedenen Positionstypen) zu beurteilen.

Drittens haben infolge der wachsenden Bedeutung von institutionellen Anlegern und Anlegern mit hoher Fremdfinanzierung neben den berichtenden Händlern auch andere Finanzinstitute als Geschäftspartner an Gewicht gewonnen (auf sie entfielen 41% des Nominalwerts). Schon vor dem LTCM-Debakel gab es reichlich Hinweise darauf, daß solche Marktteilnehmer große Positionen aufgebaut hatten, mit denen sie von der Divergenz bzw. Konvergenz der Renditen und der Volatilität zahlreicher festverzinslicher Instrumente profitieren wollten. Als die Möglichkeiten für Arbitragegeschäfte immer rarer wurden, führte die wachsende Häufigkeit solcher Strategien zu einem immer stärkeren Einsatz der Hebelwirkung, mit deren Hilfe akzeptable Renditen erzielt werden sollten. Eine sehr beliebte Strategie waren die Yen-Zinsdifferenzgeschäfte; dabei wurden Short-Positionen am Yen-Geldmarkt und Long-Positionen in höherrentierenden Aktiva in anderen Währungen eingegangen. Die Auflösung solcher Positionen nach Verhängung des russischen Schuldenmoratoriums im August führte zu umfangreichen Tilgungen von Yen-Verbindlichkeiten und löste offenbar auch den abrupten Kursanstieg des Yen im September und Anfang Oktober aus (s. Kapitel VI). Obwohl diese Strategien weit verbreitet waren, konnten sie von den bestehenden Statistiken nicht direkt erfaßt werden, da vielfältige Kanäle benutzt wurden, um das gewünschte Markt- und/oder Kreditrisikoengagement zu erzielen. Dennoch läßt das kräftige Wachstum der Devisenswaps, der Yen-Währungsoptionen und der Zinsswaps seit der Erhebung von 1995 darauf schließen, daß sich die Yen-Zinsdifferenzgeschäfte

... bei der Übertragung des Marktrisikos ...

... aber die Vielfalt der Instrumente und Strategien ...

von ihrer ursprünglichen Basis am Kassamarkt auf eine breite Palette von derivativen Instrumenten ausweiteten.

... täuscht über das tatsächliche Kreditrisiko hinweg ...

Viertens ergibt sich Ende Juni 1998 für die außerbörslichen Derivatpositionen der berichtenden Finanzinstitute unter Berücksichtigung von Nettingeffekten für den positiven Bruttomarktwert von Kontrakten ein Kreditrisikobetrag von \$ 1,2 Bio. Dieser Betrag lag zwar erheblich unter dem bilanzwirksamen Engagement; im nachhinein läßt sich jedoch sagen, daß das potentielle Kreditrisiko damit gravierend unterzeichnet wurde. Dies läßt sich anhand des LTCM-Falls veranschaulichen. Dieser Hedge Fund, dessen Strategie darin bestand, Preisunterschiede in einem breiten Spektrum von Finanzaktiva auszunutzen (s. Kapitel V), war möglicherweise der weltweit aktivste einzelne Verwender von Zinsswaps. Bis August 1998 entfielen \$ 750 Mrd. seiner gesamten Derivatengagements im Nominalwert von über \$ 1 Bio. auf solche Swaps, die mit rund 50 Kontrahenten in aller Welt abgeschlossen worden waren, wobei keiner dieser Kontrahenten den vollen Umfang der Engagements von LTCM kannte. Diese Swappositionen machten über 5% der Gesamtposition aus, die Händler im Rahmen der Erhebung den Zentralbanken als Position gegenüber „sonstigen“ Finanzinstituten meldeten. Zwar war das laufende Kreditrisiko der Kontrahenten vollständig besichert, doch hatten diese keine Schutzmaßnahmen gegen eine potentielle Erhöhung des Engagements infolge von Änderungen der Marktwerte ergriffen. Erst als im September die fatale Lage von LTCM bekannt wurde, begannen sich die Kontrahenten um zusätzliche Sicherheiten zu bemühen. Die Bestrebungen von LTCM, sich durch Verkauf seiner liquidesten Wertpapiere flüssige Mittel zu beschaffen, waren auf den Märkten rund um die Welt spürbar, und die Schockwellen griffen von illiquiden Wertpapieren mit niedrigem Rating auf Referenzwerte über.

... wie der Fall LTCM zeigt

Die Zahlungsunfähigkeit Rußlands mag somit der Auslöser der Turbulenzen des vergangenen Herbstes gewesen sein; die Hauptursache war jedoch der Aufbau übermäßig großer und konzentrierter Engagements gegenüber Kunden, die sich als anfälliger gegenüber dem Markt-, dem Kredit- und dem Liquiditätsrisiko erwiesen, als angenommen worden war. Die Krise enthüllte außerdem die Unzulänglichkeit der Informationen, die Anleger mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation über ihre Marktrisiken, die Art ihrer Handelsstrategien und die Zuverlässigkeit ihrer Risikomanagement-Methoden abgaben. Wenngleich sich die Marktteilnehmer möglicherweise durch Besicherungen vor dem mit den Positionen verbundenen Kreditrisiko geschützt glaubten, destabilisierten die unerwartet engen Verknüpfungen zwischen Positionen und Finanzintermediären sogar die liquidesten Wertpapiere mit höchster Bonitätseinstufung. Dabei zeigte sich, daß die zentralen Finanzmärkte weniger denn je von Krisen abgeschottet sind, die an der Peripherie des Systems auftreten. Seither haben die Kreditinstitute begonnen, ihre Modellannahmen zu überprüfen und mehr Gewicht auf Krisentests und Grundlagenanalysen zu legen.

Mangelnde Transparenz auf Einzelinstituts-ebene ...

... und auf der Ebene des Finanzsystems ...

Die Ereignisse haben ferner gezeigt, daß die bestehenden Statistiken nicht ohne weiteres für eine umfassende und kohärente Bewertung globaler Positionen einsetzbar sind. Diese Schwierigkeit ergibt sich teilweise aus Unterschieden bei den Meßverfahren für Markt- und Kreditrisiken in verschiedenen Segmenten; sie ist aber auch auf die komplexen Verflechtungen zwischen scheinbar nicht miteinander verbundenen Märkten zurückzuführen, die entweder durch das

Eingehen gegenläufiger Positionen oder durch die Verwendung von Finanzinstrumenten als Sicherheit entstehen. Derzeit wird an der Verbesserung der Transparenz gearbeitet, und zwar sowohl auf der Ebene einzelner Institute als auch auf der Ebene des gesamten Finanzsystems (s. „Die Tätigkeit der Bank“). Unter anderem werden Wege zur Verbesserung der Offenlegungsstandards und zur Entwicklung von Meldesystemen untersucht, die aussagekräftige Meßgrößen für die Marktsensitivität liefern können. Die damit verbundenen konzeptionellen und praktischen Probleme sollten nicht unterschätzt werden. Bis sie gelöst sind, werden die derzeitigen Datenquellen weiterhin als Grundlage dienen müssen, wobei die Marktteilnehmer deren Schwächen bei ihren Entscheidungen berücksichtigen müssen.

... deutet auf  
Notwendigkeit  
einer Verbesserung  
der Risiko-  
erkennung hin