

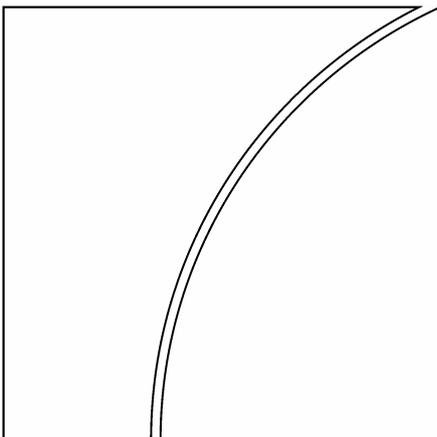


BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

BIZ-Quartalsbericht

Dezember 2004

Internationales
Bankgeschäft
und internationale
Finanzmärkte



BIZ-Quartalsbericht
Währungs- und Wirtschaftsabteilung

Redaktionskomitee:

Claudio Borio
Már Gudmundsson
Robert McCauley

Eli Remolona
Philip Turner
Paul Van den Bergh

William White

Bei Fragen zu diesem Bericht:

Allgemeine Anfragen: Eli Remolona, Tel. +41 61 280 8414, E-Mail: eli.remolona@bis.org

Einzelne Teile des Berichts: Autoren (Kontaktangaben jeweils am Anfang des Kapitels)

Statistik: Rainer Widera, Tel. +41 61 280 8425, E-Mail: rainer.widera@bis.org

Bezug von Publikationen oder Aktualisierung der Versandliste:

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
Presse und Kommunikation
CH-4002 Basel, Schweiz

E-Mail: publications@bis.org

Fax: +41 61 280 9100 und +41 61 280 8100

Diese Publikation ist auch auf der BIZ-Website verfügbar (www.bis.org).

© *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2004. Alle Rechte vorbehalten.
Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle genannt wird.*

ISSN 1683-0164 (Druckversion)

ISSN 1683-0172 (Online)

Auch in Englisch, Französisch und Italienisch veröffentlicht.

BIZ-Quartalsbericht

Dezember 2004

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

1. Überblick: Erholung der Märkte bei wiederkehrendem Vertrauen	1
<i>Aktienanleger unbeeindruckt von Gewinnwarnungen</i>	2
<i>„Jagd nach Rendite“ an Kreditmärkten</i>	6
<i>Renditenaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften</i> <i>auf neuem Tiefstand</i>	8
<i>Langfristige Renditen weiterhin niedrig</i>	10
<i>Neuerliche Abwertung des US-Dollars</i>	13
<i>Kasten: Der jüngste Rückgang der Volatilität</i>	14
2. Das internationale Bankgeschäft	17
<i>Ruhiges zweites Quartal nach kräftigem Forderungs-</i> <i>zuwachs im ersten</i>	17
<i>Anhaltende Verlagerung der Mittelflüsse von</i> <i>Lateinamerika nach Asien</i>	21
<i>Kasten: Erneut lebhaftes Geschäft am internationalen</i> <i>Konsortialkreditmarkt</i>	31
3. Der internationale Anleihemarkt	33
<i>Verlangsamung des Emissionsgeschäfts in Europa bei</i> <i>anhaltend kräftigem Euro-Absatz</i>	35
<i>Geringfügige Erholung des US-Absatzes</i>	36
<i>Kräftiger Absatz von spekulativen Titeln</i>	37
<i>Festverzinsliche Instrumente durch stabiles Zinsniveau gestützt</i>	38
<i>Anleger bleiben aufstrebenden Volkswirtschaften</i> <i>gegenüber aufgeschlossen</i>	39
<i>Aufstrebende Volkswirtschaften verlängern Fälligkeit</i>	41
4. Märkte für derivative Instrumente	43
<i>Massvolles Tempo der Leitzinserhöhungen dämpft Handel</i>	44
<i>Lebhafteres Geschäft bei Währungskontrakten</i>	47
<i>Handel mit asiatischen Aktienindexkontrakten stark rückläufig</i>	49
<i>Weniger Handel mit Rohstoffen</i>	50
<i>Kasten: Aktivitäten im ausserbörslichen Segment und</i> <i>Konzentrationstendenzen</i>	51

Features

Länderrisiko: eine Bewertung neuerer Sichtweisen	53
<i>Claudio Borio und Frank Packer</i> <i>Drei Sichtweisen zum Länderrisiko</i>	54
<i>Bewertung der Sichtweisen zum Länderrisiko:</i> <i>der konzeptionelle Rahmen</i>	57
<i>Kasten: Messgrößen für Sündenfall (OSIN) und</i> <i>Währungsinkongruenzen</i>	63
<i>Empirische Ergebnisse</i>	65
<i>Zusammenfassung</i>	70

Was erklärt den steilen Umsatzanstieg an den Devisenmärkten?	
Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2004	75
<i>Gabriele Galati und Michael Melvin</i>	
<i>Strategien</i>	77
<i>Marktakteure</i>	80
<i>Zusammenfassung</i>	82
Struktur, Entwicklung und Bedeutung des Marktes für Konsortialkredite	85
<i>Blaise Gadanez</i>	
<i>Marktentwicklung</i>	86
<i>Hybridinstrument mit Merkmalen eines Bankkredits und</i> <i>eines handelbaren Schuldtitels</i>	89
<i>Die Preisgestaltungsstruktur: Zinsaufschläge und Provisionen</i>	91
<i>Primär- und Sekundärmärkte: Risikostreuung und Risikotransfer</i>	94
<i>Geografische Integration des Marktes</i>	97
<i>Zusammenfassung</i>	100
Das Bonitätsrisiko bei der Projektfinanzierung	103
<i>Marco Sorge</i>	
<i>Neuere Entwicklungen am Markt für Projektfinanzierungen</i>	104
<i>Die wichtigsten Herausforderungen bei der Finanzierung</i> <i>von Grossprojekten</i>	106
<i>Wesentliche Merkmale der Projektfinanzierungsstruktur</i>	107
<i>Fristenstruktur der Bonitätsaufschläge bei der Projektfinanzierung</i>	110
<i>Eine vergleichende Analyse der Bonitätsaufschläge am</i> <i>internationalen Markt für Konsortialkredite</i>	112
<i>Zusammenfassung</i>	114
Die jüngsten Initiativen der in Basel beheimateten Ausschüsse und des Forums für Finanzstabilität	
<i>Basler Ausschuss für Bankenaufsicht</i>	117
<i>Gemeinsames Forum</i>	119
<i>Forum für Finanzstabilität</i>	120
Statistischer Anhang	A1
Features im BIZ-Quartalsbericht	B1
Verzeichnis kürzlich herausgegebener BIZ-Publikationen	B2

Abkürzungen und Zeichen

s	geschätzt
LS, RS	linke Skala, rechte Skala
...	nicht verfügbar
.	nicht anwendbar
–	null oder vernachlässigbar
\$	US-Dollar, wenn nicht anders angegeben

Differenzen der Summen durch Runden der Zahlen.

1. Überblick: Erholung der Märkte bei wiederkehrendem Vertrauen

Ab November betrachteten die Anleger die weltwirtschaftliche Lage weniger skeptisch. Ihre Risikobereitschaft nahm wieder zu, als sich Meldungen häuften, die auf ein Anziehen des Wachstums insbesondere in den USA hindeuteten. Zwar belastete im Oktober ein abrupter Ölpreisanstieg die globalen Finanzmärkte, doch als die Besorgnis um die Erdölversorgung nachliess, erholten sich die Märkte rasch. Ende November hatten Aktien- und Kreditmärkte den höchsten Stand seit mehreren Jahren und die Volatilität einen Tiefstand erreicht. Anhebungen der US-Leitzinsen waren allgemein erwartet worden und hatten kaum Auswirkungen auf die Märkte. Nicht einmal die hinter den Erwartungen zurückbleibende Gewinnsituation der Unternehmen schien die Zuversicht der Anleger zu dämpfen.

Die erneute Risikobereitschaft der Anleger trug auch dazu bei, die Aufschläge für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften auf ihren seit Jahren niedrigsten Stand zu drücken. Da die Schuldner die angebotenen günstigen Finanzierungsbedingungen nutzten, war die Mittelaufnahme aufstrebender Volkswirtschaften an den internationalen Märkten nach wie vor auf bestem Weg, wieder den Rekordstand von 1997 zu erreichen. Schwankungen der Rohstoffpreise trugen im Oktober zu einer Ausweitung der Aufschläge bei, die jedoch nicht von Dauer war. Besondere Aufmerksamkeit der Anleger galt China, dessen Zinsanhebung als Signal für eine gestiegene Bereitschaft der Behörden gewertet wurde, die Wirtschaft mit Hilfe von Marktmechanismen zu lenken.

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 bei den Wachstumserwartungen bewirkten, dass die Yen- und vor allem die Euro-Anleiherenditen stärker von den Dollarenditen abwichen als noch vor ein paar Monaten. Dennoch blieben die langfristigen Renditen an den wichtigsten Märkten deutlich unterhalb ihrer Höchststände vom Juni.

Aktienanleger unbeeindruckt von Gewinnwarnungen

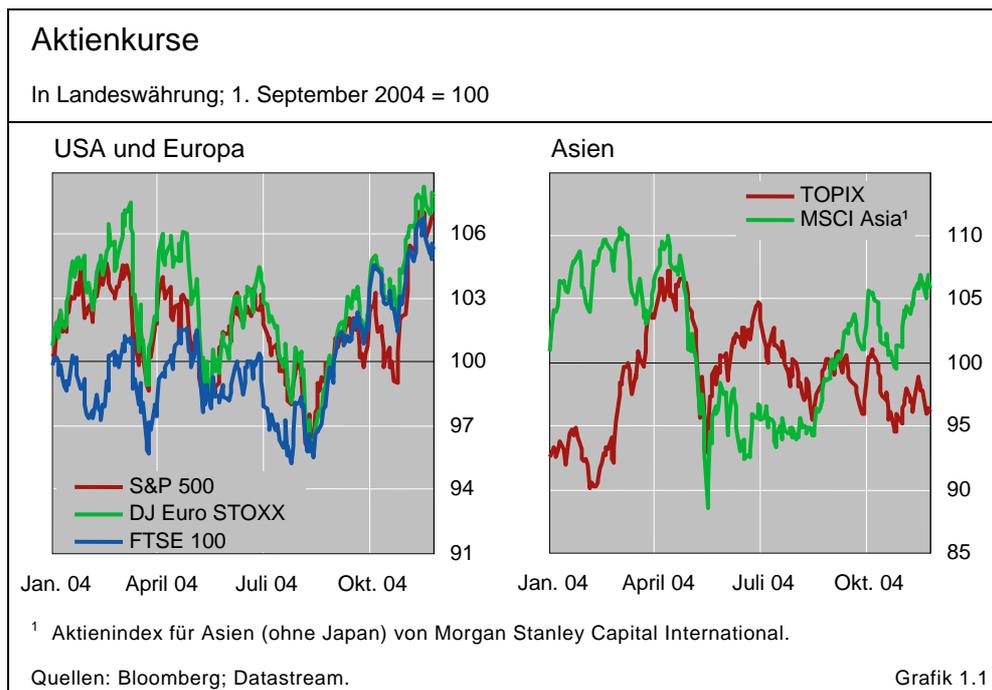
Am spürbarsten war die Erleichterung über die Wirtschaftsaussichten an den Aktienmärkten. Nachdem sie im Juli und Anfang August aufgrund der Skepsis hinsichtlich des Wirtschaftsaufschwungs abwärts tendiert hatten, zogen sie ab Mitte August weltweit an (Grafik 1.1). Die Hausse wurde im Oktober unterbrochen, nahm jedoch im November wieder Fahrt auf, und viele Märkte schlossen am Monatsende auf dem höchsten Stand seit 2001. Der S&P-500-Index legte von seinem Jahrestief am 12. August bis zum 26. November 11% zu. Im gleichen Zeitraum stiegen der Dow Jones EURO STOXX um 12% und der MSCI Asia (ohne Japan) um 11%.

Der einzige wichtige Aktienmarkt, der während des Betrachtungszeitraums keinen Aufwärtstrend verzeichnete, war Tokio. Nach den starken Gewinnen früherer Monate wurden die japanischen Aktienkurse durch enttäuschende Meldungen über die japanische Wirtschaft gebremst. So fiel der Tokio-Index TOPIX am 10. September um ½%, da die berichtigten BIP-Daten für das zweite Quartal schwächer ausfielen, als die Marktteilnehmer erwartet hatten.

An den Märkten, die sich besser entwickelten, profitierten die Bewertungen allerdings nicht so sehr von eindeutig positiveren Wachstumsprognosen als vielmehr von Meldungen, die als Anzeichen dafür gedeutet wurden, dass eine Verlangsamung oder Umkehr des globalen Aufschwungs auszuschließen sei. Während im Juli und August viele zentrale Wirtschaftsindikatoren der USA die Anleger enttäuscht hatten, lagen die in den Folgemonaten veröffentlichten Daten nahe oder über den Erwartungen. Im vierten Quartal stabilisierten sich infolgedessen die Wachstumsprognosen nach der Abwärtskorrektur im dritten Quartal, insbesondere für die USA (Grafik 1.2). Weiter gestärkt wurden die zuversichtlichen Erwartungen für die US-Wirtschaft durch die am 5. November veröffentlichten US-Arbeitsmarktdaten, die besser

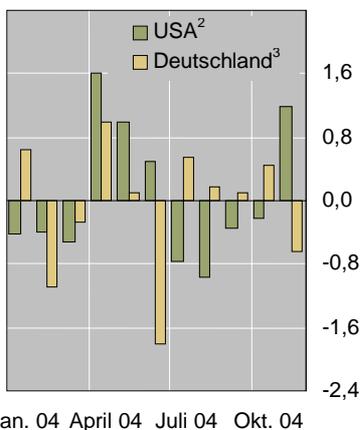
Aktienkurse auf höchstem Stand seit 2001 ...

... aufgrund soliderer Wachstumsaussichten ...

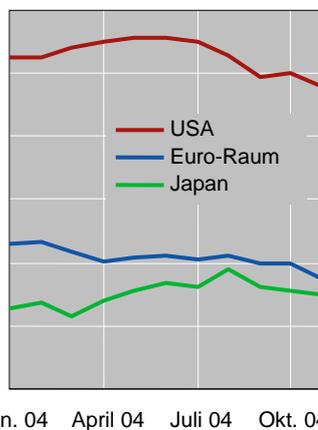


Gesamtwirtschaftliche Daten

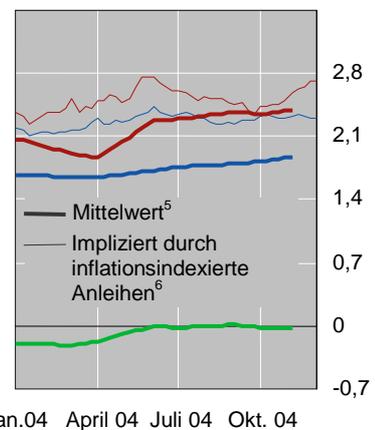
Überraschende Wirtschaftsdaten¹



Wachstumsprognosen für 2005^{4,5}



Inflationsprognosen für 2005⁴



¹ Abweichung der tatsächlichen Zahlen vom Prognosemittelwert, normalisiert mit der Standardabweichung vergangener Überraschungen; die Beobachtungen werden dem Monat zugerechnet, in dem die tatsächlichen Zahlen publiziert wurden. ² Gewichteter Durchschnitt der normalisierten überraschenden Ankündigungen zu ISM-Erhebung, Beschäftigungsentwicklung ausserhalb der Landwirtschaft, Einzelhandelsumsätzen, Erzeuger- und Verbraucherpreisen. ³ Geschäftsklimaindex, der vom ifo Institut für Wirtschaftsforschung mithilfe von Umfrageergebnissen erstellt wird. ⁴ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ⁵ Prognosen gemäss monatlicher Veröffentlichung von Consensus Economics; die Beobachtungen werden dem Monat zugerechnet, in dem die Prognose erfolgte. ⁶ Inflationsrate, wie sie durch die Differenz zwischen Nominalrenditen und Renditen auf inflationsindexierte Anleihen derselben Laufzeit impliziert wird; Euro-Raum: französische inflationsindexierte Staatsanleihen; Wochendurchschnitt.

Quellen: Bloomberg; © Consensus Economics; Berechnungen der BIZ.

Grafik 1.2

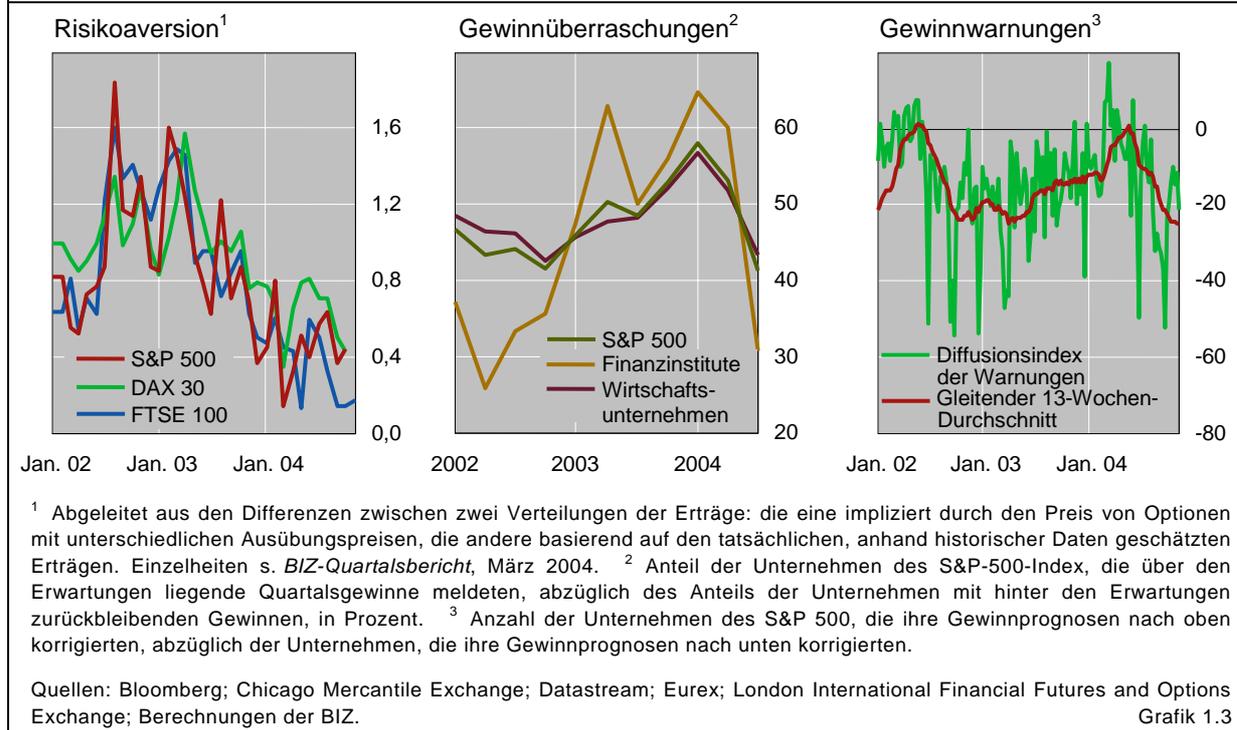
als erwartet waren und zu einem Anstieg des S&P 500 um ½% führten. Der Index war bereits am 3. November um 1% gestiegen, als das Ende der politischen Unsicherheit nach der US-Präsidentenwahl die Aktienmärkte belebt hatte.

... und geringerer Risikoaversion

Von zentraler Bedeutung für die Erholung der Märkte war der Rückgang der Risikoaversion. Von April bis Juni hatte eine aufgrund des ungewissen Kurses der US-Geldpolitik steigende Risikoaversion die Aktienmärkte belastet (Grafik 1.3). Schätzungen der effektiven Risikoaversion anhand von Aktienindexoptionen legen nahe, dass sich dieser Trend im September umgekehrt hatte. Als die negativen gesamtwirtschaftlichen Überraschungen seltener wurden, schätzten die Anleger das Wirtschaftswachstum und die Entwicklung der Leitzinsen offenbar zuversichtlicher ein.

Enttäuschende Gewinnmeldungen führten zu gelegentlichen Markteinbrüchen, insbesondere im Oktober. So fiel der S&P 500 am 7. Oktober um 1% und am 14. Oktober nochmals um 1%, als der Aluminiumhersteller Alcoa und das Automobilunternehmen General Motors Zahlen vorlegten, die weit hinter den Erwartungen der Anleger zurückblieben. Tatsächlich wuchsen die Gewinne der S&P-500-Unternehmen im dritten Quartal 2004 zum ersten Mal seit mehr als einem Jahr weniger als erwartet. Ein Viertel der US-Finanzinstitute meldete tiefere Gewinne als von den Analysten prognostiziert – fast doppelt so viele wie im entsprechenden Vorjahreszeitraum (Grafik 1.3). Darüber hinaus wurde die Differenz zwischen der Anzahl der US-Unternehmen, die ihre eigenen Prognosen nach unten korrigierten, und

Risikoaversion und Unternehmensgewinne



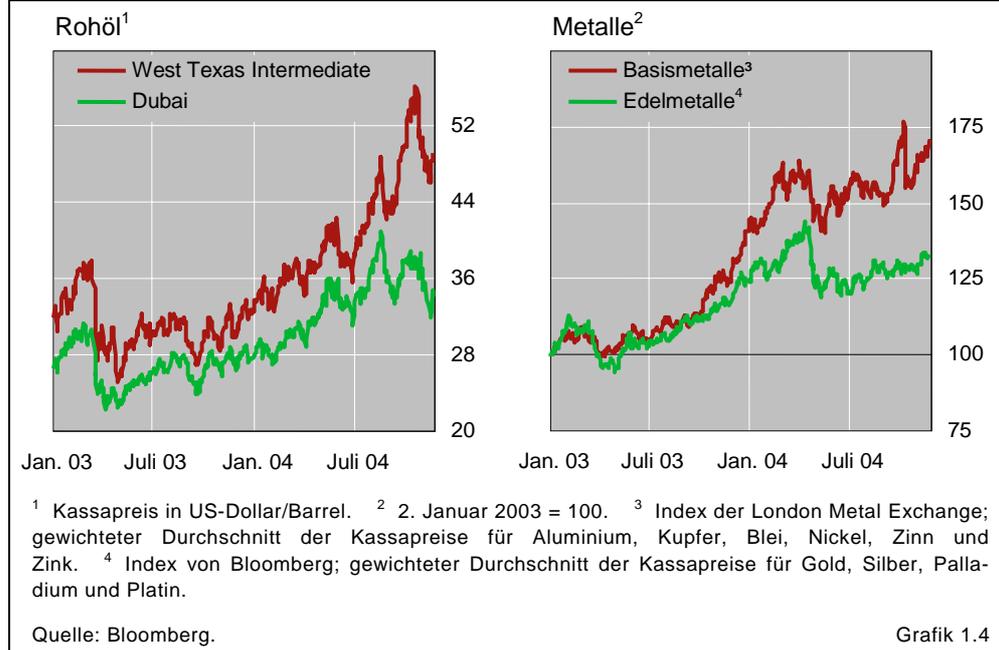
derjenigen, die Aufwärtskorrekturen bekannt gaben, so gross wie seit Mitte 2003 nicht mehr. Im Oktober kamen die Ermittlungen des New Yorker Generalstaatsanwalts in der Versicherungsbranche noch zu den Problemen des US-Marktes hinzu (s. unten).

Dennoch hat ein starkes Gewinnwachstum – in zweistelliger Höhe, wenn auch geringer als erwartet – den Aufwärtstrend des Marktes unterstützt und rückblickend die hohen Bewertungen vom Jahresbeginn mit gerechtfertigt. Basierend auf dem 5-Jahres-Durchschnitt der tatsächlich erzielten Gewinne ging das Kurs/Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 zwischen Januar und August 2004 von 30 auf 26 zurück, ehe es wieder zu steigen begann. Im November lag das Kurs/Gewinn-Verhältnis bei 28, weit oberhalb seines Durchschnittswerts von 17 für den Zeitraum 1961–1995. Basierend auf den Gewinnerwartungen ergäbe sich ein ähnlicher Durchschnittswert. Allerdings haben sich Gewinnprognosen in der Vergangenheit oft als zu optimistisch erwiesen.

Zeitweise litten die Aktienmärkte auch unter der Höhe der Ölpreise. Langfristige Trends in der Ölversorgung und -nachfrage, insbesondere das anhaltend starke Wachstum grosser Erdölverbraucher wie China und geringe Überkapazitäten in der globalen Erdölindustrie, hatten den Märkten bereits seit einiger Zeit Sorgen bereitet. Diese wuchsen Mitte September noch wegen Hurrikanschäden an Ölplattformen im Golf von Mexiko, wo etwa 10% des Rohölbedarfs der USA gefördert werden. Die Schäden waren schwerer als erwartet; viele Unternehmen kündigten an, dass ihre Fördermengen weit über den September hinaus geringer als normal bleiben würden. Die Auswirkungen dieses Störfalles wurden durch Unruhen in Nigeria und einen Arbeitskampf in Norwegen verschärft, in deren Folge mehrere Ölanlagen geschlossen wurden.

Besorgnis um Folgen hoher Ölpreise für das Wachstum

Rohstoffpreise



Diese Ereignisse trieben die Ölpreise in die Höhe, insbesondere die Preise schwefelarmer Sorten („sweet crude“) wie West Texas Intermediate (WTI) oder Brent (Grafik 1.4). Die Versorgung mit schwefelreichem Rohöl („sour crude“) wie Dubai war weniger betroffen, und so stiegen die Preise dieser Sorten weniger dramatisch an.¹

Wenn Anleger wegen höherer Ölpreise besorgt waren, so schien dies weniger deren Inflationswirkung selbst zu betreffen als vielmehr ihre Auswirkungen auf das Wachstum. Offenbar waren die Marktteilnehmer der Ansicht, dass der aktuelle Höhenflug der Ölpreise, anders als die Ölpreisschocks der siebziger Jahre, nicht die Inflation beschleunigen werde. Stattdessen schienen die Marktteilnehmer zu befürchten, dass unzureichende Reservekapazitäten in der Ölindustrie den Aufschwung bremsen könnten. Diese Befürchtung betraf besonders die Wirtschaft der USA, die im Vergleich mit anderen grossen Volkswirtschaften mehr „sweet crude“ verbraucht.

Die Besorgnis um die Folgen höherer Ölpreise liess nach, als diese gegen Ende Oktober einbrachen. Am 27. Oktober löste die Meldung, dass die Ölvorräte in den USA stärker zugenommen hatten als erwartet, eine Talfahrt der Ölpreise aus; WTI fiel um 5% gegenüber seinem Beinahe-Rekordhoch von \$ 55 pro Barrel am Vortag. Hierauf folgten ein Sprung des S&P 500 um 1% am 27. Oktober und weitere Gewinne in den folgenden Tagen. Die Intervention der norwegischen Regierung zur Beendigung des Arbeitskampfes dürfte die Wirkung der Meldung über die Ölvorräte verstärkt haben. In den folgenden Wochen hielt der Rückgang der Ölpreise an, sodass ein grosser Teil des

Erholung der
Aktienkurse bei
sinkenden
Ölpreisen

¹ Schwefelreiches Rohöl (sour crude) ist schwerer zu raffinieren als schwefelarmes Rohöl (sweet crude). Daher ist der Preis für „sour crude“ generell niedriger als für „sweet crude“.

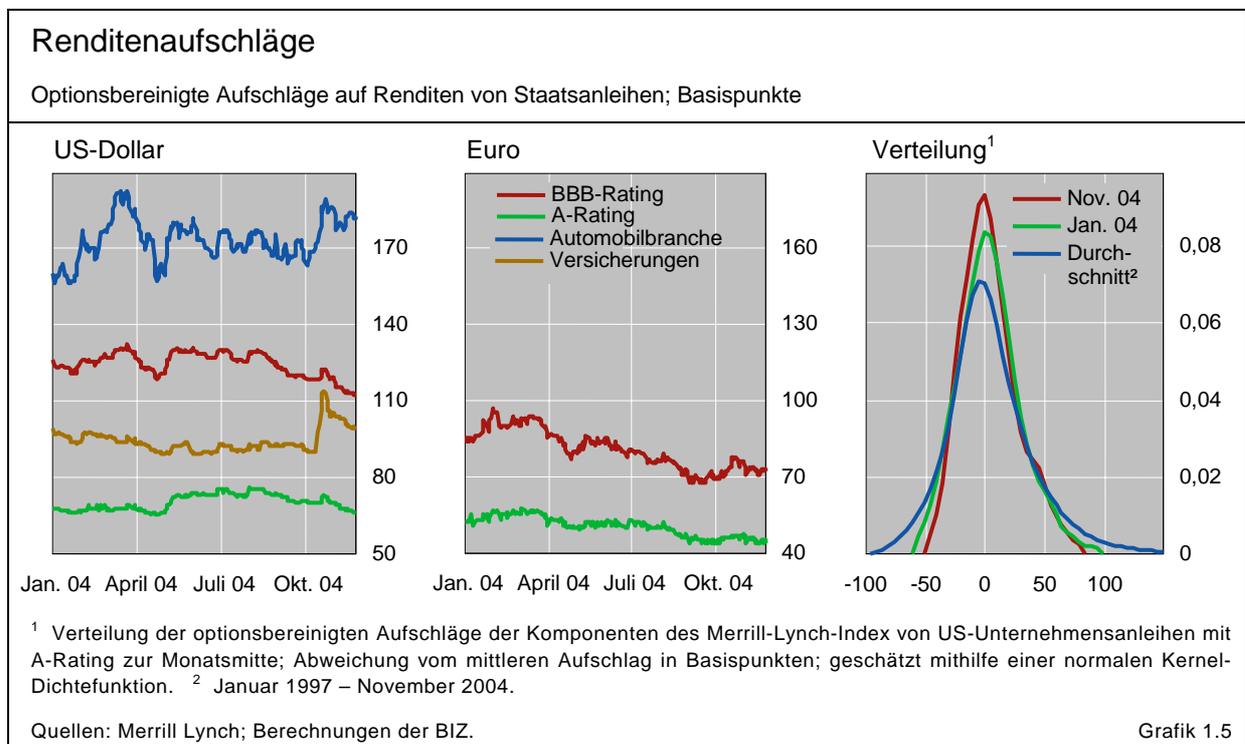
Anstiegs vom September und Oktober wettgemacht wurde. Dennoch waren die Ölpreise Ende November noch immer signifikant höher als in der ersten Jahreshälfte.

„Jagd nach Rendite“ an Kreditmärkten

Die gefestigten Wachstumserwartungen und die geringere Risikoaversion gaben auch den Kreditmärkten Auftrieb. Nach einer Seitwärtsbewegung in der ersten Jahreshälfte 2004 waren die Aufschläge auf Unternehmensanleihen mit Anlagequalität ebenso wie auf hochverzinsliche Unternehmensanleihen im Zeitraum Ende August bis Ende November rückläufig (Grafik 1.5). Bis zum 26. November fielen die Aufschläge auf US-Dollar-Unternehmensanleihen von Schuldnern mit BBB-Rating auf 112 Basispunkte – nur wenig über ihren früheren Tiefstand vom Januar 1998 – und die Aufschläge auf Euro-Anleihen mit BBB-Rating auf 79 Basispunkte.

Bonitätsaufschläge geringer als seit Jahren

Der Tiefstand der Zinsaufschläge beruhte auch auf einer anhaltenden Verbesserung der Bonität der Unternehmen. Ein starkes Gewinnwachstum bei noch schwacher Investitionstätigkeit unterstützte den weiteren Schuldenabbau. Der stetige Trend zu weniger Herabstufungen und mehr Heraufstufungen durch die Rating-Agenturen, zu beobachten seit Ende 2002, hielt im dritten Quartal 2004 an. In diesem Zeitraum nahm Moody's fast doppelt so viele Heraufstufungen wie Herabstufungen von Schuldnern vor; im dritten Quartal 2003 hatte es dagegen noch mehr Herabstufungen als Heraufstufungen gegeben.



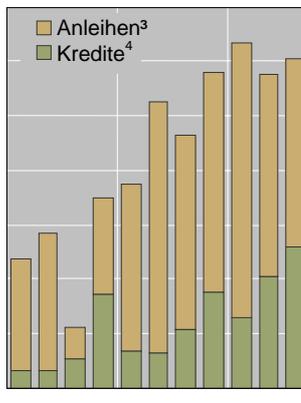
Renditestreben

Aufschläge auf Hochzinsanleihen¹



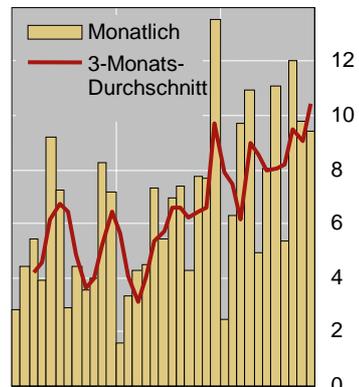
Jan. 04 April 04 Juli 04 Okt. 04

Fremdfinanzierung²



2002 2003 2004

CDO-Absatz^{2,5}



2002 2003 2004

¹ Optionsbereinigter Aufschlag gegenüber Renditen von Staatsanleihen, Basispunkte; Merrill-Lynch-Indizes von hochrentierenden Unternehmensanleihen. ² Mrd. US-Dollar. ³ Absatz hochrentierender US-Anleihen. ⁴ Internationale Konsortialkredite, die für fremdfinanzierte Übernahmen oder Übernahmen durch das Management bereitgestellt wurden. ⁵ Durch Arbitrage finanzierte CDO.

Quellen: Bloomberg; Dealogic Loanware; JPMorgan Chase; Merrill Lynch.

Grafik 1.6

Probleme von Automobil- und Versicherungsunternehmen

In den wenigen Sektoren, die Bonitätsverluste erlitten, war dies stets branchen- oder firmenspezifischen Ursachen zuzuschreiben. Die Anleger waren sich besonders der Probleme von Automobil- und Versicherungsunternehmen bewusst. Die Aufschläge auf Anleihen von General Motors – einem der grössten Emittenten am US-Markt für Unternehmensanleihen – weiteten sich Mitte Oktober um stolze 50 Basispunkte aus, nachdem das Unternehmen enttäuschende Gewinnzahlen vorgelegt hatte. Die Herabstufung von GM durch Standard & Poor's auf das niedrigste Anlagequalitätsrating BBB–, verstärkte die Verkaufswelle. Die Aufschläge für mehrerer Versicherungsunternehmen weiteten sich Ende Oktober aus, als der New Yorker Generalstaatsanwalt den Versicherungsmakler Marsh & McLennan wegen Betrugereien in Zusammenarbeit mit Versicherungen verklagte. Marsh & McLennans Finanzierungskosten stiegen dramatisch an, zum Teil weil es aufgrund seiner hohen Verbindlichkeiten in Form von Commercial Paper höheren Liquiditätsrisiken ausgesetzt ist als die anderen Firmen, gegen die ermittelt wird.

Aufschläge auf hochverzinsliche Anleihen rückläufig trotz hoher Absatzvolumina

Der Rückgang der Risikoaversion trug zur Verringerung der Aufschläge bei. Die weiterhin niedrigen nominalen Erträge aus risikoärmeren Anlagen verlängerten die „Rendite-Jagd“, die die Finanzmärkte seit Ende 2003 prägt. Am Markt für hochverzinsliche Schuldtitel sorgten die Anleger weiterhin für steigende Kurse trotz hoher Absatzvolumina (Grafik 1.6). Die Aufschläge auf hochverzinsliche Anleihen fielen sogar auf ihren tiefsten Stand seit 1998. Selbst die am wenigsten kreditwürdigen Schuldner fanden willige Käufer für ihre Titel; nach Schätzungen von Moody's hatten Unternehmensanleihen mit den Ratings B3 oder Caa – Moody's niedrigsten Ratings für Neuemissionen – im dritten Quartal 2004 einen Anteil von mehr als einem Drittel am Absatz hochverzinslicher US-Titel. Die für fremdfinanzierte Übernahmen bereit-

gestellten Konsortialkreditfazilitäten erreichten mit \$ 26 Mrd. im dritten Quartal ein Rekordhoch (s. Kasten in „Das internationale Bankgeschäft“).

Eine andere Ausdrucksform der „Rendite-Jagd“ an den Kreditmärkten war die geringere Differenzierung zwischen Schuldnern. Die engere Verteilung der Bonitätsaufschläge unter den Schuldnern der jeweiligen Rating-Klasse lässt vermuten, dass die Anleger Ende 2004 weniger als früher zwischen Schuldnern differenzierten (Grafik 1.5). So lagen die Aufschläge für Schuldner mit A-Rating im November 2004 enger beieinander als im Durchschnitt des Zeitraums seit 1997 und sogar als in früheren Monaten des Jahres 2004.

Weniger
Differenzierung
bei Anlegern

Auch die Nachfrage von CDO-Managern („collateralised debt obligations“, d.h. verbriefte Schuldverschreibungen) tat das Ihre, die Bonitätsaufschläge niedrig zu halten. Arbitrage-CDO sind von ihrer Struktur her darauf ausgerichtet, die Tatsache zu nutzen, dass Aufschläge auf einzelne Anleihen meist höher sind als zur Deckung der erwarteten Ausfallverluste in einem gut diversifizierten Portfolio erforderlich wäre.² Nach einer Verlangsamung am Jahresbeginn 2004 nahm der Absatz solcher Strukturen im zweiten und dritten Quartal wieder zu (Grafik 1.6). Berichten zufolge hatten Titel mit B oder schlechteren Ratings infolge der geringen Bonitätsaufschläge und des Mangels an Neuemissionen durch Unternehmen mit höherem Rating einen steigenden Anteil an den verbrieften Schuldverschreibungen.

Nachfrage von
CDO-Managern

Bezeichnenderweise verstärkte das Zusammenspiel dieser Faktoren tendenziell den Rückgang der Aufschläge. Verbesserungen der Bonität führten zu niedrigeren Risikoprämien, die ihrerseits den Reiz höher rentierender Anlagen einschliesslich strukturierter Produkte wie CDO für die Anleger erhöhten und die Risikoprämien weiter unter Abwärtsdruck setzten.

Renditenaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften auf neuem Tiefstand

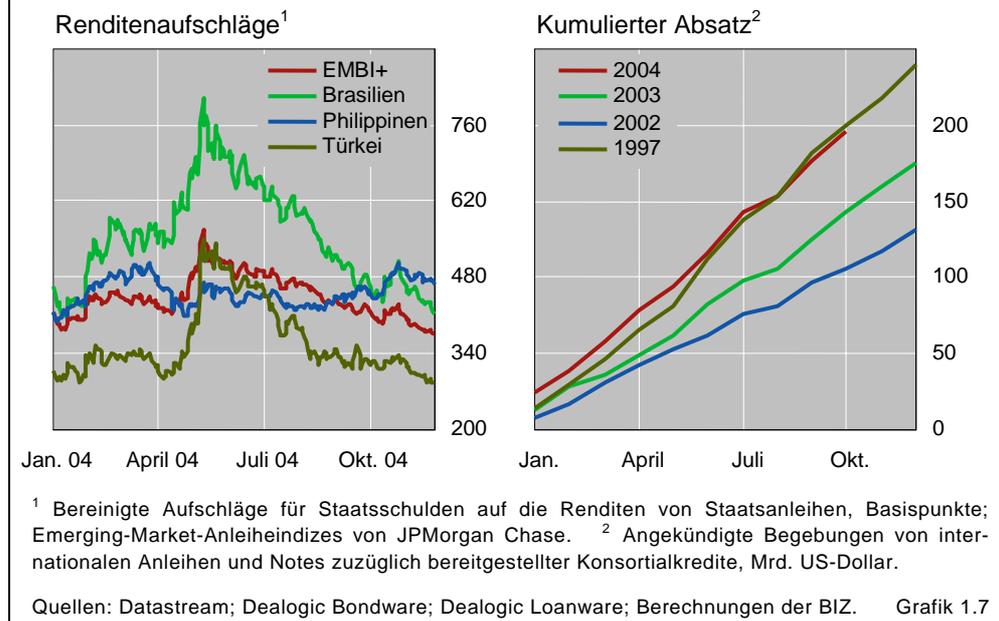
Ähnliche Faktoren setzten auch die Renditenaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften unter Druck. Bis Ende November nahmen sie stetig ab, nachdem sie während der Verkaufswelle an den globalen Anleihemärkten im April und Mai empor geschneit waren (Grafik 1.7). Am 26. November hatte der Aufschlag des EMBI+ mit 376 Basispunkten seinen tiefsten Stand seit Oktober 1997 erreicht.

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nutzten weiterhin die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen. Sie nahmen nicht nur erhebliche Beträge an den internationalen Anleihe- und Kreditmärkten auf, sondern dies auch mit immer längeren Laufzeiten und in einer grösseren Vielfalt von Währungen, auch Landeswährungen (s. „Der internationale Anleihemarkt“). Die Schuldenaufnahme aufstrebender Volkswirtschaften an den internationalen Anleihe- und Kreditmärkten ist im Jahr 2004 auf bestem Weg, wieder den Rekordstand von 1997 zu erreichen. Dass die Anleger zunehmend Interesse

Emissionen
aufstrebender
Volkswirtschaften
näheren sich den
Rekordwerten von
1997

² S. J. Amato und E. Remolona: „Das Rätsel der Bonitätsaufschläge“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2003, S. 57–71.

Aufstrebende Volkswirtschaften



an innovativen Finanzierungsstrategien entwickeln, zeigte sich im November, als Kolumbien als zweiter staatlicher Schuldner ohne Anlagequalität eine reguläre Globalanleihe in seiner eigenen Währung begab; hierdurch sinkt seine Anfälligkeit für Währungsinkongruenzen (s. das Feature „Länderrisiko: eine Bewertung neuerer Sichtweisen“).³

Innerhalb dieses insgesamt verbesserten Marktumfeldes waren Schwankungen der Rohstoffpreise ein entscheidender Unsicherheitsfaktor für die aufstrebenden Volkswirtschaften. Hohe Rohstoffpreise förderten in den letzten Jahren ein starkes Wachstum in vielen aufstrebenden Ländern, insbesondere in Lateinamerika und Afrika, und trugen zu Verbesserungen der Leistungsbilanzen bei. Die Basismetallpreise stiegen im September um 12%, gingen jedoch wieder zurück, als die am 8. Oktober veröffentlichten US-Arbeitsmarktdaten schwächer ausfielen als erwartet (Grafik 1.4). Am 13. Oktober brachen die Kurse an der London Metal Exchange um fast 10% ein – Berichten zufolge ausgelöst durch Sorgen um die Wirtschaftsaussichten für die USA und China.

Diese Häufung negativer Überraschungen führte Mitte Oktober zu einer merklichen Ausweitung der Aufschläge für Titel aufstrebender Volkswirtschaften, die sich besonders auf Brasilien, die Philippinen und andere Länder mit starker Auslandsverschuldung negativ auswirkte. Die Verkaufswelle war jedoch nicht von Dauer. Das wieder erstarkte Vertrauen in die Aussichten für die USA, aber auch Meldungen über geringe Lagerbestände bestimmter Rohstoffe sorgten Ende Oktober und Anfang November für höhere Metall- und

Kurzfristige Verkaufswelle trifft aufstrebende Volkswirtschaften bei rückläufigen Metallpreisen

³ Als erstes Land begab Argentinien im Jahr 1997 eine auf Pesos lautende Globalanleihe. Für die kolumbianische Emission lauten alle Zahlungen auf kolumbianische Pesos, werden aber in US-Dollar ausgezahlt; die Beträge werden anhand des durchschnittlichen Peso/Dollar-Wechselkurses der letzten 28 Tage vor der Auszahlung berechnet.

sonstige Rohstoffpreise (ohne Erdöl) sowie engere Spreads auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften.

Im Unterschied zu früheren Verkaufswellen in Titeln aufstrebender Volkswirtschaften blieben die Renditenaufschläge türkischer Fremdwährungsanleihen Mitte Oktober mehr oder minder unverändert. Die Aussicht auf Mitgliedschaft in der Europäischen Union trug dazu bei, dass sich die türkischen Aufschläge von denjenigen anderer hoch verschuldeter Schwellenländer entkoppelten. Anfang Oktober sprach die Europäische Kommission die Empfehlung aus, Beitrittsverhandlungen mit der Türkei aufzunehmen; die Marktteilnehmer scheinen zu erwarten, dass die EU-Regierungen diese Empfehlung im Dezember annehmen.

Während die Aufschläge für Titel aufstrebender Märkte Ende November in der Nähe oder unterhalb ihrer Jahrestiefstwerte standen, blieben die Aufschläge für die Philippinen aufgrund der Besorgnis über die zunehmende Staatsverschuldung relativ hoch. Sie waren zunächst Ende August angestiegen, als der Präsident die Dringlichkeit der Haushaltsdisziplin betonte. Weiter unter Druck gerieten sie im Oktober, nachdem die wichtigsten Rating-Agenturen vor einer möglichen Herabstufung gewarnt hatten. Verzögerungen in der Verabschiedung von Gesetzen, die staatliche Mehreinnahmen bewirken sollen, verstärkten die negative Stimmung.

Zunehmende
Besorgnis über
Staatsverschuldung
der Philippinen

Langfristige Renditen weiterhin niedrig

Trotz der Belebung der Aktien- und Kreditmärkte und der Märkte für Schulden aufstrebender Volkswirtschaften blieben die langfristigen Renditen deutlich unterhalb ihrer Höchststände vom Juni. Von ihrem Spitzenwert vom 14. Juni fielen die Renditen auf 10-jährige US-Schatztitel bis zum 22. September um 90 Basispunkte auf 4% (Grafik 1.8). In der Folge schwankten sie in einer Bandbreite von 25 Basispunkten, stabilisierten sich in der zweiten Novemberhälfte bei 4,2% und zogen dann am Monatsende wieder an. Bei den Yen-Renditen war ein ähnliches Muster zu beobachten. Die Euro-Renditen blieben rückläufig bis Ende November – zwei Monate nachdem die US-Renditen ihre Talsohle erreicht hatten.

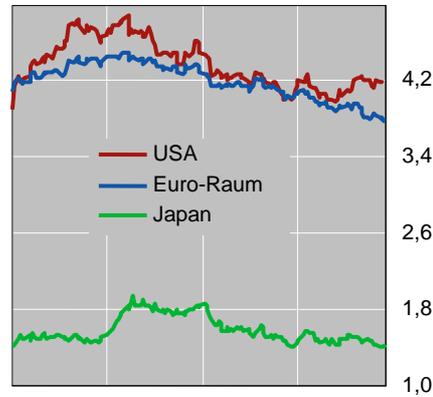
Bis September trugen stabile Inflationserwartungen zum Rückgang der langfristigen Renditen bei, doch auch in den folgenden Monaten blieben die Renditen niedrig, obwohl sich die Inflationss Aussichten verschlechterten. Nach einer massiven Aufwärtskorrektur im zweiten Quartal stiegen die Inflationsprognosen der Fachleute im dritten und vierten Quartal in kleinen Schritten weiter. Auch die „Breakeven“-Inflationsraten, die in den Renditen inflationsindexierter Anleihen impliziert sind, waren im vierten Quartal nach einem Rückgang im dritten Quartal wieder höher, vor allem in den USA. Selbst nach dem Einbruch der Ölpreise Ende Oktober hielt die Verschlechterung der Inflationss Aussichten insbesondere in den USA an. Dennoch führte der Wandel der Erwartungen nicht zu Marktturbulenzen; die implizite Volatilität an den wichtigsten Anleihemärkten fiel auf einen mehrjährigen Tiefstand (s. Kasten auf S. 14).

Renditen weiterhin
niedrig trotz
schlechterer
Inflationss Aussichten

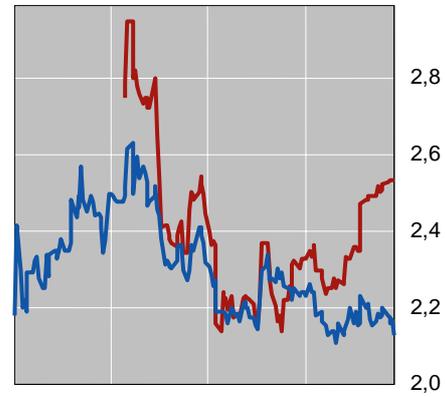
Zinssätze

Prozent

10-Jahres-Renditen auf Staatsanleihen



Leitzinsen im März 2005¹



April 04 Juni 04 Aug. 04 Okt. 04

April 04 Juni 04 Aug. 04 Okt. 04

¹ Leitzinsen impliziert durch Futures mit Fälligkeit März 2005; USA: Futures auf den Tagesgeldsatz; Euro-Raum: EONIA-Futures.

Quelle: Bloomberg.

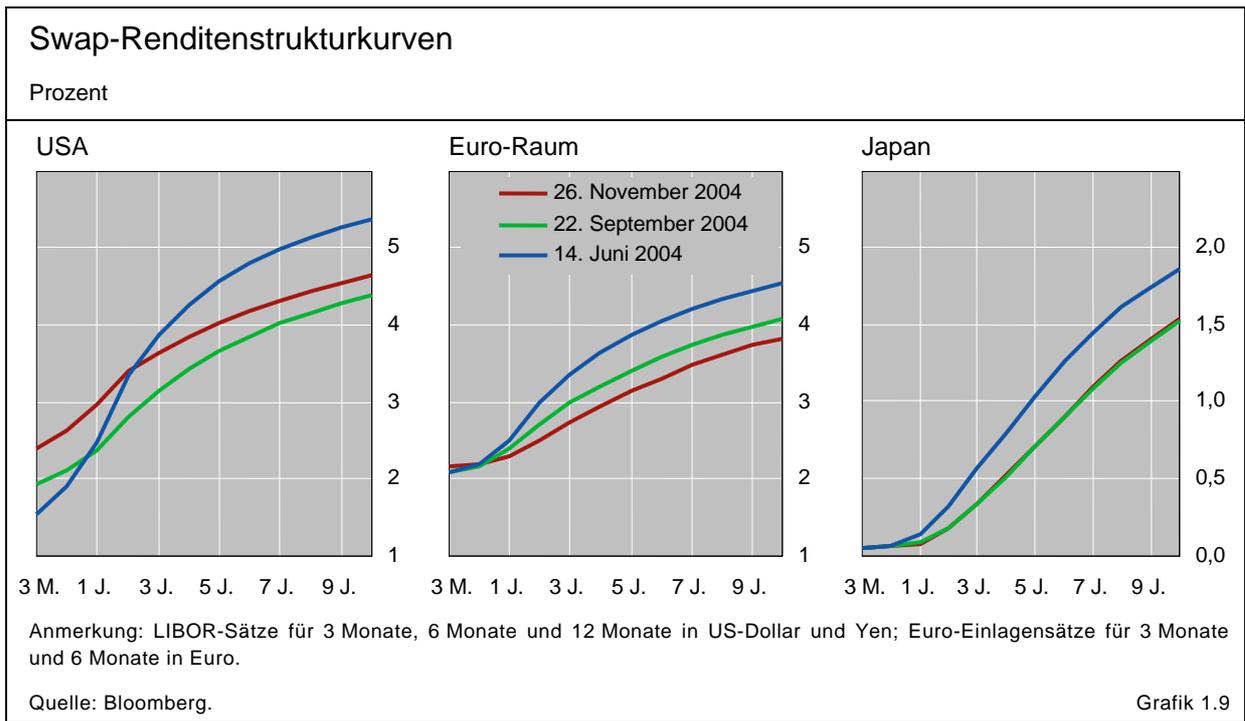
Grafik 1.8

Die Anleihemärkte reagierten weiterhin besonders sensibel auf Veränderungen der Erwartungen hinsichtlich der US-Leitzinsen. Die tatsächlichen geldpolitischen Beschlüsse, die zwischen Juni und November eine kumulative Anhebung des Tagesgeldziels um 100 Basispunkte ergaben, hatten für sich genommen wenig Auswirkungen auf die langfristigen Renditen. Diese Anhebungen waren schon seit der Jahresmitte von den Marktteilnehmern antizipiert worden und in den Renditen zum Ausdruck gekommen. Stattdessen konzentrierten sich die Anleihemärkte auf Veröffentlichungen von Daten und offizielle Aussagen, die als Signale dafür gedeutet wurden, was die Federal Reserve im Jahr 2005 und darüber hinaus wahrscheinlich tun würde. Als zwischen Ende September und Ende November die Wachstumsaussichten anzogen und die Anleger ihre geldpolitischen Erwartungen revidierten, bewegte sich die Dollar-Renditestrukturkurve parallel um etwa 20 Basispunkte (Grafik 1.9).

Stärkste Bewegungen der Renditen nach Bekanntgabe überraschender US-Arbeitsmarktdaten

Seit einiger Zeit sind viele Marktteilnehmer der Ansicht, dass die Beschäftigungsentwicklung in den USA ein wichtiger Bestimmungsfaktor für das Tempo der geldpolitischen Straffung sei. Infolgedessen standen die grössten Bewegungen der Renditen in den letzten Monaten tendenziell in Verbindung mit überraschenden US-Arbeitsmarktdaten. Während eine unerwartete Veränderung um 100 000 Arbeitsplätze (ohne Landwirtschaft) im Zeitraum Januar 1998 bis Juli 2003 zu einer durchschnittlichen Veränderung der 10-jährigen Renditen um 2 Basispunkte geführt hatte, lag ihre Wirkung während des vergangenen Jahres näher bei 10 Basispunkten.⁴ Wie sich die

⁴ S. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 74. Jahresbericht, 28. Juni 2004, S. 116f.



Bekanntgabe der Arbeitsmarktdaten auswirkt, richtet sich oft ebenso sehr nach dem Bild, das sie von der Entwicklung der Arbeitsmärkte in mehreren vorausgegangenen Monaten zeichnen, wie nach dem Bild des unmittelbar letzten Monats. So schnellten die Renditen am 3. September um 10 Basispunkte empor, obwohl die an diesem Tag veröffentlichten Beschäftigungszahlen für den August den Erwartungen entsprachen, denn gleichzeitig waren die Daten für Juni und Juli nach oben korrigiert worden.

Auch an den Märkten für langfristige Schuldtitel in Japan und im Euro-Raum standen die stärksten täglichen Bewegungen tendenziell in Zusammenhang mit Veröffentlichungen von US-Wirtschaftsdaten. Die Wirkung von Meldungen aus dem eigenen Wirtschaftsraum war gedämpfter, wie bereits seit langem zu beobachten ist. Auf die Bekanntgabe überraschend schwacher US-Arbeitsmarktdaten am 8. Oktober reagierten die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen z.B. mit einem Rückgang um 7 Basispunkte; auf die Veröffentlichung unerwartet starker ifo-Daten zum deutschen Geschäftsklima am 25. Oktober reagierten die Euro-Renditen hingegen praktisch nicht.

Trotz der hohen Korrelation der täglichen Bewegungen waren die Trends der längerfristigen Renditen in Yen und besonders in Euro weniger eng an die Bewegungen der Dollar-Renditen gekoppelt als im dritten Quartal. Vor allem in den ersten beiden Novemberwochen waren die Yen- und Euro-Renditen rückläufig, während die Dollar-Renditen stiegen. Ein Grund für diese Divergenz war die veränderte Wahrnehmung der Wirtschaftsaussichten. Die Anleger sahen den Aufschwung in Japan und dem Euro-Raum weiterhin skeptisch, während sie im Hinblick auf den Aufschwung in den USA zuversichtlicher wurden.

Divergenz der Euro- und Yen-Renditen von Dollar-Renditen

Neuerliche Abwertung des US-Dollars

Augenmerk der Anleger auf US-Leistungsbilanzdefizit ...

Obwohl im November überraschend starke US-Wirtschaftsdaten veröffentlicht wurden, wertete der US-Dollar während des Betrachtungszeitraums gegenüber vielen Währungen ab und erreichte neue Tiefstände (Grafik 1.10). Diese Schwächung begann, als am 14. Oktober veröffentlichte Zahlen zeigten, dass das Handelsbilanzdefizit der USA im August das zweithöchste ihrer Geschichte war. Einige Tage später wurde die Talfahrt des Dollars beschleunigt, als bekannt wurde, dass die Käufe von US-Wertpapieren durch Gebietsfremde im August unerwartet nachgelassen hatten. Einige Marktteilnehmer sahen diesen schleppenden Absatz als Bestätigung dafür, dass asiatische Zentralbanken und Ölexporture ihre Portfolios zulasten des US-Dollars diversifizierten und zwar insbesondere zugunsten des Euro (s. „Das internationale Bankgeschäft“). Wenn eine solche Umschichtung der Portfolios anhielte, könnten die grossen US-Leistungsbilanzdefizite, die in den letzten Jahren entstanden sind, nicht mehr haltbar sein. Kommentare des Notenbankpräsidenten am 18. November zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits verstärkten die negative Stimmung gegenüber dem Dollar.

Die Abwertung des US-Dollars dürfte zu der Divergenz zwischen Euro- und Dollar-Renditen beigetragen haben. Am 25. November erreichte der Euro mit fast \$ 1,33 einen neuen Höchstwert gegenüber dem Dollar. Die Stärke des Euro wurde als potenzieller Faktor für eine Hemmung des Wachstums im Euro-Raum und eine geringere Wahrscheinlichkeit einer Leitzinserhöhung in naher Zukunft angesehen, was zu Abwärtsdruck auf die Euro-Renditen führt. Berichten zufolge verstärkten Portfolioumschichtungen zulasten des Dollars gleichzeitig den Aufwärtsdruck auf die Dollar-Renditen.

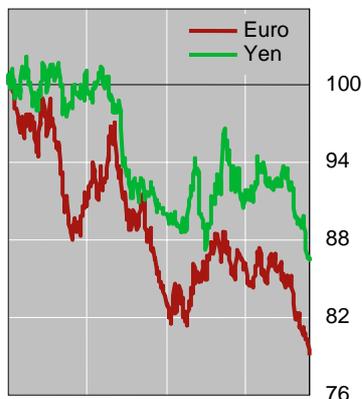
... das den Dollar auf neue Tiefstwerte gegenüber vielen Währungen drückt

Auch asiatische Währungen werteten gegenüber dem Dollar auf. Im Zeitraum Ende September bis Ende November legte der Yen 6% und der koreanische Won 9% zu; sie erreichten damit mehrjährige Höchstwerte

Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar

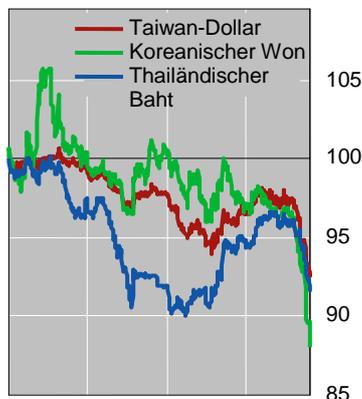
Einheit der Landeswährung je US-Dollar; 1. Januar 2003 = 100

Kassakurse



Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Juli 04

Kassakurse



Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Jul 04

Terminkurse¹



Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Juli 04

¹ 12-Monats-Terminsatz; Renminbi: Quasi-Termingeschäft.

Quellen: Bloomberg; WM/Reuters.

Grafik 1.10

gegenüber dem Dollar. Auch der chinesische Renminbi und der Hongkong-Dollar gerieten unter erhöhten Druck. Die Erwartungen einer Neubewertung des Renminbi stiegen merklich, nachdem chinesische Amtsträger am 5. November Erklärungen abgegeben hatten, die in dem Sinne gedeutet wurden, dass eine gewisse Schwankung der Wechselkurse wünschenswert sei. Wenige Tage zuvor hatten die chinesischen Währungsbehörden erstmals in fast zehn Jahren die Leitzinsen angehoben, um eine Überhitzung der Konjunktur zu verhindern. Diese Massnahme war nicht wegen der direkten Wirkung der höheren Zinsen signifikant, sondern weil sie signalisierte, dass die chinesischen Behörden zunehmend auf Marktmechanismen setzen, um die Wirtschaft zu lenken.

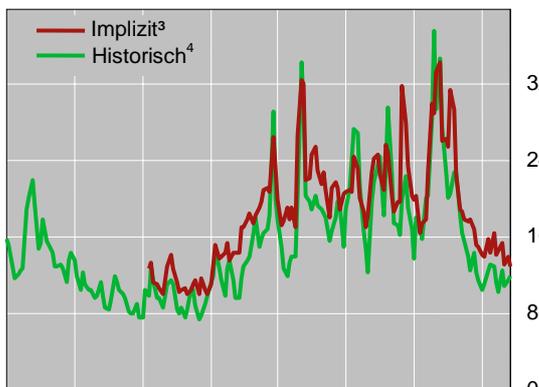
Der jüngste Rückgang der Volatilität

Die Volatilität an den Aktien- und Anleihemärkten war während der letzten zwei Jahre zumeist rückläufig, und dies sogar dann, wenn überraschende Daten über die Erholung der Weltwirtschaft die Märkte aufzurütteln schienen. Am Aktienmarkt fiel die realisierte Volatilität der Erträge des S&P 500 von über 35% im Oktober 2002 auf 10% im Juli 2004 und blieb bis Ende November auf diesem Niveau. Die implizite Volatilität der entsprechenden Optionspreise sank von 34% auf 15%. Am Anleihemarkt fiel die realisierte Volatilität 10-jähriger US-Schatztitel von über 9% Anfang August 2003 auf etwa 5% Ende November 2004, ihren tiefsten Stand seit dem Sommer 2001. Die anhand der Optionspreise berechnete implizite Volatilität ging von 10% auf 5% zurück.

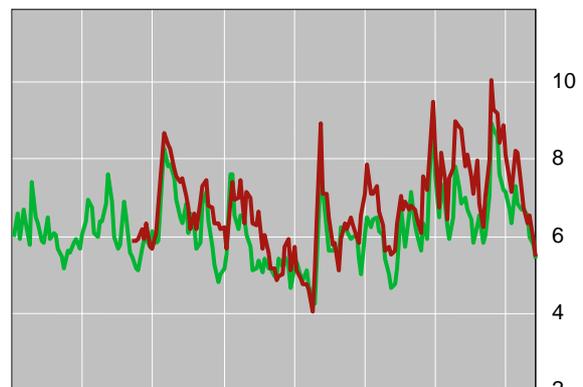
Um zu verstehen, welche Faktoren diese Bewegungen der Volatilität bestimmen, ist es hilfreich, ihren jeweiligen Zeitpunkt zu betrachten. An den Aktienmärkten setzte die Beruhigung etwa im Oktober 2002 ein. Damit endete eine lange Phase ungewöhnlicher Volatilität, die von der Entstehung und dem Platzen einer Marktblase sowie schwerwiegenden Bilanzskandalen geprägt gewesen war. Es war auch der Beginn einer Phase kräftiger wachsender Unternehmensgewinne und soliderer Bilanzen. Durch die Verbesserung der Bilanzen wurde offenbar der Leverage-Effekt gedämpft, der gewöhnlich mit hoher Volatilität einhergeht, und dies führte auch zu niedrigeren Bonitätsaufschlägen. Zudem könnte die Belebung, die auf die lange Baisse von 2000–2002 folgte, die Befürchtung verringert haben, dass dem Markt eine weitere grosse Korrektur drohe.

Messgrößen für die Volatilität¹

S&P 500



US-Staatsanleihen²



1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004

1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004

¹ Auf Jahresbasis umgerechnete tägliche Volatilität; Monatsdurchschnitt. ² Futures auf 10-jährige Staatsanleihen. ³ Durch den Preis von Call-Optionen am Geld implizierte Volatilität. ⁴ Bedingte Volatilität der täglichen Renditen, geschätzt über den Zeitraum Januar 1990 – November 2004 anhand eines GARCH(1,1)-Modells.

Quellen: Bloomberg; Merrill Lynch; Berechnungen der BIZ.

An den Anleihemärkten dürfte die Volatilität im Sommer 2003 eine Spitze erreicht haben. Zu jener turbulenten Zeit hatten die Marktteilnehmer offenbar die Wahrscheinlichkeit unkonventioneller geldpolitischer Massnahmen der US-Zentralbank falsch eingeschätzt. Der Beschluss der Federal Reserve vom 25. Juni, die Leitzinsen um 25 Basispunkte statt wie erwartet um 50 Basispunkte zu senken, half die Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren. Die späteren Signale und Erklärungen der Federal Reserve dürften zu einem bemerkenswert hohen Mass an Übereinstimmung unter den Marktteilnehmern über die künftige Entwicklung der Leitzinsen geführt haben. Dies ermöglichte den Rückgang der Volatilität trotz gelegentlicher heftiger Erwartungsumschwünge hinsichtlich der aufgrund liegenden Erholung, insbesondere nach Veröffentlichungen der Zahlen über die US-Beschäftigungsentwicklung (ohne Landwirtschaft). Die Effektivität, mit der die Währungsbehörde ihre Absichten zu vermitteln vermochte, schien die Wirkung überraschender Daten zu neutralisieren.

Ein zweiter Faktor, der insbesondere am US-Anleihemarkt zu einer Beruhigung der Volatilität beitrug, war die geringere Häufigkeit von Renditeschwankungen infolge der Absicherung von Hypothekenportfolios. Schon mehrfach – zuletzt im August 2003 – hatte ein Anstieg der langfristigen Renditen zu einer Verlängerung der Duration von Portfolios mit hypothekarisch gesicherten Anleihen geführt, da die Schuldner ihre Refinanzierungsaktivitäten verringerten. Dies wiederum führte zu vermehrten Absicherungstransaktionen, die vorübergehend einen weiteren Anstieg der langfristigen Renditen zur Folge hatten. Dieser Effekt war offenbar im Jahr 2004 weniger stark als zuvor; mit dem Anstieg der Renditen im April 2004 ging z.B. nur eine geringfügig verstärkte Volatilität einher. Die lange Phase relativ niedriger nominaler Renditen könnte den Spielraum für weitere Refinanzierungen verringert haben, sodass unerwartete Verschiebungen in den Refinanzierungsmustern die Märkte nicht mehr überrumpelten.

2. Das internationale Bankgeschäft

Nach einem aussergewöhnlich starken Wachstum im ersten Quartal 2004 war das grenzüberschreitende Geschäft am internationalen Bankkreditmarkt im zweiten Quartal gedämpft. Insbesondere das auf US-Dollar bzw. Euro lautende Geschäft fiel schwach aus, da die Anleger angesichts steigender Anleiherenditen, u.a. in den USA, Wertpapierpositionen auflösten. Im Gegensatz dazu gab es Anzeichen für ein Wachstum der Yen-Forderungen. Zum ersten Mal seit Ende 2002 war die Kreditvergabe in US-Dollar an Nichtbanken, insbesondere an Schuldner in den USA, rückläufig. Dies wurde durch eine moderate Belebung des Interbankgeschäfts ausgeglichen.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten netto insgesamt einen Zufluss an Finanzmitteln, wobei die Unterschiede zwischen den Regionen bestehen blieben. So flossen erneut Finanzmittel aus Lateinamerika ab, während ein Anstieg der Kreditvergabe an Banken in der Asien-Pazifik-Region dort zu einem Nettozufluss führte. Obwohl die Forderungen an Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas zunahmen, flossen aufgrund der hohen Einlagenbildung bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet netto Finanzmittel aus der Region ab. Trotz des Ölpreisanstiegs im zweiten Quartal nahmen die Einlagen der erdölexportierenden Länder bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet ab. Ausserdem ist bei der Währungszusammensetzung der Nettoverbindlichkeiten der Banken gegenüber erdölproduzierenden Ländern seit Mitte 2001, als der jüngste Ölpreisanstieg begann, der Anteil des US-Dollars leicht zurückgegangen.

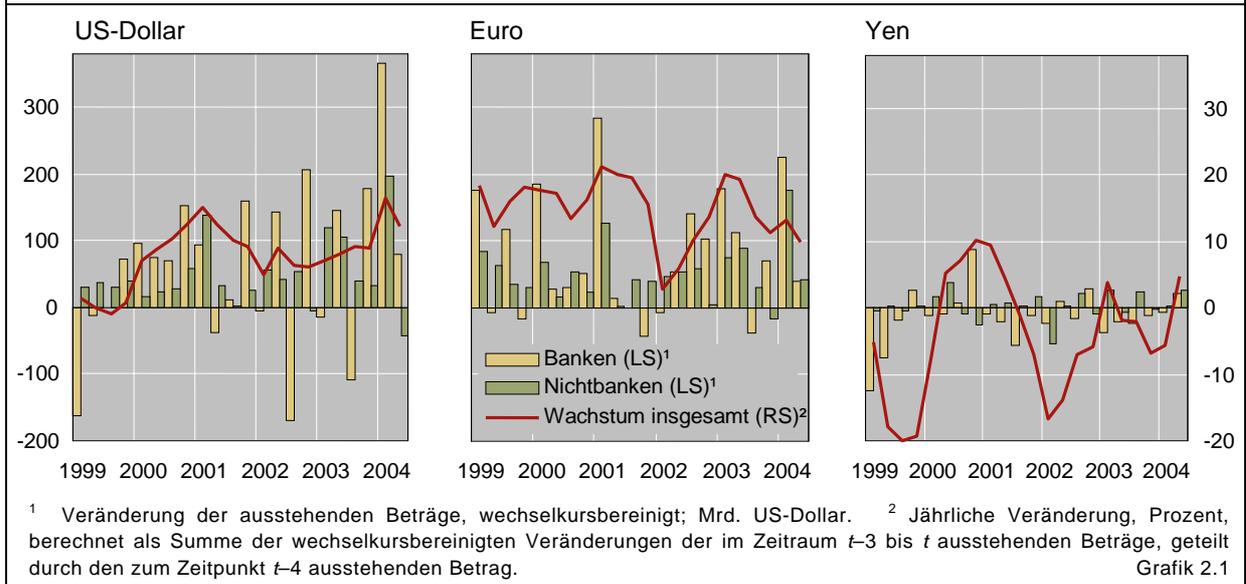
Ruhiges zweites Quartal nach kräftigem Forderungszuwachs im ersten

Geringer
Forderungszuwachs
trotz Belebung des
Interbankgeschäfts

Nach dem aussergewöhnlichen Anstieg im ersten Quartal erhöhten sich die Forderungen im zweiten Quartal nur leicht. Das auf US-Dollar bzw. Euro lautende Geschäft fiel spürbar schwach aus, da die Anleger aufgrund des Anstiegs der Renditen am Anleihemarkt im zweiten Quartal Positionen auflösten.¹ Nur das Yen-Geschäft verzeichnete eine Belebung (Grafik 2.1). Die Interbankforderungen der Banken im BIZ-Berichtsgebiet erhöhten sich um

¹ Näheres dazu s. „Überblick“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom Juni 2004.

Auslandsforderungen nach Sektor und Währung



\$ 200 Mrd., wodurch sie mehr als 80% zum gesamten Forderungsanstieg beitragen. Unternehmen und andere Nichtbanken erhielten mit \$ 40 Mrd. nur wenig Neukredite, und davon flossen mehr als drei Viertel an Schuldner in Offshore-Finanzplätzen. Aufgrund dieser Entwicklungen erhöheten sich die Gesamtforderungen gegenüber dem Vorquartal nur um 1,4%, wodurch sich die Wachstumsrate im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode auf 11% abschwächte (nach 14% im Vorquartal).

Schwaches US-Dollargeschaft wegen Rückgangs der Kreditvergabe an Nichtbanken

Das auf US-Dollar lautende Geschäft fiel im zweiten Quartal besonders schwach aus, was im Wesentlichen auf einen Rückgang der Kreditvergabe an Nichtbanken in den USA zurückzuführen war. Die Gesamtforderungen in US-Dollar erhöheten sich um \$ 38 Mrd., da der Forderungsrückgang gegenüber Nichtbanken von der Zunahme des Interbankgeschäfts mehr als ausgeglichen wurde. Die Entwicklung am Interbankmarkt verlief insofern ungewöhnlich, als die Anlagen in von Banken emittierten internationalen Schuldtiteln die eigentliche Kreditvergabe zwischen Banken überstiegen.² Die Gesamtforderungen in US-Dollar an *Nichtbanken* gingen weltweit sogar erstmals seit Ende 2002 zurück, nämlich um \$ 42 Mrd., was gleichzeitig der stärkste Rückgang seit Erfassung durch die BIZ-Statistiken war.³

² Die Interbankforderungen nahmen um \$ 80 Mrd. zu. Nahezu ein Drittel der Zunahme entfiel auf Geschäfte mit eigenen Niederlassungen, und \$ 32 Mrd. stellten internationale Wertpapierforderungen dar. Banken an Offshore-Finanzplätzen erwarben Wertpapiere, die von Banken im Vereinigten Königreich, anderen Offshore-Finanzplätzen und China emittiert wurden; Banken in den USA erwarben von Banken in Kanada und im Vereinigten Königreich begebene Wertpapiere.

³ Die Kredite an Nichtbanken schrumpften um \$ 51 Mrd., begleitet von einem Rückgang der internationalen Schuldtitelforderungen. Dies wurde teilweise dadurch ausgeglichen, dass

Auslandsforderungen von an die BIZ berichtenden Banken

Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar¹

	2002	2003	2003			2004		Stand Ende Juni 2004
	Jahr	Jahr	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
Auslandsforderungen								
insgesamt	740,1	1 076,4	492,6	-110,0	315,8	1 232,5	239,8	17 341,4
An Banken	425,0	531,0	306,7	-229,5	277,1	826,9	200,0	11 247,8
An Nichtbanken	315,2	545,4	185,9	119,5	38,7	405,5	39,8	6 093,6
Kredite: Banken	395,4	452,9	324,3	-263,8	249,3	727,9	128,5	9 554,8
Nichtbanken	103,8	277,0	24,8	92,3	18,1	196,2	-32,6	3 163,1
Wertpapiere: Banken	36,3	75,8	-8,2	22,5	35,1	76,0	58,9	1 205,0
Nichtbanken	202,2	208,3	122,9	8,3	6,5	192,2	31,3	2 570,7
Forderungen insgesamt								
nach Währung								
US-Dollar	320,4	500,3	252,4	-68,3	210,9	562,8	37,8	6 922,2
Euro	453,3	502,9	202,6	-8,0	53,9	400,9	82,8	6 381,1
Yen	-42,3	-50,5	-25,4	0,7	-15,0	-1,9	49,4	820,7
Sonstige Währungen ²	8,7	123,7	64,2	-34,5	65,9	270,7	69,8	3 217,4
Nach Sitzland des Nicht- bankschuldners								
Fortgeschrittene								
Volkswirtschaften	315,1	459,0	159,9	103,3	47,0	344,5	11,2	4 771,6
Euro-Raum	117,4	157,3	67,5	50,5	-17,7	151,4	32,4	2 174,1
Japan	4,1	38,4	15,6	6,5	-5,2	0,1	20,4	200,2
USA	153,1	179,6	60,0	40,9	53,0	87,3	-41,1	1 557,1
Offshore-Finanzplätze	18,8	100,0	18,9	10,2	-10,1	41,6	30,7	702,9
Aufstrebende Volks- wirtschaften	-16,5	5,1	3,3	4,9	3,1	23,9	1,1	574,5
Nicht aufgliederbar ³	-2,2	-18,7	3,8	1,1	-1,3	-4,5	-3,1	44,6
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Inlandsforderungen</i> ⁴	44,5	415,2	88,8	51,7	94,1	187,5	35,1	2 527,1

¹ Nicht saisonbereinigt. ² Einschl. nicht aufgliederbare Währungen. ³ Einschl. Forderungen an internationale Organisationen. ⁴ Fremdwährungsforderungen an Gebietsansässige des Sitzlandes der berichtenden Bank. Tabelle 2.1

Wertpapierhäuser
lösen Pensions-
geschäfte auf

Besonders bemerkenswert war, dass sich die Kreditvergabe an Nichtbanken in den USA zum ersten Mal seit dem dritten Quartal 2001 verringerte. Gleichzeitig mit diesem Rückgang um \$ 57 Mrd. nahmen aber die *inländischen* kurzfristigen Finanzierungen (Bankkredite und Commercial-Paper-Emissionen) zu, sodass er also nicht unbedingt ein Hinweis auf eine schwache Kreditnachfrage der Unternehmen ist.⁴ Vielmehr dürfte der Rückgang der

Banken an Offshore-Finanzplätzen – und in geringerem Ausmass im Vereinigten Königreich – von Gebietsansässigen der USA emittierte Aktien erwerben.

⁴ Die US-Mittelflusszahlen für das zweite Quartal 2004 zeigen, dass die Bankkredite an Wirtschaftsunternehmen (ohne Landwirtschaft) zum ersten Mal seit dem Jahr 2000 zunahmen, und zwar um \$ 22 Mrd. Darüber hinaus erhöhte sich der Absatz von Commercial Paper im ersten Quartal 2004 um \$ 34,4 Mrd. und im zweiten Quartal um \$ 32,9 Mrd.

internationalen Kreditvergabe darauf zurückzuführen sein, dass Wertpapierhäuser von Mitte März bis Mitte Mai, als die Renditen von US-Schatztiteln um 100 Basispunkte anstiegen, Pensionsgeschäfte auflösten. Offenbar werden die internationalen Bankmittelströme in zunehmendem Masse von der Finanzierung des Wertpapierhandels durch Pensionsgeschäfte, insbesondere von der Verbindung zwischen Banken im Vereinigten Königreich und Wertpapierhäusern in den USA, bestimmt.⁵ Mit der Auflösung von Pensionsgeschäften stimmt überein, dass der Gesamtrückgang der Kredite an Nichtbanken in den USA im letzten Quartal weitgehend darauf zurückzuführen war, dass Banken im Vereinigten Königreich und an Offshore-Finanzplätzen ihre Positionen abbauten. Ausserdem verringerten sich die Bestände auf US-Dollar lautender, von Nichtbanken emittierter internationaler Anleihen der Banken im Vereinigten Königreich um \$ 14 Mrd., was ebenfalls der umfangreichste Rückgang seit Erfassung durch die BIZ-Statistiken war.

Ohne den kräftigen Anstieg der Kreditvergabe an Schuldner auf den Kaimaninseln wäre die Gesamtkreditvergabe an Nichtbanken weltweit noch stärker zurückgegangen. So leiteten Banken in den USA \$ 17 Mrd. als Kredite an diese Schuldner, und Banken im Vereinigten Königreich und im Euro-Raum steuerten weitere \$ 1,4 Mrd. bei. Dadurch erhöhten sich die Gesamtforderungen an Nichtbanken auf den Kaimaninseln auf \$ 221 Mrd. bzw. 9% der Gesamtforderungen in US-Dollar an Nichtbanken (nach 8% in den zwei vorangegangenen Quartalen). Diese Kreditvergabe ist möglicherweise auf ein lebhafteres Geschäft von Hedge-Fonds zurückzuführen, denn die geschätzten Zuflüsse zu Hedge-Fonds, von denen viele ihren Sitz auf den Kaimaninseln haben, fielen im zweiten Quartal erneut robust aus.

Erholung der Kreditvergabe in Yen

Im zweiten Quartal 2004 erholte sich die Kreditvergabe in Yen; dies vermochte jedoch das geringe Wachstum der Forderungen in anderen Währungen nicht auszugleichen (Grafik 2.1). Mit \$ 49 Mrd. verzeichneten die Gesamtforderungen den höchsten Anstieg seit dem vierten Quartal 2000, hauptsächlich aufgrund neuer Forderungen von Banken in Japan (\$ 19 Mrd.), dem Vereinigten Königreich (\$ 15 Mrd.) und Luxemburg (\$ 14 Mrd.). Banken im Vereinigten Königreich bildeten Yen-Einlagen in Höhe von \$ 11 Mrd. bei Banken in Japan, und über kleinere Beträge bei Banken auf den Kaimaninseln und in den USA. Gleichzeitig verringerten sich die auf Yen lautenden internationalen Schuldtitelforderungen von Banken im Vereinigten Königreich gegenüber Nichtbanken in Japan um \$ 8,7 Mrd., obwohl japanische Schuldner netto internationale Schuldtitel in Höhe von \$ 11 Mrd. emittierten (und \$ 33 Mrd. ankündigten).⁶

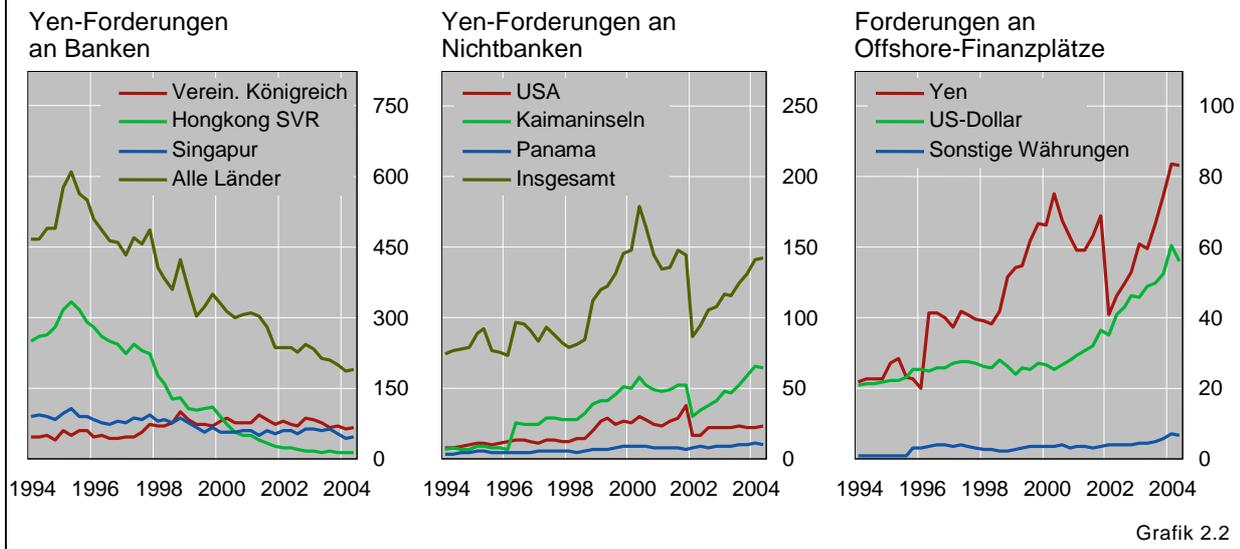
Anstieg der Yen-Forderungen dank japanischem Interbankgeschäft

⁵ Näheres dazu s. Feature „Wandel am Londoner Eurodollarmarkt“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom September 2004.

⁶ Näheres dazu s. „Der internationale Anleihemarkt“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom September 2004.

Forderungen von Banken in Japan

Mrd. US-Dollar



Am bemerkenswertesten war vielleicht die Belebung der Yen-Kreditvergabe japanischer Banken, auch wenn sie im historischen Vergleich nicht besonders kräftig ausfiel. Im zweiten Quartal erhöhten sich die Gesamtforderungen der Banken in Japan um \$ 31 Mrd., was zwar unter dem Anstieg um \$ 44 Mrd. im ersten Quartal lag, aber trotzdem signifikant war, da sich dieses Wachstum aus Forderungen sowohl in Yen (\$ 19 Mrd.) als auch in US-Dollar (\$ 14 Mrd.) zusammensetzte. Obwohl das auf Yen lautende Interbankgeschäft von Banken in Japan mindestens seit 1995 rückläufig ist (Grafik 2.2 links), machte die Kreditvergabe an andere Banken im letzten Quartal mehr als die Hälfte ihres gesamten Yen-Geschäfts aus und erhöhte sich zum ersten Mal seit sechs Quartalen. Im Gegensatz dazu wächst ihre Yen-Kreditvergabe an Nichtbanken, hauptsächlich an Offshore-Finanzplätzen, schon seit dem zweiten Quartal 2002.

Anhaltende Verlagerung der Mittelflüsse von Lateinamerika nach Asien

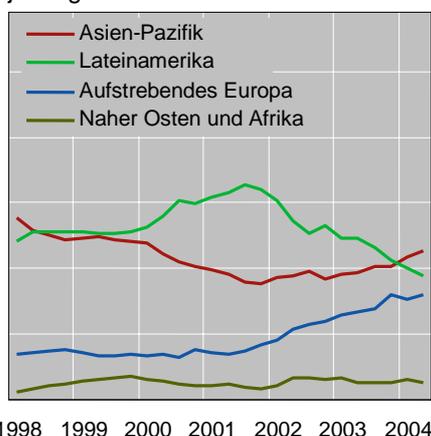
Weiterer Rückzug der Banken aus Lateinamerika ...

Die Neukreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften übertraf den leichten Anstieg ihrer Auslandseinlagen geringfügig, sodass diese Volkswirtschaften zum ersten Mal seit einem Jahr einen Nettozufluss verzeichneten. Hinter den aggregierten Angaben verbergen sich jedoch beträchtliche Unterschiede zwischen den Regionen. Während aus Lateinamerika und den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas Finanzmittel abflossen, verzeichnete die Asien-Pazifik-Region infolge neuer Kredite für Banken einen Nettozufluss. Aus der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ, in der konzerninterne Positionen gegeneinander aufgerechnet werden, geht hervor, dass sich das Engagement der Berichtsbanken im zweiten Quartal 2004 weiter von Lateinamerika in die Asien-Pazifik-Region und die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas

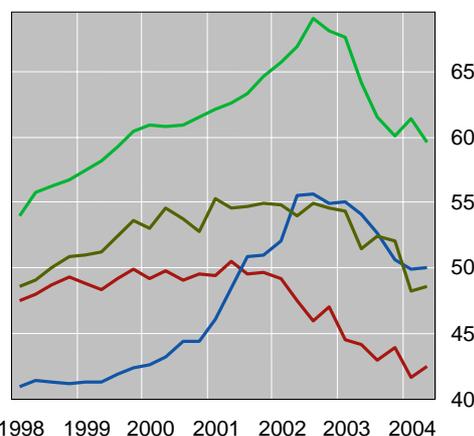
Konsolidierte Forderungen gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften

Prozent

Anteil Auslandsforderungen je Region¹



Forderungen an den privaten Sektor ohne Banken²



¹ Anteil der gesamten Auslandsforderungen, auf der Basis des letzten Risikoträgers, gegenüber allen aufstrebenden Volkswirtschaften. ² Anteil der gesamten internationalen Forderungen für jede Region.

Grafik 2.3

verlagerte, womit sich der mindestens seit Ende 2001 bestehende Trend fortsetzte (Grafik 2.3). Die Auslandsforderungen (auf Basis des letzten Risikos) an Schuldner aus Lateinamerika fielen auf \$ 450 Mrd., was einem Anteil von 29% an den gesamten Auslandsforderungen gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften entspricht (Vorquartal: 30%; Vorjahr: 35%).

Lateinamerika wird Nettogläubiger des internationalen Bankensystems

Aus Lateinamerika flossen im neunten Quartal in Folge netto Finanzmittel ab, da die Banken ihr Engagement in dieser Region weiter verringerten. Während in den vergangenen Quartalen die hohe Einlagenbildung bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet zu diesen Mittelabflüssen beigetragen hatte, war der Nettoabfluss von \$ 5,1 Mrd. im letzten Quartal hauptsächlich auf einen Rückgang der Forderungen an die Region um \$ 6,3 Mrd. zurückzuführen. Zwischen den Ländern bestanden allerdings beträchtliche Unterschiede. So flossen aus Venezuela netto am meisten Mittel ab, da das Land in einem von hohen und weiter steigenden Ölpreisen geprägten Quartal seine Einlagen im Ausland erhöhte. Argentinien verzeichnete einen geringeren Mittelabfluss, der sich aus einem Forderungsrückgang gegenüber allen Sektoren des Landes infolge von erneuten Abschreibungen und Tilgungen ergab. Die Forderungen gegenüber allen Sektoren in Brasilien verringerten sich mit \$ 4 Mrd. ebenfalls spürbar, was allerdings durch die Rückführung von Einlagen weitgehend ausgeglichen wurde.

Per Saldo ist die Region in den vergangenen drei Quartalen zum Nettogläubiger des internationalen Bankensystems geworden. Hierin spiegeln sich sowohl die anhaltende Einlagenbildung bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet

... was die Region zum Nettogläubiger macht ...

Zu- und Abflüsse ausländischer Bankmittel gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften

Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar

	Position der Banken ¹	2002	2003	2003			2004		Stand Ende Juni 2004
		Jahr	Jahr	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
Total ²	Forderungen	-37,0	65,0	-4,6	20,6	14,7	67,9	26,1	1 102,6
	Verbindlichkeiten	-45,9	71,9	-10,3	28,2	43,1	107,5	21,7	1 346,8
Argentinien	Forderungen	-11,8	-8,5	0,9	-5,4	-2,1	-2,6	-1,1	20,0
	Verbindlichkeiten	0,0	-0,8	0,1	-2,2	0,7	0,3	0,1	25,2
Brasilien	Forderungen	-11,2	-7,2	-1,7	1,4	-9,1	1,8	-4,0	81,2
	Verbindlichkeiten	-8,0	14,4	6,6	7,9	-3,4	5,0	-3,6	58,0
China	Forderungen	-12,4	13,5	-6,4	4,9	-1,0	13,9	10,1	84,6
	Verbindlichkeiten	-3,6	-6,4	-11,3	1,8	1,8	21,6	20,6	130,9
Indonesien	Forderungen	-6,0	-4,6	-1,0	-1,9	-0,8	0,3	-0,9	28,1
	Verbindlichkeiten	-2,4	0,2	-0,1	-0,5	0,3	-0,2	-2,1	33,8
Korea	Forderungen	8,2	-1,0	-2,0	-1,5	0,1	14,3	-8,5	82,7
	Verbindlichkeiten	0,5	7,3	-6,1	2,1	12,1	21,7	-4,8	56,6
Mexiko	Forderungen	3,1	-0,7	-0,1	0,8	-0,9	7,5	-0,6	71,8
	Verbindlichkeiten	-11,4	6,2	2,2	-0,3	-0,1	4,0	-0,7	65,2
Polen	Forderungen	2,9	3,3	0,9	1,0	0,4	2,4	2,1	37,2
	Verbindlichkeiten	-3,1	-0,1	-1,1	-1,0	1,2	3,0	3,9	25,6
Russland	Forderungen	3,6	12,1	1,7	2,8	5,8	3,4	-0,3	55,1
	Verbindlichkeiten	9,6	16,2	-4,4	7,2	7,9	5,0	7,8	70,3
Südafrika	Forderungen	-0,4	-1,2	0,5	-0,9	-0,7	-0,1	0,3	18,7
	Verbindlichkeiten	2,7	9,7	4,8	1,4	2,8	4,1	1,8	37,9
Thailand	Forderungen	-5,0	-1,6	0,3	0,0	-1,6	-1,0	-0,4	17,4
	Verbindlichkeiten	-4,6	5,7	-0,9	0,9	3,2	-1,5	-0,8	26,4
Tschech. Rep.	Forderungen	2,3	3,7	0,5	0,8	1,7	-1,7	0,8	18,8
	Verbindlichkeiten	-3,7	-2,4	0,1	0,2	-0,9	-2,6	2,5	9,9
Türkei	Forderungen	-2,8	5,3	-0,5	3,4	0,1	4,1	3,4	51,4
	Verbindlichkeiten	0,0	-0,4	1,5	1,0	0,9	2,9	0,9	24,0
<i>Nachrichtlich:</i>									
Neue EU-Länder ³	Forderungen	9,2	20,9	1,2	5,6	8,5	3,9	6,7	129,3
	Verbindlichkeiten	-5,9	-0,4	-1,3	2,0	0,8	3,2	4,8	69,1
OPEC-Mitglieder	Forderungen	-9,9	-6,5	-6,5	-1,9	2,0	9,2	1,4	139,8
	Verbindlichkeiten	-8,8	-15,1	-11,8	-10,2	12,2	16,5	-2,4	287,3

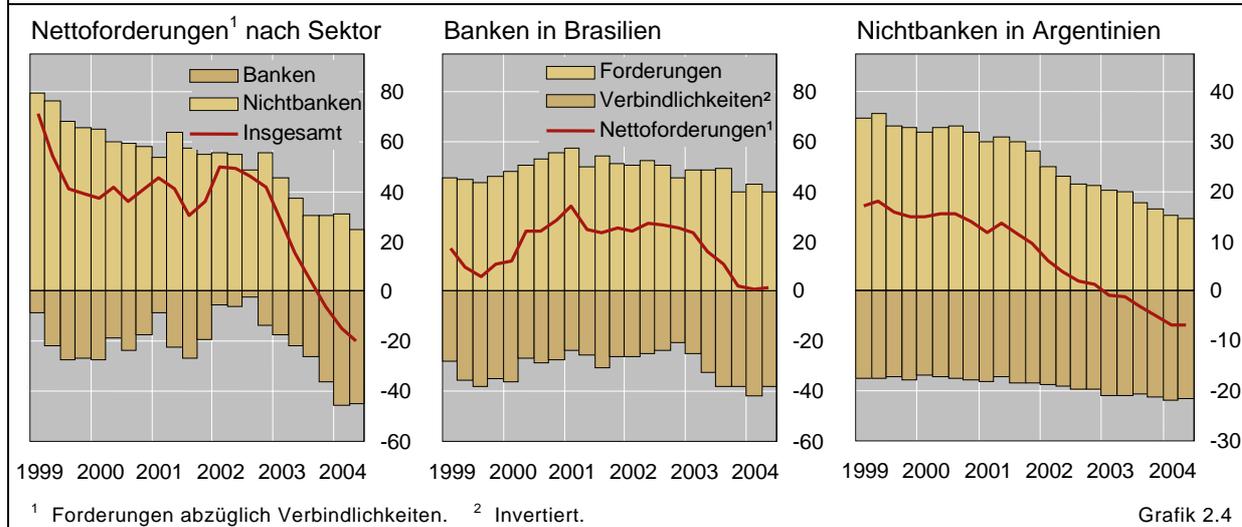
¹ In der Bilanz ausgewiesene Auslandspositionen der Banken im BIZ-Berichtsgebiet. Die Verbindlichkeiten bestehen hauptsächlich aus Einlagen. Eine Zunahme der Forderungen entspricht einem Mittelzufluss in die aufstrebenden Volkswirtschaften, eine Zunahme der Verbindlichkeiten einem Mittelabfluss. ² Alle aufstrebenden Volkswirtschaften. Einzelheiten zu weiteren Ländern s. Tabellen 6 und 7 des Statistischen Anhangs. ³ Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn und Zypern.

Tabelle 2.2

als auch Tilgungen bzw. Abschreibungen von Krediten gegenüber verschiedenen Schuldnerländern in der Region wider. Insgesamt ist der Nettoforderungsbestand (Gesamtforderungen abzüglich Gesamtverbindlichkeiten) an die Region in den vergangenen drei Quartalen negativ geworden, was im Wesentlichen auf die Zunahme der Nettoverbindlichkeiten gegenüber

Positionen gegenüber Lateinamerika und der Karibik

Mrd. US-Dollar



dem Bankensektor und die Abnahme der Nettoforderungen gegenüber dem Nichtbankensektor der Region zurückzuführen ist (Grafik 2.4 links).⁷ Zu diesem Umschwung hat insbesondere der brasilianische Bankensektor beigetragen, obwohl er insgesamt Nettoschuldner bleibt; die Nettoforderungen an Banken des Landes sind von \$ 27 Mrd. Mitte 2002 auf \$ 1,5 Mrd. im letzten Quartal gesunken. Grafik 2.4 Mitte macht deutlich, dass dies in erster Linie auf gestiegene Einlagen bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet zurückzuführen ist. Gleichzeitig nahmen auch die Nettoforderungen an Nichtbanken in Argentinien deutlich ab (Grafik 2.4 rechts), was jedoch hauptsächlich durch fortgesetzte Abschreibungen und Tilgungen bestehender Kredite bedingt war.

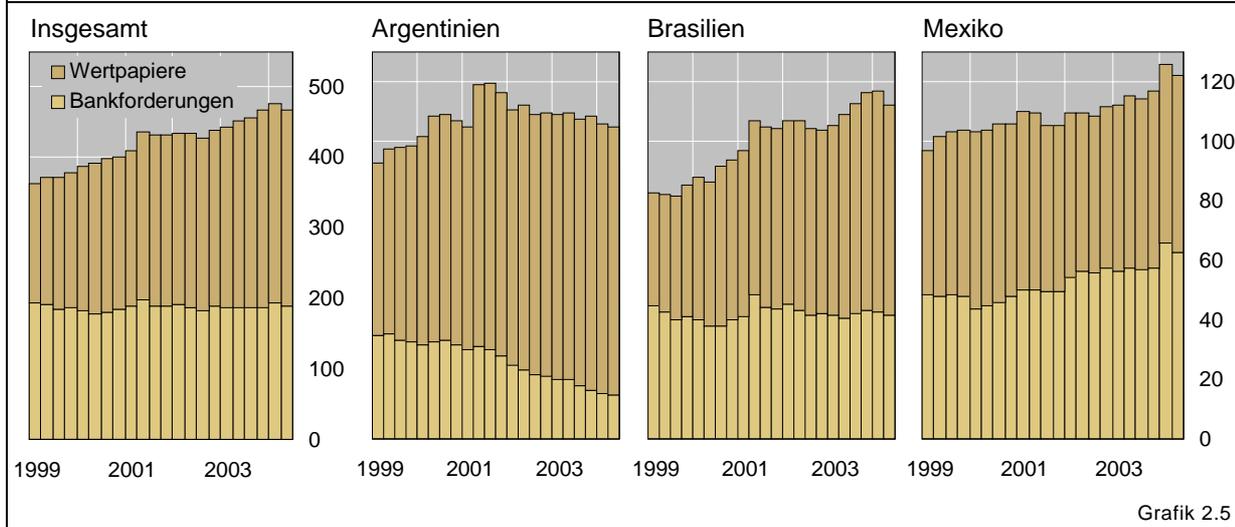
Dieser Wandel ging mit einem kräftigen Absatz internationaler Anleihen durch Schuldner der Region einher. Zwar war der Nettoabsatz von Schuldnern in Argentinien, Brasilien und Mexiko im zweiten Quartal negativ (Grafik 2.5), doch legen die längerfristigen Trends den Schluss nahe, dass sich insbesondere Nichtbanken immer stärker über Anleihen anstatt über Bankkredite finanzieren. Der Anteil der internationalen Anleihen an den gesamten internationalen Forderungen gegenüber Nichtbanken in der Region beläuft sich mittlerweile auf 59%, nach 54% im ersten Quartal 2001 und 46% im ersten Quartal 1999. Im Einklang mit der Zunahme des Wertpapierabsatzes zeigt die konsolidierte Bankenstatistik der BIZ, die eine genauere sektorale Aufschlüsselung der Bankforderungen zulässt, dass die Berichtsbanken ihr Engagement gegenüber Nichtbanken des *privaten* Sektors, also gegenüber der Schuldnergruppe mit dem stärksten Wertpapierabsatz, tendenziell abbauen (Grafik 2.3 rechts).

... trotz
gleichzeitiger
Anleiheemissionen

⁷ Hierzu hat der Teil des Gesamtbestands der Nettoforderungen an die Region beigetragen, der nicht einem bestimmten Land zugeordnet ist. Er betrug im zweiten Quartal 2004 –\$ 18,7 Mrd., gegenüber –\$ 1,4 Mrd. im ersten Quartal 2003. Werden diese nicht aufgliederbaren Forderungen ausgeklammert, wurden die Nettoforderungen gegenüber der Region als Ganzes erst im jüngsten Quartal negativ.

Kredite an Nichtbanken in Lateinamerika und der Karibik

Mrd. US-Dollar



Mittelzuflüsse in die Asien-Pazifik-Region trotz Einlagenbildung Chinas

In der Asien-Pazifik-Region trugen die Neukreditvergabe an Banken in der Region und die in einigen Ländern zu beobachtende Rückführung von Einlagen netto zu einem Mittelzufluss bei. In den letzten Quartalen schwankte der Nettobestand der Forderungen an die Region, was zwei Ursachen hatte: Zum einen platzierten Gebietsansässige in China netto Finanzmittel im Ausland, zum anderen nahmen die Nettoforderungen gegenüber Gebietsansässigen in Taiwan, China⁸ zu (Grafik 2.6 links). Im jüngsten Quartal verringerte sich der Nettomittelfluss aus der Region in das internationale Bankensystem auf \$ 64 Mrd., nachdem er in den drei vorherigen Quartalen aufwärts tendiert hatte. Während Banken in Taiwan, den Philippinen, Indonesien und Korea Einlagen repatriierten, platzierten Banken in China, und in geringerem Ausmass auch in Indien, im zweiten Quartal in Folge vergleichsweise beträchtliche Einlagen im Ausland.

Die umfangreichsten Mittelzuflüsse in der Region verzeichnete Taiwan, was auf die Rückführung von Einlagen und die Interbankkreditvergabe zurückzuführen war. Darin kamen möglicherweise Erwartungen einer Aufwertung des Neuen Taiwan-Dollar gegenüber dem US-Dollar zum Ausdruck. Banken in Taiwan repatriierten US-Dollar-Einlagen in Höhe von \$ 7,1 Mrd. von Banken in den USA und nahmen bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet relativ umfangreiche Kredite, nämlich \$ 9,4 Mrd., auf.⁹ Dies

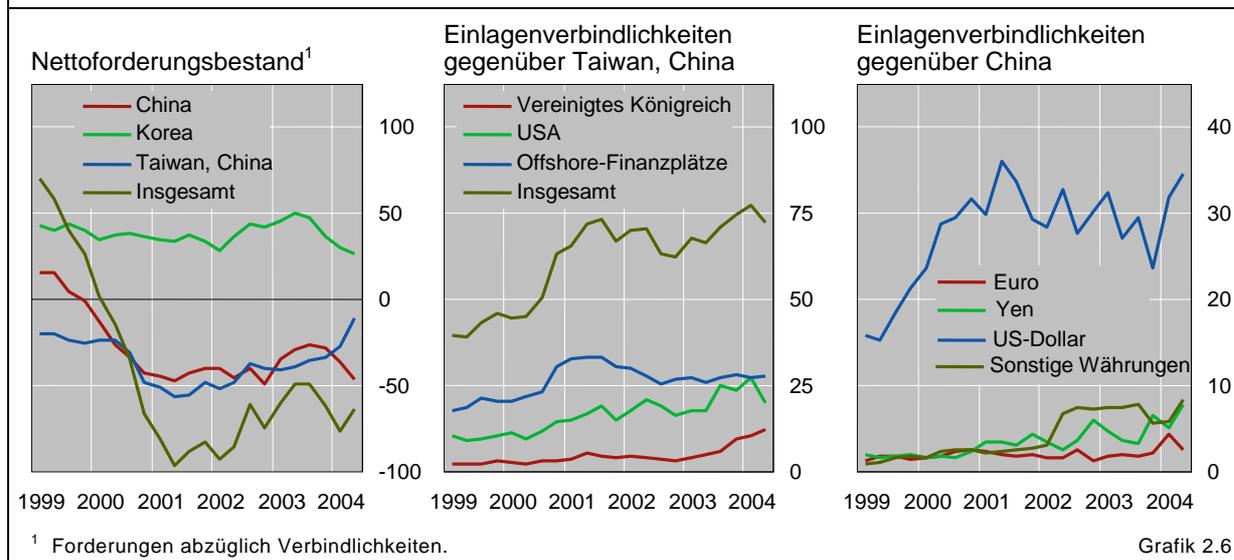
Einlagenrückführung nach Taiwan ...

⁸ Im Folgenden Taiwan.

⁹ Diese Einlagenrückführung war zu verzeichnen, obwohl die Währungsreserven Taiwans im zweiten Quartal insgesamt anstiegen. Der umfangreiche Einlagenabbau wurde teilweise dadurch ausgeglichen, dass Banken in Taiwan ihre Einlagen bei Banken im Vereinigten Königreich um \$ 2,1 Mrd. erhöhten.

Positionen gegenüber der Asien-Pazifik-Region

Mrd. US-Dollar



führte zu einem Nettozufluss von \$ 17 Mrd. nach Taiwan, wodurch sich der Nettoforderungsbestand gegenüber dem Land dem positiven Bereich näherte (Grafik 2.6 links). Gleichzeitig erhöhten die Nichtbanken in Taiwan im zweiten Quartal in Folge ihre US-Dollar-Kreditaufnahme bei taiwanischen Banken, dieses Mal um \$ 2,4 Mrd.

Aus anderen Ländern der Region, insbesondere China und Korea, flossen dagegen netto Finanzmittel ab. So bildeten Banken in China mit \$ 21 Mrd. im zweiten Quartal in Folge in beträchtlicher Höhe Auslandseinlagen bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet.¹⁰ Dabei handelte es sich vor allem um US-Dollar-Einlagen, aber auch die auf Yen und auf Hongkong-Dollar lautenden Einlagen nahmen zu (Grafik 2.6 rechts). Da dieser Einlagenanstieg nur teilweise durch neue Interbankkredite an Banken in China in Höhe von \$ 11,5 Mrd. ausgeglichen wurde, flossen netto Finanzmittel in Höhe von \$ 10,5 Mrd. aus dem Land ab. Korea verzeichnete im vierten Quartal in Folge einen Nettoabfluss, was sowohl auf einen Rückgang der Kreditvergabe an alle Sektoren als auch auf die Veräußerung von Beteiligungsforderungen an Nichtbanken des Landes durch Banken im BIZ-Berichtsgebiet zurückzuführen ist. Gleichzeitig mit diesem Forderungsrückgang repatriierten Banken in Korea Einlagen in Höhe von \$ 4,4 Mrd. (hauptsächlich in US-Dollar).

Auf konsolidierter Basis führte die Übernahme einer Bank in Korea zu einem kräftigen Anstieg der Forderungen in Landeswährung von US-Banken gegenüber Gebietsansässigen des Landes. Der Transaktion in Höhe von \$ 36 Mrd., in der sich die Neueinstufung bestehender Forderungen widerspiegelte, stand ein Anstieg der Verbindlichkeiten in Landeswährung in ähnlicher Höhe gegenüber. Hierdurch wurde der Anteil der Forderungen in Landeswährung an den Gesamtforderungen der Banken im BIZ-Berichtsgebiet

... bei gleichzeitigen Nettoabflüssen aus China und Korea

¹⁰ Die gesamten Währungsreserven Chinas erhöhten sich von \$ 440 Mrd. im ersten auf \$ 471 Mrd. im zweiten Quartal 2004.

gegenüber Korea auf 48% aufgebläht, von 29% in den zwei Vorquartalen.¹¹ Ohne Berücksichtigung der Forderungen von US-Banken blieben die Forderungen in Landeswährung an die Region stabil.

Erster Nettoabfluss aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas seit sechs Quartalen wegen russischer Einlagen

Mittelabfluss aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas ...

Trotz der vergleichsweise starken Kreditvergabe an alle Sektoren flossen infolge der Zunahme der Einlagen bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet netto Finanzmittel aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas ab. Die Forderungen an alle Sektoren erhöhten sich im elften Quartal in Folge, dieses Mal relativ deutlich um \$ 11 Mrd. Da jedoch in einem noch grösseren Umfang Einlagen gebildet wurden, flossen zum ersten Mal seit dem dritten Quartal 2002 netto Mittel ab, und zwar \$ 6 Mrd. Wie in den drei Quartalen davor bildeten Banken in Russland die umfangreichsten Einlagen. Aber auch Banken in Polen erhöhten ihre Einlagen um \$ 3,7 Mrd., und Banken in der Tschechischen Republik platzierten \$ 2,6 Mrd., was teilweise auf die Zunahme der bei Banken im Ausland gehaltenen Währungsreserven zurückzuführen war.¹² Aus der Region insgesamt flossen so zwar Mittel ab, die neuen EU-Mitgliedsländer (zusammen) verzeichneten jedoch einen Nettozufluss in Höhe von \$ 2 Mrd.

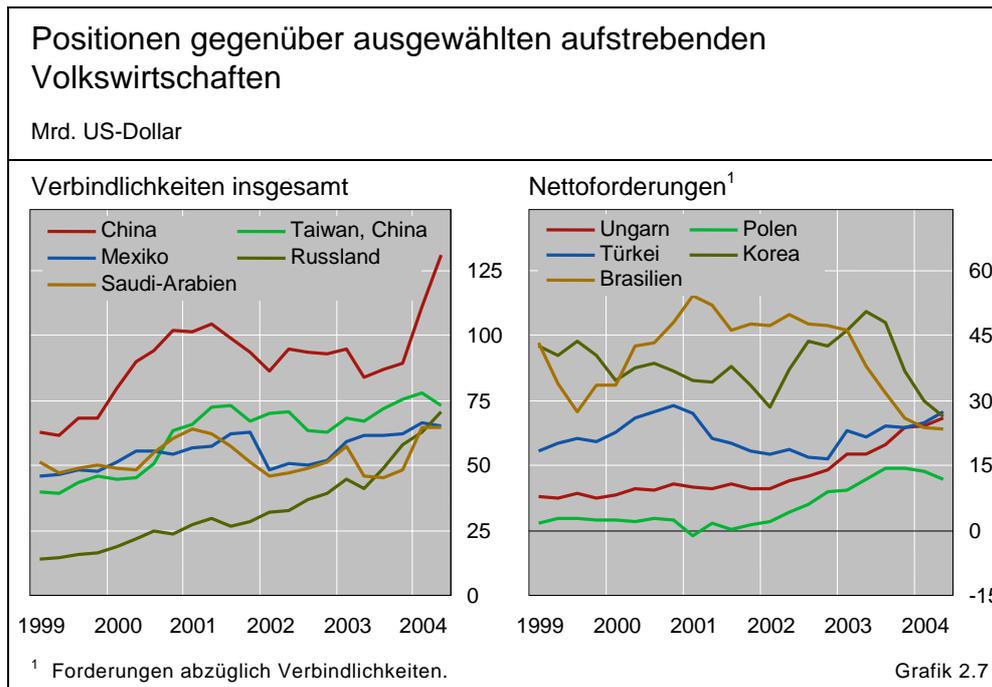
... bedingt durch die Einlagenbildung Russlands ...

Russische Gebietsansässige bildeten im zweiten Quartal erneut Einlagen bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet und trugen damit wesentlich zum Nettoabfluss aus der Region bei. Banken in Russland platzierten Einlagen in Höhe von \$ 7,4 Mrd. im Ausland, hauptsächlich bei Banken im Vereinigten Königreich, in den USA und in Frankreich.¹³ Die Liquiditätsprobleme im Inland, die einige russische Banken im Juni verzeichneten, hatten offenbar keine Auswirkungen auf ihr internationales Geschäft. Der stetige Einlagenaufbau seit Ende 2002 hat die Gesamtverbindlichkeiten der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Russland auf \$ 70,3 Mrd. ansteigen lassen; das ist mehr als gegenüber Saudi-Arabien (\$ 64,4 Mrd.) und Mexiko (\$ 65,2 Mrd.) und bedeutet den dritten Rang hinter China (\$ 130,9 Mrd.) und Taiwan (\$ 72,9 Mrd.) (Grafik 2.7 links). Alle Sektoren Russlands zusammen stellen dem internationalen Bankensystem mittlerweile netto \$ 15,2 Mrd. zur Verfügung, nachdem das Land im Jahr 2002 noch eine Nettoschuldernation war. Zwar liegt Russland damit noch hinter vielen anderen Ländern zurück, doch übersteigt der Beitrag bereits den von Kuwait und Taiwan und liegt nahezu auf gleicher Höhe mit Ägypten und Venezuela.

¹¹ Dadurch stiegen die Landeswährungsforderungen von US-Banken an Korea von 52% ihrer Gesamtforderungen an das Land im Vorquartal sprunghaft auf 86%.

¹² Im zweiten Quartal nahmen die Währungsreserven der Tschechischen Republik bei Banken im Ausland um \$ 755 Mio. zu, diejenigen Polens um \$ 1,4 Mrd.

¹³ Die gesamten Währungsreserven Russlands erhöhten sich von \$ 79,6 Mrd. im ersten Quartal auf \$ 84,5 Mrd. im zweiten.



Infolge der Kreditvergabe an Gebietsansässige in der Türkei, Polen und Ungarn stiegen die Forderungen an die Region kräftig an. Alle Sektoren in der Türkei erhielten neue Kredite, hauptsächlich von Banken aus dem Vereinigten Königreich, sodass sich die Gesamtforderungen an das Land auf \$ 51,4 Mrd. erhöhten, was in der Region nur noch von Russland übertroffen wird. In den vergangenen Quartalen hat sich der Nettoforderungsbestand sowohl gegenüber der Türkei als auch gegenüber Ungarn tendenziell erhöht, was auf den Forderungsanstieg gegenüber diesen Ländern zurückzuführen ist. Im letzten Quartal überstiegen die Nettoforderungen gegenüber der Türkei (\$ 27,4 Mrd.) diejenigen an Korea, wodurch die Türkei zum wichtigsten Nettoschuldner unter den aufstrebenden Volkswirtschaften wurde (Grafik 2.7 rechts). Mit einem Nettoforderungsbestand von \$ 26 Mrd. (Vorjahr: \$ 17,5 Mrd.) liegt Ungarn nur knapp dahinter an zweiter Stelle.

... trotz höherer Forderungen an die Türkei, Polen und Ungarn

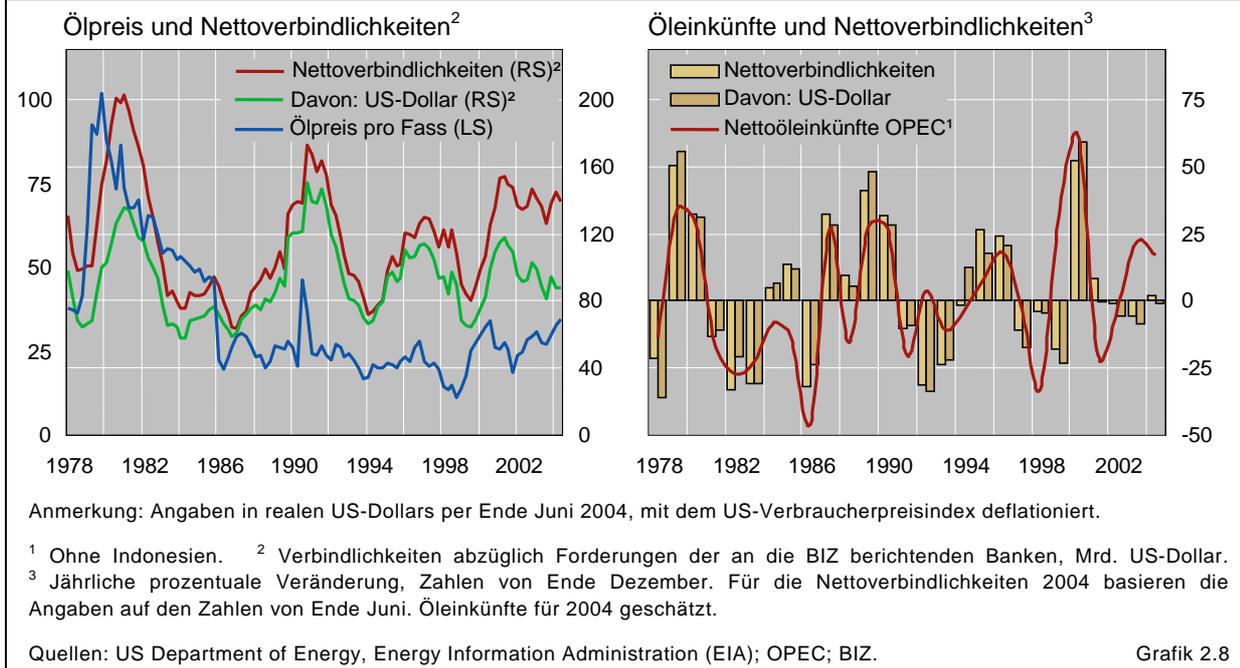
Ölpreis und OPEC-Überschüsse: Verlagerung in den Euro?

Zwar können höhere Ölpreise zu höheren Überschüssen in den OPEC-Mitgliedsländern beitragen, doch der jüngste Ölpreisanstieg hatte, wenn überhaupt, nur einen geringen Effekt auf den Bestand der Auslandseinlagen. Es gibt jedoch einige Hinweise darauf, dass die OPEC-Mitgliedsländer dabei sind, den auf US-Dollar lautenden Anteil der Auslandseinlagen zu verändern. Kurz gesagt, die parallele Entwicklung zwischen dem Ölpreis und den US-Dollar-Überschüssen der OPEC scheint im jüngsten Zyklus schwächer ausgeprägt zu sein als in vorangegangenen Phasen.

Die Erfahrung lässt auf eine zwar lockere, jedoch erkennbare Beziehung zwischen Ölpreis, Öleinnahmen und dem Nettoeinlagenbestand von OPEC-Mitgliedsländern bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet schließen. Grafik 2.8 links zeigt, dass der reale Nettobestand an Verbindlichkeiten gegenüber OPEC-

Historische Beziehung zwischen Ölpreis und Auslandseinlagen ...

Petrodollars und Positionen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber der OPEC¹



Mitgliedsländern¹⁴ – ein Massstab dafür, wie viele Finanzmittel diese Länder an das internationale Bankensystem weiterleiten – bei einem real steigenden Ölpreis tendenziell zunimmt, zuweilen mit zeitlicher Verzögerung. Diese Länder legten (einen Teil ihrer) Öleinkünfte bei Banken im Ausland an, um sie später in Zeiten schwächerer Einnahmenentwicklung wieder abzurufen. Dies wird in Grafik 2.8 rechts deutlich, aus der hervorgeht, dass sich Phasen starken Wachstums der Nettoverbindlichkeiten gegenüber den OPEC-Mitgliedsländern parallel zur Zunahme der Öleinnahmenströme entwickelten. Während des zweiten Ölschocks in den späten siebziger Jahren war diese Beziehung besonders ausgeprägt, weniger dagegen während der späten achtziger Jahre, als umfangreiche Nettoplatzierungen in US-Dollar offenbar nicht durch einen entsprechenden kräftigen Anstieg des realen Ölpreises ausgelöst wurden. Hierin kamen wohl eher eine Flucht in sichere Werte oder Anlagen in alternativen Vermögenswerten zum Ausdruck als eine verstärkte Reaktion auf den vergleichsweise geringen und kurzlebigen Anstieg des realen Ölpreises zur Zeit des ersten Golfkriegs.

... schwächer ausgeprägt als in früheren Zyklen

Im jüngsten Zyklus sind die Zusammenhänge wesentlich weniger eindeutig. Im zweiten Quartal stieg der Ölpreis real auf das höchste Niveau seit seinem sprunghaften Anstieg während des ersten Golfkriegs; er lag allerdings immer noch deutlich unter dem Höchststand während des zweiten Ölschocks der späten siebziger Jahre. Zwischen dem vierten Quartal 1998 und dem

¹⁴ Bei dieser Untersuchung wird Indonesien als OPEC-Mitglied nicht berücksichtigt.

dritten Quartal 2000 erhöhte sich der Ölpreis real um 207%.¹⁵ Diese Entwicklung wurde mit leichter zeitlicher Verzögerung von einer Beinahe-Verdoppelung des realen Bestands an Nettoverbindlichkeiten gegenüber den OPEC-Mitgliedsländern begleitet (Grafik 2.8).¹⁶ Nachdem der reale Ölpreis im Zeitraum Ende 2000 bis Mitte 2001 um nahezu 50% zurückgegangen war, ist er seit dem vierten Quartal 2001 erneut um 85% gestiegen. Im Gegensatz zu den Erfahrungen der Vergangenheit hat sich aber der Nettobestand der im Ausland platzierten Mittel in diesem Zyklus nicht erhöht. So ist der reale Bestand der Nettoverbindlichkeiten der Banken im BIZ-Berichtsgebiet gegenüber den OPEC-Mitgliedsländern mit einem Anstieg von nur 3% seit dem zweiten Quartal 2002 vergleichsweise stabil geblieben, und der Bestand an US-Dollar-Nettoverbindlichkeiten hat während dieses Zeitraums real sogar um 4% abgenommen. Insgesamt lässt dies darauf schliessen, dass die Öleinnahmen im jüngsten Zyklus nicht dem internationalen Bankensystem zuflossen, zumindest nicht in dem Ausmass wie in früheren Zeiträumen.

Auch wenn die Einlagenbildung durch OPEC-Mitgliedsländer bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet verhalten war: Die Zusammensetzung der Einlagen hat sich in den vergangenen drei Jahren unauffällig, aber erkennbar verändert. So fliessen die Öleinnahmen seit dem dritten Quartal 2001 offenbar zunehmend in Einlagen, die in Euro und anderen Währungen denominated sind. Grafik 2.8 zeigt, dass ein immer grösserer Anteil der Einlagen von OPEC-Ländern bei den BIZ-Berichtsbanken auf andere Währungen als den US-Dollar lautet. Dies wird auch in Grafik 2.9 links deutlich. So verringerte sich der Anteil der US-Dollar-Einlagen an den Gesamteinlagen von 75% im dritten Quartal 2001 auf 61,5% im jüngsten Quartal, während der Anteil der Euro-Einlagen gleichzeitig von 12% auf 20% zunahm. Wahrscheinlich spiegelte sich in dieser Abwanderung aus dem US-Dollar in gewissem Masse die relative Veränderung der Zinssätze in den USA und im Euro-Raum seit 1998 wider. Im Zeitraum Dezember 1998 bis März 2001 überstiegen die kurzfristigen US-Dollar-Zinsen die entsprechenden Euro-Sätze im Durchschnitt um 2,1 Prozentpunkte, während sie von April 2001 bis Juni 2004 im Durchschnitt um 1,3 Prozentpunkte unter den Euro-Zinsen lagen.

Im letzten Quartal, als der Ölpreis *nominal* einen neuen Höchststand erreichte, nahmen die Nettoverbindlichkeiten der Banken im BIZ-Berichtsgebiet gegenüber den OPEC-Mitgliedsländern sogar ab (auf \$ 142 Mrd.).¹⁷ Dieser Rückgang gegenüber dem Vorquartal war darauf zurückzuführen, dass Banken in Saudi-Arabien ihre auf Euro lautenden Einlagen bei Banken in Deutschland,

Teilweiser Abzug
von OPEC-Einlagen
aus dem US-Dollar

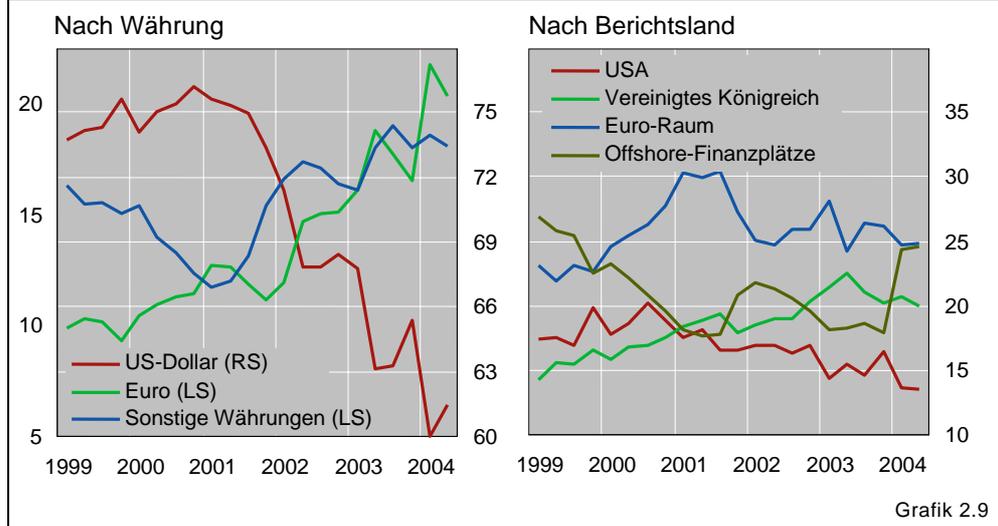
¹⁵ Gemäss den Jahresdaten der Energy Information Administration der USA haben die Öleinnahmen der OPEC von \$ 126 Mrd. 1998 auf \$ 267 Mrd. im Jahr 2000 zugenommen, ein Anstieg von 113%. Für 2004 werden Öleinnahmen von \$ 286 Mrd. prognostiziert.

¹⁶ Der reale Bestand an Nettoverbindlichkeiten gegenüber den OPEC-Ländern erhöhte sich im Zeitraum Q3 1999 bis Q2 2000 um 91%.

¹⁷ Im zweiten Quartal fiel der Bruttobestand der Verbindlichkeiten gegenüber den OPEC-Ländern (ohne Indonesien) auf \$ 253 Mrd.

OPEC-Einlagen bei an die BIZ berichtenden Banken

Prozent



Grafik 2.9

an Offshore-Finanzplätzen und im Vereinigten Königreich um \$ 4,9 Mrd. verringerten. Die US-Dollar-Verbindlichkeiten gegenüber OPEC-Mitgliedsländern nahmen im zweiten Quartal nur leicht – um \$ 2,8 Mrd. – zu, wozu höhere Einlagen von Gebietsansässigen in Venezuela bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet beitrugen.

Erneut lebhaftes Geschäft am internationalen Konsortialkreditmarkt

Jesper Wormstrup

Im dritten Quartal 2004 entwickelte sich das Geschäft am Markt für internationale Konsortialkredite erneut lebhaft. Trotz einem Rückgang gegenüber dem Rekordvolumen des Vorquartals erreichte das gesamte Zeichnungsvolumen saisonbereinigt mit \$ 430 Mrd. einen neuen Höchststand (s. untenstehende Grafik links). Wie im Vorquartal war das Volumen von Refinanzierungsgeschäften, einschliesslich vorzeitiger Anschlussfinanzierungen für später fällige Fazilitäten, mit \$ 232 Mrd. hoch, worin die am Markt herrschenden günstigen Finanzierungsbedingungen zum Ausdruck kamen. Die Fazilitäten für Fusionen und Übernahmen (einschl. fremdfinanzierter) nahmen im Vergleich zum Quartalsdurchschnitt von \$ 40 Mrd. in den drei Vorjahren sprunghaft auf \$ 90 Mrd. zu. Dieser Anstieg war im Wesentlichen auf die Kreditnachfrage von Unternehmen aus den Sektoren Gesundheitswesen, Pharmazie, Telekommunikation sowie Erdöl und Gas zurückzuführen.

Das Zeichnungsvolumen von US-Schuldnern lag zwar unter dem Höchststand des Vorquartals, blieb mit insgesamt \$ 206 Mrd. jedoch recht hoch. Die höchsten Gesamtbeträge flossen in die Sektoren Energie, Gesundheitswesen und Nahrungsmittel, aber der grösste Einzelkredit wurde für den Maschinen- und Motorenhersteller Caterpillar Inc. in Form einer erneuerbaren Kreditlinie über \$ 5 Mrd. bereitgestellt. Auf Schuldner ohne Anlagequalität (d.h. mit einem Rating unter BBB) entfiel mit mehr als 40% ein ungewöhnlich hoher Anteil der gesamten Kreditvergabe an Schuldner mit Rating, verglichen mit dem langjährigen Durchschnitt von rund 20%.

Im Gegensatz zum Zeichnungsvolumen von US-Schuldern stieg die Kreditvergabe an Schuldner aus Westeuropa gegenüber dem Vorquartal leicht an. Dabei entfiel ein bemerkenswert hoher Anteil (\$ 66 Mrd. von insgesamt \$ 150 Mrd.) auf französische Schuldner. So zeichnete die staatliche Körperschaft CADES eine kurzfristige Überbrückungsfazilität/erneuerbare Kreditfazilität über € 20 Mrd., das drittgrösste Einzelgeschäft, das jemals am internationalen Konsortialkreditmarkt[®] getätigt wurde. Ferner erhielt das Pharmazieunternehmen Sanofi-Synthelabo SA einen Konsortialkredit von € 16 Mrd. für Übernahme- und Refinanzierungszwecke. Weitere grosse Fazilitäten für Schuldner aus Westeuropa waren Anschlussfinanzierungen für die Deutsche Telekom AG (€ 5 Mrd.) und den spanischen Telekommunikationsbetreiber Auna Operadores de Telecomunicaciones SA (€ 4,5 Mrd.).

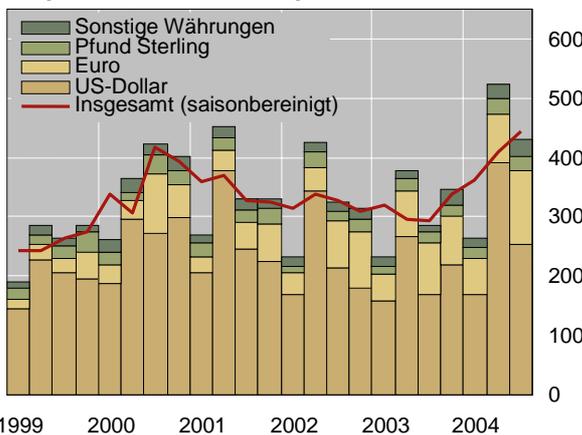
Die Kreditvergabe an Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften nahm im dritten Quartal 2004 erneut zu (s. untenstehende Grafik rechts). Das gesamte Zeichnungsvolumen belief sich auf \$ 32,5 Mrd., den höchsten Stand, der seit 1997 in einem dritten Quartal registriert wurde. Wie bereits in den Vorquartalen entfiel das grösste Zeichnungsvolumen auf Schuldner aus Asien (\$ 11,3 Mrd.). Dabei flossen hohe Kreditbeträge an Elektronik- und Computerhersteller in Taiwan und an Geschäftsbanken in Indien, Korea und Kasachstan.

Das Geschäftsvolumen in Osteuropa erreichte \$ 7,9 Mrd. und entfiel hauptsächlich auf Erdöl- und Metallurgieunternehmen in Russland. Türkische Geschäftsbanken waren ebenfalls sehr präsent und zeichneten Konsortialkredite in Höhe von \$ 2,2 Mrd. mit Zinsaufschlägen, die bis zu 65 Basispunkte enger waren als ein Jahr zuvor. Die Kreditvergabe an den Nahen Osten und Afrika erhielt Auftrieb durch die hohen Zeichnungsvolumina des staatlichen angolischen Ölunternehmens Sonangol (\$ 2,35 Mrd.), des Energieunternehmens Dolphin Energy Ltd. aus den Vereinigten Arabischen Emiraten (\$ 1,36 Mrd.) und der South African Reserve Bank (\$ 1 Mrd.). In Lateinamerika floss mehr als die Hälfte des Gesamtvolumens von \$ 6,5 Mrd. an den mexikanischen Unternehmenssektor, hauptsächlich mittels eines Konsortialkredits über \$ 2,4 Mrd. an das Telekommunikationsunternehmen Telmex. Dies war der grösste Konsortialkredit, der im dritten Quartal an einen Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften vergeben wurde.

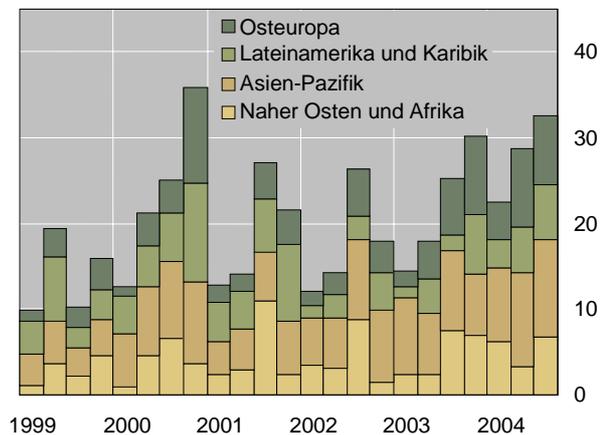
Bereitgestellte internationale Konsortialkredite

Mrd. US-Dollar

Insgesamt, nach Währung



Für aufstrebende Volkswirtschaften



Quellen: Dealogic Loanware; BIZ.

[®] Die anderen waren eine Fazilität über € 30 Mrd. für France Telecom im Juli 2002 und eine Fazilität über \$ 25 Mrd. für AT&T Corp. im Dezember 2000.

3. Der internationale Anleihemarkt

Auch im dritten Quartal 2004 hielt sich der Absatz von internationalen Schuldtiteln auf hohem Niveau, dank der stetig sinkenden langfristigen Zinssätze,

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Schuldtitel								
Mrd. US-Dollar								
	2002	2003	2003		2004			Stand Ende Sept. 2004
	Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Nettoabsatz insgesamt	1 010,4	1 472,3	303,6	458,9	520,9	351,9	324,6	12 778,7
Geldmarktinstrumente ¹	1,7	75,3	-33,0	49,2	34,9	4,4	17,5	621,2
Commercial Paper (CP)	23,7	83,3	-25,5	48,7	8,8	-3,4	25,8	445,3
Anleihen und Notes ¹	1 008,7	1 397,0	336,5	409,7	486,0	347,5	307,1	12 157,5
Zinsvariable Emissionen	197,9	392,1	98,0	153,4	154,5	167,4	132,8	3 278,3
Festverzinsliche Emissionen	800,7	983,9	234,2	240,6	338,4	172,4	177,0	8 523,4
Eigenkapitalbezogene Emissionen	10,2	20,9	4,3	15,7	-6,8	7,7	-2,7	355,8
Entwickelte Länder	944,5	1 365,3	281,3	434,9	485,3	321,1	293,3	11 408,8
USA	328,5	274,3	90,4	97,7	125,6	6,8	41,7	3 245,8
Euro-Raum	479,1	768,7	124,6	223,4	231,7	216,1	139,2	5 531,2
Japan	-22,7	-1,0	-3,7	7,9	6,5	11,0	0,7	282,5
Offshore-Finanzplätze	8,1	16,3	0,4	9,1	0,9	5,1	9,8	147,9
Aufstrebende Volkswirtschaften	36,9	67,4	19,5	19,0	24,6	18,6	14,5	694,3
Finanzinstitute	832,4	1 188,2	256,4	409,6	418,2	285,9	295,8	9 469,1
Privat	697,1	983,3	209,8	349,2	340,7	237,5	233,6	7 982,2
Öffentlich	135,4	204,9	46,6	60,4	77,5	48,4	62,2	1 486,9
Unternehmen	55,1	113,1	21,7	40,9	7,2	11,3	10,5	1 517,6
Privat	44,3	94,9	18,0	37,2	-0,4	7,8	10,2	1 267,7
Öffentlich	10,8	18,2	3,7	3,7	7,6	3,5	0,2	249,9
Staaten	102,0	147,8	23,0	12,5	85,5	47,6	11,3	1 264,2
Internationale Organisationen	20,9	23,2	2,4	-4,2	10,0	7,0	7,1	527,8
<i>Nachrichtlich: CP Inland²</i>	-99,1	-41,0	-36,6	8,2	57,9	-21,7	0,8	1 927,1
<i> darunter: USA</i>	-91,4	-81,3	-22,3	-1,5	47,8	-26,8	6,7	1 316,4

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Daten für 3. Quartal 2004 teilweise geschätzt.

Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Stellen; BIZ.

Tabelle 3.1

einer allmählichen Erholung der weltweiten Konjunktur und eines Marktumfelds, das sich gegenüber einem breiten Spektrum an Kreditengagements aufgeschlossen zeigte. Der Nettoabsatz von kurz- und langfristigen Instrumenten belief sich auf insgesamt \$ 325 Mrd., nachdem er im zweiten Quartal \$ 352 Mrd. betragen hatte (Tabelle 3.1). Der geringfügige Rückgang erklärt sich durch die nachlassende Aktivität der Schuldner im Euro-Raum, in Japan und den aufstrebenden Volkswirtschaften – eine Entwicklung, die durch den vermehrten Absatz von Emittenten in den USA und an Offshore-Finanzplätzen nicht ganz ausgeglichen wurde. Beim Bruttoabsatz zeichnete sich ein ähnliches Bild ab (Tabelle 3.2). So überstiegen sowohl der Nettoabsatz als auch

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2002	2003	2003		2004		
	Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Angekündigte Emissionen insgesamt	2 099,2	2 887,3	656,9	712,3	983,1	770,8	754,7
Anleiheemissionen	1 164,7	1 612,9	343,6	405,0	570,3	404,4	409,5
Emissionen von Notes	934,5	1 274,4	313,3	307,3	412,8	366,4	345,2
Zinsvariable Emissionen	602,4	963,8	241,2	257,6	338,0	307,8	302,9
Festverzinsliche Emissionen	1 454,0	1 835,4	388,9	428,1	627,7	444,7	440,6
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	42,8	88,1	26,8	26,6	17,4	18,3	11,2
US-Dollar	985,0	1 172,4	285,8	268,6	357,2	257,4	260,6
Euro	806,3	1 289,1	271,8	316,9	478,8	379,6	370,6
Yen	88,3	102,9	24,5	29,0	29,3	33,8	23,6
Sonstige Währungen	219,7	322,9	74,8	97,7	117,8	100,0	99,9
Entwickelte Länder	1 891,9	2 623,4	602,8	657,4	907,4	696,2	683,3
USA	648,2	739,6	184,7	173,7	249,4	167,8	172,5
Euro-Raum	866,1	1 294,5	275,5	326,1	439,3	356,3	324,4
Japan	40,3	48,3	10,2	18,5	20,4	19,8	12,9
Offshore-Finanzplätze	22,1	31,6	6,2	11,0	7,1	7,8	13,8
Aufstrebende Volkswirtschaften	100,9	139,7	33,1	33,8	44,9	36,5	35,4
Finanzinstitute	1 631,6	2 281,0	536,2	593,8	788,4	604,3	633,9
Privat	1 361,3	1 913,8	451,1	506,5	660,9	515,4	519,7
Öffentlich	270,3	367,2	85,1	87,3	127,5	88,9	114,1
Unternehmen	211,5	271,2	67,0	68,8	62,0	72,3	62,6
Privat	187,3	220,7	53,6	56,5	52,4	60,6	57,5
Öffentlich	24,2	50,5	13,4	12,3	9,5	11,7	5,1
Staaten	171,8	242,6	39,0	39,6	109,1	63,9	36,1
Internationale Organisationen	84,3	92,5	14,7	10,1	23,7	30,3	22,2
Bruttoabsatz	2 098,3	2 868,4	684,1	735,3	934,0	797,7	706,5
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	<i>1 089,6</i>	<i>1 471,4</i>	<i>347,6</i>	<i>325,6</i>	<i>448,0</i>	<i>450,2</i>	<i>399,4</i>

¹ Wandel- und Optionsanleihen.

Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.2

der Bruttoabsatz im siebten Quartal in Folge das jeweilige Volumen des entsprechenden Vorjahresquartals. Vorläufige Zahlen deuten darauf hin, dass die Emissionstätigkeit auch im Oktober 2004 lebhaft war und sich der Bruttoabsatz in den europäischen Ländern und aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens erholte. Die allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen verschafften auch den Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften, die den Markt nur selten in Anspruch nehmen, Zugang zu Krediten und begünstigten eine Fortsetzung des jüngsten Trends zu längeren Laufzeiten.

Verlangsamung des Emissionsgeschäfts in Europa bei anhaltend kräftigem Euro-Absatz

Rückgang des Emissionsgeschäfts in Europa ...

Bei den Emittenten aus den westeuropäischen Volkswirtschaften sank der Nettoabsatz um 26% (von \$ 295 Mrd. im zweiten auf \$ 220 Mrd. im dritten Quartal). Darin kamen sowohl eine Abnahme neuer Emissionen als auch eine Zunahme der Tilgungen zum Ausdruck, wobei der geringere Absatz von Schuldnern im Euro-Raum, insbesondere in Italien und Spanien, ausschlaggebend war. Zum Teil hing die Abschwächung des Geschäfts mit dem Rückgang des Absatzes von Staatsanleihen zusammen, der im zweiten Halbjahr

		2002	2003	2003		2004		
		Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region¹								
Mrd. US-Dollar								
USA	US-Dollar	291,4	215,5	75,8	75,4	102,9	-26,0	8,5
	Euro	39,8	47,5	14,1	14,5	13,6	21,5	16,2
	Pfund Sterling	2,3	11,7	1,8	7,2	3,5	5,1	10,7
	Yen	-6,2	-1,5	-1,7	0,8	1,3	1,5	0,8
	Sonstige Währungen	1,2	1,0	0,4	-0,1	4,3	4,7	5,6
Euro-Raum	US-Dollar	36,1	87,9	23,0	24,9	18,2	34,8	10,0
	Euro	416,5	646,1	97,8	180,8	191,9	159,0	116,5
	Pfund Sterling	18,4	17,5	3,5	5,4	6,6	15,6	5,4
	Yen	-16,1	-12,1	-3,2	0,4	1,5	3,3	0,5
	Sonstige Währungen	24,2	29,4	3,6	12,1	13,7	3,3	6,7
Sonstige	US-Dollar	90,9	165,2	43,6	49,3	53,9	47,4	45,3
	Euro	66,4	140,2	28,1	37,0	71,3	40,8	66,7
	Pfund Sterling	41,8	70,9	11,7	26,2	21,6	22,6	12,7
	Yen	-20,9	9,4	-2,0	10,6	2,5	10,7	3,1
	Sonstige Währungen	24,6	43,6	7,1	14,6	14,3	7,5	15,9
Insgesamt	US-Dollar	418,4	468,6	142,4	149,5	175,0	56,1	63,8
	Euro	522,8	833,8	140,0	232,2	276,8	221,3	199,4
	Pfund Sterling	62,5	100,1	17,0	38,8	31,7	43,3	28,8
	Yen	-43,3	-4,3	-6,9	11,8	5,2	15,5	4,4
	Sonstige Währungen	50,0	74,0	11,2	26,6	32,3	15,6	28,1

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.

Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.3

traditionell niedriger ausfällt. Die Wirtschaftsunternehmen und Finanzinstitute im Euro-Raum kürzten jedoch ihre Mittelaufnahme ebenfalls. So ging der Nettoabsatz der Wirtschaftsunternehmen von \$ 16 Mrd. im zweiten Quartal auf unter \$ 3 Mrd. zurück, und ihr Bruttoabsatz rutschte auf den niedrigsten Stand seit dem vierten Quartal 2002 ab, wengleich dies durch die wachsende Mittelaufnahme an den inländischen Märkten teilweise ausgeglichen wurde. Für Oktober 2004 deuten vorläufige Daten jedoch auf eine Erholung des Bruttoabsatzes von Emittenten im Euro-Raum hin, der um etwa 13% zunahm.

Trotz des im dritten Quartal rückläufigen Absatzes im Euro-Raum blieb der Anteil des Euro am internationalen Anleihegeschäft im Wesentlichen unverändert (Tabelle 3.3). So erfolgten 48% der im dritten Quartal abgeschlossenen Emissionen in Euro, gegenüber 49% im zweiten Quartal; der Anteil des Nettoabsatzes in Euro ging nach 63% im Vorquartal auf 61% zurück. Diese Zahlen zeigen einerseits, dass der Absatz in US-Dollar von Emittenten mit Sitz in den USA immer noch verhältnismässig niedrig war (s. unten); andererseits sind sie ein Hinweis auf die stärkere Verwendung des Euro durch Schuldner ausserhalb der Europäischen Union, insbesondere Finanzinstitute mit Sitz in der Schweiz und in Australien.

... bei
unverändertem
Anteil der
Emissionen in Euro

Geringfügige Erholung des US-Absatzes

Die Aufnahme neuer Mittel am internationalen Anleihemarkt durch US-Schuldner nahm zwar im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal zu, blieb jedoch deutlich unter dem Niveau, das Ende 2003 und Anfang 2004 erreicht worden war. Der effektive Bruttoabsatz internationaler Schuldtitel durch US-Emittenten entsprach mit \$ 240 Mrd. im Wesentlichen dem Niveau des zweiten Quartals. Nach Bereinigung um die Annullierung von notleidenden Schuldtiteln von WorldCom im Wert von \$ 20 Mrd. im zweiten Quartal¹ erhöhte sich der Nettoabsatz aufgrund rückläufiger Tilgungen von \$ 27 Mrd. auf \$ 42 Mrd. Der Nettobetrag belief sich auf etwa ein Drittel des Volumens im ersten Quartal 2004 und lag deutlich unter dem durchschnittlichen Nettoabsatz von \$ 69 Mrd. pro Quartal, der 2003 verzeichnet wurde.

Die verhaltene Entwicklung beim Absatz von US-Schuldtiteln im zweiten und dritten Quartal war primär auf die geringere Mittelaufnahme der grossen Wohnbaufinanzierungsgesellschaften Fannie Mae und Freddie Mac an den ausländischen Märkten zurückzuführen. Der Bruttoabsatz dieser beiden Institute sank von \$ 63 Mrd. im zweiten auf \$ 35 Mrd. im dritten Quartal. Zusammen verzeichneten sie im dritten Quartal einen negativen Nettoabsatz: Mit \$ 12 Mrd. überstieg der von Freddie Mac erzielte negative Nettoabsatz Fannie Maes positiven Nettoabsatz von \$ 4 Mrd. Im zweiten Quartal hingegen hatte der Nettoabsatz zusammengenommen \$ 14 Mrd. betragen (und war fast vollständig durch Fannie Mae erzielt worden). Diese Abschwächung des internationalen Geschäfts der beiden Institute entspricht dem Rückgang ihres Netto-

Niedrigere
Mittelaufnahme der
US-Wohnbau-
finanzierungs-
gesellschaften ...

¹ In den BIZ-Statistiken zu den Wertpapiermärkten wird die Annullierung eines notleidenden Schuldtitels als vorzeitige Tilgung behandelt. Infolgedessen wird in Tabelle 3.1 im zweiten Quartal ein Nettoabsatz von \$ 6,8 Mrd. für US-Emittenten ausgewiesen.

... doch wachsender
Absatz von
Wirtschafts-
unternehmen

absatzes von Schuldtiteln am inländischen Markt. Der Schritt hin zu einem gemässigten Bilanzwachstum erfolgte einige Zeit vor der Übereinkunft, die Ende September zwischen Fannie Mae und ihrer wichtigsten Aufsichtsbehörde getroffen wurde und in der sich Fannie Mae zu einer Aufstockung ihrer Eigenkapitalquote in den darauffolgenden Monaten verpflichtete.

Bei den Wirtschaftsunternehmen in den USA war die Mittelaufnahme an den internationalen Märkten im dritten Quartal weiterhin robust. Ihr Nettoabsatz erhöhte sich auf \$ 8 Mrd., nach einem um den Effekt der Annullierung der WorldCom-Schuldtitel bereinigten Betrag von \$ 5 Mrd. im zweiten und \$ 4,5 Mrd. im ersten Quartal. Der Bruttoabsatz stieg im dritten Quartal sprunghaft an und erreichte mit \$ 28 Mrd. (\$ 18 Mrd. im Vorquartal) das höchste Volumen, das seit dem zweiten Quartal 2002 verzeichnet worden war. Verantwortlich dafür war der Anstieg des inländischen Bruttoabsatzes von \$ 121 Mrd. im zweiten auf \$ 161 Mrd. im dritten Quartal.

Kräftiger Absatz von spekulativen Titeln

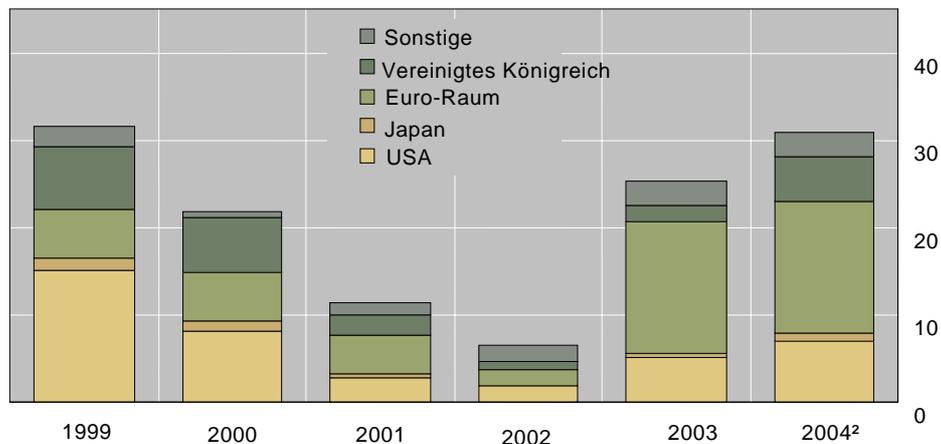
Wie in den Quartalen zuvor beeilten sich Schuldner niedriger Bonität, die günstigen Finanzierungsbedingungen zu nutzen. Sie profitierten von geringen Renditeaufschlägen und insgesamt abnehmenden Ausfallquoten sowie von der grösseren Bereitschaft der Anleger, in einem Umfeld niedriger Nominalrenditen auf sicherere Anlagen höhere Kreditrisiken einzugehen. Die von Schuldnern aus entwickelten Ländern mit einem Rating unterhalb von „investment grade“ angekündigten internationalen Emissionen nahmen im Vergleich zum Vorquartal leicht zu und erreichten im dritten Quartal mit beinahe \$ 13 Mrd. einen neuen Höchststand. Infolgedessen war der Bruttoabsatz solcher Schuldtitel in den ersten drei Quartalen 2004 bereits höher als das Gesamtvolumen des Vorjahres (Grafik 3.1).

Der hohe Betrag im dritten Quartal verdeckt einen gegenüber dem zweiten Quartal rückläufigen Absatz des privaten Sektors, da er auf Euro und US-Dollar lautende Schuldtitel im Wert von \$ 6 Mrd. einschliesst, die im Rahmen der Verbriefung deutscher Kreditforderungen an den russischen Staat im Juli emittiert wurden. Wenn das Volumen der Ankündigungen nach Abzug dieser Transaktion auch unter dem im zweiten Quartal angekündigten Absatz liegt, so übersteigt es doch sowohl die im ersten Quartal angekündigten Emissionen als auch den für 2003 ermittelten durchschnittlichen Quartalsabsatz.

Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2004 zeigten sich die Telekommunikations- und Technologieunternehmen im dritten Quartal verhältnismässig zurückhaltend. Als bedeutendster Schuldner des privaten Sektors ist Enterprise Products Partners zu nennen, ein im Bereich Erdgastransport und -lagerung tätiges US-Unternehmen, das Ende September vier auf US-Dollar lautende Emissionen über insgesamt \$ 2 Mrd. mit Laufzeiten von 3 bis 30 Jahren ankündigte. Wie in den vorangegangenen Quartalen erhöhten auch fremdfinanzierte Übernahmen das Angebot an Schuldtiteln, wie z.B. eine von der deutschen Firma Grohe Anfang September aufgelegte 10-jährige Anleihe im Wert von € 335 Mio.

Absatz internationaler Anleihen aus entwickelten Ländern mit Rating unterhalb „investment grade“¹

Mrd. US-Dollar, nach Nationalität des Schuldners



¹ Rating BB oder darunter. ² Absatz bis September 2004.

Quellen: Dealogic; BIZ.

Grafik 3.1

Festverzinsliche Instrumente durch stabiles Zinsniveau gestützt

Der Anteil der angekündigten Emissionen von nicht wandelbaren US-Dollar-Anleihen und -Notes mit festverzinslichen Strukturen stieg im dritten Quartal auf 72%, verglichen mit 67% im zweiten bzw. 66% im ersten Quartal. Eine wahrscheinliche Erklärung dafür ist das stabilere Zinsniveau, das sich im dritten Quartal einstellte, als die Märkte ihre Erwartung, die Federal Reserve würde ihre Geldpolitik rasch straffen, korrigierten und nunmehr von einem massvolleren Tempo ausgingen (s. „Überblick“). Die Anleger waren demnach eher bereit, die aktuellen Zinssätze festzuschreiben, und versuchten weniger, über zinsvariable Titel an möglichen Renditesteigerungen am Geldmarkt zu partizipieren. Die Emittenten, die im Vergleich zu Anlegern grundsätzlich über einen besseren Zugang zu Swaps und anderen Möglichkeiten der Absicherung gegen Zinsbewegungen verfügen, waren ihrerseits mehr als gewillt, dieser Entwicklung Rechnung zu tragen.

Am Markt für Euro-Titel ergibt sich ein komplexeres Bild. Bei den Wirtschaftsunternehmen, die auf Euro lautende Papiere emittierten, erhöhte sich der Anteil der festverzinslichen Instrumente bei nicht wandelbaren Anleihen und Notes von 64% im zweiten auf 69% im dritten Quartal. Am gesamten Markt für Euro-Titel jedoch ging der Anteil der festverzinslichen Instrumente auf 47% zurück, verglichen mit 50% im zweiten bzw. 64% im ersten Quartal. Dies war zum Teil die Folge eines saisonalen Rückgangs des Absatzes staatlicher Schuldner, der in der Regel überwiegend aus festverzinslichen Schuldtiteln besteht, und spiegelte ausserdem eine Zunahme der Emissionen variabel verzinslicher Instrumente durch Finanzinstitute, insbesondere Banken des öffentlichen Sektors, wider. So war in den vergangenen Jahren regelmässig zu beo-

Vermeht festverzinsliche Strukturen bei Emissionen in US-Dollar ...

... und bei auf Euro lautenden Emissionen von Unternehmen

bachten, dass die Finanzinstitute im Euro-Raum ihren Absatz von zinsvariablen Titeln in der zweiten Jahreshälfte ankurbelten, wobei die Gründe dafür unklar sind.

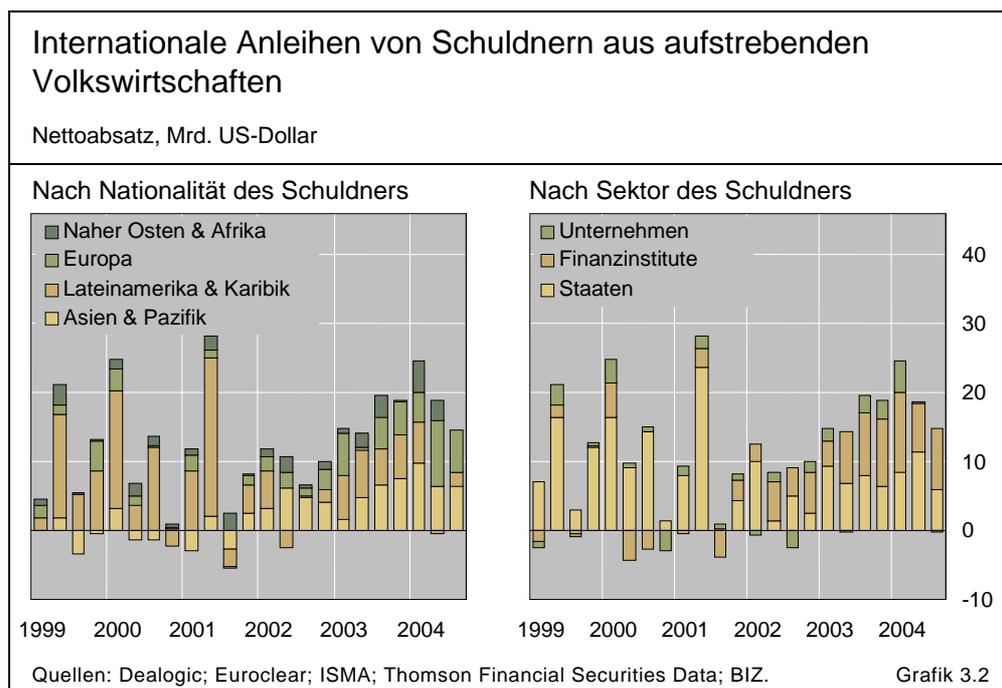
Anleger bleiben aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber aufgeschlossen

Kräftiger Absatz
von Schuldnern aus
aufstrebenden
Volkswirtschaften ...

Die Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften hielt im dritten Quartal ihr hohes Niveau, unterstützt durch einen allmählichen Rückgang der Renditenaufschläge, die Ende September beinahe die historischen Tiefstände von Januar 2004 erreicht hatten. Mit insgesamt \$ 38,7 Mrd. an angekündigten Neuemissionen befindet sich der Bruttoabsatz auf gutem Wege, den 1997 erzielten Rekord zu egalisieren.

Die Neuemissionen überstiegen die Tilgungen um \$ 14,5 Mrd., verglichen mit \$ 18,6 Mrd. im zweiten Quartal und einem Quartalsdurchschnitt von \$ 16,9 Mrd. für das gesamte Jahr 2003 (Grafik 3.2). Dieser Rückgang des Nettoabsatzes war jedoch von geringen Renditenaufschlägen und einer anhaltenden Aufgeschlossenheit der Anleger gegenüber Titeln mit niedrigem Rating begleitet. Dies lässt vermuten, dass nicht ein erschwerter Marktzugang Ursache für den Rückgang war, sondern vielmehr ein geringerer Bedarf an Auslandsfinanzierung, da die Mehrheit der Länder nach wie vor von einem stabilen Haushalts- und Leistungsbilanzsaldo profitierten.

Für die Mittelaufnahme in Asien waren überwiegend Finanzinstitute verantwortlich. Ihr Nettoabsatz belief sich auf \$ 3,9 Mrd. (von insgesamt \$ 6,4 Mrd.), wozu Schuldner des öffentlichen Sektors in China und Korea in hohem Masse beitrugen. Einige staatliche Schuldner nahmen ebenfalls Mittel in beträchtlicher Höhe auf. Nach mehr als 1-jähriger Abwesenheit vom Markt



legte Korea im September eine 10-jährige Anleihe über \$ 1 Mrd. auf. Mit Blick auf die umfangreichen Währungsreserven des Landes ist hier weniger von einem Bedarf an Fremdwährungsfinanzierung auszugehen, sondern vielmehr von der Absicht der Regierung, anderen koreanischen Schuldnern eine Referenz für die Preisgestaltung zu geben. Die Philippinen, die den internationalen Anleihemarkt häufiger in Anspruch nehmen, beschafften sich mit der Emission zweier US-Dollar-Anleihen und einer Euro-Anleihe Mittel in Höhe von insgesamt \$ 1,4 Mrd. Allerdings sah sich dieses Land aufgrund wachsender Bedenken der Anleger hinsichtlich der steigenden Staatsschuld höheren Finanzierungskosten gegenüber als im Vorjahr. So wurde beispielsweise im September eine 10½-jährige Anleihe im Wert von \$ 300 Mio. aufgelegt, deren jährliche Endfälligkeitsrendite 9,37% betrug und somit 497 Basispunkte über der Rendite eines vergleichbaren US-Schatzpapiers lag. Im Gegensatz dazu wurde ein im Oktober 2003 platzierter vergleichbarer Titel mit einem Renditenaufschlag von nur 401 Basispunkten bewertet. Dieser Anstieg hebt sich von dem allgemein vorherrschenden Trend sinkender Renditenaufschläge in den aufstrebenden Volkswirtschaften ab; der Spread für den EMBI-Global-Index von JPMorgan beispielsweise sank in demselben Zeitraum von 442 auf 418 Basispunkte. Mit einem Gesamtumsatz von bisher \$ 4,1 Mrd. für das Jahr 2004 sind die Philippinen mit Abstand der aktivste staatliche Emittent der Region.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas wurde der Nettoumsatz grösstenteils durch die russischen Finanzinstitute und durch staatliche Schuldner angetrieben. Ungeachtet der jüngsten Bankenkrise und der Probleme des Ölkonzerns Yukos zeigten die Anleger nach wie vor Interesse an den Emittenten des russischen Finanzsektors – hauptsächlich Banken und Finanzvehikeln, die mit Unternehmen aus der Erdöl-, Erdgas- und Bergbauindustrie verbunden sind. Auf diese Schuldner entfielen \$ 2,6 Mrd. des gesamten Nettoumsatzes der Region (\$ 6,1 Mrd.). Die starke Präsenz der russischen Finanzinstitute ist seit nunmehr zwei Jahren ein beständiges Phänomen am internationalen Anleihemarkt. Zwar waren staatliche Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas ebenfalls am Markt vertreten, doch ihr Umsatz blieb hinter den ungewöhnlich hohen Volumina der beiden vorangegangenen Quartale zurück, in denen der EU-Beitritt von 10 Ländern am 1. Mai den Umsatz angekurbelt hatte. Die Türkei, in den letzten Jahren der aktivste staatliche Emittent der Region, nahm auch in diesem Quartal den internationalen Anleihemarkt in Anspruch. Dabei profitierte das Land von relativ niedrigen Finanzierungskosten, denn neben der jüngst erfolgten Heraufsetzung seines Ratings durch Standard & Poor's (auf BB-) machten sich auch die besseren wirtschaftlichen Fundamentaldaten bemerkbar, und zudem wurden die Anleger durch die Aussicht auf eine zukünftige EU-Mitgliedschaft angezogen. Die im September aufgelegte 5-jährige Anleihe im Wert von € 600 Mio. wies eine jährliche Endfälligkeitsrendite von 5,75% auf, was einem Renditenaufschlag von lediglich 238 Basispunkten gegenüber der Rendite einer vergleichbaren deutschen Staatsanleihe entsprach. Der Aufschlag bei einer ähnlichen Platzierung im Januar 2003 hingegen hatte noch 680 Basispunkte betragen. Etwas später im

... russischen
Finanzinstituten ...

September wurde eine 10½-jährige Anleihe im Wert von \$ 1 Mrd. und mit einer Endfälligkeitsrendite von 7,58% am Markt platziert. Mit einem Renditeaufschlag von 333 Basispunkten gegenüber einem vergleichbaren US-Schatz-papier wies diese Anleihe einen um 117 Basispunkte geringeren Aufschlag auf als eine ähnliche Anleihe, die ein Jahr zuvor aufgelegt worden war. Zypern begab im Juli eine 10-jährige Note über €500 Mio., die von den Anlegern ebenfalls freundlich aufgenommen wurde. Dem Land kam nicht nur sein neuer Status als EU-Mitglied zugute, sondern auch die Tatsache, dass es mit seinem A2/A-Rating zu den am höchsten bewerteten neuen Mitgliedsländern zählt, sodass die Note mit einem Renditeaufschlag von nur etwa 20 Basispunkten gegenüber einer vergleichbaren deutschen Staatsanleihe versehen wurde. Die Ukraine schliesslich platzierte ebenfalls eine grosse Emission am Markt, nämlich eine 5-jährige Anleihe im Wert von \$ 500 Mio.

Nachdem der Nettoabsatz in Lateinamerika im zweiten Quartal in den negativen Bereich gefallen war, wurde im dritten Quartal wieder ein positives Ergebnis erreicht: der Anstieg von \$ -0,4 Mrd. auf \$ 2,0 Mrd. erklärt sich durch die Aktivität von mexikanischen und brasilianischen Finanzinstituten sowie von einigen wenigen staatlichen Emittenten. Der Nettoabsatz des Unternehmens-sektors in der Region blieb das zweite Quartal in Folge negativ, da die Tilgun-gen – vor allem durch brasilianische Schuldner – nach wie vor umfangreicher waren als der Absatz neuer Titel. Die anhaltende Aufgeschlossenheit der An-leger gegenüber einem breiten Spektrum an Kreditengagements zeigte sich an der Liste der staatlichen Schuldner, auf der nicht nur bekannte Namen zu finden waren wie z.B. Brasilien und Mexiko (die Neuemissionen im Wert von jeweils \$ 2 Mrd. ankündigten), Venezuela (\$ 1,5 Mrd.) oder Kolumbien (\$ 500 Mio., an den kolumbianischen Peso gekoppelt), sondern auch eine Reihe selten vertretener Emittenten. Jamaika begab im Juli eine Anleihe im Wert von €200 Mio. mit einer Laufzeit von acht Jahren – die bisher längste Laufzeit eines auf Euro lautenden Instruments dieses Landes. Mit einer jährli-chen Endfälligkeitsrendite, die bei Begebung der Anleihe auf 11,1% festgesetzt wurde und somit rund 700 Basispunkte über einer vergleichbaren deutschen Staatsanleihe lag, bot Jamaika den Anlegern eine höhere Rendite als andere lateinamerikanische Staaten mit B-Rating wie z.B. Uruguay oder Venezuela. Etwas später im Juli legte Uruguay eine an den US-Dollar gekoppelte Anleihe im Wert von 7,4 Mrd. Uruguay-Pesos (\$ 250 Mio.) auf, deren Laufzeit 1½ Jahre beträgt. Guatemala platzierte Ende September eine 30-jährige Anleihe über \$ 330 Mio. am Markt, kurz nachdem El Salvador eine ähnliche Platzierung im Wert von \$ 286 Mio. vorgenommen hatte.

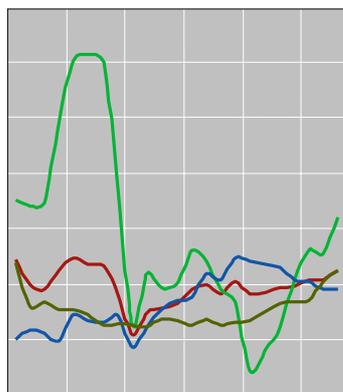
Aufstrebende Volkswirtschaften verlängern Fälligkeit

Dank der im Jahr 2004 zumeist günstigen Finanzierungsbedingungen konnten die aufstrebenden Volkswirtschaften nicht nur beträchtliche Summen am inter-nationalen Anleihemarkt aufnehmen, sondern waren zudem in der Lage, die Fälligkeit ihrer Schuldtitel zu verlängern (Grafik 3.3).

Durchschnittliche Laufzeit von Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften

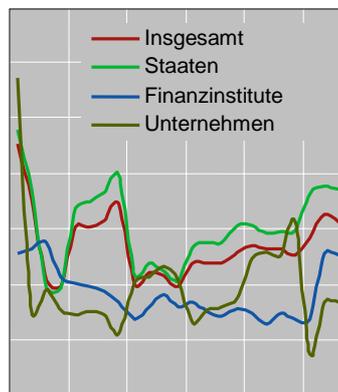
Anzahl Jahre; gleitender 4-Quartals-Durchschnitt

Asien und Pazifik



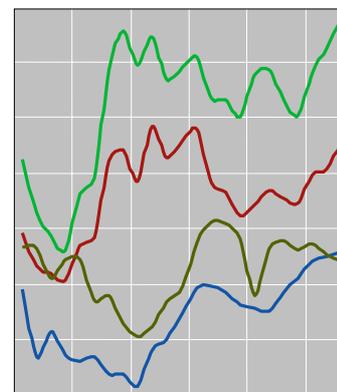
1999 2000 2001 2002 2003 2004

Europa



1999 2000 2001 2002 2003 2004

Lateinamerika und Karibik



1999 2000 2001 2002 2003 2004

Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Grafik 3.3

Obwohl die durchschnittliche Laufzeit der internationalen Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften bereits im ersten Quartal 2004 ihren Jahreshöchstwert von 9,4 Jahren erreichte, waren die Laufzeiten auch in den beiden nachfolgenden Quartalen immer noch länger als in den Quartalen davor. Insgesamt betrug die Laufzeit bei den angekündigten Emissionen der aufstrebenden Volkswirtschaften (Geldmarktinstrumente eingeschlossen) in den ersten drei Quartalen 2004 durchschnittlich 9 Jahre, verglichen mit einem Durchschnitt von 7,8 Jahren im Jahr 2003 und 7,2 Jahren im Jahr davor. Diese Verlängerung der Fälligkeit ist grösstenteils auf Anleihen des öffentlichen Sektors (vor allem Staatsanleihen) zurückzuführen. So wiesen die von staatlichen Emittenten vorgenommenen Platzierungen in den ersten drei Quartalen 2004 eine durchschnittliche Laufzeit von 12,2 Jahren auf, gegenüber 9,8 Jahren im Jahr 2003.

Längere Laufzeiten sind in den meisten Regionen und Sektoren erkennbar, am deutlichsten jedoch in Lateinamerika und dort bei den Emissionen staatlicher Schuldner. Diese konnten mehrere 30-jährige Anleihen mit Erfolg an den Markt bringen. Aufgrund dieser Entwicklung verlängerte sich die durchschnittliche Laufzeit lateinamerikanischer Staatsanleihen von 12,1 Jahren im Jahr 2003 auf einen Rekordwert von 16,5 Jahren in den ersten drei Quartalen 2004. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas war im selben Zeitraum eine Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit aller Schuldner von 7,0 auf 8,8 Jahre zu beobachten, bedingt sowohl durch staatliche Emittenten als auch durch Emittenten des Finanzsektors, insbesondere russische Finanzinstitute, die mit Unternehmen der Erdöl- und Erdgasindustrie verbunden sind. Der Trend zu längeren Laufzeiten im asiatisch-pazifischen Raum wurde zum grossen Teil durch Anleihen des koreanischen Unternehmenssektors und des philippinischen Staates ausgelöst.

Längere Laufzeiten bei Emissionen von aufstrebenden Volkswirtschaften ...

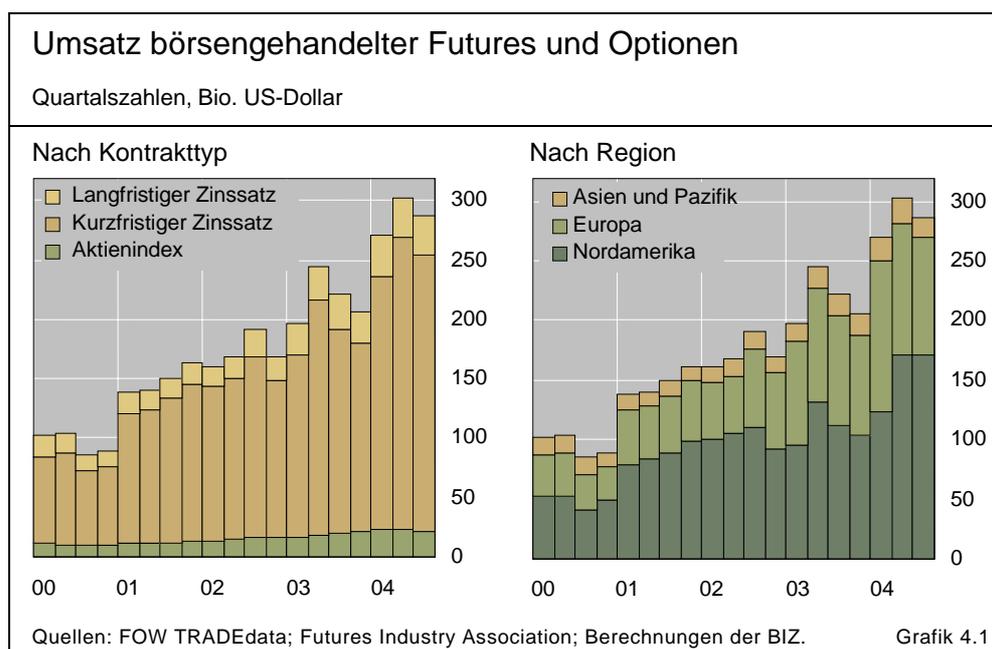
... insbesondere staatlichen Schuldner Lateinamerikas

4. Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Finanzderivate war im dritten Quartal 2004 rückläufig. Der Wert der gehandelten Zins-, Aktienindex- und Währungs- kontrakte belief sich auf insgesamt \$ 288 Bio., ein Rückgang um 5% gegenüber dem zweiten Quartal 2004 (Grafik 4.1). Nach dem bemerkenswert lebhaften Geschäft in der ersten Jahreshälfte 2004 scheint der Markt eine Atem- pause eingelegt zu haben.

Der Umsatzrückgang erfasste sämtliche Risikokategorien mit Ausnahme der Währungskontrakte. Dahinter standen offenbar vor allem konvergierende Einschätzungen der künftigen Geldpolitik in den wichtigsten Volkswirtschaften nach der ersten Leitzinserhöhung in den USA im Juni. Wo keine unterschiedlichen Sichtweisen aufeinander treffen, ist der Spielraum für den Handel begrenzt.

Geografisch gesehen waren die Umsätze besonders in Asien schwach, wo der Handel mit Aktienindex- und Zinskontrakten zurückging. Auch in Europa gingen die Umsätze deutlich zurück, allein bei den Zinskontrakten um 11%. In den USA stagnierte das Geschäft mit Zinskontrakten nahezu, während das mit Aktienindexkontrakten um 4% zurückging.



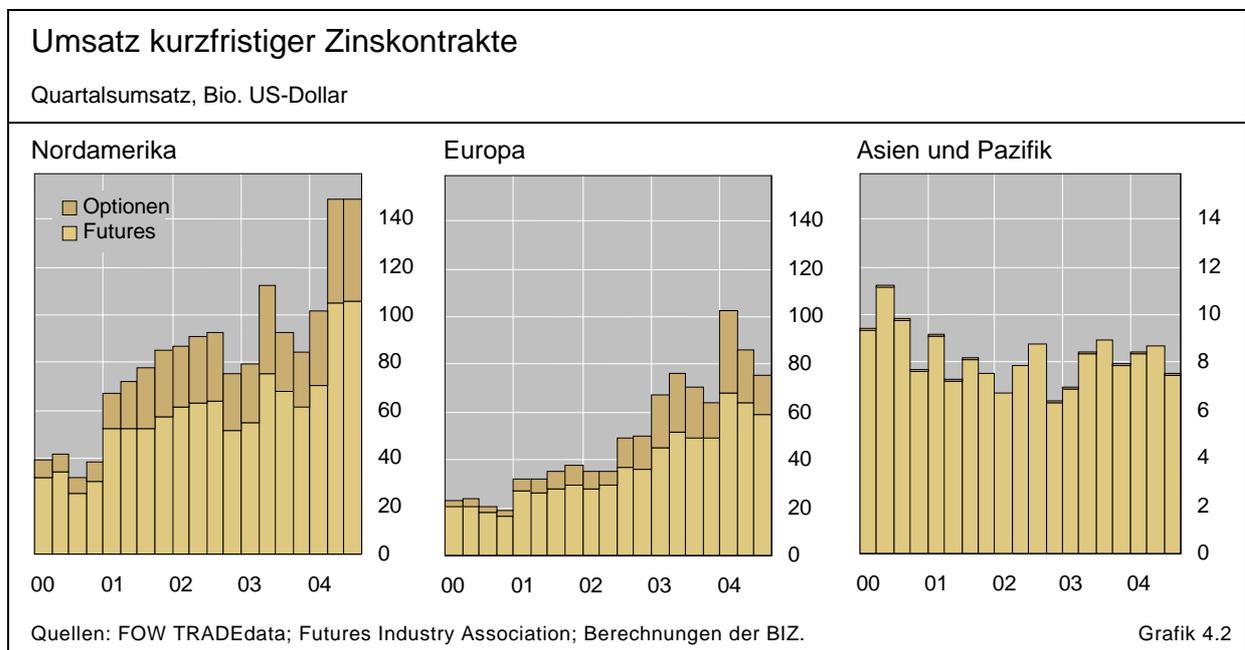
Massvolles Tempo der Leitzinserhöhungen dämpft Handel

Der kumulative Umsatz börsengehandelter Zinskontrakte fiel im dritten Quartal 2004 nach zwei Quartalen kräftigen Wachstums um 5%. Das Transaktionsvolumen belief sich auf \$ 266 Bio. Der Umsatzrückgang bei den Zinskontrakten begann nach der ersten Erhöhung des Zielsatzes für Tagesgeld in den USA im Juni. Diese Zinserhöhung bestätigte nicht nur die Erwartungen, sondern die sie begleitende Erklärung der Federal Reserve zu künftigen Erhöhungen in „massvollen Schritten“ schien die Marktteilnehmer zusätzlich zu beruhigen.

Umsatzrückgang
bei Zinskontrakten

Der Rückgang der Umsätze in Zinskontrakten verteilte sich recht gleichmässig auf die verschiedenen Kontraktarten. Der Umsatz in Geldmarktkontrakten, einschliesslich den Kontrakten auf Eurodollar-, EURIBOR- und Euro-Yen-Sätze, fiel um 5% auf \$ 233 Bio., der Umsatz in Anleihekontrakten um 3% auf \$ 33 Bio. (Grafik 4.2).¹ Die Abschwächung betraf sowohl Futures als auch Optionen; die Umsätze sanken um 3% auf \$ 173 Bio. bzw. um 11% auf \$ 59 Bio.

Der Gesamtumsatz war jedoch je nach Region sehr unterschiedlich. In den USA war der Handel eher lustlos und verharrte insgesamt nahe \$ 146 Bio., wobei sowohl das Futures- als auch das Optionssegment nach dem raschen Wachstum im Vorquartal stagnierten (Grafik 4.2). In Europa ging der Gesamtumsatz um 13% auf \$ 75 Bio. zurück, hauptsächlich wegen geringerer Umsätze in Optionen auf kurzfristige Zinssätze. Das gemeldete Geschäft in den USA waren damit fast doppelt so hoch wie in Europa.



¹ Bemerkenswert ist, dass der Umsatzrückgang von einer Auflösung offener Positionen in kurzfristigen Derivaten begleitet war. Insgesamt fiel der Rückgang der Umsätze in kurzfristigen Zinskontrakten mit einem Rückgang der offenen Positionen (Nominalwert) um 9% zusammen. Besonders auffallend war dies in den USA.

Rückläufige
Volatilität ...

Die schwächsten Monate waren die beiden ersten Monate des dritten Quartals. In den USA folgte auf das schleppende Geschäft im Juli (−9%) eine Stagnation im August, aber dann im September ein Zuwachs von 14%. Die rückläufige Volatilität in den USA legt den Schluss nahe, dass der im Frühsommer beobachtete Umsatzrückgang mit der bereits erwähnten Erklärung der Federal Reserve zusammenhing, während gleichzeitig die publizierten Wirtschaftsindikatoren schwächer als erwartet waren, was die Wahrscheinlichkeit eines steilen Zinsanstiegs weiter verringerte (s. „Überblick“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom September 2004). Dadurch verringerte sich die Unsicherheit über die weitere Entwicklung der kurzfristigen Zinsen, und es wurden weniger Positionen eingegangen.

... und
zunehmender
Konsens über
Geldpolitik

Der Zusammenhang zwischen dem Handel mit Zinsderivaten und dem Ausmass des Konsenses über die Entwicklung der Geldpolitik wird bei der Betrachtung des Handels mit US-Tagesgeldfutures besonders offensichtlich. Von Februar bis Juni war der Umsatz mit US-Tagesgeldfutures um 235% gestiegen, da angesichts der unterschiedlichen Erwartungshaltungen vor der ersten Leitzinsanhebung der Federal Reserve Ende Juni verstärkt entsprechende Positionen eingegangen wurden. Im Juli dann fiel der Umsatz mit US-Tagesgeldfutures um 28%, was einer Tendenz hin zu einem ausgeprägteren Konsens entsprach. Einen schwächeren Ausschlag in die gleiche Richtung gab es im selben Zeitraum bei Kontrakten über 3-Monats-Eurodollarfutures.

Auch bei den europäischen Kontrakten waren die monatlichen Schwankungen sehr ausgeprägt. In Europa war der Umsatz im Juli und im August schwach und fiel um 20% bzw. 12%. Im September stieg er dann jedoch um 40% – ein weitaus grösserer Anstieg, als man saisonbedingt erwartet hätte. Eine relativ stabile implizite Volatilität der Zinssätze für 3-Monats-Geld in Europa lässt vermuten, dass die gestiegenen Umsätze im September eher aus Liquiditätsgeschäften stammten und nicht aus Geschäften, die aufgrund neuer Informationen getätigt wurden. Dass die Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze in Europa im Vergleich zu den kurzfristigen US-Zinssätzen unsicherer war als früher, könnte das Geschäft ebenfalls beflügelt haben.²

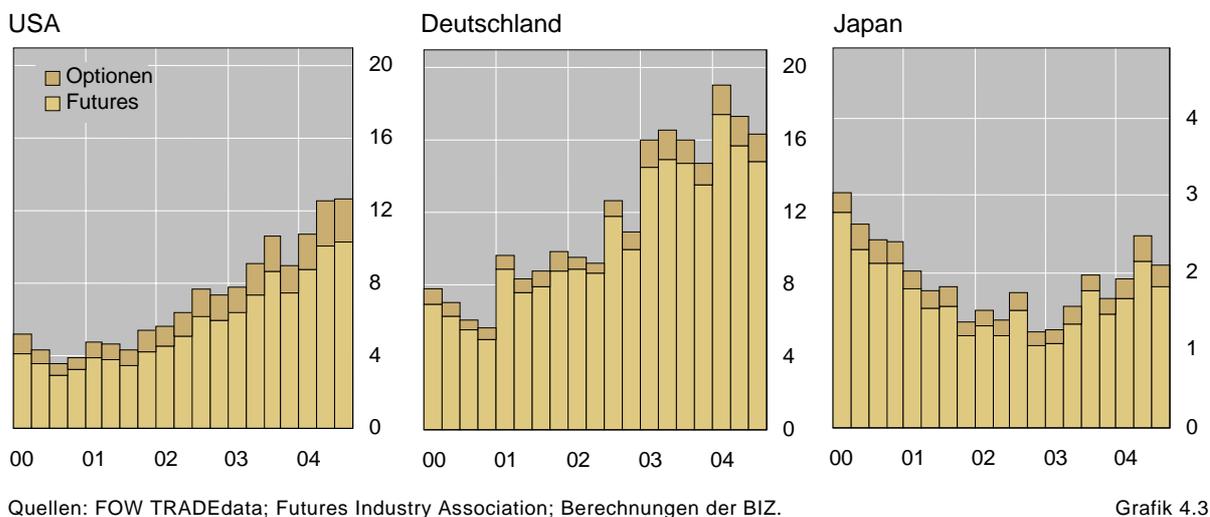
Stagnation auch bei
Kontrakten auf
langfristige
Anleihen ...

Das Geschäft mit Kontrakten auf langfristige Anleihen verlief im Grossen und Ganzen ähnlich wie im kurzfristigen Segment. In den USA war mit \$ 13 Bio. Umsatz praktisch eine Stagnation zu verzeichnen, in Europa ein Rückgang um 5% auf rund \$ 17 Bio. (Grafik 4.3). Sowohl in den USA als auch im Euro-Raum war der Umsatz im Juli schwach und dann in den folgenden Monaten stärker. In den USA war das Geschäft im August mit einem Zuwachs von 35% besonders lebhaft; im September wuchs es dann aber nur noch um

² In den letzten Jahren war eine negative Korrelation zwischen den Umsatzveränderungen bei US- und europäischen Zinsderivaten zu beobachten, begleitet von zunehmender Volatilität im kurzfristigen Bereich in den USA (s. „Märkte für derivative Instrumente“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom September 2004). Im Gegensatz dazu entwickelte sich im vergangenen Quartal eine positive Korrelation, und zwar gerade, als sich der Volatilitätsunterschied verringerte.

Umsatz von Kontrakten auf Staatsanleihen

Quartalsumsatz, Bio. US-Dollar



6%. In Europa dagegen stagnierte der Umsatz im August, um dann im September überraschend um 47% zu steigen – auch dieser Anstieg war wesentlich grösser als man erwartet hatte und mit Saisonfaktoren erklären könnte.

In den USA spiegelte der wachsende Umsatz mit langfristigen Zinsderivaten im zweiten und dritten Monat des Quartals möglicherweise ein Auseinanderdriften der Volatilität der langfristigen und kurzfristigen Zinssätze wider. Die Unterschiede in der Volatilität, gemessen an den Kursen von Swaptions auf 5- und einjährige Swapsätze mit Restlaufzeiten von bis zu einem Jahr, sind seit August in den USA und seit September im Euro-Raum immer grösser geworden. Wahrscheinlich sind die Unterschiede darauf zurückzuführen, dass unerwartet schwache Wirtschaftsdaten in den USA die Unsicherheit (und die Meinungsverschiedenheiten) hinsichtlich der langfristigen Zinsen eher verstärkten als hinsichtlich der kurzfristigen Zinsen.

In der Asien-Pazifik-Region ging der Umsatz um 13% auf \$ 10 Bio. zurück. In Asien war der Rückgang mit 25% besonders ausgeprägt; der Umsatz mit kurzfristigen Futures sank um 29%, der mit langfristigen Futures um 15%. Unter den asiatischen Ländern war der Umsatzrückgang in Singapur besonders ausgeprägt: 47% bei den kurzfristigen Kontrakten. Die Hauptursache dafür war ein Umsatzeinbruch um 56% bei den Futures über 3-Monats-Eurodollarkontrakte.³ Auch in Japan war das Geschäft rückläufig; der Umsatz in kurz- und langfristigen Kontrakten fiel um 10% bzw. 15%. Damit verzeichnete das Geschäft mit japanischen Zinskontrakten den ersten Rückgang des Jahres auf Quartalsbasis. Dies war wahrscheinlich mindestens teilweise einer geringeren Nachfrage nach Positionen zur Absicherung einer Exit-Strategie aus der

... insbesondere in Asien

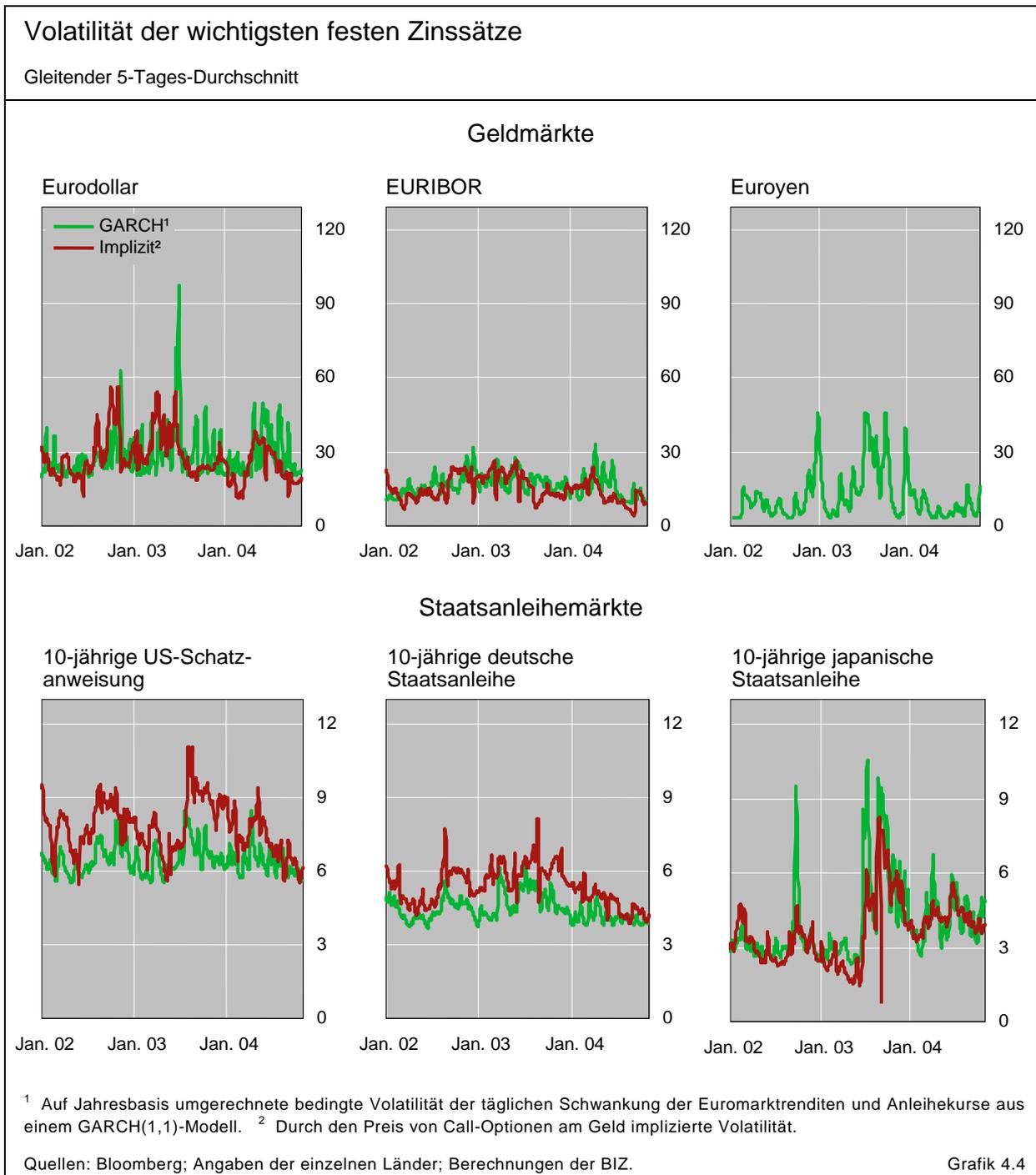
³ Diese Kontrakte werden in Singapur im Rahmen einer Vereinbarung über ein Aufrechnungssystem auf Gegenseitigkeit („Mutual Offset System“) mit der Chicago Mercantile Exchange gehandelt.

japanischen Nullzinspolitik zuzuschreiben, da Anzeichen eines sich verlangsamenden Aufschwungs zu beobachten waren.

Australien trotzte dem Trend zu Umsatzrückgängen im asiatisch-pazifischen Raum. Der Umsatz mit Zinsderivaten stieg dort um 18%, hauptsächlich infolge eines Umsatzzuwachses von 21% bei den kurzfristigen Zinsderivaten.

Lebhafteres Geschäft bei Währungskontrakten

Ganz im Gegensatz zum rückläufigen Handel mit Zinsderivaten stieg der Umsatz mit börsengehandelten Währungsderivaten im dritten Quartal 2004

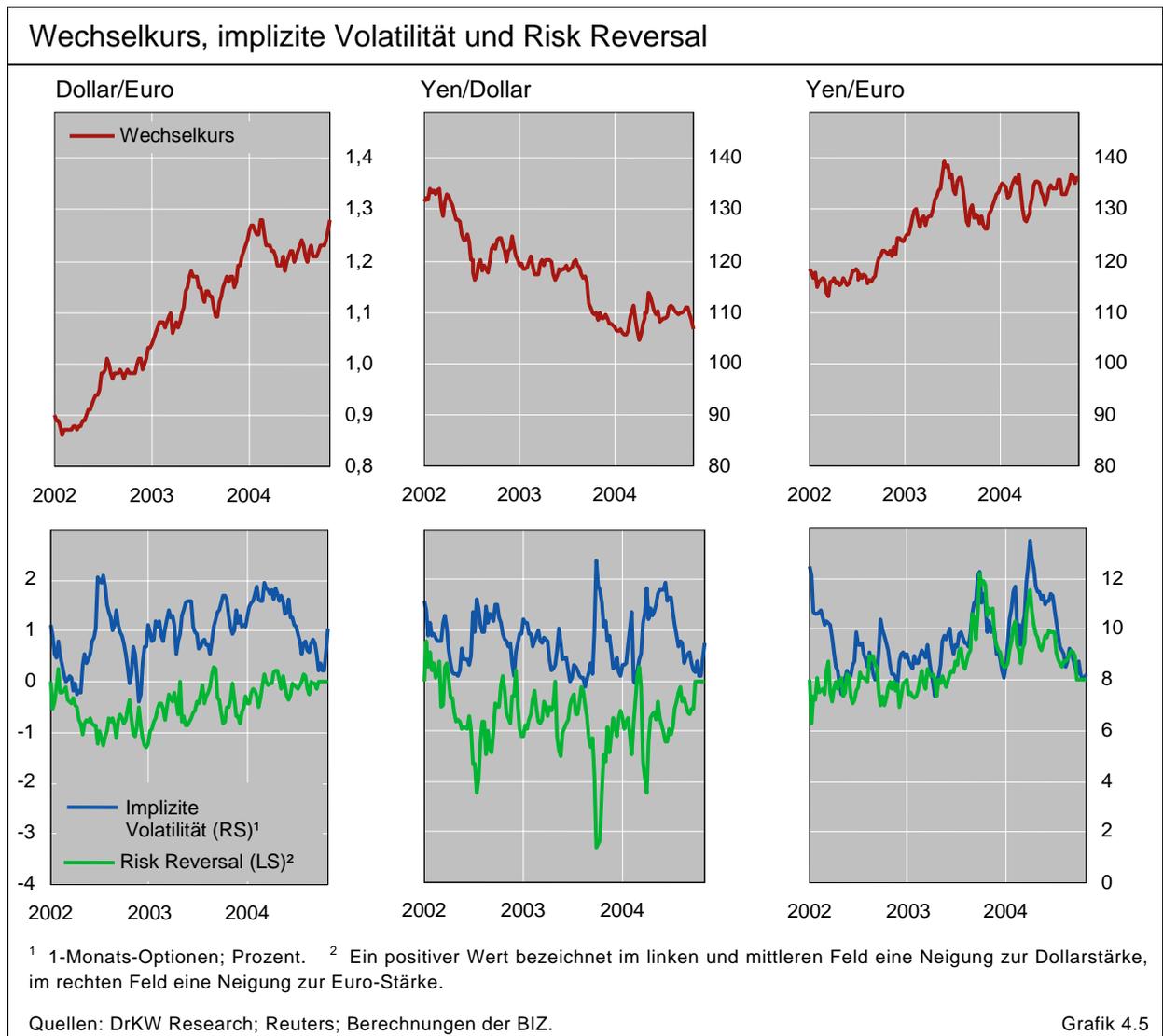


gegenüber dem zweiten um 10% auf \$ 1,7 Bio. Die Belebung des Geschäfts erfolgte insbesondere in den USA mit 12% und in Europa mit 6%. Einzige Ausnahme von dieser allgemeinen Entwicklung war Asien, wo der Umsatz mit Währungsinstrumenten um 10% zurückging.

Geografisch gesehen konzentriert sich der Handel mit Währungsderivaten weiterhin deutlich auf die US-Börsen, die einen Marktanteil von 90% haben. Der Schwerpunkt des Handels sowohl an den US- als auch an den anderen Börsen liegt auf den Futures, auf die volle 93% des Gesamtumsatzes mit börsengehandelten Währungsderivaten entfallen.

Umsatz konzentriert auf US-Börsen

Die Belebung im dritten Quartal kam vom lebhaften Geschäft in den Segmenten kanadischer Dollar, Schweizer Franken und Pfund Sterling, für die der Umsatz um etwa 20% stieg. Das Geschäft mit dem Euro blieb unverändert; das mit dem US-Dollar wuchs um 4%. Auf regionaler Ebene wuchs das Geschäft mit dem US-Dollar an den US-Börsen deutlich, mit einer Umsatzsteigerung von fast 16%; Euro-Transaktionen dagegen stagnierten an den US- wie an den europäischen Börsen. Futures-Kontrakte mit dem US-Dollar wurden in Brasilien



besonders aktiv gehandelt; hier stieg der Umsatz um 68%. Der Anstieg im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal konzentrierte sich hauptsächlich auf den Monat September; das Geschäft in den beiden ersten Monaten des Quartals war eher verhalten.

Handel vielleicht beflügelt durch höhere Volatilität

Die Marktschwankungen im Quartalsverlauf, insbesondere der Höchststand vom September, waren wahrscheinlich auf die Abschwächung des US-Dollars gegenüber dem Euro zurückzuführen; das gleiche dürfte für die Spitze der implizierten Volatilität im selben Monat gelten (Grafik 4.4). Deutliche Trends und eine höhere Volatilität an den Devisenmärkten können dort zu vermehrten Anlage- und Absicherungsgeschäften führen (s. das Feature von Galati/Melvin in diesem *BIZ-Quartalsbericht*). Andererseits hingen die Handelsaktivitäten nicht offensichtlich mit erwarteten Veränderungen der bilateralen Wechselkurse der wichtigsten Währungen zusammen, die ebenfalls Absicherungsgeschäfte fördern können. Vielmehr lag der Risk-Reversal-Faktor in sämtlichen Fällen sehr nahe bei Null, ein Anzeichen für eine neutrale Einstellung gegenüber der zukünftigen Entwicklung der US-Dollar-Wechselkurse. Dies bildete einen auffallenden Kontrast zu dem abrupten Fall des Risk-Reversal-Index Yen/Dollar während einer Phase der Dollarabwertung im September 2003 (Grafik 4.5).

Handel mit asiatischen Aktienindexkontrakten stark rückläufig

Aktienindexumsatz weltweit sinkend

Der weltweite Umsatz mit Aktienindexkontrakten, der im zweiten Quartal nach einer längeren Wachstumsphase stagniert hatte, brach im dritten Quartal um 11% auf \$ 21 Bio. ein. In der Asien-Pazifik-Region war der Handel besonders schwach und sank um 24% auf \$ 7 Bio. Der Umsatz an den nordamerikanischen Börsen sank gleichzeitig um 4% auf \$ 9 Bio.; an den europäischen Börsen blieb er mit etwa \$ 4,8 Bio. gleich. In Europa stagnierte der Handel in Deutschland und im Vereinigten Königreich, fiel aber in Frankreich, Italien und Spanien deutlich um 7–10%.

Das lustlose Geschäft mit Aktienindexderivaten ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Der Umsatzrückgang in Asien hängt wahrscheinlich mit den laufenden Ermittlungen der koreanischen Behörden wegen des Verdachts der Bestechung im Derivathandel in den Jahren 2001 bis 2003 zusammen. Der Handel in Asien wird dominiert von Optionen auf den KOSPI-200-Index der koreanischen Börse, die 69% der gesamten Aktienindexderivate in der Region ausmachen. Ausserhalb Asiens beruht der verminderte Handel wahrscheinlich auf der Stabilität der zugrundeliegenden Indizes. Aber wie schon im Vorquartal kann die ungewöhnlich geringe Unsicherheit am Markt, gemessen an der in Aktienindexoptionen impliziten Volatilität, hierfür verantwortlich gewesen sein. Die implizite Volatilität, die bereits Ende des zweiten Quartals in den USA wie im Euro-Raum nahe bei ihrem historischen Tief lag, nahm im Berichtszeitraum noch weiter ab.

Kontrakte auf einzelne Aktien ebenfalls rückläufig

Dass weniger Positionen in Aktienderivaten eingegangen werden, ist auch an den Kontrakten auf einzelne Aktien (wobei hier Daten nur bezüglich der Anzahl der Kontrakte vorliegen) abzulesen. Nach fünf Quartalen

ununterbrochenen Wachstums seit Anfang 2003 sank die Zahl der Kontrakte in den letzten beiden Quartalen um 18% bzw. 6%. Der Rückgang des Geschäfts mit diesen Kontrakten fiel in Europa mit 14% im letzten Quartal stärker aus als in den USA mit 5%; Asien verzeichnete ein Wachstum von 4%.

Weniger Handel mit Rohstoffen

Das Geschäft an den Rohstoffmärkten war im dritten Quartal ebenfalls schwächer; die Anzahl der gehandelten Kontrakte nahm um 9% ab. Der Umsatz mit Kontrakten auf Nichtedelmetalle, landwirtschaftliche Produkte und Edelmetalle ging um 23%, 17% bzw. 12% zurück.

Die einzige Ausnahme bildeten die Energiederivate; hier stieg der Umsatz um 8%. Die Volatilität der Ölpreise sowie die zunehmende Uneinigkeit der Marktteilnehmer hinsichtlich deren zukünftiger Entwicklung führte wahrscheinlich dazu, dass Ölderivate verstärkt für spekulative wie für Absicherungszwecke genutzt wurden (s. „Überblick“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom September 2004). Geografisch gesehen war das stärkste Wachstum in den USA (6%) und in Japan (13%) zu verzeichnen. Ebenfalls bemerkenswert ist der deutliche Umsatzrückgang in Derivaten auf Nichtedelmetalle: um 9% in Europa, um 14% in den USA und um 36% in Asien. Veränderungen im Handel mit Derivaten auf diese Rohstoffe kündigen tendenziell Veränderungen der entsprechenden Konjunkturindikatoren an. Ein Grund für die geringeren Umsätze könnte daher sein, dass die globalen Wachstumserwartungen im dritten Quartal nach unten korrigiert wurden.

Mehr Umsatz nur bei Energiederivaten

Aktivitäten im ausserbörslichen Segment und Konzentrationstendenzen

52 Zentralbanken und Währungsbehörden nahmen im Frühjahr 2004 an der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten teil (*Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*). Die Erhebung bestand aus zwei Teilen. Der erste Teil behandelte die Umsätze an den Devisenmärkten, der zweite die Nominalwerte der offenen Positionen und die Bruttomarktwerte der ausserbörslich gehandelten Derivate (Devisen-, Zins-, Aktien-, Rohstoff- und Kreditderivate). Besonders nützlich sind die Ergebnisse des zweiten Teils der Erhebung, da sie im gleichen Format wie die regelmässigen halbjährlichen Erhebungen zu den Positionen auf dem globalen Markt der ausserbörslichen Derivate veröffentlicht wurden (jedoch mit mehr Befragten und einem grösseren Erfassungsbereich als die halbjährlichen Erhebungen). In diesem Kasten werden einige Ergebnisse der Zentralbankerhebung sowie einige Erkenntnisse zu Konzentrationsprozessen auf dem Markt der ausserbörslichen Derivate dargestellt, die in der gleichen Pressemitteilung veröffentlicht wurden.^①

Das ausserbörsliche Geschäft blieb im ersten Halbjahr 2004 lebhaft. Der gesamte Nominalwert offener Kontrakte belief sich Ende Juni auf \$ 220 Bio.; dies entspricht einem Anstieg um 12% seit Ende Dezember 2003. Der Nominalwert der Zinsderivate stieg um 16% und der der Währungsderivate um 10%. Auf diese beiden Derivatarten entfielen mit \$ 165 Bio. bzw. \$ 27 Bio. 87% des gesamten Nominalwerts. Auch bei Aktienderivaten war das Geschäft mit einem Zuwachs von 19% sehr lebhaft. Die offenen Positionen bei Rohstoffderivaten gingen dagegen um 10% zurück.

Der Bruttomarktwert, der einen Anhaltspunkt für die Wiederbeschaffungskosten der offenen Kontrakte liefert, fiel um 8% auf \$ 6,4 Bio. Der grösste Teil der Wiederbeschaffungskosten – 62% – konzentriert sich auf das Zinsderivatsegment (\$ 4,0 Bio.). Unter den Kontrahenten war der Rückgang des Bruttomarktwerts bei den berichtenden Händlern erheblich (minus 14% auf \$ 2,3 Bio.); für andere Finanzinstitute – eine Kategorie, die Investmentfonds, Hedge-Fonds, kleine Geschäftsbanken und Versicherungsgesellschaften umfasst – betrug der Rückgang 5%.

Dank des breiteren Erfassungsbereichs der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung stehen auch Informationen über Entwicklungen am Markt der Kreditderivate zur Verfügung, eine Kategorie, die von den halbjährlichen Erhebungen normalerweise nicht berücksichtigt wird. Beim Nominalwert dieser Derivate ist in den letzten drei Jahren ein bemerkenswertes Wachstum eingetreten. Ende Juni 2004 lag der Nominalwert bei \$ 4,5 Bio. und damit bei mehr als dem Sechsfachen des Wertes von drei Jahren zuvor. Der grösste Teil des Zuwachses entfällt auf den verbreiteten Einsatz von Credit-Default-Swaps, der durch die Standardisierung der Vertragsbedingungen und die Entwicklung von Indizes und Handelsplattformen für solche Swaps begünstigt wurde.

Der Bericht zu Konzentrationstendenzen enthält eine Reihe von Kernaussagen. Erstens blieb die Konzentration auf den wichtigsten Märkten für ausserbörsliche Derivate im Zeitraum Ende 1998 – Mitte 2004 entweder stabil oder sie nahm geringfügig zu. Zweitens war das Konzentrationsniveau an den grösseren Märkten (gemessen anhand des Nominalwerts der offenen Positionen) geringer und stabiler als an den kleineren Märkten. Drittens war der Konzentrationsgrad der Händlermärkte für die meisten Arten von Derivatkontrakten ähnlich dem des Gesamtmarktes oder geringfügig höher.

Was die verschiedenen Komponenten des Geschäfts mit Zinsderivaten betrifft (dies ist das grösste Segment des globalen Marktes für ausserbörsliche Derivate), so nahm das Konzentrationsniveau bei Zinsswaps in US-Dollar, Yen, Pfund Sterling, Schweizer Franken und kanadischen Dollar geringfügig ab und blieb für Zinsswaps in Euro und schwedischen Kronen unverändert. Bei den Zinsoptionen war die Konzentration bei Kontrakten auf US-Dollar, Euro und Pfund Sterling im Wesentlichen unverändert und stieg für Kontrakte auf andere wichtige Währungen an. Insgesamt wiesen die Termin- und Optionsmärkte weiterhin einen höheren Konzentrationsgrad auf als die Swapmärkte.

^① *Triennial and semiannual surveys on positions in the global over-the-counter (OTC) derivatives market at end-June 2004 and Concentration measures for OTC derivatives markets from December 1998 to June 2004*, veröffentlicht am 6. Dezember 2004. Die Konzentration bei ausserbörslichen Derivaten wurde gemessen anhand von Kontrahenten, Risikokategorie und Kontraktart unter Verwendung von Daten, die die Zentralbanken bei den grossen und global agierenden Händlern am Markt der ausserbörslichen Derivate erhoben hatten. Globale Aggregate der Konzentrationsdaten werden von der BIZ in ihrer regelmässigen Halbjahresstatistik zu ausserbörslichen Derivaten veröffentlicht. Die datenerhebenden Zentralbanken sind: Banque Nationale de Belgique, Bank of Canada, Banque de France, Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia, Bank of Japan, De Nederlandsche Bank, Sveriges Riksbank, Schweizerische Nationalbank, Bank of England und das Board of Governors des Federal Reserve System der USA.

Länderrisiko: eine Bewertung neuerer Sichtweisen¹

Drei neuere Sichtweisen zum Länderrisiko werden innerhalb eines einheitlichen konzeptionellen Rahmens untersucht: Schuldenintoleranz, Sündenfall und Währungsinkongruenzen. Die Ergebnisse enthalten statistische Belege für bestimmte Aspekte der drei Sichtweisen, wobei die Robustheit der Belege jeweils beträchtlich variiert; sie lassen aber auch eine Reihe von Fragen offen. Die Untersuchung bestätigt die Auffassung, dass eine solide Wirtschafts- und Strukturpolitik im Inland der Schlüssel zur Steuerung des Länderrisikos ist.

JEL-Klassifizierung: F30, G15.

In den letzten Jahren haben einige neuere Erklärungsansätze zum Länderrisiko Beachtung gefunden, die mit den Schlagwörtern Schuldenintoleranz („debt intolerance“), Sündenfall („original sin“) und Währungsinkongruenzen („currency mismatches“) beschrieben werden. Die Schuldenintoleranztheorie geht bei Ländern mit einer von wirtschaftspolitischen Fehlern geprägten Vergangenheit von einem ungünstigeren Verhältnis zwischen Schuldenstand und Länderrisiko aus. Gemäss der Theorie des Sündenfalls stellen Länder mit eingeschränkten Möglichkeiten zur Kreditaufnahme in ihrer eigenen Währung grundsätzlich ein höheres Risiko dar. Aus der Perspektive der Währungsinkongruenz-Theorie werden Länder, deren Nettovermögen empfindlicher auf Währungsabwertungen reagiert, von Krisen stärker in Mitleidenschaft gezogen.

Trotz ihrer Unterschiedlichkeit schliessen sich diese Ansätze nicht gegenseitig aus. Ausserdem ist die systematische Untersuchung ihrer Implikationen noch nicht weit vorangeschritten. Dieser Artikel soll einen Beitrag hierzu leisten. Grundlage der Analyse sind die Länderratings der grossen Rating-Agenturen, eine gängige Messgrösse für das Länderrisiko.

Die bisherigen Tests für die neueren Länderrisikoansätze werden in zweierlei Hinsicht weiterentwickelt: Zunächst wird ein verbessertes „Benchmark“-Modell für die Determinanten eines Ratings eingesetzt, um die übrigen Einflussfaktoren des Länderrisikos genauer zu erfassen und damit den jeweiligen

¹ Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt. Die Autoren danken Arturo Macias und Jhuvesh Sobrun für die überaus wertvolle Unterstützung bei den Recherchen.

Einfluss von Schuldenintoleranz, Sündenfall und Währungsinkongruenzen auf die Bonität abzubilden. Darüber hinaus ermöglicht eine bessere Datenbasis die umfangreichere und genauere Erfassung von Messdaten für die Sündenfall- und Währungsinkongruenztheorien. Insbesondere werden die Statistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zum Bank- und Derivatengeschäft und zu den Wertpapiermärkten in grösserem Umfang einbezogen.

Um das Ergebnis vorwegzunehmen: Es finden sich Belege für die Hypothese, dass allen drei Theorien – auch nach Berücksichtigung zahlreicher anderer Faktoren – bei der Erklärung von Länderrisiken Bedeutung zukommt. Im Grossen und Ganzen handelt es sich bei den mithilfe der jeweiligen Sichtweisen identifizierten Variablen um statistisch signifikante Prädiktoren in Rating-Regressionsgleichungen. Gleichzeitig ist die ökonomische Signifikanz dieser Variablen in einigen Fällen geringer, als frühere Untersuchungen vermuten liessen, und liegt unter derjenigen einiger häufiger verwendeter wirtschaftlicher und struktureller Variablen. Die statistischen Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung bestätigen auch die Auffassung, dass eine solide Wirtschafts- und Strukturpolitik *im Inland* der Schlüssel zur Steuerung des Länderrisikos ist.

Im ersten Teil des Features werden die ausgewählten Sichtweisen zum Länderrisiko kurz vorgestellt. Danach wird der konzeptionelle Rahmen für die Tests der einzelnen Theorien erläutert und in Beziehung zu früheren Arbeiten gesetzt. Im dritten Teil werden die empirischen Ergebnisse vorgestellt und erläutert. Die abschliessenden Bemerkungen enthalten einige Vorbehalte zur Analyse sowie Vorschläge für weitere Forschungsarbeiten.

Drei Sichtweisen zum Länderrisiko

Schuldenintoleranz

Das Konzept der „Schuldenintoleranz“ nach der Definition von Reinhart, Rogoff und Savastano 2003 (im Folgenden RRS) beschreibt die Unfähigkeit vieler aufstrebender Volkswirtschaften, mit einer Gesamtverschuldung fertig zu werden, die nach den Massstäben fortgeschrittener Industrieländer durchaus tragbar scheint. Nach Auffassung von RRS ist diese geringere Schuldentoleranz auf wirtschaftspolitische Fehler in der Vergangenheit zurückzuführen. Dabei gilt das Augenmerk von RRS insbesondere vergangenen Phasen mit äusserst hoher Inflation und tatsächlich eingetretener Zahlungsunfähigkeit.

Effekt einer von wirtschaftspolitischen Fehlern geprägten Vergangenheit auf die Fähigkeit, Schulden unter Kontrolle zu halten

Warum spielt die Vergangenheit überhaupt eine Rolle? Verschiedene Wirkungskanäle sind denkbar, wie beispielsweise die unvermeidliche Trägheit von Institutionen: Grundlegende Reformen brauchen Zeit. Diesem Ansatz zufolge sind die Inflationsentwicklung der Vergangenheit und frühere Zahlungsausfälle vor allem als Symptome tiefgreifenderer institutioneller Schwächen zu sehen. Ein weiterer Wirkungskanal besteht darin, dass vergangene Krisen an sich dazu führen können, dass Institutionen langfristig geschwächt werden. RRS zeigen auf, dass sie das Finanzsystem, die Steuerkraft und das langfristige Wachstum untergraben können. Dass Anleger ein langes Gedächtnis haben und im Zweifel lieber grössere Vorsicht walten lassen („Gebranntes Kind

scheut das Feuer“), könnte die Bedeutung dieser objektiven Wirkungskanäle noch verstärken. Schliesslich können die mit den verschiedenen Wirkungskanälen zusammenhängenden hohen und stark volatilen Finanzierungskosten ihrerseits die Schwachstellen vertiefen. Laut RRS ist es nicht überraschend, dass es bei einem Land häufig nicht bei einem einzigen Zahlungsausfall bleibt – aufgrund der Dauerhaftigkeit dieser Schwächen werden solche Länder tendenziell zu „Wiederholungstätern“. RRS betonen jedoch, dass sich diese Schwächen im Zeitverlauf durch eine solide Politik beheben lassen dürften.

Sündenfall

Unvermögen eines Landes, sich im Ausland in heimischer Währung zu verschulden

Obwohl das Konzept des „Sündenfalls“ bei oberflächlicher Betrachtung Ähnlichkeiten zur Schuldenintoleranz aufzuweisen scheint, weil auf längst vergangene Ereignisse angespielt wird, unterscheiden sich die beiden Konzepte deutlich. Die Sündenfalltheorie wurde im Zeitablauf stetig weiterentwickelt. Im Rahmen dieses Artikels wird der Sündenfall definiert als das Unvermögen eines Landes, sich im Ausland in eigener Währung zu verschulden, und demzufolge die Unmöglichkeit, sich gegenüber Gebietsfremden abzusichern² (Eichengreen, Hausmann und Panizza 2003a, im Folgenden EHP).³ Die Verfechter dieser Theorie argumentieren, dass sich dadurch die Anfälligkeit eines Landes verstärkt, da eine Währungsabwertung die Bedienung der Auslandsschulden erschwert. Damit wiederum sinkt *ex ante* die Bereitschaft Gebietsfremder zur Finanzierung eines Landes, diese Art der Finanzierung wird *ex post* anfälliger gegenüber ungünstigen konjunkturellen Entwicklungen, und der Spielraum der politischen Entscheidungsträger wird eingeschränkt.

Wie kommt es zum Sündenfall? Würde der Sündenfall durch dieselben Faktoren ausgelöst wie die Schuldenintoleranz, so handelte es sich lediglich um ein weiteres Symptom historischer und aktueller institutioneller Schwächen im Inland. Beispielsweise erscheint es plausibel, dass ausländische Anleger aufgrund früherer Inflationsphasen und Zahlungsausfälle eines Landes bei Schuldtiteln – insbesondere langfristigen Verbindlichkeiten – in der Währung dieses Landes möglicherweise zurückhaltend sind. In diesem Fall würde es sich weniger um einen früheren Sündenfall als vielmehr um dauerhafte Verfehlungen („sin of a lifetime“, McCauley und Ho 2003) handeln. Befürworter der Theorie argumentieren jedoch, dass ein Sündenfall in erster Linie spezifische Merkmale der weltweiten Finanzmärkte widerspiegelt und sich insofern weitgehend der Kontrolle eines einzelnen Landes entzieht oder dass seine Korrektur zumindest deutlich langwieriger ist als bei anderen strukturellen Schwächen im Inland. Insbesondere gehen EHP davon aus, dass sich die

² Sind ausländische Anleger nicht bereit, Forderungen in Landeswährung zu halten, dürften sie auch nicht als Kontrahenten für Absicherungsgeschäfte mit Gebietsansässigen zur Verfügung stehen; vgl. auch Slavov (2003).

³ Eine frühere Version der Hypothese betraf das Unvermögen eines Landes, sich im Inland langfristig in heimischer Währung zu verschulden (Eichengreen und Hausmann 1999). Die beträchtlichen Fortschritte vieler aufstrebender Volkswirtschaften in dieser Hinsicht machen die Untersuchung dieser Hypothese allerdings weniger interessant.

Diversifizierung weltweiter Portfolios angesichts der Transaktionskosten auf eine enge Auswahl an Währungen beschränkt, bei denen die Vorteile der Diversifizierung am grössten sind – laut EHP die Währungen der grössten Volkswirtschaften. In ähnlicher Weise argumentieren Flandreau und Sussman (2003), dass der Sündenfall eine Liquiditätsprämie am Sekundärmarkt darstelle, von der lediglich die Währungen der grössten Volkswirtschaften verschont blieben. Sie betonen, dass historisch gesehen nur diejenigen Länder von diesem Effekt unberührt blieben, die sich als führende Wirtschaftsmächte hervortaten.

Währungsinkongruenzen

Währungsinkongruenzen werden oft mit einem Sündenfall verwechselt, was nicht erstaunt, denn Währungsinkongruenz lässt sich – wie zuletzt bei Goldstein und Turner 2004 (im Folgenden GT) – definieren als Sensitivität des Nettovermögens bzw. des Barwerts der Nettoeinnahmen gegenüber Wechselkurschwankungen. Kommt es aufgrund von Währungsinkongruenzen zu einer *Nettoverschuldung* in Fremdwährung, ist das Land womöglich anfällig, weil Fremdwährungsverbindlichkeiten im Falle einer deutlichen Abwertung schwieriger zu bedienen sind. Währungsinkongruenzen sind daher nicht als Vorbote einer Krise zu betrachten. Vielmehr erhöhen sie die Kosten einer Krise, sollte es zu einer plötzlichen und umfangreichen Währungsabwertung kommen. Sie sind also als eine Art Stresstest zu sehen.⁴ Spätestens seit der Asien-Krise sind die möglichen negativen Folgen einer solchen Konstellation weithin bekannt (z.B. Krugman 1999, Forum für Finanzstabilität 2000).

Da gemäss der Sündenfalltheorie das Unvermögen zur Kreditaufnahme in heimischer Währung das Länderrisiko primär über die Nettoverschuldung in Fremdwährung erhöhen dürfte, liegt es nahe, die beiden Sichtweisen einander gleichzusetzen. Tatsächlich unterscheiden sich die beiden Ansätze aber in mindestens zwei wichtigen Aspekten. Erstens betonen die Befürworter der Währungsinkongruenztheorie, dass zwischen Währungsinkongruenzen und dem scheinbaren Unvermögen, sich im Ausland in heimischer Währung zu verschulden, bereits eine schwache Korrelation ausreiche. Gebietsansässige können Investitionen in Fremdwährung tätigen, sich in Fremdwährung absichern oder über (Netto-)Fremdwährungseinnahmen verfügen.⁵ Zweitens kann die beschränkte Verfügbarkeit von Krediten in heimischer Währung statt auf mangelnde Finanzierungsbereitschaft ausländischer Kapitalgeber auch auf unvollständige Potenzialausnutzung aufgrund verzerrter Anreize für Gebiets-

Währungsinkongruenzen können geringe Korrelation mit Sündenfallmessgrössen aufweisen

⁴ Aus genau diesen Gründen könnte man die mit Währungsinkongruenzen verbundene Anfälligkeit auch auf andere strukturelle Faktoren der Wirtschaft zurückführen.

⁵ Diesem Konzept zufolge gibt es zwei verschiedene Arten von Inkongruenzen: a) Inkongruenzen durch einen möglichen Vermögenstransfer von Gebietsansässigen zu Gebietsfremden und b) Inkongruenzen durch Vermögenstransfers unter Gebietsansässigen. GT betonen die Bedeutung beider Arten von Inkongruenzen, zeigen jedoch gleichzeitig auf, dass es unter Gebietsansässigen zu einem gewissen Ausgleich kommen kann, wenn die öffentliche Hand Währungsreserven zur Abmilderung negativer Schocks einsetzt. EHP dagegen konzentrieren sich ausschliesslich auf Transfers zu Gebietsfremden. Bei ihrer empirischen Variable für Währungsinkongruenzen fällt es GT aufgrund der beschränkten Datenbasis schwer, die beiden Arten von Inkongruenzen klar zu trennen.

ansässige zurückzuführen sein (beispielsweise wenn implizite Garantien in einem System fester, aber letztendlich nicht tragbarer Wechselkurse bestehen). Drittens schliesslich – und teilweise als logische Folgerung – kann die allfällig verbleibende Unfähigkeit zur Kreditaufnahme bzw. zur Absicherung durch eine angemessene Politik im Inland weitgehend überwunden und die negativen Auswirkungen können begrenzt werden. Flexible Wechselkurse sowie Anstrengungen zum Aufbau von Märkten für Anleihen in heimischer Währung und – allgemeiner gesprochen – von starken Inlandsinstitutionen sind gute Beispiele, denen viele Länder in den letzten Jahren gefolgt sind, nachhaltig unterstützt von der internationalen Gemeinschaft (s. beispielsweise Forum für Finanzstabilität 2000, Siebenergruppe 2003).

Bewertung der Sichtweisen zum Länderrisiko: der konzeptionelle Rahmen

Aus den vorhergehenden Betrachtungen ergibt sich ein einfacher Weg zur Bewertung der verschiedenen Sichtweisen zum Länderrisiko. Zunächst ist eine verlässliche Messgrösse für das Länderrisiko zu wählen. Danach ist festzustellen, in welchem Umfang die Variablen der drei Sichtweisen Veränderungen dieser Messgrösse erklären können, die sich durch das Einbeziehen eines vollständigen Satzes möglicher Determinanten in das Benchmark-Länderrisikomodell ergeben. Damit wird die Gefahr vermieden, eine zufällige Beziehung zwischen den Variablen und der Messgrösse für das Länderrisiko zu identifizieren.

Bisherige
Untersuchungen mit
einer begrenzten
Zahl von Kontroll-
variablen

Die bisher durchgeführten Arbeiten entsprechen diesen Vorgaben nicht vollständig. Zum einen wurde das Länderrisiko nicht einheitlich gemessen; als Messgrösse wurden die Ratings von Institutional Investor (RRS) bzw. S&P (EHP) und tatsächlich eingetretene Krisen (GT) herangezogen. Daneben wurden Variablen, die andere zugrundeliegende Faktoren für das Länderrisiko erfassen, in relativ begrenztem Umfang betrachtet. So berücksichtigen RRS lediglich wirtschaftspolitische Fehler der Vergangenheit (hohe Inflation und bisherige Zahlungsausfälle) sowie die Verschuldung, wohingegen EHP sich auf einige Schuldenquoten, die Terms of Trade und die Volatilität des realen Wechselkurses beschränken.⁶ Ebenso werden – mit Ausnahme eines ersten Versuchs bei EHP – die drei grundlegenden Theorien nicht wirklich unter einem integrierten Ansatz untersucht.

Im Folgenden sollen diese Mängel behoben werden. Von besonderer Bedeutung ist dabei auch die Unterscheidung zwischen den Faktoren, die durch politische Weichenstellungen im Inland beeinflusst werden können, und denjenigen, bei denen dies nicht möglich ist.

⁶ Auch die Methodik ist unterschiedlich. Insbesondere greifen RRS und EHP auf eine formelle ökonometrische Analyse zurück. GT dagegen beobachten lediglich (nicht zuletzt aufgrund des Mangels an Daten), dass aus einer Auswahl grosser aufstrebender Volkswirtschaften diejenigen Länder, die Finanzkrisen durchlitten haben, vor und während dieser Krisen bei einer Kennzahl für Währungsinkongruenzen tendenziell hohe negative Werte verzeichneten.

Ratings als Messgrösse für das Länderrisiko

Als Messgrösse für das Länderrisiko wird auf die von Rating-Agenturen vorgenommenen Beurteilungen zurückgegriffen. Dies geschieht aus mehreren Gründen: Erstens sind Ratings von Agenturen zwar naturgemäss nicht unbedingt das genaueste Mass für die Entwicklung des Länderrisikos im Zeitablauf, sie sind jedoch eine gute Richtgrösse für die Bewertung der Verteilung dieses Risikos im Querschnitt. Bei zwei der diskutierten Theorien zum Länderrisiko – Schuldenintoleranz und Sündenfall – ist diese Querschnittsdimension bedeutsamer, da die jeweiligen Messgrössen im Zeitablauf nur relativ begrenzte Veränderungen aufweisen dürften. Zweitens sind Ratings für die Zwecke dieser Studie besser geeignet als im Markt gehandelte Spreads. Kreditspreads sind äusserst volatil (da sie durch exogene Faktoren wie z.B. die sich im Zeitablauf ändernde Risikobereitschaft beeinflusst werden) und stehen für einen zu kurzen Zeitraum zur Verfügung. Drittens werden Ratings von den Marktteilnehmern immer noch häufig als Benchmark für die Einschätzung des Länderrisikos verwendet. Viertens schliesslich erleichtern Ratings den Vergleich mit EHP und RRS sowie mit früheren Arbeiten, bei denen Ratings und nicht nachgelagerte Risikomessgrössen wie z.B. das Auftreten von Krisen verwendet wurden.⁷ Natürlich besteht der Nachteil einer solchen vorgelagerten Messgrösse für das Länderrisiko im Vergleich zu nachgelagerten Messgrössen wie tatsächlich aufgetretenen Krisen darin, dass die Tests zwangsläufig von der Genauigkeit der jeweiligen Risikoeinschätzung abhängen (s. unten).

Beurteilung durch Rating-Agenturen als stabile Messgrösse für das Länderrisiko

Von den verfügbaren Ratings sind für die Zwecke dieser Analyse wohl die Länderratings der grossen Rating-Agenturen denjenigen von Institutional Investor überlegen.⁸ Die Ratings von Institutional Investor basieren auf einer Umfrage bei Grossbanken, die einzelne Länder auf einer Skala von 0 bis 100 einstufen, ohne jedoch die zugrundeliegenden Kriterien offenzulegen. Die grossen Rating-Agenturen dagegen veröffentlichen häufig Listen von Kriterien, die sie bei ihren Rating-Entscheidungen berücksichtigt haben. Darüber hinaus

⁷ Vgl. beispielsweise Cantor und Packer (1996), Ferri et al. (1999), Jüttner und McCarthy (2003), Reisen (2003) und Moody's (2003b, 2004). Unter anderem weil das Rating von Staatsanleihen bei Bonitätsbeurteilungen relativ spät an Bedeutung gewann, werden Länderratings der grossen Rating-Agenturen erst seit Mitte der neunziger Jahre in Regressionen zur Schätzung des Länderrisikos verwendet. In der ursprünglichen Formulierung von Cantor und Packer zeigte sich, dass eine OLS-Spezifikation mit nur acht Erklärungsvariablen die Querschnittsvarianzen der Agentur-Ratings für 49 Länder zu über 90% erklärte. Insbesondere kamen sie zu dem Ergebnis, dass Pro-Kopf-Einkommen, Inflation, Auslandsverschuldung, wirtschaftliche Entwicklung und frühere Zahlungsausfälle besonders gute Indikatoren für das Rating von Verbindlichkeiten in Fremdwährung sind.

⁸ Da hier Länderratings als Variable für das Länderrisiko verwendet werden, gilt eine Definition des Länderrisikos, die auf die Wahrscheinlichkeit abstellt, dass ein Staat all seinen Verbindlichkeiten nachkommt. Die Rating-Agenturen legen zudem eine Obergrenze für das Land fest, die im Allgemeinen das höchstmögliche Rating für sämtliche Schuldner in diesem Land anzeigt. In der Praxis entspricht diese Obergrenze meist dem Länderrating. Obwohl einzelne Ratings oberhalb dieser Grenze liegen können, ist dies – ausser bei strukturierten Finanzierungen – eher ungewöhnlich (s. Moody's 2001). Das Länderrisiko wird häufig in einem allgemeineren Kontext verwendet und bezieht sich auf die Wahrscheinlichkeit von Ereignissen, die Unternehmensgewinne und Bewertungen von Vermögenswerten in einem Land beeinflussen. Diese Definition des Länderrisikos und Belege dafür, dass es an den Aktienmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften eingepreist ist, finden sich z.B. bei Erb et al. (1996).

Ratings für Staatsschulden in Fremdwährung					
Durchschnitt 1996–2003					
Land	Rating	Land	Rating	Land	Rating
Argentinien	BB	Italien	AA	Russland	BB–
Australien	AA+	Japan	AA	Schweden	AA+
Belgien	AA+	Kanada	AA+	Schweiz	AAA
Brasilien	B+	Kolumbien	BB+	Singapur	AAA
Bulgarien	BB–	Korea	A–	Slowenien	A
Chile	A–	Kroatien	BBB–	Spanien	AA+
China	BBB	Litauen	BBB	Südafrika	BBB–
Dänemark	AAA	Malaysia	BBB+	Taiwan, China	AA
Deutschland	AAA	Mexiko	BB+	Thailand	BBB
Finnland	AA+	Neuseeland	AA+	Tschech. Rep.	A–
Frankreich	AAA	Niederlande	AAA	Türkei	B
Griechenland	A–	Norwegen	AAA	Ungarn	BBB
Hongkong SVR	A	Österreich	AAA	USA	AAA
Indien	BB	Pakistan	B	Venezuela	B
Indonesien	BB	Peru	BB–	Verein. Königreich	AAA
Irland	AA+	Philippinen	BB+	Zypern	A+
Island	A+	Polen	BBB		
Israel	A–	Portugal	AA		

Anmerkung: Durchschnittliche mittlere Fremdwährungsratings zum Jahresende von Moody's und Standard & Poor's. Die hier gezeigten Ratings entsprechen dem System von Standard & Poor's. Länderratings unter CCC sind nicht in der Stichprobe enthalten. Nicht alle Länder haben für jedes Jahr ein Rating.

Quellen: Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabelle 1

überprüfen diese Agenturen regelmässig, ob ihre Ratings den Ausfallquoten entsprechen (s. z.B. Moody's 2003a). Und im Gegensatz zu den anonymen Umfrageteilnehmern bei Institutional Investor hängt der gute Ruf der grossen Rating-Agenturen von der Genauigkeit ihrer Ratings ab.

Diese Studie stützt sich auf das durchschnittliche Rating von Moody's und Standard & Poor's, und nicht auf ein einzelnes Rating wie bei EHP. Forschungsarbeiten zur Preisbildung bei Anleihen lassen darauf schliessen, dass diese bei uneinheitlichen Ratings tendenziell zum Durchschnitt der Ratings bewertet werden (Cantor et al. 1997).

Schliesslich werden im Rahmen dieser Analyse Fremdwährungsratings verwendet, und nicht die Ratings für Staatsschulden in Landeswährung, die erst seit relativ kurzer Zeit und in geringerem Umfang verfügbar sind.⁹ In Tabelle 1 sind die durchschnittlichen Ratings für die in der Analyse betrachteten Länder im Beobachtungszeitraum aufgeführt.¹⁰

⁹ Für eine Analyse von Ratings für Staatsschulden in Landeswährung s. Kisselev und Packer (2004).

¹⁰ In der Regressionsanalyse werden die Ratings numerisch wiedergegeben, wobei AAA (Aaa) dem Wert 17 entspricht, AA+ (Aa1) dem Wert 16 und so fort bis CCC+ (Caa1), das dem Wert 1 entspricht.

Das Benchmark-Modell für das Länderrisiko und die spezifischen Tests für Schuldenintoleranz, Sündenfall und Währungsinkongruenzen

Ein geeignetes Benchmark-Modell für Länderratings sollte eine grosse Palette an Variablen berücksichtigen, die üblicherweise als relevant gelten. Die Rating-Agenturen selbst veröffentlichen häufig Informationen darüber, welche quantitativen und qualitativen Faktoren sie berücksichtigen (z.B. Moody's 2004, Standard & Poor's 2004). In Tabelle 2 sind über dreissig Erklärungsvariablen aufgeführt, die in der Regressionsanalyse betrachtet werden. Diese Variablen erfassen vor allem makroökonomische Faktoren, u.a. Inflation und Wachstum, die Verschuldung gegenüber dem Ausland, Indikatoren für die Liquidität und die Situation der öffentlichen Finanzen. Darüber hinaus werden auch fundamentalere institutionelle Faktoren erfasst, beispielsweise mithilfe von Indizes für Korruption und politisches Risiko (z.B. Kaufmann et al. 2003). In der Regel ist die erwartete Beziehung zwischen diesen Variablen und dem Länderrisiko offensichtlich, sodass keine weiteren Erläuterungen erforderlich sind. Dagegen lohnen sich einige erklärende Worte zur Analyse der spezifischen Theorien.

Eine Analyse der Schuldenintoleranztheorie sollte auch eine Prüfung der Frage beinhalten, inwieweit frühere wirtschaftspolitische Fehler relevant sind. Wie bei RRS wird dies auch in der vorliegenden Studie über den prozentualen Anteil der Jahre mit einer Inflationsrate von über 40% und über die Häufigkeit von Zahlungsausfällen abgebildet. Bei strikter Auslegung der Theorie sollten die Auswirkungen der Verschuldung auf das Länderrisiko durch eine schlechte Historie in Bezug auf Zahlungsausfälle oder Inflation *selbst bei einer Bereinigung um eigenständige Effekte dieser Variablen auf das Risiko* verstärkt werden. Schliesslich war die Bedeutung historischer Zahlungsausfälle für Ratings bereits vor der Einführung der Schuldenintoleranztheorie konzeptionell und empirisch nachgewiesen (Eaton 1996 sowie Cantor und Packer 1996). Bei der Analyse dieser strikten Auslegung der Schuldenintoleranztheorie folgt diese Studie RRS und bezieht interaktive Variablen ein, die das Produkt aus den verwendeten Verschuldungskennzahlen einerseits und der Inflations- und der Ausfallhistorie andererseits *zusätzlich* zu diesen beiden Variablen selbst berücksichtigen.

Variablen für wirtschaftspolitische Fehler aufgrund der Inflations- und der Ausfallhistorie

Sollte sich die Analyse auf die Auslandsverschuldung oder die Staatsverschuldung stützen? Im Prinzip scheint die Auslandsverschuldung die am besten geeignete Variable zu sein, da das Hauptinteresse der Schuldenintoleranztheorie Zahlungsausfällen gegenüber dem Ausland gilt. Gleichzeitig ist es angesichts der zunehmend globalisierten Märkte und umfangreicher grenzüberschreitender Investitionen immer schwieriger, in der Praxis zwischen einem internen und einem externen Zahlungsausfall zu unterscheiden. RRS betrachten beide Variablen, je nachdem, welches Land untersucht wird, wohingegen sie in dieser Studie – in Übereinstimmung mit EHP – jeweils separat für alle Länder einbezogen werden.

Eine Untersuchung des Beitrags von Sündenfall und Währungsinkongruenzen wirft komplexere Fragen im Hinblick auf die Messung und die Auslegung auf. Dazu werden im Folgenden einige Überlegungen angeführt.

Erklärungsvariable			
Kategorie	Variable	Einheit	Quelle
Gesamtwirtschaft	Logarithmus Pro-Kopf-BIP ¹	\$	IIF, IWF, IFS, DRI, EIU
	Logarithmus Inflation ¹	%	
	Reales BIP-Wachstum (gegenüber dem Vorjahr) ¹	%	
	Investitionen/BIP	%	
	Ersparnis/BIP	%	
	Leistungsbilanz/BIP	%	
Verschuldung	Nettoverschuldung/BIP	%	IIF, IWF, IFS, DRI, EIU
	Auslandsverschuldung/Exporte ¹	%	
	Kurzfristige Auslandsschulden/Devisenreserven	%	
	Kurzfristige Auslandsschulden/Gesamte Auslandsschulden	%	
	Kurzfristige Auslandsschulden/BIP	%	
	Devisenreserven/Importe	%	
Staatshaushalt	Staatsverschuldung/BIP ¹	%	IIF, IWF, IFS, DRI, EIU
	Haushaltssaldo/BIP	%	
Politische, sozio- ökonomische Variable	Korruption ^{1,2}	Skala 1–10	TI
	Politisches Risiko ^{1,2}	Skala 1–100	ICRG
	Unabhängigkeit der Zentralbank	Skala 0–1	CS
Geschichte	Binär, d.h. 0, wenn kein Ausfall in den letzten 25 Jahren	Indikator 0,1 Jahre	S&P S&P
	Jahre seit Ausfall bei Fremdwährungsschulden ¹		
	Zeiten mit über 40% Inflation in den letzten 25 Jahren, in Prozent ¹	%	IFS
Grösse	Logarithmus reales BIP	\$(konstant)	IFS
	Logarithmus reales BIP (Kaufkraftparität) ¹	\$	WB
Entwicklung Finanzmarkt	Inlandskredite an privaten Sektor/BIP	%	IFS
	Marktkapitalisierung des Aktienmarktes/BIP	%	DS, JPM
	Kreditvolumen + Aktienmarktkapitalisierung/BIP	%	DS, JPM
	Umsatz Devisenderivate/BIP	%	BIZ
	Umsatz Devisenkassamarkt und -derivate/BIP ¹	%	BIZ
Variable für Sündenfall und Inkongruenz	OSIN2, OSIN3 (Definition s. Text) ¹	%	BIZ
	Inkongruenz (Definition s. Text) ¹		
	AECM (Definition s. Text)		

¹ In der endgültigen Spezifikation verwendete Variable. ² Um die Interpretation der Regressionskoeffizienten zu erleichtern, sind die Indizes für Korruption und politisches Risiko von TI und ICRG, in denen ein höherer Wert einer geringeren Korruption und einem geringeren politischen Risiko entspricht, mit –1 multipliziert worden.

Quellen: BIZ = Bank für Internationalen Zahlungsausgleich; CS = Cukierman et al. (2002) und Syklos (2003); DRI = Data Resources Institute; DS = Datastream; EIU = Economist Intelligence Unit; ICRG = *International Country Risk Guide*; IFS = *International Financial Statistics* (IWF); IIF = Institute for International Finance; IWF = Internationaler Währungsfonds; JPM = JPMorgan Chase; S&P = Standard & Poor's; TI = Transparency International; WB = Weltbank.

Tabelle 2

Beide Theorien sind mit ernsthaften Messproblemen behaftet. Der Grund dafür liegt in der äusserst begrenzten Verfügbarkeit statistischer Daten zu bilanziellen wie auch ausserbilanziellen Devisenpositionen. So nutzen EHP eine Reihe von Messgrössen zur Sündenfalltheorie, die ausschliesslich auf dem Anteil der Fremdwährungsverschuldung in Teilen der in der Leistungsbilanz ausgewiesenen Verschuldung beruht, anhand der Daten aus den BIZ-

Statistiken (s. Kasten auf S. 63). Dabei werden insbesondere alle Derivate (und damit auch alle Absicherungsmöglichkeiten) ausgeschlossen. Bei der Messung von Währungsinkongruenzen sind die Schwierigkeiten noch grösser, da hier notwendigerweise mehr Informationen über Art und Verteilung des Währungsrisikos erforderlich sind. GT entwickeln einige zugebenermassen grobe Schätzungen, sind sich jedoch über deren Mängel im Klaren.

Die früheren Analysen werden in dieser Studie in zweierlei Hinsicht verbessert. Erstens werden ausdrücklich verschiedene Variablen für Absicherungsmöglichkeiten auf der Grundlage der BIZ-Statistiken zum Devisen- und Derivatgeschäft hinzugefügt. Insbesondere werden die Bedeutung von Devisenswaps und Devisentermingeschäften sowie der Grösse des Devisenmarkts insgesamt beurteilt. Es ist davon auszugehen, dass diese Faktoren an sich bereits eine Rolle spielen und/oder die Bedeutung bilanzieller Indikatoren für Sündenfalleffekte verändern. Darüber hinaus wird die von GT verwendete Messung von Währungsinkongruenzen schlicht auf deutlich mehr Länder angewendet (52 gegenüber den 22 Ländern in der GT-Studie). Zusätzlich wird wie bei EHP eine Variable für Währungsinkongruenzen geschaffen, die gegebenenfalls auch für eine deutlich grössere Zahl von Ländern abgeleitet werden kann (s. Kasten).

Eine erste Interpretationsfrage betrifft den *Kanal*, über den die Sündenfalltheorie wirksam wird. Es liesse sich argumentieren, dass die Auswirkungen auf das Länderrisiko begrenzt wären, wenn Sündenfalleffekte nicht zu einer Nettoverschuldung in Fremdwährung (in diesem Sinne „Währungsinkongruenzen“) führten. Die von EHP betonte Ausnahme hierzu sind indirekte Kosten, die einem Land dadurch entstehen, dass es seine Devisenengagements begrenzt, absichert oder kompensiert (z.B. geringere Anlageerträge, Kapitalverkehrskontrollen). Sollte man zu dem Ergebnis gelangen, dass die Sündenfalltheorie auch bei Existenz einer Variable für Währungsinkongruenzen von Bedeutung wäre, müsste eine empirische Analyse der Beziehung zwischen Sündenfalleffekten und diesen nicht berücksichtigten Kosten erfolgen. Dies könnte zudem auf mögliche Fehlmessungen der Währungsinkongruenzvariable hindeuten. In diesem Artikel soll jedoch nicht weiter auf diese Fragestellungen eingegangen werden.

Eine zweite Interpretationsfrage stellt sich mit Blick auf die möglichen *Gründe* für das Sündenfallphänomen.

Erstens lohnt es sich, zu erwägen, inwieweit der Sündenfall durch die Grösse des Landes bzw. durch Variablen für wirtschaftspolitische Fehler und andere institutionelle Charakteristika erklärt werden kann. Dies ist mit Blick auf die unterschiedlichen Konsequenzen für die zu verfolgende Politik wichtig. Ebenso ist es sinnvoll, zu untersuchen, inwieweit der Sündenfall noch als eigenständige Erklärung für das Länderrisiko dienen kann, wenn die Einflüsse dieser auf die Politik bezogenen Faktoren auf den Sündenfall einmal berücksichtigt sind. Dies kann durch die separate Auswertung des Länderrisikoeinflusses der durch verschiedene Faktoren „erklärbaren“

Variablen für Absicherungsmöglichkeiten basierend auf den BIZ-Statistiken

Inwieweit wird der Sündenfall durch vergangene wirtschaftspolitische Fehler beeinflusst?

Messgrößen für Sündenfall (OSIN) und Währungsinkongruenzen

Wie bei Eichengreen et al. (2003b) werden auch in dieser Studie verschiedene Messgrößen für Sündenfalleffekte auf der Grundlage der BIZ-Daten zum Bankgeschäft und zu den Wertpapiermärkten verwendet. In allen Fällen soll das Verhältnis der in Fremdwährung aufgenommenen Schulden zur Gesamtverschuldung quantifiziert werden. Dabei werden jedoch unterschiedliche Aggregate betrachtet und unterschiedliche Annahmen getroffen. Drei Messgrößen werden betrachtet:

- 1) OSIN1 = $(1 - \text{vom Land } i \text{ in Landeswährung } i \text{ emittierte Wertpapiere} / \text{vom Land } i \text{ emittierte Wertpapiere})$
- 2) OSIN2 = Max (Wertpapiere und Kredite des Landes i in fünf wichtigen Währungen/alle vom Land i aufgenommenen Wertpapiere und Kredite, OSIN3)
- 3) OSIN3 = Max $(1 - (\text{Wertpapiere in Währung } i / \text{vom Land } i \text{ begebene Wertpapiere}), 0)$

Als „echte“ Messgröße für den Sündenfall weist jede Gleichung aufgrund der unzureichenden Datenbasis Schwächen auf. Beispielsweise bezieht zwar OSIN2 Bankkredite ein, OSIN1 und OSIN3 bilden jedoch nur Wertpapiere ab. OSIN3 unterscheidet sich insofern von OSIN1, als die gesamten in der Währung eines Landes emittierten Schuldtitel – ungeachtet der Nationalität des Emittenten – als Absatz in Landeswährung gezählt werden. Dies führt in der Regel zu geringeren Werten für OSIN3 als für OSIN1.[Ⓢ] Die Stärke von OSIN2 liegt darin, dass hier nicht nur die Wertpapierdaten, sondern auch die BIZ-Daten zum internationalen Bankgeschäft genutzt werden. Da die Bankgeschäftsdaten jedoch nicht in allen Währungen gemeldet werden, muss sich die Messung implizit auf die Annahme stützen, dass alle nicht auf die fünf wichtigsten Währungen lautenden Verbindlichkeiten in heimischer Währung denominiert sind. Soweit Fremdwährungsverbindlichkeiten in anderen Währungen als Dollar, Euro, Yen, Pfund Sterling und Schweizer Franken vorliegen, werden sie also als Verbindlichkeiten in Landeswährung gezählt, wodurch der Sündenfall tendenziell unterschätzt werden dürfte.

Für die Währungsinkongruenzen werden die aggregierten effektiven Inkongruenzen in der Definition von GT sowohl in der ursprünglichen als auch in der modifizierten Version verwendet. GT berechnen die ursprüngliche Variable für die aggregierten effektiven Inkongruenzen (AECM) wie folgt: Zunächst werden die Nettoaktiva in Fremdwährung (NFCA) als Summe der Nettodevisenanlagen bei Zentralbanken und Banken zuzüglich der (Netto-)Devisenanlagen von Nichtbanken bei an die BIZ berichtenden Banken abzüglich ausstehender internationaler Schuldverschreibungen in Fremdwährung berechnet. Dann wird der Anteil der Fremdwährungsverschuldung (FC) an der Gesamtverschuldung (TD) – $FC\%TD$ – berechnet, wobei der Nenner aus den grenzüberschreitenden Verbindlichkeiten von Nichtbanken und Banken (gegenüber an die BIZ berichtenden Banken) zuzüglich inländischer Kredite an private Schuldner zuzüglich internationaler und inländischer Schuldpapiere besteht. AECM ergibt sich dann aus NFCA, multipliziert mit $FC\%TD$, dividiert durch Exporte, wenn die Nettofremdwährungsaktiva negativ sind, bzw. $NFCA * FC\%TD$ dividiert durch Importe, wenn die Nettofremdwährungsaktiva positiv sind.[Ⓢ] Darüber hinaus wird auch eine Messgröße von EHP für Inkongruenzen geprüft, in der die Sündenfallvariable (in den nachfolgenden Ergebnissen wird OSIN2 verwendet) mit dem Faktor $[(\text{Reserven} - \text{Verschuldung}) / \text{Exporte}]$ multipliziert wird. EHP begründen diese Berechnungsweise damit, dass das Ergebnis auf der Grundlage der verfügbaren Daten dem AECM-Wert von GT am nächsten kommt.

[Ⓢ] So ist der Wert von OSIN3 für Südafrika, in dessen Währung internationale Organisationen umfangreiche Emissionen vorgenommen haben, sehr viel geringer als OSIN1. EHP ziehen OSIN3 gegenüber OSIN1 vor, denn sie sind der Auffassung, dass Landeswährungsemissionen von Gebietsfremden es einem Land erleichtern, Emissionen in der heimischen Währung zu tätigen, da dann mehr Swap- und Absicherungsmöglichkeiten bestehen. Da es jedoch für Devisenswaps nicht erforderlich ist, dass Anleihen in Landeswährung als Basiswert vorhanden sind, ist nicht ersichtlich, dass diese erweiterte Messgröße für das Geschäft in Landeswährung die Prognosefähigkeit verbessert. [Ⓢ] In der ursprünglichen Version wird davon ausgegangen, dass inländische Bankkredite und inländische Anleihen sämtlich auf Landeswährung lauten. Auf Einzelfallbasis wurden jedoch Anpassungen durchgeführt, sodass ein modifizierter AECM-Wert erzielt wurde. Vgl. die Arbeit der Autoren für eine Diskussion einiger unvermeidlicher Näherungen und Annahmen für die Berechnung der Variablen.

Sündenfallkomponente und des entsprechenden Einflusses der verbleibenden, nicht erklärbaren Komponente erreicht werden.¹¹

Zweitens lohnt sich ein besonderer Blick auf die Grösse eines Landes, da keine der beiden Erklärungen für die Beziehung zwischen Landesgrösse und Sündenfalleffekten gänzlich zufriedenstellend erscheint. Zum einen profitieren grosse Länder möglicherweise von einem höheren Diversifizierungsgrad; dies impliziert jedoch nicht, dass die Vorteile der Diversifizierung auch auf die jeweiligen Währungen durchschlagen. Die Währungsdiversifizierung hängt von *währungsübergreifenden* Korrelationen in dieser Anlageklasse ab. Es gibt nur wenig Grund zur Annahme, dass mehr als eine schwache Beziehung zwischen diesen Korrelationen und der Diversifizierung von Einnahmeströmen *innerhalb* eines gegebenen Landes besteht. Zudem diversifizieren Anleger ohne weiteres an den Aktienmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften, ohne sich jedoch gegen Währungsrisiken abzusichern. Ebenso impliziert eine umfangreiche Kreditaufnahme in nur wenigen Währungen zur Ausnutzung der Liquidität der jeweiligen zugrundeliegenden Wertpapiermärkte nicht, dass es unmöglich ist, die entsprechenden Engagements abzusichern. Die Kreditaufnahme auf abgesicherter Basis ist sogar eine weit verbreitete Strategie zur Senkung der gesamten Kreditkosten. Daher sind separate Belege für eingeschränkte Absicherungsmöglichkeiten notwendig, um die Relevanz der Sündenfalltheorie nachzuweisen. Beide Argumente deuten darauf hin, dass die Grösse eines Landes *an sich* als möglicher Faktor für das Länderrisiko in Frage kommen könnte. Neben besseren Diversifizierungsmöglichkeiten ist ein grösseres Land weniger anfällig gegenüber geringfügigen Umschichtungen in globalen Anlageportfolios – auch wenn diese abrupt erfolgen –, und es erlangt während einer Krise möglicherweise eher externe Unterstützung durch die internationale Gemeinschaft.

Landesgrösse
möglicherweise als
eigenständiger
Einfluss auf das
Länderrisiko

Zuletzt ist die Möglichkeit in Betracht zu ziehen, dass der Sündenfall nicht Ursache, sondern *Folge* des Länderrisikos sein könnte. Anders ausgedrückt: Vielleicht sind bestimmte Länder nicht in der Lage, im Ausland Mittel in heimischer Währung aufzunehmen, gerade *weil* sie – aus welchem Grund auch immer – als zu riskant angesehen werden. Dies steht mit der Beobachtung im Einklang, dass internationale Organisationen wie z.B. die Weltbank durchaus Mittel in Währungen aufstrebender Volkswirtschaften aufnehmen können.¹² Es stimmt auch mit der Tendenz Gebietsfremder überein, Absicherungsgeschäfte nur mit Kontrahenten erstklassiger Bonität (in der Regel Marktmachern) abzuschliessen. Wäre diese umgekehrte Kausalität zutreffend, könnte der Erklärungsansatz für das Länderrisiko aufgrund der zuvor angesprochenen, nicht

Sündenfall
eventuell als Folge
eines hohen
Länderrisikos

¹¹ Hierzu wird in der Hauptregressionsgleichung neben den relevanten Erklärungsvariablen nur der Restwert einer Hilfsregression des Sündenfallphänomens auf die relevanten Erklärungsvariablen berücksichtigt.

¹² Eichengreen et al. (2003c) nutzen diese Beobachtung, um ihre These von Unvollkommenheiten an den globalen Finanzmärkten zu stützen. Sie stellen fest, dass die Tatsache, dass internationale Finanzorganisationen Absicherungsgeschäfte mit Gewinn durchführen können, eine zugrundeliegende, aufgestaute Nachfrage nach Absicherungen seitens der im Land der Emissionswährung Ansässigen widerspiegelt. Die als Alternative angebotene Erklärung erscheint jedoch mindestens ebenso plausibel.

erklärbaren Sündenfallkomponente als falsch angesehen oder zumindest mit gewissen Vorbehalten betrachtet werden.¹³

Empirische Ergebnisse¹⁴

Die Stichprobe für diese Studie umfasst 52 Länder, für die jährliche Daten für den Zeitraum 1996–2003 erhoben wurden. Es werden Panel-Daten verwendet, um die Informationen über Änderungen der Daten im Zeitablauf und im Querschnitt auszuwerten. Zunächst wird eine Korrelationsmatrix der Ratings und ausgewählter Erklärungsvariablen geschaffen (Tabelle 3). Die Länderratings korrelieren eng mit einigen Erklärungsvariablen, insbesondere mit dem Pro-Kopf-BIP ($\rho = 0,86$), den Indizes für Korruption und politisches Risiko ($-0,85$ bzw. $-0,87$) sowie mit den Jahren ohne Zahlungsausfall und der Inflationsentwicklung ($0,69$ und $-0,62$). Auch die Messgrößen für den Sündenfall korrelieren eng mit den Länderratings. Dagegen scheinen Währungsinkongruenzen eine relativ geringe Korrelation mit den Ratings aufzuweisen, obwohl die Tabelle darauf hindeutet, dass Länder mit höheren Messwerten für den Sündenfall tendenziell negative Inkongruenzen aufweisen.

Wichtige Aspekte des Benchmark-Modells

Das Benchmark-Modell für die Ratings, das die in direkter Beziehung zu den Schuldenintoleranz-, Sündenfall- und Währungsinkongruenztheorien stehenden Variablen nicht berücksichtigt, schneidet relativ gut ab (Tabelle 4, Regression 1). Die Messgrößen für den Entwicklungsstand (Pro-Kopf-BIP) und die Gesamtwirtschaft (Inflation und BIP-Wachstum) haben das erwartete Vorzeichen und sind auf einem Standardkonfidenzniveau statistisch signifikant.¹⁵ Die qualitativen Variablen für das politische Risiko und die Korruption sind ebenfalls in hohem Mass statistisch signifikant, ebenso wie die historischen Variablen für die Zeit seit einem Zahlungsausfall und die Inflationsentwicklung. Was die ökonomische Signifikanz betrifft, so scheinen die Ratings vor allem auf das Pro-Kopf-BIP, gefolgt von politischem Risiko und Korruption, zu reagieren. Hält man andere Variablen konstant, so führt eine simulierte Verbesserung der Erklärungsvariablen für das Pro-Kopf-BIP bzw. das politische Risiko und die

Wichtigste
Einflussfaktoren für
Rating: Pro-Kopf-
BIP, politisches
Risiko und
Korruption

¹³ Hier liegt ein „simultaneity bias“ vor. Im Prinzip könnte die Sündenfalltheorie mit einer anderen Variablen ausgestattet werden. Allerdings ist es schwierig, Variablen zu finden, die sinnvoll sein könnten, von denen gleichzeitig aber nicht zu erwarten ist, dass sie einen eigenständigen Einfluss auf das Länderrisiko ausüben. Weitere Forschungsarbeiten könnten diesen Punkt näher untersuchen.

¹⁴ Eine ausführlichere Darstellung zu einer vollständigen Ergebnisreihe findet sich in Borio und Packer (demnächst). Um nachzuprüfen, ob es sich auf die Resultate auswirkt, dass bei Ländern mit hoher Bonität eine Rating-Obergrenze von AAA besteht, wurde auch ein zensiertes Tobit-Modell geschätzt. Die Ergebnisse wurden dadurch jedoch nicht wesentlich beeinflusst. Darüber hinaus wurden die zentralen Regressionen mit einer additiven binären Variablen für die Gruppe der Industrieländer getestet. Die Variable war statistisch nicht signifikant, und die Resultate blieben unberührt.

¹⁵ Daneben wurden auch die mit Importen normalisierten Devisenreserven untersucht; diese Variable schnitt jedoch nicht gut ab.

Korrelationsmatrix ausgewählter Variablen					
	Variable				
	Fremdwährungsrating	OSIN2	OSIN3	AECM	Inkongruenz
Logarithmus Pro-Kopf-BIP	0,861	-0,536	-0,516	-0,177	-0,233
Logarithmus Inflation	-0,609	0,307	0,335	0,061	0,001
BIP-Wachstum	0,024	0,146	0,172	-0,159	0,006
Index der wahrgenommenen Korruption	-0,849	0,387	0,405	0,217	0,266
Indexwert politisches Risiko	-0,866	0,501	0,532	0,218	0,191
Jahre seit Ausfall bei Fremdwährungsschulden	0,685	-0,433	-0,408	-0,148	-0,040
Häufigkeit hoher Inflation	-0,616	0,385	0,429	-0,089	-0,147
Fremdwährungsrating		-0,617	-0,620	-0,108	-0,049
OSIN2			0,854	-0,065	-0,276
OSIN3				-0,115	-0,328
AECM					0,732

Quellen: IWF; Weltbank; Transparency International; *International Country Risk Guide*; EIU; Datastream; Standard & Poor's.
Tabelle 3

Korruption vom 25. auf das 75. Perzentil zu einer Verbesserung des durchschnittlichen Ratings um 2,9 bzw. 1,7 und 1,4 Punkte. Ähnliche Veränderungen der Variablen für Inflation und Zahlungsausfälle führen zu einer Verbesserung des prognostizierten Ratings um 1 bzw. 0,6 Punkte.

Schuldenintoleranz

Die Ergebnisse für die Schuldenintoleranz hängen von der genauen Interpretation der Hypothese ab (Tabelle 4, Regressionen 2–3). Einerseits zeigen die vorhergehenden Ergebnisse deutlich, dass in der Vergangenheit begangene Fehler in der Wirtschaftspolitik die Bonität *allgemein* beeinträchtigen. Ebenso und vor allem sind die Staats- und die Auslandsverschuldung für aufstrebende Volkswirtschaften von grösserer Bedeutung als für Industrieländer – somit ist aus ihrer Sicht eine hohe Verschuldung schwieriger unter Kontrolle zu halten.¹⁶ Entsprechend sind die Verschuldungsvariablen nur bei aufstrebenden Volkswirtschaften statistisch signifikant und haben das richtige Vorzeichen, wie der Koeffizient für die interaktive binäre Variable für diese Ländergruppe zeigt.^{17, 18} Andererseits wird die Theorie in ihrer strikten Auslegung nicht

Unterschiedliche Belege für die Schuldenintoleranztheorie

¹⁶ Zudem deutet das Ergebnis darauf hin, dass dieser Unterschied durch andere, nicht in der Regressionsgleichung berücksichtigte Faktoren zu erklären ist.

¹⁷ Natürlich würden aufstrebende Volkswirtschaften ganz allgemein betrachtet selbst dann eine geringere Schuldenintoleranz aufweisen, wenn ihre Ratings gleich auf Verschuldung reagieren würden wie die Ratings der Industrieländer (ähnlicher Koeffizient in der Regression). Dies ist darauf zurückzuführen, dass sie meist ein geringeres Pro-Kopf-Einkommen, eine ungünstigere

grundsätzlich von den Daten gestützt. Insbesondere die binären Variablen für die Beziehung zwischen der Verschuldung und der früheren Wirtschaftspolitik beinhalten nicht systematisch einen zusätzlichen Erklärungswert in der Regression.¹⁹ Mit anderen Worten: Wirtschaftspolitische Fehler in der Vergangenheit erhöhen nicht automatisch die Sensitivität des Länderrisikos gegenüber der Verschuldung.

Sündenfall und Währungsinkongruenzen

Die Sündenfallvariablen tragen auch nach Berücksichtigung der oben genannten Faktoren zur Erklärung des Länderratings bei (Tabelle 4, Regression 5). Dabei schneidet der Indikator am besten ab, der bei der Verschuldung Bankkredite und Wertpapiere zusammen berücksichtigt (OSIN2).²⁰ Auf den ersten Blick deuten die Schätzungen darauf hin, dass bei konstanten anderen Variablen das Rating für ein Land um knapp eine Kategorie (drei Punkte) steigen würde, wenn seine Auslandsverschuldung vollständig von Fremdwährung auf Landeswährung umgestellt würde. Dies ist weniger als die fünf Punkte, die manchmal in älteren Arbeiten angegeben werden (EHP; Eichengreen et al. 2003b).

Gleichzeitig führt die Berücksichtigung der Landesgrösse in der Regression dazu, dass die Bedeutung des Sündenfalls weiter abnimmt (Tabelle 4, Regression 6). Der entsprechende Koeffizient sinkt auf zwei Punkte. Die Grösse eines Landes, die im geeignetsten Modell mithilfe des BIP nach Kaufkraftparität gemessen wird, ist ökonomisch gesehen moderat signifikant: Eine Anhebung der Variablen vom 25. auf das 75. Perzentil führt bei konstanten anderen Variablen zu einer Verbesserung des Ratings um rund ein Drittel eines Ratingpunkts.

Neben den genannten Variablen können offenbar auch Währungsinkongruenzen zur Erklärung herangezogen werden. Dies gilt unabhängig davon, ob sie nach der Matrix von GT oder dem Indikator von EHP gemessen werden (Tabelle 4, Regressionen 7–8). Beispielsweise deuten die Ergebnisse darauf hin, dass eine Anhebung der Indikatoren für die Währungsinkongruenzen vom 25. auf das 75. Perzentil zu einer Verbesserung der Länderratings um 0,1 bzw. 0,5 Punkte führt.

Vorgeschichte von wirtschaftspolitischen Fehlern und grössere Strukturschwächen im Inland haben. Auch in diesem allgemeinen Sinne wären sie also „intolerant gegenüber Schulden“.

¹⁸ Obgleich diese interaktiven binären Gruppenvariablen für Staats- und Auslandsschulden in einigen der nächsten Regressionen einzeln genommen statistisch vielleicht nicht signifikant sind, sind sie es zusammengenommen immer.

¹⁹ Diese Ergebnisse haben auch dann noch Bestand, wenn zwei völlig getrennte Regressionsgleichungen für Industrie- und für aufstrebende Länder geschätzt werden, sodass nicht alle Unterschiede zwischen den beiden Gruppen durch interaktive binäre Variablen erfasst werden.

²⁰ Wenn OSIN2 entweder durch OSIN1 oder durch OSIN3 ersetzt wird, verringern sich die Erklärungskraft des Gesamtmodells sowie die Höhe der Koeffizienten für die entsprechenden Variablen, wenngleich sie statistisch signifikant bleiben. Gleichzeitig verändert sich das Gesamtbild der Ergebnisse nicht. Im weiteren Verlauf dieses Artikels wird nur noch OSIN2 betrachtet.

Bedeutung des Sündenfalls gemindert durch Einbeziehung von Grösse ...

Regressionen der Ratings für Staatsschulden in Fremdwährung (s. Tabelle 1)

Erklärungsvariable	Spezifikation								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Logarithmus Pro-Kopf-BIP	1,49* (10,35)	1,40* (9,74)	1,25* (8,63)	1,29* (9,31)	1,33* (9,59)	1,31* (9,54)	1,45* (10,41)	1,45* (10,53)	1,31* (9,56)
Logarithmus Inflation	-0,48* (5,31)	-0,49* (5,64)	-0,52* (5,38)	-0,50* (6,02)	-0,47* (5,66)	-0,45* (5,48)	-0,42* (5,06)	-0,42* (5,14)	-0,44* (5,32)
BIP-Wachstum	0,06* (2,01)	0,07* (2,33)	0,08* (2,46)	0,09* (3,01)	0,08* (2,83)	0,09* (3,10)	0,08* (2,95)	0,08* (2,98)	0,10* (3,14)
Index der wahrgenommenen Korruption	-0,31* (4,85)	-0,34* (5,33)	-0,36* (5,84)	-0,44* (6,79)	-0,45* (7,14)	-0,45* (7,35)	-0,46* (7,46)	-0,44* (7,11)	-0,47* (7,38)
Indexwert politisches Risiko	-0,10* (7,92)	-0,07* (4,59)	-0,07* (4,45)	-0,06* (4,07)	-0,06* (4,49)	-0,07* (4,86)	-0,07* (4,91)	-0,07* (4,92)	-0,08* (5,90)
Jahre seit Ausfall bei Fremdwährungsschulden	0,05* (4,66)	0,03* (3,22)	0,01 (0,70)	0,03* (3,17)	0,03* (2,97)	0,04* (3,36)	0,03* (3,10)	0,04* (3,36)	0,04* (3,54)
Häufigkeit hoher Inflation	-5,76* (11,82)	-4,81* (7,49)	-7,70* (5,18)	-4,33* (7,20)	-4,31* (7,32)	-4,11* (6,96)	-4,44* (7,36)	-4,25* (6,99)	-4,48* (7,58)
Staatsverschuldung/BIP		0,005 (1,68)	0,006 (1,62)	-0,004 (1,03)	-0,004 (1,07)	-0,002 (0,54)	-0,000 (0,05)	0,000 (0,26)	-0,002 (0,61)
Auslandsschulden/Exporte		0,001* (4,00)	0,002* (4,27)	0,000 (1,16)	-0,000 (0,11)	0,000 (0,90)	0,001* (2,07)	0,000 (0,43)	0,000 (1,11)
Staatsverschuldung/BIP (Entwicklungsländer)		-0,012* (3,04)	-0,050* (2,52)	-0,002 (0,55)	-0,003 (0,75)	-0,006 (1,30)	-0,009 (1,88)	-0,010* (2,40)	-0,006 (1,42)
Auslandsschulden/Exporte (Entwicklungsländer)		-0,004* (2,48)	-0,003 (0,48)	-0,003* (2,26)	-0,003 (1,91)	-0,003 (1,93)	-0,002 (1,07)	-0,000 (0,34)	-0,003 (1,89)
Staatsversch./BIP* Jahre seit Ausfall			0,001 (1,83)						
Auslandssch./BIP* Jahre seit Ausfall			-0,000 (0,22)						
Staatsversch./BIP* hohe Inflation			0,051 (1,79)						
Auslandssch./BIP* hohe Inflation			-0,000 (0,02)						
OSIN2				-2,43* (6,10)	-1,98* (5,24)	-1,64* (4,25)	-0,72 (1,62)	-1,11* (2,52)	-1,66* (4,36)
Grösse (Log BIP)_					0,18* (3,58)	0,17* (3,61)	0,16* (3,39)	0,10* (2,05)	0,18* (3,68)
AECM						0,01* (2,85)			0,01* (3,01)
Inkongruenz							0,57* (5,20)	0,70* (6,80))	
Inkongruenz* {(Devisenkassa und -derivate)/BIP}								-0,07* (5,70)	
Bereinigtes R ²	0,922	0,941	0,943	0,948	0,950	0,951	0,953	0,954	0,951

Anmerkung: Die abhängige Variable wird definiert als das durchschnittliche Rating von Moody's und Standard & Poor's (in der auf S. 58 beschriebenen numerischen Form). Binäre Jahres-Variablen sind in die Regressionen einbezogen, aber die Koeffizienten werden nicht angegeben. Absolute T-Statistik in Klammern, basierend auf Heteroskedastie-Standardfehlern nach White. * = mindestens mit 5% statistisch signifikant. Regression 9 ist mit den gleichen Variablen geschätzt wie Regression 6, ausser dass OSIN2 durch den Intercept-Wert aus Regression 4 in Tabelle 5 ersetzt wurde. Die interaktiven Schuldenvariablen in Regression 3 werden nur für Entwicklungsländer berechnet; ansonsten sind sie Null. AECM und Inkongruenz sind so definiert, dass positive Werte einer Nettoaktivposition in Fremdwährung entsprechen.

Quellen: IWF; Weltbank; Transparency International; *International Country Risk Guide*; EIU; Datastream; Standard & Poor's.
Tabelle 4

... und Währungsinkongruenzen

Darüber hinaus büsst die Sündenfallvariable durch die Berücksichtigung der Indikatoren für Währungsinkongruenzen einen Teil ihres Erklärungspotenzials ein. Wenn die von EHP verwendete Messgrösse für die Inkongruenzen berücksichtigt wird, fällt der Koeffizient für OSIN2 auf unter einen Punkt und ist auf dem Standardkonfidenzniveau nicht mehr signifikant.²¹

Absicherungsgeschäfte beeinflussen vielleicht die Wirkung von Inkongruenzvariablen

Messgrössen für Absicherungsmöglichkeiten ändern dieses Bild nicht nennenswert. Stellt man z.B. eine Beziehung zwischen Sündenfall und den gesamten Devisen- und Derivatitransaktionen in einer Währung (standardisiert durch das BIP) her, so scheint sich der Einfluss der Sündenfalleffekte zu verringern; dieses Ergebnis ist jedoch nicht statistisch signifikant (und wird nicht dargestellt). Gleichzeitig scheint der Indikator für Absicherungsmöglichkeiten die Auswirkungen einer Variable für Inkongruenzen zu ergänzen, wie die Regressionsgleichung 8 in Tabelle 4 zeigt. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass die Messgrössen für ausserbilanzielle Absicherungen weiter verfeinert werden sollten.

Strukturelle Schwächen wichtiger als Landesgrösse

Wie sind die Sündenfalleinflussfaktoren zu beurteilen? Interessanterweise gibt es Belege dafür, dass sowohl frühere wirtschaftspolitische Fehler als auch andere Indikatoren für strukturelle Schwächen (Index für politisches Risiko) ein stärkeres Erklärungspotenzial haben als die Grösse eines Landes (Tabelle 5). Für sich genommen erklären diese beiden Reihen politischer Variablen mehr als 20% der Schwankungen in der Stichprobe von OSIN2; zusammen beläuft sich ihre Erklärungskraft auf rund ein Drittel.²² Die Grösse eines Landes erklärt dagegen rund 13%. Dieses Ergebnis steht mit der Auffassung im Einklang, dass Sündenfalleffekte erheblich durch innenpolitische Fehler der Vergangenheit beeinflusst werden können und eine solide Politik dementsprechend zu ihrer Überwindung beitragen kann.²³

Angesichts dieser rein statistischen Ergebnisse stellt sich die Frage, inwieweit die Erklärungskraft des Sündenfalls für das Länderrisiko vollständig unabhängig von den obengenannten politischen Variablen ist. Wie erwähnt, lässt sich dies prüfen, indem der nicht erklärbare Restwert einer Hilfsregression von OSIN2 auf die relevanten Variablen in der Hauptregression für das Länderrisiko neben diesen Variablen selbst berücksichtigt wird. Die Koeffizienten für Phasen hoher Inflation in der Vergangenheit, das politische Risiko und die Korruption erhöhen sich entsprechend deutlich. Der Sündenfallkoeffizient impliziert gleichzeitig, dass eine Erhöhung des Prognosefehlers vom

²¹ Die Möglichkeit, dass der Einfluss der Währungsinkongruenzen von anderen Eigenschaften des betreffenden Landes abhängen könnte (z.B. der Glaubwürdigkeit gebundener Wechselkurse etc.), wurde nicht genauer geprüft. Dies könnte Gegenstand weiterer Arbeiten sein.

²² Der Korruptionsindex weist jedoch das falsche Vorzeichen auf (Regressionen 1 und 3). Daher wird er in der Regression 4 und der folgenden Analyse nicht mehr berücksichtigt.

²³ Dies schränkt die Ergebnisse von EHP und Eichengreen et al. (2003b) ein; dort wird die Beziehung zwischen Sündenfall und den hier verwendeten Variablen für wirtschaftspolitische Fehler und strukturelle Schwächen nicht geprüft. Gleichzeitig ist auch ihre Variable für die Landesgrösse anders definiert, sodass die Ergebnisse in diesem Stadium nicht vollständig vergleichbar sind.

Regressionen zur Sündenfall-Theorie						
Erklärungsvariable	Spezifikation					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Intercept-Wert	2,44* (17,13)	1,09* (24,69)	2,17* (15,61)	1,93* (18,81)	1,35* (19,88)	2,72* (19,24)
Index der wahrgenommenen Korruption	-0,02* (2,45)		-0,03* (3,56)			-0,01 (1,22)
Indexwert politisches Risiko	0,03* (9,45)		0,02* (9,01)	0,02* (10,32)		0,02* (8,71)
Jahre seit Ausfall bei Fremdwährungsschulden		-0,01* (6,86)	-0,00 (1,29)	-0,00 (0,93)		-0,00 (0,60)
Häufigkeit hoher Inflation		0,68* (6,27)	0,62* (5,30)	0,61* (5,35)		0,43* (5,01)
Grösse (Log BIP)_					-0,09* (6,98)	-0,10* (10,56)
Bereinigtes R ²	0,267	0,220	0,336	0,313	0,131	0,494

Anmerkung: Geschätzt mittels Tobit-Regressionen (zensiert, normal). Absolute z-Statistik in Klammern, basierend auf Standardfehlern und Kovarianz nach Huber-White. * = mit 5% statistisch signifikant.

Quellen: IWF; Weltbank; Transparency International; *International Country Risk Guide*; EIU; Datastream; Standard & Poor's.
Tabelle 5

25. auf das 75. Perzentil sich jetzt um weniger als 0,2 Punkte auf das Länderrating auswirkt, wohingegen in der ursprünglichen Formulierung ein viel stärkerer Einfluss zu spüren war.²⁴

Zusammenfassung

In diesem Artikel wurden Belege präsentiert, die verschiedene, in letzter Zeit veröffentlichte Sichtweisen zum Länderrisiko – Schuldenintoleranz, Sündenfall und Währungsinkongruenzen – stützen und zeigen, wie weit diese Theorien zur Erklärung von Länderratings beitragen können. Gleichzeitig bleiben eine Reihe von Einschränkungen und offenen Fragen.

Erstens spielten herkömmliche wirtschaftliche und strukturelle Einflussfaktoren nach wie vor die Hauptrolle bei Veränderungen des anhand der Länderratings gemessenen Länderrisikos. Dazu gehören insbesondere das Pro-Kopf-BIP, Messgrößen für Korruption und politisches Risiko sowie Indikatoren für wirtschaftspolitische Fehler in der Vergangenheit.

Zweitens gibt es zwar Belege für Schuldenintoleranz, doch hängen sie von der genauen Interpretation der Hypothese ab. Die Verschuldung spielt bei den Ratings aufstrebender Volkswirtschaften tatsächlich eine grössere Rolle als bei Industrieländern. Daneben beeinflussen, wie schon vermerkt, wirtschaftspolitische Fehlentscheidungen in der Vergangenheit, für die Zahlungsausfälle

²⁴ Die tatsächliche Grösse des Koeffizienten ändert sich nur geringfügig, aber da die Veränderung der unabhängigen Variable sehr viel geringer ist (der Restwert der Hilfsregressionsgleichung und nicht OSIN2 selbst), sinkt auch die Erklärungskraft dieser Variable für die Veränderung des Länderrisikos.

und Phasen mit äusserst hoher Inflation als Näherungswerte dienen, die Ratings beträchtlich. Alles in allem ist die Schuldentoleranz von aufstrebenden Volkswirtschaften geringer. Eine Vorgeschichte verfehlter Politik scheint jedoch die Sensitivität der Länderrisikomessgrössen gegenüber der Verschuldung nicht systematisch zu beeinflussen.

Drittens scheinen die Sündenfallvariablen für das Länderrisiko relevant zu sein, wobei sich diese Relevanz allerdings als deutlich geringer erweist als in früheren ökonometrischen Untersuchungen. Zudem gibt es Belege dafür, dass die Fähigkeit, im Ausland Finanzmittel in heimischer Währung aufzunehmen, in beträchtlichem Masse durch wirtschaftspolitische Fehler in der Vergangenheit und sozioökonomische, strukturelle Schwächen (abgebildet durch frühere Phasen hoher Inflation und politisches Risiko) beeinflusst wird und nicht allein durch die Grösse des Landes. Dieser rein statistische Befund stimmt mit der Auffassung überein, dass die Sündenfalleffekte durch eine angemessene Politik im Inland beeinflusst werden können. Er steht auch im Einklang mit den Fortschritten, die einzelne Länder beim Aufbau inländischer Anleihemärkte und Absicherungsmöglichkeiten erzielt haben, und zwar in Kombination mit Massnahmen im Rahmen einer soliden Wirtschafts- und Strukturpolitik.

Viertens sind explizite Indikatoren für Währungsinkongruenzen tatsächlich von Bedeutung, und sie verringern tendenziell die Erklärungskraft der Sündenfallvariablen. Gleichzeitig spielen Variable, mit denen Absicherungsmöglichkeiten erfasst werden sollen, nur eine geringe Rolle. Eine bestimmte Frage bleibt mit diesen Ergebnissen unbeantwortet. Wenn sich, wie festgestellt, der Sündenfall vor allem über Bilanzinkongruenzen auf die Schwächen eines Landes auswirkt, warum bleiben dann die Sündenfallvariablen oft auch nach Berücksichtigung von Inkongruenzmessgrössen in der Analyse relevant? Eine Reihe von Erklärungen ist denkbar (s. beispielsweise auch EHP). Eine wichtige Rolle dürften jedoch auch die Probleme bei der korrekten Messung von Inkongruenzen aufgrund der beschränkten Datenbasis spielen.

Diese Ergebnisse legen nahe, dass eine Reihe von Fragen weitere Aufmerksamkeit verdient. Dazu gehört insbesondere die Frage, welche Faktoren die verbleibenden offensichtlichen Unterschiede in den Risikoeinschätzungen für die beiden grobgefassten Ländergruppen „Industrieländer“ und „aufstrebende Volkswirtschaften“ beeinflussen. Auch die Determinanten für den Umfang der Auslandsfinanzierung in Landeswährung bedürfen der Klärung. Solange jedoch die Statistiken zu Devisenengagements nicht verbessert werden, kann auf einige dieser Fragen wohl keine Antwort gefunden werden.

Zur vorliegenden Analyse ist eine weitere wichtige Einschränkung anzubringen, nämlich dass sie sich lediglich auf Risikoeinschätzungen und nicht auf eine nachträgliche Risikomessung, z.B. anhand einer Krise, bezieht. Variable, die Ratings erklären helfen, eignen sich nicht unbedingt zur Prognose von Krisen. Tatsächlich treten Finanzkrisen bis zu einem gewissen Grad mit grösserer Wahrscheinlichkeit ein, wenn Marktbeobachter wie die Rating-Agenturen Faktoren, die sich im Nachhinein als bedeutsam herausstellen, zu wenig stark gewichten oder falsch einschätzen. Beispielsweise hatten die Rating-Agenturen im Stichprobenzeitraum vor einer Finanzkrise

möglicherweise die Bedeutung von Währungsinkongruenzen falsch eingeschätzt und/oder hatten nur unzureichende Schätzwerte für diese Inkongruenzen.²⁵ Aber auch dieser Aspekt sollte durch künftige Studien geklärt werden.

Bibliografie

Borio, C. und F. Packer (demnächst): *Debt intolerance, original sin and currency mismatches: the message from credit ratings*, BIZ, Mimeo.

Cantor, R. und F. Packer (1996): „Determinants and impact of sovereign credit ratings“, *FRBNY Economic Policy Review*, Oktober.

Cantor, R., F. Packer und K. Cole (1997): „Split ratings and the pricing of credit risk“, *Journal of Fixed Income*, Vol. 7, Nr. 3, Dezember.

Cukierman, A., G. Miller und B. Negapti (2002): „Central bank reform, liberalisation and inflation in transition economies – an international perspective“, *Journal of Monetary Economics*, 49(2002), S. 237–264.

Eaton, J. (1996): „Sovereign debt, reputation, and credit terms“, *International Journal of Finance and Economics*, 1. Januar, S. 25–36.

Eichengreen, B. und R. Hausmann (1999): „Exchange rates and financial fragility“, *NBER Working Papers*, Nr. 7418, in *New Challenges for Monetary Policy*, S. 329–368, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Eichengreen, B., R. Hausmann und U. Panizza (2003a): „Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters“, *NBER Working Papers*, Nr. 10036, Oktober.

——— (2003b): *The pain of original sin*, August, Mimeo.

——— (2003c): *The mystery of original sin*, August, Mimeo.

Erb, C., C. Harvey und T. Viskanta (1996): „Political risk, financial risk and economic risk“, *Financial Analysts Journal*, Vol. 52(6), S. 28–46.

Ferri, G., L. Liu und J. Stiglitz (1999): „The procyclical role of rating agencies: evidence from the East Asian crisis“, *Economic Notes*, Vol. 28, S. 335–355.

Flandreau, M. und N. Sussman (2003): „Old sins: exchange clauses and European foreign lending in the 19th century“, paper prepared for the NBER conference on *Developing and sustaining financial markets 1820–2000*, London, November.

Forum für Finanzstabilität (2000): *Report of the Working Group on Capital Flows*, 25./26. März.

Goldstein, M. und P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington.

²⁵ Für eine kürzlich durchgeführte Analyse auf der Grundlage nachträglich durchgeführter Messungen vgl. Manasse et al. (2003).

- Jüttner, D.J. und J. McCarthy (2003): „Modelling a rating crisis“, in R. Tsao (Ed.), *Country risk and economic stabilization in developing countries*, Beijing.
- Kaufmann, D., A. Kraay und M. Mastruzzi (2003): *Governance matters III: governance indicators for 1996–2002*, World Bank Research Department, Juni.
- Kisselev, K. und F. Packer (2004): „Minding the gap in Asia: foreign and local currency ratings“, paper presented at the Korea University/BIS conference on *Asian bond markets: issues and prospects*, Seoul, März.
- Krugman, P. (1999): „Balance sheets, the transfer problem, and financial crises“, in P. Isard, A. Razin und A. Rose (Eds.), *International finance and financial crises: essays in honor of Robert Flood*, Kluwer Academic Publishers–IMF.
- Manasse, P., N. Roubini und A. Schimmelpfennig (2003): „Predicting sovereign debt crises“, *IMF Working Paper*, WP/03/221, November.
- McCauley, R. und C. Ho (2003): „Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies“, *BIS Working Papers*, Nr. 130, Februar.
- Moody's Investors Service (2001): *Revised country ceiling policy: rating methodology*, Juni.
- (2003a): *Sovereign bond defaults, rating transitions, and recoveries (1985–2002)*, Februar.
- (2003b): *A quantitative model for local currency bond ratings*, September.
- (2004): *A quantitative model for foreign currency government bond ratings*, Februar.
- Reinhart, C., K. Rogoff und M. Savastano (2003): „Debt intolerance“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Januar.
- Reisen, H. (2003): „Ratings since the Asia Crisis“, *OECD Development Centre Working Paper*, Nr. 214, November.
- Siebenergruppe (2003): Statement of G7 Finance Ministers and central bank Governors, Dubai, 20. September.
- Slavov, S. (2003): „But can't they hedge?“, Center for Research on Economic Development and Policy Reform, Stanford University, *Working Paper*, Nr. 177, August.
- Standard & Poor's (2004): *Sovereign credit ratings: a primer*, April.
- Syklos, P. (2003): *The changing face of central banking*, Cambridge University Press.

Was erklärt den steilen Umsatzanstieg an den Devisenmärkten? Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2004¹

Die Erhebung von 2004 zeigt einen steilen Anstieg des herkömmlichen Devisenhandels. Die treibenden Kräfte waren offenbar Momentum Trading und Carry Trades – motiviert durch das weltweite Renditestreben institutioneller und fremdfinanzierter Anleger –, aber auch Absicherungstransaktionen.

JEL-Klassifizierung: F31, C42.

Aus der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten des Jahres 2004 geht hervor, dass die Aktivität an den herkömmlichen Devisenmärkten stark zugenommen hat.² Der durchschnittliche Tagesumsatz betrug im April 2004 \$ 1,9 Bio. Dies entspricht einem Anstieg von 57% zu laufenden Wechselkursen und 36% zu konstanten Kursen gerechnet (Tabelle 1),³ und der Rückgang der globalen Handelsvolumina von 1998 bis 2001 wurde damit mehr als ausgeglichen.⁴

Die Umsätze stiegen bei allen Instrumenten und Kontrahenten. Geschäfte zwischen Banken und Kunden aus dem Finanzsektor nahmen deutlich zu; ihr Anteil am gesamten Handelsvolumen stieg von 28% auf 33% (Tabelle 2).⁵ Auch das Interbankgeschäft nahm von 2001 bis 2004 zu, obwohl sein Anteil

¹ Dieses Feature gibt die Ansichten der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ oder der Arizona State University decken. Die Autoren danken Paola Gallardo, Andrew Jameson, Michela Scatigna, Jhuvesh Sobrun und Karsten von Kleist für ihre Unterstützung bei den Recherchen.

² Die Erhebung wurde im April 2004 von 52 Zentralbanken und Währungsbehörden durchgeführt. Erfasst wurden Daten zum Umsatz an herkömmlichen Devisenmärkten – Kassatransaktionen, Termingeschäfte und Devisenswaps – sowie zum Handel mit ausserbörslichen Währungs- und Zinsderivaten.

³ Die Ursache des grossen Abstands zwischen den zu laufenden Wechselkursen bzw. zu konstanten Kursen gerechneten Umsatzzahlen ist die erhebliche Abwertung des US-Dollars zwischen 2001 und Anfang 2004.

⁴ Die meisten Marktteilnehmer hatten einen Umsatzanstieg erwartet (BIZ 2004).

⁵ Die Zahlen der Erhebung beziehen sich auf berichtende Bankniederlassungen, nicht auf Bankinstitute als Ganzes.

am Gesamtvolumen rückläufig blieb und im selben Zeitraum von 59% auf 53% sank. Gegenüber seinem Anteil von 64% Mitte der neunziger Jahre ist dies ein deutlicher Rückgang. Dagegen war bei dem Anteil der Geschäfte zwischen Banken und Nichtfinanzkunden ein leichtes Wachstum auf 14% zu beobachten.⁶

Einige der Kräfte, die zur Erklärung früherer Veränderungen der Umsätze von Bedeutung waren, sind auch heute noch vorhanden, doch für das Verständnis des jüngsten Umsatzanstiegs sind neu hinzugekommene Faktoren wichtiger. Von 1998 bis 2001 nahm die Aktivität an den Devisenmärkten deutlich ab; die Hauptursachen hierfür dürften die Einführung des Euro, die Konsolidierung im Bankgewerbe, das Wachstum des elektronischen Handels, Fusionen im Unternehmenssektor und die Ereignisse des Jahres 1998 gewesen sein, das von erhöhter Risikoaversion und einem weltweiten Liquiditätsabzug geprägt war. Trends wie die Konsolidierung im Bankensektor und der vermehrte elektronische Handel halten weiterhin an, doch wird ihre Bedeutung 2004 weniger hoch eingeschätzt als im Jahr 2001.⁷

Der steile Anstieg der Marktaktivität von 2001 bis 2004 ist wahrscheinlich auf mehrere miteinander verbundene Faktoren zurückzuführen. Erstens hatten klare Trends und die höhere Volatilität an den Devisenmärkten Anlagen in Währungen mit dauerhafter Aufwertungstendenz zur Folge. Diese Faktoren führten auch zu vermehrten Absicherungstransaktionen, die den Devisenhandel zusätzlich förderten. Zweitens bildeten Zinsdifferenzen einen Anreiz, Anlagen in Hochzinswährungen durch Short-Positionen in Niedrigzinswährungen zu finanzieren, wenn die Zielwährung (wie der australische Dollar)

Globaler Devisenmarktumsatz ¹						
Durchschnittlicher Tagesumsatz im April in Mrd. US-Dollar						
	1989	1992	1995	1998	2001	2004
Kassatransaktionen	317	394	494	568	387	621
Termingeschäfte	27	58	97	128	131	208
Devisenswaps	190	324	546	734	656	944
Geschätzte Meldelücken	56	44	53	60	26	107
Gesamtumsatz an den herkömmlichen Märkten	590	820	1 190	1 490	1 200	1 880
<i>Nachrichtlich:</i>						
<i>Umsatz zu Wechselkursen von April 2004 gerechnet²</i>	650	840	1 120	1 590	1 380	1 880

¹ Bereinigt um Doppelzahlungen im In- und Ausland. ² Die Nicht-US-Dollar-Seite des Devisengeschäfts wurde in die ursprüngliche Währung zum Durchschnittskurs von April des jeweiligen Erhebungsjahres umgerechnet und dann zum Durchschnittskurs von April 2004 in US-Dollar zurückgerechnet. Tabelle 1

⁶ Während sich die weltweiten Umsätze und die Zusammensetzung der Kontrahenten deutlich veränderten, blieben die Zusammensetzung der Währungen und die geografische Verteilung der Umsätze stabil.

⁷ Der Marktanteil des elektronischen Handels z.B. scheint seit der Erhebung von 2001 weitgehend stabil geblieben zu sein.

Gemeldeter Devisenmarktumsatz nach Kontrahent ¹								
Durchschnittlicher Tagesumsatz im April in Mrd. US-Dollar und Prozent								
	1995		1998		2001		2004	
	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil
Insgesamt ²	1 137	100	1 430	100	1 174	100	1 773	100
Mit berichtenden Händlern	728	64	908	64	689	59	936	53
Mit anderen Finanzinstituten	230	20	279	20	329	28	585	33
Mit Nichtfinanzkunden	179	16	242	17	156	13	252	14
Lokalgeschäft	526	46	657	46	499	43	674	38
Grenzüberschreitendes Geschäft	613	54	772	54	674	57	1 099	62

¹ Bereinigt um Doppelzählungen im In- und Ausland. ² Ohne die geschätzten Meldelücken in Tabelle 1. Tabelle 2

gegenüber der Finanzierungswährung (wie dem US-Dollar) einen Aufwertungs-trend aufwies. Solche Strategien hatten Rückwirkungen auf die Kurse und unterstützten langanhaltende Wechselkurszyklen. Im Zuge des weltweiten Renditestrebens entwickelten Anleger mit eigenen Mitteln („real money“-Manager)⁸ und fremdfinanzierte Anleger darüber hinaus zunehmend Interesse an Devisen als Anlagealternative zu Aktien und festverzinslichen Werten. Dieses Feature unterzieht den Einfluss dieser Faktoren einer näheren Analyse.

Strategien

Weltweites Renditestreben begünstigt zwei zentrale Strategien

Der steile Anstieg der Geschäfte zwischen Banken und Kunden aus dem Finanzsektor könnte Ausdruck des allgemeinen Renditestrebens sein, das die Finanzmärkte in den letzten Jahren geprägt hat (BIZ 2004). In diesem Bestreben verfolgten sowohl Anleger mit eigenen Mitteln als auch fremdfinanzierte Akteure zwei Hauptstrategien, deren Ziel die gleichen Währungen waren: Die eine beruhte auf Zinsdifferenzen, die andere auf Wechselkurs-trends. Lange Aufwertungsphasen höherrentierender Währungen im Zeitraum 2001–04 zogen Anleger mit beiden Strategien an. Im ersten Halbjahr 2004 wurden solche Strategien unrentabel, da die Abwertung des Dollars endete und sich die Wechselkurse innerhalb enger Spannen ohne erkennbaren Trend bewegten.

Carry Trades nutzen Terminkursverzerrung ...

Die erste Strategie nutzte die Terminkursverzerrung in Form von Anlagen in hochrentierenden Währungen. Eine bei fremd- und eigenfinanzierten Akteuren beliebte Form dieser Anlagestrategie waren die sog. Carry Trades. Bei einem Carry Trade nimmt der Anleger Mittel in einer Niedrigzinswährung wie dem US-Dollar auf und geht dann eine Long-Position in einer höher verzinslichen Währung wie dem australischen Dollar ein; er setzt darauf, dass sich der Wechselkurs nicht so stark verändert, dass die Zinsdifferenz kompen-

⁸ Der Begriff „real money“-Manager bezeichnet Anleger, die eigene Mittel investieren; er umfasst Pensionsfonds, Versicherer und Finanzabteilungen von Unternehmen. Fremdfinanzierte Anleger, z.B. Hedge-Fonds, operieren mit weitgehend geliehenen Mitteln.

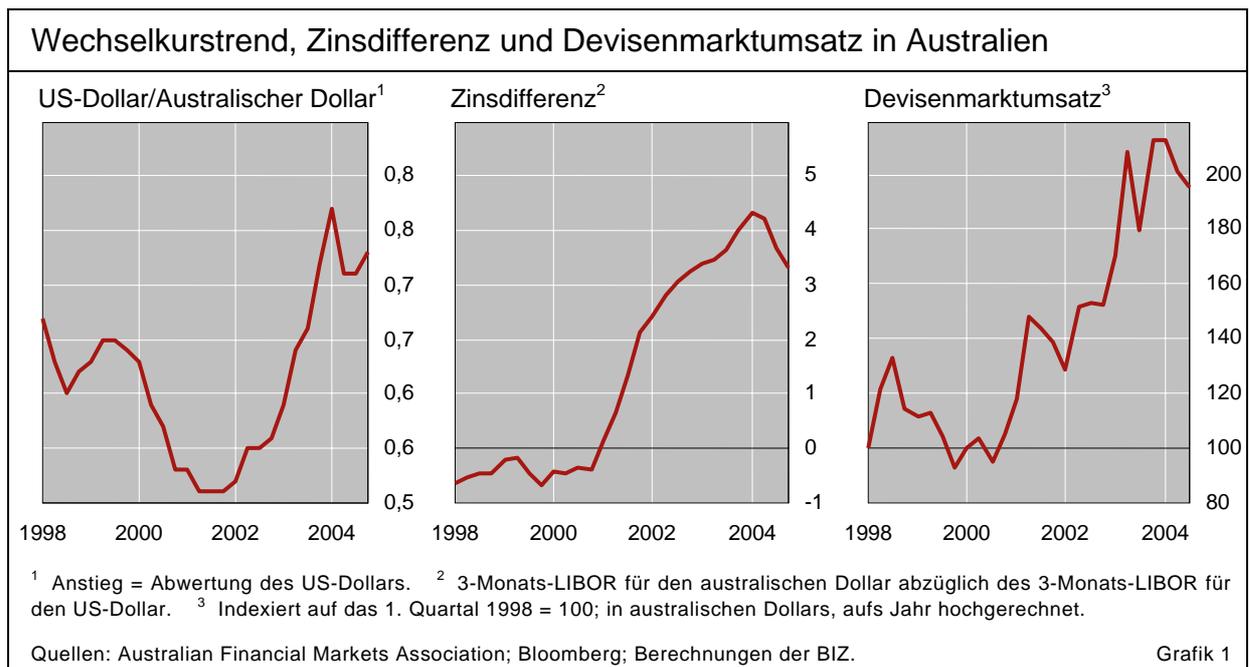
siert wird. Solange der US-Dollar abwertete und die Zinsdifferenz bestehen blieb, waren solche Anlagestrategien lukrativ und dürften zum Umsatzwachstum beigetragen haben. Berichten zufolge waren der US-Dollar, der Yen und der Schweizer Franken die wichtigsten Finanzierungswährungen. Die wichtigsten Zielwährungen für die aufgenommenen Mittel waren u.a. das Pfund Sterling sowie der australische und der Neuseeland-Dollar, aber auch einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften. Entsprechend stark nahm der Umsatz mit dem australischen und dem Neuseeland-Dollar zu (98 bzw. 152%). Grafik 1 zeigt – beispielhaft für eine wichtige Zielwährung – die Zusammenhänge bei Carry Trades. Sie illustriert den Zusammenhang der Zinsdifferenz zwischen dem australischen und dem US-Dollar mit dem Wechselkurs und dem Devisenmarktumsatz. Als sich die Zinsdifferenz ausweitete, wertete der australische Dollar auf, und der Umsatz schnellte empor.

Die zweite Strategie stellte auf Momentum Trading ab: die Anleger gingen grosse Positionen in Währungen ein, um von langen Wechselkurszyklen zu profitieren. Durch diese Geschäfte wurden die vorhandenen Trends noch verstärkt. Nach der Erhebung von April 2001 gab es einen starken Abwertungstrend des US-Dollars; der Kurs des Dollars gegenüber mehreren wichtigen Währungen fiel bis zum Frühjahr 2004 stetig ab. Der Verfall des US-Dollars bewegte sich in einer Grössenordnung von etwa 15% gegenüber dem kanadischen Dollar und dem japanischen Yen bis zu mehr als 30% gegenüber dem australischen Dollar.

Um die Hypothese zu testen, dass Zinsdifferenzen und Wechselkurstrends bestimmende Faktoren des Umsatzwachstums gewesen sein könnten, wurde mit den wichtigsten gehandelten Währungen und den Daten der Erhebungen von 1992–2004 eine statistische Analyse durchgeführt. Die Ergebnisse zeigen, dass das Umsatzwachstum mit zunehmenden Zinsdifferenzen wichtiger Währungen gegenüber dem US-Dollar und mit wachsendem Umfang der

... und Momentum Trading nutzt lange Zyklen

Statistische Belege



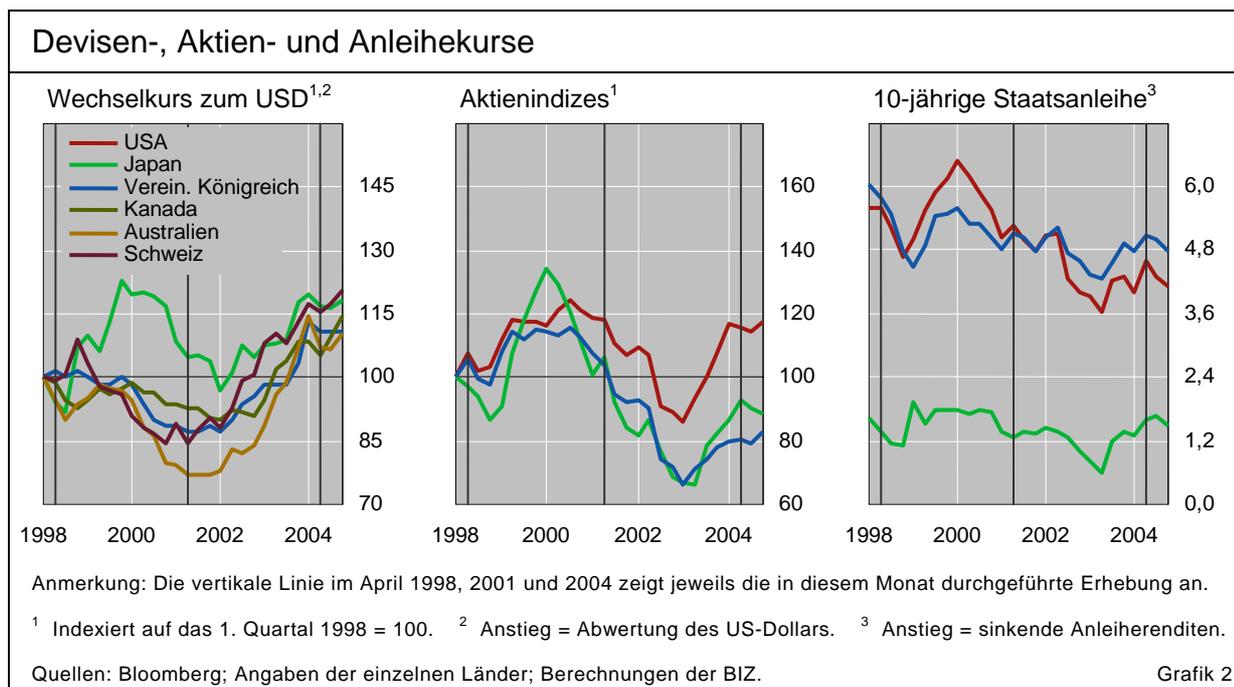
Wechselkursveränderungen gegenüber dem US-Dollar im Vorjahr jeder Erhebung gestiegen ist.⁹

Wachstum bei
Absicherungsgeschäften

Neben den Positionen, die wegen der Gewinnmöglichkeiten aufgrund von Wechselkurstrends eingegangen werden, können auch vermehrte Absicherungsgeschäfte in solchen langen Zyklen ein Umsatzwachstum bewirken. Für multinationale Unternehmen ist bei langen Währungszyklen der Anreiz grösser, Verluste aus Fremdwährungspositionen durch Absicherungsgeschäfte zu minimieren. Ein europäischer Exporteur beispielsweise, der inmitten einer langen Dollarabwertung Rechnungen in Dollar stellt, dürfte daran interessiert sein, sich gegen weitere Wertverluste abzusichern. Auch die Aktivität von Banken und Währungsmanagern, die Absicherungsgeschäfte anbieten, hat zum Umsatzwachstum beigetragen. Die Zunahme der Termingeschäfte von 2001 bis 2004, die in Tabelle 1 dargestellt ist, könnte ein gestiegenes Interesse an Absicherungsgeschäften widerspiegeln.

Attraktivität von
Devisen gegenüber
Aktien und Anleihen

Das Interesse der nach Renditen strebenden Anleger an Devisen als Anlagekategorie wurde durch enttäuschende Renditen an den Aktien- und Anleihemärkten noch erhöht. Ein Vergleich der Erträge an diesen Märkten mit



⁹ Es wurde eine Regressionsanalyse mit den Zeitreihendaten der Erhebungen von 1992–2004 für ein Portfolio folgender Währungen durchgeführt: australischer Dollar, kanadischer Dollar, Euro, Pfund Sterling, japanischer Yen und Schweizer Franken. Eine Regression der zusammengefassten Zeitreihen- und Querschnittsdaten wurde mit dem prozentualen Umsatzwachstum zwischen den Erhebungen als abhängiger Variable und mit zwei unabhängigen Variablen geschätzt: der Zinsdifferenz jeder Währung gegenüber dem US-Dollar während jedes Erhebungszeitraums und der prozentualen Kursveränderung des US-Dollars gegenüber jeder Währung im Vorjahr jeder Erhebung. Es wurden heteroskedastizitätskonsistente Standardfehler nach dem White-Verfahren geschätzt. Die Koeffizienten wurden geschätzt wie folgt: Zinsdifferenz 0,042 (p-Wert = 0,00), Wechselkursveränderung 0,796 (p-Wert = 0,01). Das bereinigte R^2 für diese Regression ist 0,41. Die statistische Analyse offenbart auch einen Zusammenhang zwischen Umsatz und verzögerter Volatilität, doch der Umsatz scheint enger mit den Zinsdifferenzen und starken Schwankungen der Wechselkurse verbunden zu sein.

denjenigen an den Devisenmärkten offenbart einen deutlichen Gegensatz: Während die Erträge aus Aktien und Anleihen schwanden, waren Währungsstrategien im Zeitraum 2001–04 für die Anleger recht lukrativ. Grafik 2 zeigt die Daten für Wechselkurse, Aktienkurse und Anleiherenditen seit der Erhebung von 1998. Auf die Erhebung von 2001 folgte ein langer Abwertungszyklus des Dollars, den die Anleger aktiv nutzten. Dagegen boten sowohl Aktien als auch Anleihen weniger attraktive Anlagemöglichkeiten. Es ist erkennbar, dass die Aktienkurse bis weit in das Jahr 2003 hinein generell rückläufig waren, ehe ein Aufwärtszyklus einsetzte, der weniger als ein Jahr anhielt. Die Anleiherenditen waren im gleichen Zeitraum niedrig und recht flach. So bot der klare Trend am Devisenmarkt eine gute Alternative zu Aktien und Anleihen.

Marktakteure

Die beschriebenen Strategien dürften zu vermehrtem Handel zwischen Banken und Kunden aus dem Finanzsektor geführt haben. Diese Aktivität nahm von 2001 bis 2004 um 78% zu (Tabelle 2). Marktteilnehmern zufolge war daran ein breites Spektrum von Akteuren aus dem Finanzsektor beteiligt: institutionelle Anleger (z.B. Pensionsfonds und Versicherer), Hedge-Fonds, Commodity Trading Advisers, für den Eigenhandel zuständige Abteilungen grosser Geschäftsbanken und Währungsmanager.

Entscheidende Rolle des Handels zwischen Banken und Kunden aus dem Finanzsektor

Die zunehmende Aktivität institutioneller Anleger schien sowohl strukturelle als auch konjunkturelle Faktoren widerzuspiegeln. Pensionsfonds, Versicherer, Investmentfonds und andere institutionelle Anleger spielen seit Beginn des neuen Jahrtausends eine immer wichtigere Rolle an den Finanzmärkten im Allgemeinen und den Devisenmärkten im Besonderen.¹⁰ In manchen Ländern war ein starker Aufwärtstrend bei Offshore-Investitionen durch Investmentfonds zu beobachten. So erhöhten Pensionskassen in Australien den Offshore-Anteil ihrer Vermögenswerte von rund 15% in den späten achtziger Jahren auf nahezu 30% im Jahr 2002 (Battellino 2002). Dies kann das Umsatzwachstum in australischen Dollars um 65% bzw. den entsprechenden Anstieg des Anteils dieser Währung am weltweiten Devisenmarktumsatz um 2 Prozentpunkte zum Teil erklären. In mehreren Ländern wurden Beschränkungen für Engagements in Fremdwährungen durch Änderungen der Auflagen für Pensionsfonds gelockert,¹¹ sodass umfangreiche Käufe ausländischer Werte durch inländische Anleger möglich wurden.

Institutionelle Anleger weiterhin sehr aktiv

Hedge-Fonds haben im Zeitraum 2001–04 an Zahl, aber auch in Bezug auf die ihnen insgesamt zur Verfügung stehenden Mittel deutlich zugenommen (Grafik 3).¹² Eine wichtige Rolle spielten Marktkommentaren zufolge sog.

Zunehmende Bedeutung von Hedge-Fonds ...

¹⁰ Für eine Analyse der Aktivität institutioneller Anleger an den Finanzmärkten s. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001) und für eine Erörterung ihres Gewichts in der Erhebung von 2001 s. Galati (2001).

¹¹ Ein Beispiel hierfür ist Schweden (BIZ 2003).

¹² Ein Unterschied zwischen den heutigen und den in den neunziger Jahren vorherrschenden Akteuren ist die Tatsache, dass die erst seit neuerer Zeit aktiven Hedge-Fonds im Regelfall viel kleiner sind und einen kürzeren Anlagehorizont haben.

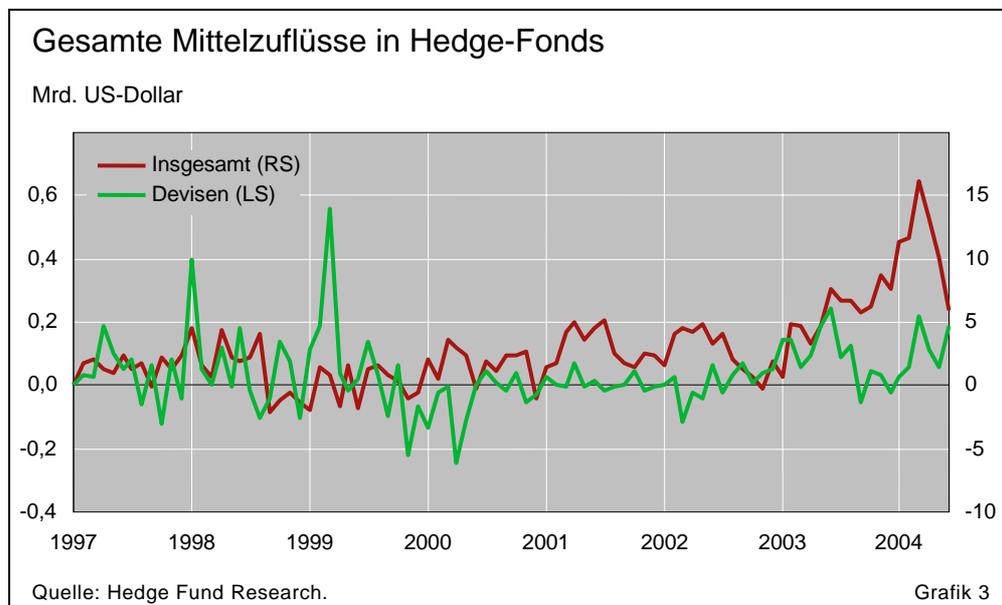
Momentum Players, die sich Kurstrends zunutze machen, und Makro-Fonds, die zumeist im Licht eher fundamentaler Einflüsse auf die Devisenmärkte Positionen auf eine bestimmte Entwicklung eingehen.¹³ Diese Trends stehen im Gegensatz zum vorangegangenen 3-Jahres-Zeitraum, in dem nach dem Zusammenbruch von LTCM und dem Ausscheiden von Tiger und Quantum Zahl und Aktivität der Hedge-Fonds (insbesondere der Makro-Hedge-Fonds) an den Devisenmärkten gemäss Marktquellen zurückgegangen waren.

... Commodity
Trading Advisern ...

Marktberichten zufolge war der von 2001 bis 2004 beobachtete Anstieg des Handelsvolumens zwischen Banken und Kunden aus dem Finanzsektor auch auf die vermehrte Aktivität von Commodity Trading Advisern (CTA) an den Devisenmärkten zurückzuführen. CTA waren ursprünglich Unternehmen, die ihre Kunden im Zusammenhang mit dem Kauf von Futures-Kontrakten, meist auf Anleihen und Aktien, berieten. Im Laufe der Zeit übernahmen sie jedoch immer mehr Tätigkeiten anderer Fondsmanager, und seit einigen Jahren sind sie auch an Devisenmärkten aktiv. Als Anhaltspunkt für ihre Grösse gibt ein Marktanalyst an, dass ein grosser CTA im Jahr 2003 ein geschätztes Vermögen von \$ 3–5 Mrd. mit sehr geringem Fremdfinanzierungsgrad gehabt haben dürfte. Demgegenüber hatte ein grosser Hedge-Fonds insgesamt etwa \$ 7–10 Mrd. an Vermögenswerten mit hohem Fremdfinanzierungsgrad. CTA gelten derzeit, ähnlich wie Momentum Players, überwiegend als Trendfolger und haben im Regelfall einen sehr kurzen Anlagehorizont, der von einem Tag bis zu einer Woche reicht.

... und Währungs-
managern

Auch Währungsmanager (currency overlay managers; COM) trugen zu dem raschen Wachstum des Umsatzes zwischen Banken und Kunden aus dem



¹³ Eine Beschreibung der verschiedenen Anlagestrategien von Hedge-Fonds findet sich bei Tsatsaronis (2000).

Finanzsektor bei.¹⁴ „Currency overlay“ ist der Prozess, mit dem Anleger ihre Positionen in Fremdwährungen aktiver managen, indem sie die Wechselkursrisiken getrennt betrachten und absichern. COM behandeln Devisen als eigene Anlagekategorie. Ihre zunehmende Bedeutung dürfte ein Wachstum der zugrundeliegenden Investitionsnachfrage widerspiegeln, aber auch eine gestiegene Akzeptanz von COM-Finanzmodellen im Finanzsektor.

Zusammenfassung

Der Zeitraum 2001–04 war durch Zinsdifferenzen und langanhaltende Wechselkurstrends geprägt, die spekulative Strategien sowie vermehrte Absicherungsgeschäfte begünstigten. Beides trug zu dem von 2001 bis 2004 beobachteten Umsatzwachstum an den Devisenmärkten bei. In letzter Zeit könnte sich das Fehlen eines Trends bei den Wechselkursen in umgekehrter Richtung ausgewirkt haben. Anleger, deren Strategien den Trends folgen, verzeichneten nun Verluste und wandten sich anderen Instrumenten zu. Marktbeobachter halten es für möglich, dass Makro-Hedge-Fonds begonnen haben, ihre Aktivität von Devisen zum Rohstoffhandel oder zu Carry Trades mit kurz- und langfristigen Zinssätzen in Inlandswährung zu verlagern. Sollten die Zinsen in den USA weiter steigen, könnte dies darüber hinaus die Attraktivität von Carry Trades und somit den Umsatz an den Devisenmärkten verringern. Obwohl die Zahlen für die relative Attraktivität von Devisen als Anlagekategorie sprechen, ist es daher nicht sicher, dass sich das Interesse der Anleger auf dem derzeitigen Niveau halten wird.

Interesse der Anleger an Devisenmärkten möglicherweise nicht von Dauer

Auf längere Sicht üben einige Faktoren, die mit dem in der Erhebung von 2001 festgestellten, überraschenden Einbruch des Devisenhandels in Verbindung gebracht wurden, auch heute noch einen Einfluss aus – insbesondere die Konsolidierung im Bankensektor und das Wachstum des elektronischen Handels im Interbankgeschäft. Tabelle 3 zeigt die Anzahl der Banken,

Konzentration im Bankensektor				
Anzahl Banken, die zusammen 75% des Devisenhandels abdecken ¹				
	1995	1998	2001	2004
Vereinigtes Königreich	20 ²	24	17	16
USA	20 ³	20	13	11
Japan	24	19	17	11
Singapur	25	23	18	11
Deutschland	10	9	5	4
Schweiz	5	7	6	5
Hongkong SVR	13–22 ⁴	26	14	11

¹ 2004: vorläufig. ² 68%. ³ 70%. ⁴ Je nach Marktsegment. Tabelle 3

¹⁴ Schätzungen von Marktanalysten zufolge verwalteten die wenigen dominanten COM (z.B. Putnam, Pareto und JPMorgan) im Jahr 2003 etwa \$ 25–30 Mrd.

die bei den letzten vier Erhebungen 75% des Umsatzes in den wichtigsten Wirtschaftsräumen auf sich vereinten. Der Konsolidierungstrend hält also zweifellos an. Aber nicht nur diese Faktoren verringern den Umsatz, auch Trends im Finanzsektor können sich auswirken. Ein solcher Trend ist die Abwicklung von Devisengeschäften über das Continuous Linked Settlement (CLS), das im Jahr 2002 eingeführt wurde und dessen Marktanteil Berichten zufolge seither stetig steigt. Ein weiterer Trend sind elektronische Mehrbanken-Handelsplattformen für Bankkunden – z.B. FX Connect, Currenex und FXall –, die für höhere Effizienz sorgen und es Nichtbankkunden ermöglichen, ihre Anlagestrategien kostengünstiger umzusetzen. Wie im jüngsten Erhebungszeitraum sichtbar war, können diese langfristigen strukturellen Faktoren durch kurzfristige Anreize im Devisenhandel wie Wechselkursrends und Zinsdifferenzen verdrängt werden.

Bibliografie

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001): „Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective“, *CGFS Discussion Notes*, Nr. 1, Juni.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2003): *73. Jahresbericht*, Basel, Juni.

——— (2004): *74. Jahresbericht*, Basel, Juni.

Battellino, R. (2002): „Australia as a capital exporter“, Rede an einer Konferenz zum Thema „The impact of an Australia–US free trade agreement: foreign policy challenges and economic opportunities“, Canberra, 29. August.

Galati, G. (2001): „Warum der Umsatzrückgang an den weltweiten Devisenmärkten? Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2001“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.

Tsatsaronis, K. (2000): „Hedge-Fonds“, *BIZ-Quartalsbericht*, November.

Struktur, Entwicklung und Bedeutung des Marktes für Konsortialkredite¹

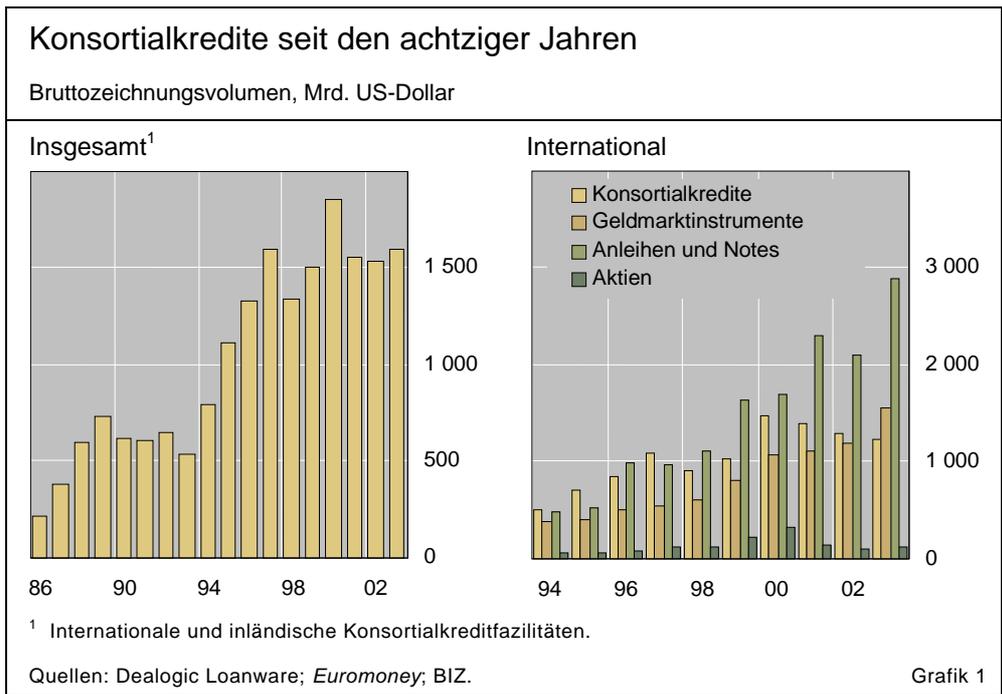
Der Konsortialkreditmarkt ermöglicht eine effizientere Risikostreuung, sowohl geografisch als auch unter Finanzinstituten. Grosse Banken in den USA und Europa stellen für Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften Kredite zusammen und weisen lokalen Banken Beteiligungen daran zu. Banken im Euro-Raum haben ihre europaweite Kreditvergabe ausgeweitet und Refinanzierungen ausserhalb des Euro-Raums gefunden.

JEL-Klassifizierung: G100, G200.

Bei Konsortialkrediten handelt es sich um Kredite, die durch eine Gruppe von Banken an einen Schuldner vergeben werden. Es sind hybride Instrumente, die Merkmale von Ausleihungen im Rahmen etablierter Kreditbeziehungen einerseits und handelbaren Schuldtiteln andererseits vereinen. Sie erlauben die Aufteilung von Kreditrisiken auf verschiedene Finanzinstitute, ohne dass jedoch der Aufwand für Offenlegung und Vertrieb wie bei Anleiheemissionen anfällt. Konsortialkredite sind eine sehr wichtige Quelle internationaler Finanzierungen; der Anteil der gezeichneten internationalen Konsortialkreditfazilitäten an allen internationalen Finanzierungen, einschliesslich Anleihe-, Commercial-Paper- und Aktienemissionen, beträgt nicht weniger als ein Drittel (Grafik 1).

Das vorliegende Feature vermittelt einen geschichtlichen Überblick über die Entwicklung dieses zunehmend globalen Marktes und beschreibt seine Funktionsweise, mit Hauptaugenmerk auf den Teilnehmern, den Preismechanismen, der Primärkreditvergabe und dem Sekundärmarkt. Ausserdem wird das Ausmass der geografischen Integration abgeschätzt. Gewöhnlich stellen grosse Banken in den USA und Europa für Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften Kredite zusammen und weisen lokalen Banken Beteiligungen daran zu. Banken im Euro-Raum haben offenbar ihre europaweite Kreditvergabe ausgeweitet und Refinanzierungen ausserhalb des Euro-Raums gefunden.

¹ Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt. Der Autor dankt Claudio Borio, Már Gudmundsson, Eli Remolona und Kostas Tsatsaronis für ihre Kommentare, Denis Pêtre für die Hilfe bei der Programmierung der Datenbank und Angelika Donaubaue für die hervorragende Unterstützung bei den Recherchen.



Marktentwicklung

Die Entstehung der Konsortialkreditvergabe lässt sich in drei Phasen unterteilen. Konsortialkredite entwickelten sich in den siebziger Jahren, zunächst als ein Geschäft mit staatlichen Schuldnern. Unmittelbar vor der Zahlungsunfähigkeit Mexikos im Jahr 1982 bestand die Verschuldung der Entwicklungsländer vornehmlich aus Konsortialkrediten. Die Zahlungsschwierigkeiten, in die viele Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften in den achtziger Jahren geraten waren, führten schliesslich im Jahr 1989 zur Umwandlung der Schulden Mexikos in Brady-Anleihen. Dieser Umwandlungsprozess beschleunigte bei den Schuldnern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften den Wechsel zur Anleihefinanzierung, sodass das Konsortialkreditgeschäft zurückging. Seit den frühen neunziger Jahren hat sich der Konsortialkreditmarkt jedoch wieder belebt und ist in den USA allmählich zum grössten Unternehmensfinanzierungsmarkt geworden. Ausserdem stellte er in den späten neunziger Jahren für Kreditgeber die wichtigste Einnahmenquelle im Provisionsgeschäft dar (Madan et al. 1999).

Die erste Wachstumsphase begann in den siebziger Jahren. Von 1971 bis 1982 dienten mittelfristige Konsortialkredite oftmals dazu, Auslandskapital in die Entwicklungsländer Afrikas, Asiens und insbesondere Lateinamerikas zu leiten. Die Kreditsyndizierung ermöglichte es kleineren Finanzinstituten, sich in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu engagieren, ohne dort vor Ort präsent sein zu müssen. Die Konsortialkreditvergabe wuchs von kleinen Beträgen in den frühen siebziger Jahren auf \$ 46 Mrd. im Jahr 1982; die bilaterale Kreditvergabe wurde dabei stetig zurückgedrängt.

Im August 1982 kam die Kreditvergabe abrupt zum Stillstand, nachdem Mexiko die Zinszahlungen auf die Staatsschulden ausgesetzt hatte; bald darauf folgten andere Länder, darunter Brasilien, Argentinien, Venezuela und die

Entstanden als
Geschäft mit
staatlichen
Schuldnern ...

Philippinen. 1985 befand sich das Kreditvergabevolumen mit \$ 9 Mrd. auf einem Tiefststand. 1987 schrieb die Citibank, gefolgt von mehreren grossen US-Banken, einen Grossteil ihrer Kredite an Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften ab. Dieser Schritt beschleunigte die Verhandlungen über einen von US-Finanzminister Nicholas Brady angeregten Plan, der dazu führte, dass die Gläubiger ihre Konsortialkredite an Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften gegen Schuldtitel eintauschten, die nach dem Finanzminister „Brady-Anleihen“ genannt wurden und deren Zinszahlungen und Nominalbetrag in unterschiedlichem Masse durch US-Schatztitel besichert waren.

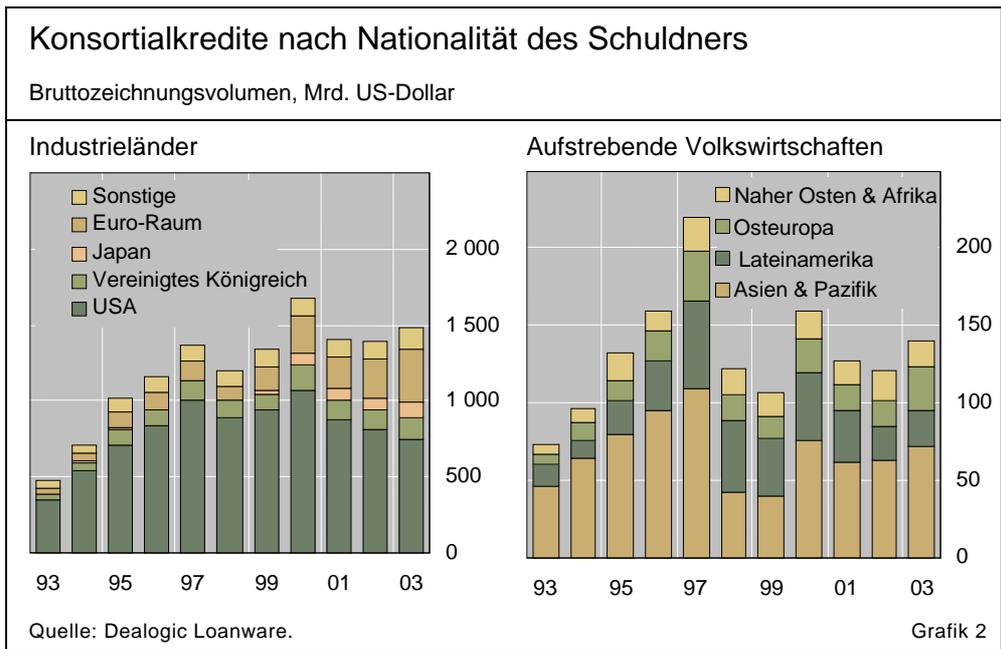
Der Brady-Plan verlieh dem Konsortialkreditmarkt neuen Schwung. Die Banken, die in der Schuldenkrise schwere Verluste erlitten hatten, gingen Anfang der neunziger Jahre zu einer anspruchsvolleren Preisgestaltung für Risiken aus Konsortialkrediten über (teilweise basierend auf Techniken, die ursprünglich am Markt für Unternehmensanleihen entwickelt worden waren). Des Weiteren setzten sie verstärkt Kreditaufgaben ein – Mechanismen, die die Preisgestaltung explizit von unternehmensspezifischen Entwicklungen abhängig machten, wie z.B. Veränderungen im Rating oder in der Schuldenbedienung. Während die Banken immer versierter wurden, waren gleichzeitig auch immer mehr Daten zur Entwicklung der Kredite verfügbar, was zur Entstehung eines Sekundärmarktes beitrug, der allmählich Nichtbankfinanzinstitute, wie z.B. Pensionsfonds und Versicherungsunternehmen, anzog. Garantien und Risikotransfertechniken ohne Vorfinanzierung², wie etwa die synthetische Verbriefung, erlaubten es den Banken schliesslich, Absicherungen gegen Kreditrisiken zu erwerben, während die Kredite weiterhin bilanzwirksam blieben. Die Entstehung dieser neuen Risikomanagementtechniken ermöglichte es einem breiteren Kreis von Finanzinstituten, am Kreditmarkt tätig zu werden. Dazu zählten auch solche Finanzinstitute, deren Kreditbegrenzungen und Kreditvergabestrategien ihnen eine Beteiligung zuvor unmöglich gemacht hätten. Teilweise sahen Kreditgeber Konsortialkredite als ein „Lockmittel“ an, um lukrativere Investment-Banking-Produkte und andere Dienstleistungen verkaufen zu können. Eine wichtigere Rolle spielte aber, dass neben den Schuldnern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften auch Unternehmen aus den Industrieländern eine Nachfrage nach Konsortialkrediten entwickelten. Sie sahen diese als nützliche und flexible Finanzierungsquelle an, die als verlässliche Ergänzung anderer externer Finanzierungsquellen, wie etwa Aktien und Anleihen, rasch bereitgestellt werden konnte.

... hat der Konsortialkreditmarkt in den letzten Jahren einen Boom erlebt

Aufgrund dieser Entwicklungen hat die Konsortialkreditvergabe seit Beginn der neunziger Jahre bis heute kräftig zugenommen. Im Jahr 2003 war das Zeichnungsvolumen neuer Kredite – einschliesslich inländischer Fazilitäten – mit insgesamt \$ 1,6 Bio. mehr als drei Mal so hoch wie 1993. Dabei nahmen sowohl Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften als auch aus den Industrieländern den Markt in Anspruch. Während erstere einen Anteil von

Weltweites
Geschäft bestimmt
durch Schuldner
aus den USA und
Westeuropa

² Bei einem Risikotransfer „ohne Vorfinanzierung“, wie z.B. einem Credit Default Swap, stellt der Risikonehmer zunächst keine Mittel bereit, sondern geht Eventualverpflichtungen ein, deren Realisierung von der Entwicklung der Bonität des Schuldners abhängt.



16% erreichten, teilte sich das übrige Geschäft gleichmässig auf Schuldner aus den USA und Westeuropa auf (Grafik 2). In Japan nimmt der Anteil des Konsortialkreditgeschäfts am gesamten inländischen Bankkreditgeschäft Meldungen zufolge zwar zu, ist jedoch weiterhin gering, was nicht zuletzt auf die traditionelle Bedeutung der „Hausbanken“ für Unternehmen zurückzuführen ist.

Somit haben sich Konsortialkredite zu einer bedeutenden Finanzierungsquelle entwickelt. Etwa ein Drittel aller internationalen Finanzierungen, einschliesslich Emissionen von Anleihen, Commercial Paper und Aktien, stellt der internationale Konsortialkreditmarkt³ zur Verfügung. Vom Gesamtvolumen entfielen im Jahr 2003 13% auf Kredite im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen, gegenüber 7% im Jahr 1993. Nach einer Flut von Privatisierungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften sind nun Banken, Versorgungs-, Transport- und Bergbauunternehmen⁴ dabei, staatliche Schuldner als die wichtigste Schuldnergruppe aus diesen Regionen abzulösen (Robinson 1996).⁵

³ Ein internationaler Konsortialkredit wird in den BIZ-Statistiken als eine Fazilität definiert, bei der wenigstens ein Kreditgeber im Konsortium eine andere Nationalität als der Kreditnehmer aufweist.

⁴ Konsortialkredite werden häufig für die Finanzierung von Projekten in diesen Sektoren eingesetzt – in Industrieländern ebenso wie in aufstrebenden Volkswirtschaften. Ein weiteres Feature in diesem *BIZ-Quartalsbericht* untersucht die spezifischen Merkmale des Kreditrisikos bei der Projektfinanzierung.

⁵ Interessanterweise wurden Schuldern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften während fast der ganzen neunziger Jahre Kredite mit längeren Laufzeiten (im Durchschnitt 5 Jahre) gewährt als Schuldern aus Industrieländern (3–4 Jahre).

Hybridinstrument mit Merkmalen eines Bankkredits und eines handelbaren Schuldtitels

Bei einem Konsortialkredit vergeben zwei oder mehr Banken gemeinsam einen Kredit an einen Schuldner. Jedes Konsortialmitglied hat eine eigenständige Forderung an den Schuldner, obwohl nur ein einziger Kreditvertrag besteht. Die Gläubiger lassen sich in zwei Gruppen aufteilen. Die erste Gruppe setzt sich aus den führenden Konsortialmitgliedern zusammen, denen ein oder mehrere Kreditgeber gewöhnlich in ihrer Funktion als Arrangeure, Konsortialführer oder Agent-Banken vorstehen.⁶ Diese federführenden Banken werden vom Kreditnehmer damit beauftragt, das Konsortium der Banken zusammenzustellen, die zur Kreditvergabe zu den vorgegebenen Konditionen bereit sind. Das Konsortium bildet sich um die Arrangeure, oftmals die Hausbanken des Kreditnehmers, die einen Anteil am Kredit übernehmen und untergeordnete Teilnehmer suchen. Die untergeordneten Banken, die gewöhnlich die Bezeichnung Manager oder Teilnehmer tragen, bilden die zweite Gruppe der Kreditgeber; ihre Anzahl und Identität hängen im Allgemeinen sowohl von der Grösse, der Komplexität und der Preisgestaltung des Kredits ab als auch davon, ob der Kreditnehmer bereit ist, den Kreis seiner Bankbeziehungen zu erweitern.

Ein hybrides Instrument ...

Somit sind Konsortialkredite zwischen Ausleihungen im Rahmen etablierter Kreditbeziehungen und handelbaren Schuldtiteln einzuordnen (Dennis/Mullineaux 2000). Im folgenden Kasten 1 sind in abnehmender Rangfolge die Banken aufgeführt, die 2001 an einer einfachen Konsortialstruktur zur Bereitstellung eines Kredites für Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc. beteiligt waren.

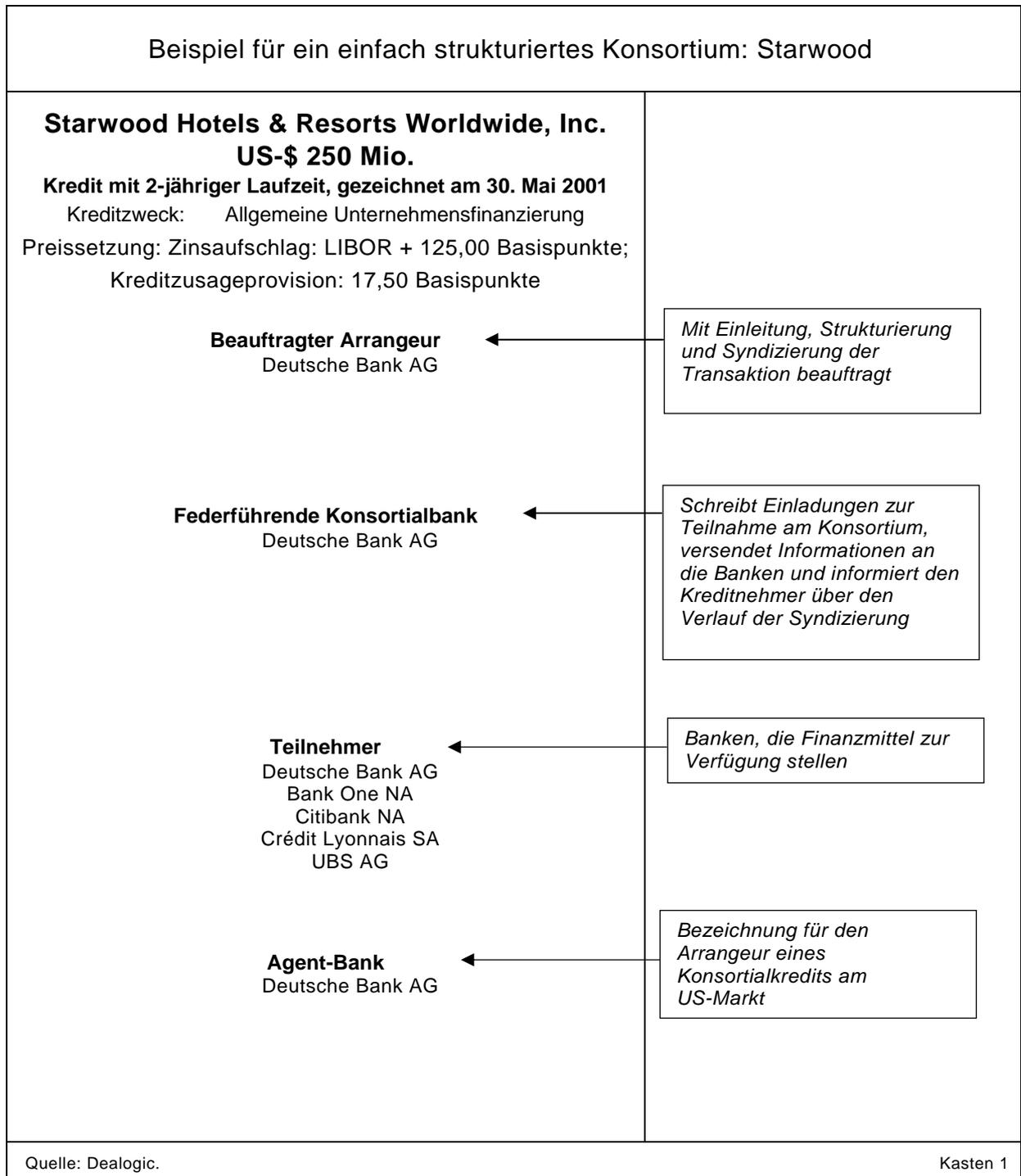
Die führenden Banken können verschiedene Beweggründe haben, um eine Kreditsyndizierung zu arrangieren. So kann hierdurch möglicherweise ein Engagement gegenüber einem einzigen Schuldner, das aufsichtliche Limits für Risikokonzentrationen sprengen würde, vermieden werden, während gleichzeitig die Beziehung zum Kreditnehmer aufrecht erhalten wird. Es lassen sich damit aber auch Provisionen verdienen, was zur Diversifizierung der Einnahmen beiträgt. Im Wesentlichen können die Arrangeure eines Konsortialkredits die Nachfrage der Kreditnehmer nach einer Kreditbereitstellung erfüllen, ohne dabei das Markt- und Kreditrisiko allein tragen zu müssen.

... mit federführenden Arrangeuren und nachrangigen Teilnehmern

Auch für untergeordnete Banken kann eine Teilnahme an einem Konsortialkredit aus verschiedenen Gründen lohnend sein. So fehlen diesen Banken möglicherweise die Kapazitäten für bestimmte Kreditarten, bestimmte geografische Gebiete oder bestimmte Branchen. Vielleicht möchten sie aber auch einfach ihren Kreditvergabeaufwand gering halten. Da untergeordnete Konsortialbanken gewöhnlich nur eine Zinsmarge, jedoch keine Provisionen erhalten, hegen sie möglicherweise auch die Hoffnung, dass der Kunde sie später für

⁶ Die Banken, die die hier in abnehmender Rangfolge genannten Funktionen innehaben, spielen eine aktive Rolle bei der Auswahl der Konsortialmitglieder, bei den Verhandlungen über die Konditionen und bei der Verwaltung der Fazilität.

ihre Mitwirkung mit profitableren Geschäften, wie z.B. Finanzmanagement, Unternehmensfinanzierung oder Beratungstätigkeit, belohnen wird (Allen 1990).⁷



⁷ In der Praxis erfüllt sich diese Hoffnung jedoch längst nicht immer. Einige Daten aus den USA deuten sogar darauf hin, dass sich deshalb kleinere Teilnehmer in letzter Zeit vom Markt zurückgezogen und die Vergabe von Konsortialkrediten als „Lockmittel“ eingestellt haben.

Die Preisgestaltungsstruktur: Zinsaufschläge und Provisionen

Die Kreditgeber erhalten Provisionen nach ihrem Rang ...

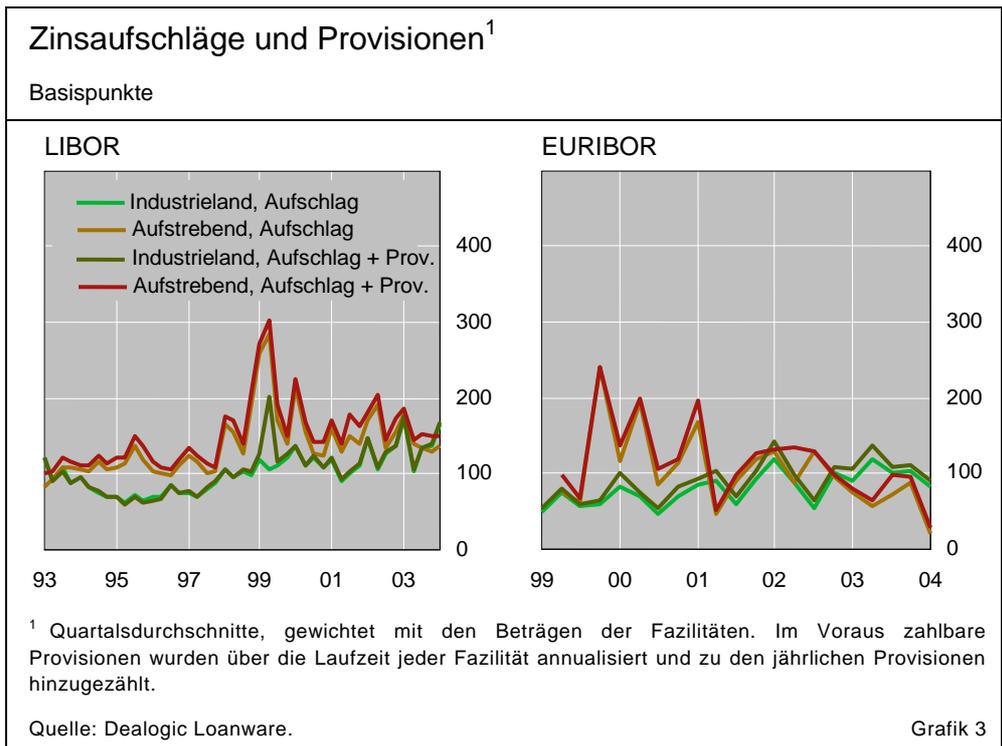
Neben einem Zinsaufschlag auf einen variablen Referenzzinssatz (gewöhnlich LIBOR) für den in Anspruch genommenen Teil des Kredits erhalten die Konsortialbanken verschiedene Provisionen (Allen 1990; Tabelle 1). Der Arrangeur⁸ und andere Mitglieder der Konsortialführung erhalten im Allgemeinen eine Art Vorausprovision dafür, dass sie das Geschäft arrangieren. Diese wird oft als *Praecipium* oder *Bereitstellungsprovision* bezeichnet. Ebenso erhalten die Konsortialmitglieder eine *Konsortialprovision* dafür, dass sie die

Provisionsstruktur eines Konsortialkredits		
Provision	Zahlbar	Bemerkungen
Bereitstellungsprovision	Im Voraus	Auch als <i>Praecipium</i> bezeichnet. Geht an Arrangeure und Konsortialführer für das Arrangieren des Geschäfts
Anwaltshonorar	Im Voraus	Vergütung für den Rechtsberater
Konsortialprovision	Im Voraus	Preis für die Verpflichtung zur Mittelbeschaffung auf der ersten Stufe der Syndizierung
Teilnahmeprovision	Im Voraus	Geht an die führenden Teilnehmer
Fazilitätsprovision	Jährlich	Zahlbar an die Banken dafür, dass sie die Fazilität bereitstellen, unabhängig von deren Inanspruchnahme
Kreditusageprovision	Jährlich; erhoben auf den nicht beanspruchten Teil	Zahlbar solange die Fazilität nicht in Anspruch genommen wird; entschädigt den Kreditgeber für das durch die Zusage gebundene Eigenkapital
Nutzungsprovision	Jährlich; erhoben auf den beanspruchten Teil	Erhöht die Rendite des Kreditgebers; ermöglicht dem Kreditnehmer, dem Markt einen niedrigeren Zinsaufschlag anzugeben, als tatsächlich gezahlt wird, da die Nutzungsprovision nicht immer offengelegt werden muss
Abwicklungsprovision	Jährlich	Vergütung für die Dienstleistungen der Agent-Bank
„Durchleitungs“-Provision	Im Voraus	Vergütung für die „Durchleitungs-Bank“ ¹
Gebühr für vorzeitige Tilgung	Einmalig, bei vorzeitiger Tilgung	Aufschlag bei vorzeitiger Tilgung

¹ Die Bank, über die die Zahlungen zwecks Vermeidung von Quellensteuern geleitet werden. Für Schuldner, die einem Handel ihrer Kredite am Sekundärmarkt zustimmen, ist ein wichtiger Faktor das Vermeiden von Quellensteuern in dem Land, in dem der Käufer des Kredits ansässig ist.

Quelle: Vom Autor zusammengestellt. Tabelle 1

⁸ In diesem Zusammenhang ist zu bedenken, dass eine Bank mehrere Funktionen in einem Konsortium übernehmen kann. Beispielsweise kann der Arrangeur gleichzeitig Konsortialmitglied sein und/oder selbst einen kleinen Teil des Kredits übernehmen, womit er zum untergeordneten Teilnehmer wird.



Verfügbarkeit der Finanzmittel garantieren. Andere Teilnehmer (zumindest die „Manager“ und „Co-Manager“) können dafür, dass sie an der Fazilität mitwirken, mit einer *Teilnahme*provision rechnen, wobei die Provisionshöhe im Allgemeinen von der Höhe der Kreditzusage abhängt. Die Konsortialmitglieder im untersten Rang erhalten in der Regel lediglich den Zinsaufschlag auf den Referenzsatz. Sobald der Kredit bereitgestellt, aber noch nicht beansprucht ist, bekommen die Konsortialmitglieder proportional zu ihrer Kreditzusage oftmals eine jährliche *Kreditzusage-* bzw. *Fazilitätsprovision* (hauptsächlich um sie für die Kosten des regulatorischen Kapitals zu entschädigen, mit dem sie den zugesagten Kredit unterlegen müssen). Sobald die Fazilität beansprucht ist, muss der Kreditnehmer möglicherweise eine jährliche *Nutzungsprovision* auf den gezogenen Betrag entrichten. Die Agent-Bank erhält zur Abdeckung der Kreditverwaltungskosten gewöhnlich eine *Abwicklungsprovision*, die einmal im Jahr fällig wird. Kreditvereinbarungen schliessen manchmal eine Strafklausel ein, mit der der Kreditnehmer sich bereit erklärt, eine *Gebühr für vorzeitige Tilgung* zu zahlen bzw. die Kreditgeber anderweitig zu entschädigen, falls er in Anspruch genommene Kreditbeträge vor dem festgelegten Termin zurückzahlt. Im Kasten 1 findet sich ein Beispiel für eine einfache Provisionsstruktur, die festlegt, dass Starwood Hotels & Resorts Worldwide, Inc. neben einem Zinsaufschlag eine Kreditzusageprovision zu zahlen hatte.

Insgesamt unterscheidet sich die relative Höhe der Zinsaufschläge und der Provisionen durchweg in Abhängigkeit von einer Reihe von Faktoren. Provisionen haben bei Krediten, die auf dem EURIBOR basieren, eine grössere Bedeutung als bei LIBOR-Krediten. Des Weiteren liegt der Provisionsanteil an den gesamten Kreditkosten bei Schuldern aus den Industrieländern

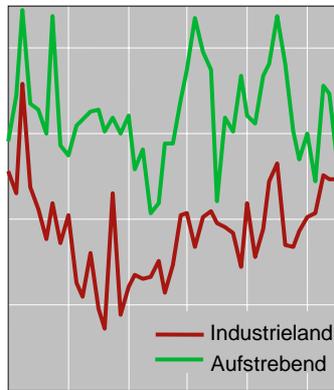
... als Vergütung für ihre Dienstleistungen ...

... oder im Zusammenhang mit bestimmten Kreditereignissen

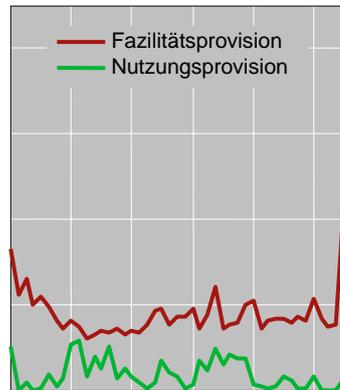
Aufschlüsselung der Provisionen¹

Basispunkte

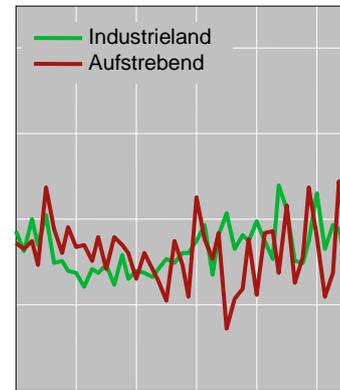
Teilnahmeprovision
(im Voraus)²



Fazilitäts- und Nutzungsprovisionen (jährlich)³



Kreditusageprovision (jährlich)



93 95 97 99 01 03

93 95 97 99 01 03

93 95 97 99 01 03

¹ Quartalsdurchschnitte, gewichtet mit den Beträgen der Fazilitäten. ² Nicht annualisiert. ³ Nur Schuldner aus Industrieländern.

Quelle: Dealogic Loanware.

Grafik 4

höher als bei Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften. Dies könnte jedoch auf die unterschiedliche Bedeutung der Schuldnerkategorien in diesen Segmenten zurückzuführen sein. So ist es möglich, dass nichtstaatliche Schuldner, die in den Industrieländern überwiegen, aus Steuer- oder Offenlegungsgründen ein grösseres Interesse daran haben, dass ein höherer Teil ihrer gesamten Kreditkosten in Form von Provisionen anstatt von Zinsaufschlägen anfällt. Allerdings sind die Gesamtkosten (Zinsaufschläge, Vorausprovisionen und jährliche Provisionen)⁹ für Kredite an Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften höher als bei Fazilitäten für Schuldner aus Industrieländern (Grafik 3 und 4). Ausserdem weichen die Zusageprovisionen bei Fazilitäten an Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften stärker voneinander ab. Offenbar verlangen die Kreditgeber also für das grössere und stärker schwankende Kreditrisiko in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine zusätzliche Kompensation in Form von höheren Zinsaufschlägen wie auch höheren Provisionen.

Zinsaufschläge und Provisionen sind jedoch nicht die einzige Kompensation, die Kreditgeber für die Risikoübernahme verlangen können. So ermöglichen Garantien, Sicherheiten und Kreditauflagen eine explizite Bindung der Preisgestaltung an Unternehmensereignisse (Ratingveränderungen, Schuldendienst). Besicherung und Garantien kommen bei Schuldnern aus den

⁹ Die in den Grafiken 3 und 4 dargestellten Provisionen sind allerdings nicht direkt vergleichbar. In Grafik 3 werden zur besseren Vergleichbarkeit mit den Zinsaufschlägen die jährlich und die im Voraus zahlbaren Provisionen addiert, wobei die Vorausprovisionen über die gesamte Laufzeit der Fazilitäten annualisiert werden, unter der Annahme, dass der Kredit sofort und vollständig in Anspruch genommen wird. Dagegen werden in Grafik 4 die jährlich zu entrichtenden Provisionen und die Vorausprovisionen (die hier nicht annualisiert werden) getrennt dargestellt.

Preisfremde Komponenten der Kompensation für die Risikoübernahme						
Anteil von Konsortialkrediten mit Kreditauflagen, Besicherungen und Garantien; in Prozent; nach Nationalität des Schuldners						
	Kreditauflagen		Besicherung		Garantien	
	Aufstrebend	Industrieland	Aufstrebend	Industrieland	Aufstrebend	Industrieland
1993–96	0	16	40	15	31	7
1997–2000	2	24	49	16	22	4
2001–04 ¹	3	19	37	13	21	4

¹ Für 2004 nur erstes Quartal.
Quelle: Dealogic Loanware. Tabelle 2

aufstrebenden Volkswirtschaften häufiger zur Anwendung (Tabelle 2), Kreditauflagen dagegen stärker bei Schuldern aus den Industrieländern (möglicherweise weil solche Bedingungen dort leichter durchzusetzen sind).

Primär- und Sekundärmärkte: Risikostreuung und Risikotransfer

Zwar beherrschen Geschäftsbanken sowohl als hochrangige Arrangeure als auch als unterrangige Mittelgeber den Primärmarkt immer noch; im Laufe der Zeit sind aber andere Finanzinstitute in den Markt eingedrungen. Unter den 200 führenden Finanzinstituten, die einen Marktanteil von etwa 90% auf sich vereinigen, sind praktisch keine Nichtgeschäftsbanken oder Nichtbanken zu finden. Von der Belebung des Konsortialkreditgeschäfts in den neunziger Jahren haben aber auch Investmentbanken profitiert. Sie haben sich ihr Fachwissen als Emissionsinstitute von Anleihen und die zunehmende Verflechtung der Märkte für Bankkredite und für handelbare Schuldtitel¹⁰ zunutze gemacht, um Konsortialkredite zu arrangieren. Neben der grösseren Beteiligung von Investmentbanken ist auch eine wachsende Teilnahme multilateraler Finanzinstitute wie z.B. der International Finance Corporation oder der Inter-American Development Bank festzustellen.¹¹

Geschäftsbanken
am Primärmarkt
immer noch
dominierend

Konsortialkredite werden zunehmend an Sekundärmärkten gehandelt. Die Standardisierung der Dokumentation für den Kredithandel, die von Standesorganisationen wie der Loan Market Association (in Europa) und der Asia Pacific Loan Market Association ausging, hat zu einer Verbesserung der Liquidität an diesen Märkten beigetragen. Ein Gradmesser für die Handelbarkeit von Krediten am Sekundärmarkt ist die Verbreitung von Abtretungsklauseln, die die Abtretung der Forderung an einen anderen Gläubiger

Zunehmende
Bedeutung des
Sekundärmarktes

¹⁰ Es kommt z.B. heute häufig vor, dass ein mittelfristiger Konsortialkredit am Ende seiner Laufzeit (oder schon vorher) durch eine Anleihe refinanziert wird. Ebenso werden Commercial-Paper-Programme in den USA häufig durch ein Akkreditiv eines Konsortiums gedeckt.

¹¹ Dies ermöglicht eine Risikoteilung unter Anlegern des öffentlichen und des privaten Sektors. Dabei handelt es sich gewöhnlich um von multilateralen Organisationen vergebene Konsortialkredite mit Tranchen, die für Banken des privaten Sektors reserviert sind.

gestatten.¹² Am US-Markt ist der Anteil an übertragbaren Krediten am grössten (25% des gesamten Kreditvolumens im Zeitraum 1993 bis 2003), gefolgt vom europäischen Markt (10%). Der Sekundärmarkt wird gewöhnlich in drei Segmente eingeteilt: Nominalwert/nahe Nominalwert, stark fremdfinanziert (bzw. hochverzinslich) und notleidend. Im Segment notleidender Kredite ist die Liquidität am grössten. Kredite an grosse Unternehmen werden gewöhnlich ebenfalls lebhaft gehandelt.

Sekundärmarkt-
teilnehmer und
Strategien:
Marktmacher ...

Die Teilnehmer am Sekundärmarkt lassen sich in drei Kategorien einteilen: Marktmacher, aktive Händler und sporadisch auftretende Verkäufer bzw. Anleger. Bei den Marktmachern handelt es sich gewöhnlich um grössere Geschäfts- und Investmentbanken, die Kapital zur Liquiditätsschaffung bereitstellen und eigene Handelspositionen halten. Finanzinstitute, die in der Primärkreditvergabe aktiv sind, haben beim Sekundärmarkthandel einen Vorsprung, namentlich aufgrund der Kenntnisse, die sie sich beim Zugang zur Kreditdokumentation und deren Verständnis erworben haben. Aktive Händler sind hauptsächlich Investmentbanken und Geschäftsbanken, auf notleidende Kredite spezialisierte Händler und sogenannte „Vulture-Fonds“ (institutionelle Anleger mit Schwerpunkt auf notleidenden Schuldtiteln). Wirtschaftsunternehmen und andere institutionelle Anleger, wie etwa Versicherungen, nehmen ebenfalls in begrenztem Umfang am Handel teil. Mit der steigenden Anzahl der Finanzinstitute, die Abteilungen für die Bewirtschaftung ihrer Kreditportfolios einrichten, nimmt offenbar auch das Interesse an Geschäften über Bewertungsdifferenzen zu. So werden Rendite- bzw. Ertragsabweichungen bei Krediten und anderen Instrumenten, wie etwa Kreditderivaten, Aktien und Anleihen, durch Arbitrage ausgeglichen (Coffey 2000, Pennacchi 2003). Schliesslich gibt es noch Marktteilnehmer, die nur sporadisch auftreten; sie wollen entweder als Verkäufer von Krediten Bilanzkapazitäten schaffen oder als Anleger Positionen eingehen und halten. Die Verkäufer von Risiken können Kredite aus ihren Bilanzen herausnehmen, um entweder aufsichtsrechtliche Beschränkungen einzuhalten, Risiken abzusichern oder ihr Engagement und ihre Liquidität zu steuern.¹³ US-Banken, deren ausstehende Konsortialkreditengagements durch das Federal Reserve Board regelmässig überwacht werden, haben offenbar erfolgreich einen Teil ihrer Konsortialkredite an Nichtbanken abgetreten, darunter auch bis zu einem Viertel ihrer Problemkredite (Tabelle 3). Kreditkäufer am Sekundärmarkt können auf diese Weise ein Engagement in bestimmten Sektoren und Ländern aufbauen, vor allem wenn ihnen die kritische Grösse fehlt, um dies am Primärmarkt zu tun.¹⁴

... aktive Händler ...

... und sporadische
Teilnehmer

¹² Die Übertragbarkeit hängt vom Einverständnis des Kreditnehmers ab, das in der ursprünglichen Kreditvereinbarung festgehalten wird. Einige Schuldner erlauben den Handel mit ihren Krediten am Sekundärmarkt nicht, da sie ihre Bankbeziehungen beibehalten wollen.

¹³ Die veräussernden Banken steigern oftmals ihr Provisionseinkommen, indem sie neue Kredite arrangieren, mit denen zuvor bereitgestellte Fazilitäten für die Schuldner erneuert werden. Dann verkaufen sie vielleicht alte Fazilitäten am Sekundärmarkt, um in ihrer Bilanz Kapazitäten zu schaffen, da sie einige der Neukredite nur so halten können.

¹⁴ Zum Beispiel übersteigt die erforderliche Mindestbeteiligung am Primärmarkt möglicherweise das Kreditlimit der Bank.

US-Konsortialkredite ¹								
	Anteil an Gesamtkreditvolumen ²			Nachrichtlich: Gesamtkredit- volumen (Mrd. US-\$)	Eingestufte Kredite, in Prozent ³			
	US- Banken	Ausländische Bank- konzerne	Nicht- banken		US- Banke n	Ausländische Bankkonzerne	Nicht- banken	Gesamt- kredit- volumen
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,1	4,7	14,6	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,4	7,3	23,0	8,4
2003	45	44	11	1 644	5,8	9,0	24,4	9,3

¹ Ausstehende Kredite und unbeanspruchte Kreditzusagen. ² Gruppenanteil am Gesamtkreditvolumen, auf Dollarbasis gerechnet. ³ Anteil der von Prüfern als „nicht voll werthaltig“, „zweifelhaft“ oder „Verlust“ eingestufteten Kredite am Gesamtkreditvolumen, auf Dollarbasis gerechnet.

Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System. Tabelle 3

Das Handelsvolumen am Sekundärmarkt nimmt zwar zu, ist aber im Vergleich zum Volumen der am Primärmarkt bereitgestellten Konsortialkredite immer noch relativ gering. Der grösste Sekundärmarkt für Kredite existiert in den USA, mit einem Handelsvolumen von \$ 145 Mrd. im Jahr 2003. Dies entsprach in jenem Jahr 19% des Zeichnungsvolumens am Primärmarkt und 9% der ausstehenden Konsortialkreditzusagen. In Europa schoss das Handelsvolumen 2003 im Vorjahresvergleich um 50% auf \$ 46 Mrd. (bzw. 11% des Zeichnungsvolumens am Primärmarkt) hoch (Grafik 5).

Bisher nur relativ geringe Umsätze am Sekundärmarkt ...

Der Handel mit notleidenden Krediten macht am Sekundärmarkt in den USA weiterhin einen hohen Anteil aus, und auch in Europa ist seine Bedeutung gestiegen. Dies ist allerdings bis zu einem gewissen Grad auf grössere Anspannungen im Unternehmenssektor in Europa zurückzuführen. Da das Segment der Kredite mit Anlagequalität weitgehend ausgeschöpft ist, ist es aber auch ein Hinweis darauf, dass das Anlegerinteresse weiterbesteht und der Markt einen höheren Anteil von Krediten unter Nominalwert aufnehmen kann (BIZ 2004).

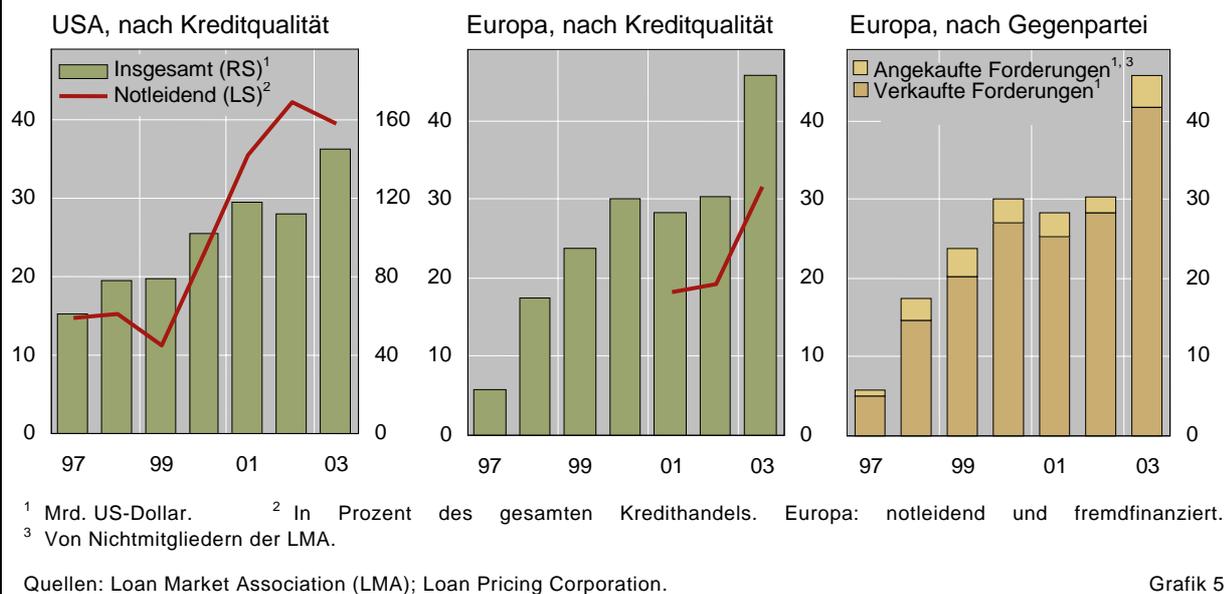
In der Asien-Pazifik-Region, wo nur sechs oder sieben Banken in der Sonderverwaltungsregion Hongkong spezielle Handelsabteilungen unterhalten und keine Nichtbank am Handel teilnimmt, ist das Handelsvolumen am Sekundärmarkt wesentlich geringer als in den USA und Europa. 1998 verlief der Sekundärmarkthandel in Asien aussergewöhnlich lebhaft. In jenem Jahr wechselten grosse Kreditportfolio-Blöcke den Besitzer, da japanische Banken ihre Portfolios notleidender Kredite sanierten.¹⁵ In den folgenden Jahren verlief der Handel verhaltener.¹⁶ Allerdings ist das Interesse der Banken in letzter Zeit

... insbesondere in Asien

¹⁵ Wenn Banken ganze Portfolios sanieren, handeln sie gewöhnlich Kreditblöcke. In normalen Zeiten werden Kredite dagegen üblicherweise einzeln gehandelt.

¹⁶ Dennoch haben japanische Banken in letzter Zeit zahlreiche Kredite am japanischen Sekundärmarkt abgegeben. Laut einer vierteljährlichen Erhebung der Bank of Japan beliefen sich diese Abgaben im Geschäftsjahr April 2003 bis März 2004 auf insgesamt ¥ 11 Bio.; davon waren 38% notleidende Kredite. Im anschliessenden zweiten Quartal 2004 waren die Umsätze am Sekundärmarkt im historischen Vergleich aussergewöhnlich schwach.

Sekundärmärkte für Konsortialkredite: USA und Europa



offenbar wieder gewachsen, da die Preise für Kredite am Sekundärmarkt weniger zurückgegangen sind als die Preise von besicherten Schuldtiteln und Anleihen.¹⁷

Geografische Integration des Marktes

Mit der wachsenden geografischen Integration der Finanzmärkte stellt sich die Frage, inwieweit sich dieser Prozess im Konsortialkreditgeschäft in Form von grenzüberschreitenden Transaktionen ablesen lässt. Zur Beantwortung wird die nationale Zusammensetzung der Syndikate am Primärmarkt überall dort untersucht, wo Informationen über die einzelnen Teilnehmer problemlos erhältlich sind. Die Untersuchung erfolgt zunächst weltweit und anschliessend innerhalb des Euro-Raums, damit mögliche Wirkungen der Einführung des Euro beurteilt werden können.

Tabelle 4 zeigt das Ausmass der internationalen Verflechtung der Konsortialkreditmärkte anhand des Anteils der Kredite, die von Banken aus dem Land oder der Region des Schuldners arrangiert oder bereitgestellt wurden. Bei den hochrangigen Arrangeuren wird die nationale Zusammensetzung auf Basis der Anzahl der Geschäfte berechnet, bei den niederrangigen Teilnehmern auf der Basis des Dollarbetrags, der von den einzelnen Finanzinstituten zur Verfügung gestellt wurde. Die Untersuchung erbrachte mehrere wichtige Erkenntnisse.

¹⁷ Marktkreisen zufolge handelt es sich bei den Verkäufern von Krediten hauptsächlich um internationale Banken mit Präsenz in Asien, während die Nachfrage von Banken in Taiwan und China kommt.

Internationale Verflechtung des Marktes				
Nach Nationalität der Schuldner	% der Geschäfte ¹ , bei denen der Arrangeur die gleiche Nationalität ² aufweist wie der Schuldner (Basis: Anzahl Geschäfte)		% der Mittel ¹ , die von Banken der gleichen Nationalität ² wie der Schuldner bereitgestellt wurden (Basis: US-Dollar-Beträge)	
	1993–98	1999–2004 ³	1993–98	1999–2004 ³
Wichtigste Länder und Regionen				
USA	74	70	61	62
Euro-Raum ⁴	59	72	71	67
Vereinigtes Königreich	58	43	35	42
Übriges Westeuropa	37	26	36	25
Japan	62	84	63	87
Sonstige Industriestaaten	67	65	61	57
Asien & Pazifik	29	37	34	51
Osteuropa	9	12	10	13
Lateinamerika/Karibik	5	7	6	8
Naher Osten & Afrika	15	20	22	28
Offshore	54	36	44	31
Länder des Euro-Raums				
Belgien	17	22	31	16
Deutschland	43	46	57	44
Finnland	26	13	16	9
Frankreich	48	50	45	46
Griechenland	7	29	8	24
Irland	20	18	16	14
Italien	34	53	39	48
Luxemburg	10	8	30	7
Niederlande	24	29	28	25
Österreich	5	42	33	42
Portugal	31	27	30	23
Spanien	64	51	64	49
Euro-Raum ⁵	39	42	43	38
¹ Berechnet mit Einschluss rein inländischer Geschäfte. ² Bzw. gleiche Region. ³ 2004: nur erstes Quartal. ⁴ Schuldner aus jedem beliebigen Land des Euro-Raums, Arrangeur/Mittelgeber aus jedem beliebigen Land des Euro-Raums. ⁵ Schuldner aus demselben Land des Euro-Raums wie der Arrangeur/Mittelgeber, Durchschnitt Euro-Raum.				
Quellen: Dealogic Loanware; Berechnungen des Autors.				Tabelle 4

Erstens ist die Präsenz internationaler Kreditgeber an den Kreditmärkten für Schuldner in Japan, dem Euro-Raum und den USA erwartungsgemäss relativ gering. Oftmals stammen die Banken, die die Kreditfazilität arrangiert oder als Teilnehmer mitfinanziert haben, aus dem gleichen Land wie der Schuldner. Der Anteil internationaler Finanzinstitute an den arrangierten Transaktionen bzw. den zur Verfügung gestellten Finanzmitteln übersteigt nur selten 30%.¹⁸

Integration in
Industrieländern ...

¹⁸ Im Falle von US-Schuldern ist die Aussage einer geringen ausländischen Präsenz zu relativieren. So ist der Anteil der gesamten Konsortialkredite, die von ausländischen Bankkonzernen gehalten werden, mit rund 45% seit dem Jahr 2000 (unter Berücksichtigung von Abgaben am Sekundärmarkt) relativ hoch (Tabelle 3).

Zweitens scheinen internationale Banken in Syndikaten für Schuldner ausserhalb des Euro-Raums, insbesondere aus dem Vereinigten Königreich, stärker vertreten zu sein (oftmals mit einem Anteil von über 60%). Interessanterweise zahlen japanische Schuldner im Durchschnitt höhere Provisionen als Schuldner aus dem Vereinigten Königreich, wo der Markt stärker durch internationale Banken durchdrungen ist. Dies lässt möglicherweise darauf schliessen, dass der Markt im Vereinigten Königreich stärker umkämpft ist.

... und
aufstrebenden
Volkswirtschaften

Drittens werden Syndikate, die für Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften (möglicherweise mit Ausnahme Asiens) zusammengestellt wurden, gewöhnlich von ausländischen Kreditgebern dominiert. Interessanterweise sind bei allen Schuldnern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere jedoch im Nahen Osten und Afrika und in der Asien-Pazifik-Region, „inländische“ Banken (d.h. Banken aus der gleichen Region wie der Schuldner) stärker als unterrangige Mittelgeber vertreten und weniger als hochrangige Arrangeure. Offenbar ist es die Regel, dass eine grössere internationale Bank die Syndizierung arrangiert und dann den Kredit regionalen Kreditgebern zuteilt.¹⁹ Da die Präsenz eines angesehenen, bedeutenden ausländischen Arrangeurs eine „Zertifizierungswirkung“ für Banken mit tieferem Rang im Konsortium hat, ist es einfacher, als unterrangige Bank grenzüberschreitend Finanzmittel zur Verfügung zu stellen, denn als Arrangeur die Kreditkontrolle und -überprüfung vornehmen zu müssen.

Etwas verstärkte
europaweite
Integration

Schliesslich hat die Einführung des Euro offenbar die Integration des europaweiten Konsortialkreditmarktes, insbesondere auf der Ebene der Arrangeure, etwas verstärkt. Die ersten zwei Spalten in Tabelle 4 zeigen, dass sich innerhalb des Euro-Raums der prozentuale Anteil der Kredite, die von Banken aus dem gleichen Land wie der Schuldner arrangiert wurden, nach 1999 im Vergleich zu der Zeit davor kaum vergrössert hat (42% gegenüber 39%).²⁰ Dabei stieg der Anteil der Arrangeure aus dem Euro-Raum insgesamt von 59% auf 72%, was darauf hinweist, dass Banken aus dem Euro-Raum einen höheren Anteil der Kredite für Schuldner aus anderen Ländern des Euro-Raums arrangiert haben.²¹ Gleichzeitig wurden die neuen Kredite, die europaweit arrangiert wurden, offenbar zu einem grossen Teil durch Banken ausserhalb des Euro-Raums finanziert, da der Anteil der Banken aus dem Euro-Raum an den unterrangigen Mittelgebern vergleichsweise stabil blieb (s. die letzten

¹⁹ S. McCauley et al. (2002) für weitere Hintergrundinformationen und eine Erweiterung der Analyse auf den Anleihemarkt.

²⁰ Kredite europäischer (einschl. osteuropäischer) Schuldner sind weitgehend in Euro denominiert. Weltweit erfolgt die Konsortialkreditvergabe dagegen nach wie vor hauptsächlich in US-Dollar (der Anteil der US-Dollar-Fazilitäten an der gesamten Konsortialkreditvergabe belief sich 2003 auf 62%, der Anteil des Euro auf 21%, der Anteil des Pfund Sterling und des Yen auf je 6%).

²¹ In einer Studie über den Markt der Anleiheemissionen zeigen Santos und Tsatsaronis (2003), dass der mit der europäischen Einheitswährung verbundene Wegfall der Marktsegmentierung nicht zu einer Zunahme der Geschäftsverbindungen zwischen den Kreditnehmern und den Emissionsinstituten des Euro-Raums geführt hat. Zu beachten ist allerdings, dass sich die Märkte für Anleiheemissionen und für Konsortialkredite stark unterscheiden, da Anleihen an institutionelle Anleger, Kredite aber hauptsächlich an andere Banken verkauft werden.

zwei Spalten von Tabelle 4). Dies könnte auf eine grössere Bilanzkapazität ausserhalb des Euro-Raums zurückzuführen sein.

Zusammenfassung

Dieses Feature vermittelt einen geschichtlichen Überblick über die Entwicklung des Konsortialkreditmarktes. Dabei wird gezeigt, wie sich diese Form der Kreditvergabe, die in den siebziger Jahren im Wesentlichen als ein Geschäft mit staatlichen Schuldnern begann, im Laufe der neunziger Jahre zu einer der wichtigsten Finanzierungsquellen für Unternehmensschuldner weiterentwickelt hat.

Der Konsortialkreditmarkt bietet sowohl den unterrangigen als auch den hochrangigen Kreditgebern Vorteile. Hochrangigen Banken gibt er die Gelegenheit, mit ihrer Expertise in der Risikokreditvergabe Provisionen zu verdienen und ihre bilanzwirksamen Engagements zu steuern. Unterrangigen Kreditgebern ermöglicht er, Engagements gegenüber neuen Schuldnern einzugehen, ohne dass dabei Überwachungskosten in Ländern oder Sektoren anfallen, in denen sie möglicherweise nicht die notwendige Expertise oder Präsenz vor Ort haben. Die Primärkreditvergabe im Konsortium und der damit verbundene Sekundärmarkt ermöglichen daher eine effizientere Risikostreuung und Risikoübernahme, sowohl geografisch als auch unter Finanzinstituten. Beispielsweise werden Konsortialkredite für Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften gewöhnlich von grossen Banken aus den USA oder Europa arrangiert, die in der Folge das Risiko an inländische Banken weitergeben. Die Banken aus dem Euro-Raum haben mit der Einführung des Euro ihr europaweites Kreditgeschäft gestärkt und dabei Mittelgeber für die hieraus entstandenen Risiken ausserhalb des Euro-Raums gefunden.

Das Ausmass der geografischen Integration des Marktes scheint jedoch in den Regionen unterschiedlich zu sein, was sich im unterschiedlichen Grad der Präsenz internationaler Finanzinstitute widerspiegelt. Diese Unterschiede könnten wohl auf die unterschiedliche Grösse der nationalen Märkte zurückzuführen sein. Es sind jedoch weitergehende Untersuchungen erforderlich, um besseren Einblick in die Zugangsmöglichkeiten zu den Märkten zu erhalten. Zu prüfen ist dabei, ob die Unterschiede im Zusammenhang mit der unterschiedlichen Preisgestaltung der Kredite, insbesondere der Provisionen, stehen.

Bibliografie

Allen, T. (1990): „Developments in the international syndicated loan market in the 1980s“, *Quarterly Bulletin*, Bank of England, Februar.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2004): *74. Jahresbericht*, Kapitel 7, S. 133f.

Coffey, M. (2000): „The US leveraged loan market: from relationship to return“, in T. Rhodes (ed.), *Syndicated Lending, Practice and Documentation*, Euromoney Books.

Dennis, S. und D. Mullineaux (2000): „Syndicated loans“, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, Oktober, S. 404–426.

Madan, R., R. Sobhani und K. Horowitz (1999): „The biggest secret of Wall Street“, Paine Webber Equity Research.

McCauley, R.N., S. Fung und B. Gadanecz (2002): „Finanzielle Verflechtung in Ostasien“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.

Pennacchi, G. (2003): „Who needs a bank, anyway?“, *Wall Street Journal*, 17. Dezember.

Robinson, M. (1996): „Syndicated lending: a stabilizing element in the Latin markets“, *Corporate Finance Guide to Latin American Treasury & Finance*.

Santos, A.C. und K. Tsatsaronis (2003): „The cost of barriers to entry: evidence from the market for corporate euro bond underwriting“, *BIS Working Papers*, Nr. 134.

Das Bonitätsrisiko bei der Projektfinanzierung¹

Bei der Projektfinanzierung ist das Bonitätsrisiko zu Beginn des Projekts tendenziell relativ hoch und nimmt mit fortschreitender Lebensdauer des Projekts ab. Danach wären Darlehen mit längerer Laufzeit billiger als kurzfristige Kredite.

JEL-Klassifizierung: F34, G12, G28, G32.

Jahrzehntelang war die Projektfinanzierung weltweit der bevorzugte Weg, um grosse Infrastrukturprojekte zu finanzieren. In mehreren Studien wurde die zentrale Bedeutung dieser Finanzierungsart insbesondere für aufstrebende Volkswirtschaften unterstrichen und auf den Zusammenhang zwischen Infrastrukturinvestitionen und Wirtschaftswachstum hingewiesen. Phasen finanzieller Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften, Schwierigkeiten in den Sektoren Telekommunikation und Energie und das finanzielle Scheitern mehrerer namhafter Projekte² haben jedoch in den letzten Jahren viele dazu veranlasst, die Risiken im Zusammenhang mit der Projektfinanzierung neu zu überdenken.

Die Frage, ob längere Laufzeiten per se ein Risikofaktor sind, ist für das Verständnis des spezifischen Bonitätsrisikos bei der Projektfinanzierung von entscheidender Bedeutung. Grosse, kapitalintensive Projekte erfordern in der Regel hohe Investitionen zu Beginn des Projekts, und Erlöse zur Deckung der Kosten fallen erst langfristig an. Da das Zeitprofil des Schuldendienstes auf die sich aus dem Projekt ergebenden Zahlungsströme abzustimmen ist, haben Darlehen zur Projektfinanzierung deshalb im Durchschnitt eine erheblich längere Laufzeit als andere Konsortialkredite.³

¹ Der Autor dankt Claudio Borio, Blaise Gadanecz, Már Gudmundsson, Eli Remolona und Kostas Tsatsaronis für ihre Anmerkungen sowie Angelika Donaubauer und Petra Hofer (Dealogic) für ihre Unterstützung bei der Verarbeitung der Daten. Der Beitrag gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² In der letzten Zeit hat das finanzielle Scheitern von drei Projekten viel Aufmerksamkeit erregt: dem Kanaltunnel zwischen Frankreich und dem Vereinigten Königreich, Disneyland in der Nähe von Paris und dem Dabhol-Kraftwerk in Indien.

³ Die durchschnittliche Laufzeit von Darlehen zur Projektfinanzierung beträgt nach Daten von Dealogic Loanware 8,6 Jahre gegenüber von im Allgemeinen nur 4,8 Jahren für Konsortialkredite.

In diesem Feature wird dargestellt, dass eine Reihe von wesentlichen Merkmalen der Projektfinanzierung – u.a. ein sehr hoher Fremdfinanzierungsanteil und das Fehlen einer Rückgriffsmöglichkeit – sich unmittelbar auf die Fristenstruktur des Bonitätsrisikos für diese Anlagekategorie auswirken. Eine vergleichende ökonomische Analyse von Ex-ante-Bonitätsaufschlägen am internationalen Markt für Konsortialkredite legt insbesondere nahe, dass längerfristige Darlehen zur Projektfinanzierung im Vergleich zu kurzfristigeren Krediten von den Kreditgebern nicht zwangsläufig als riskanter bewertet werden. Dies steht im Gegensatz zu anderen Arten von Verbindlichkeiten, bei denen das Kreditrisiko ceteris paribus mit der Laufzeit steigt.

Bei der Finanzierung bedeutender Infrastrukturprojekte legen sich die Kapitalgeber nicht nur auf lange Laufzeiten fest, sondern sie setzen sich auch besonders stark dem Risiko der Einflussnahme durch die Regierung am Projektstandort aus. Deshalb greifen die Geldgeber bei Projekten immer häufiger auf Garantien gegen politische Risiken zurück, insbesondere im Falle von aufstrebenden Volkswirtschaften. Dieses Feature enthält eine länderübergreifende Bewertung der Bedeutung von Garantien gegen politische Risiken und kommt zum Schluss, dass kommerzielle Geldgeber eher bereit sind, sich in aufstrebenden Volkswirtschaften langfristig zu engagieren, wenn sie über explizite oder implizite Garantien von multilateralen Entwicklungsbanken oder Exportversicherungsagenturen verfügen. Dies führt dazu, dass bei der Projektfinanzierung die Aufschläge gegen Ende des Fristenspektrums noch geringer ausfallen.

Nach einem kurzen historischen Abriss, der die Entwicklung der Projektfinanzierung zeigt, beschäftigt sich der zweite Teil des Features mit den besonderen Herausforderungen und Risiken bei der Finanzierung grosser, kapitalintensiver Projekte. Im dritten Teil wird dargestellt, wie sich diese Risiken durch die Gestaltung der Projektfinanzierungsstruktur am besten berücksichtigen lassen. Im analytischen vierten und fünften Teil wird dargelegt, wie sich die besonderen Merkmale des Bonitätsrisikos bei der Projektfinanzierung mit dem buckelförmigen Verlauf der Fristenstrukturkurve von ex ante festgestellten Bonitätsaufschlägen für diese Anlagekategorie decken. In der Zusammenfassung werden die wichtigsten Ergebnisse dargestellt und Schlussfolgerungen für die politischen Entscheidungsträger gezogen.

Neuere Entwicklungen am Markt für Projektfinanzierungen

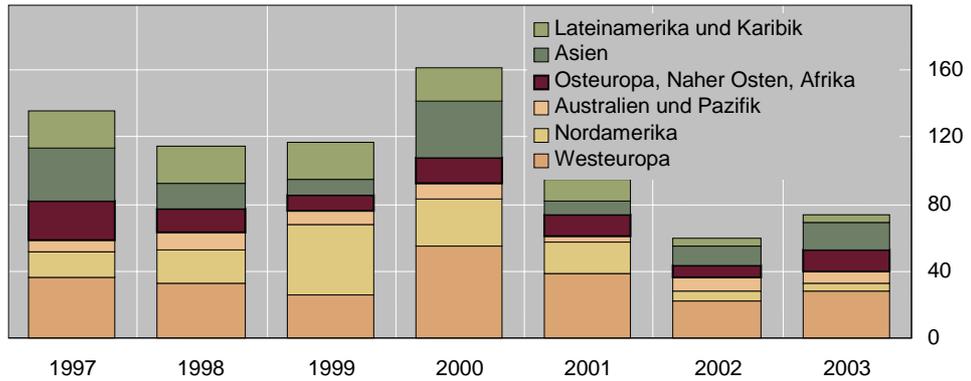
Bei der Projektfinanzierung investiert ein öffentlicher oder privater Projektträger über eine rechtlich unabhängige Einheit in einen für einen bestimmten Zweck vorgesehenen Vermögenswert. In der Regel handelt es sich um ein Darlehen ohne Rückgriffsmöglichkeit. Die Rückzahlung erfolgt dabei im Wesentlichen durch die Zahlungsströme, die der zu finanzierende Vermögenswert generiert.

Seit den neunziger Jahren hat sich die Projektfinanzierung überall zu einem immer stärker diversifizierten Bereich entwickelt. Im Zuge der allgemeinen Privatisierung und Deregulierung in den Schlüsselsektoren der Wirtschaft weltweit hat die Verbreitung der Projektfinanzierung sowohl in

Entstehen eines globalen Marktes in den neunziger Jahren ...

Globale Kreditvergabe für Projektfinanzierungen, nach Region

Mrd. US-Dollar



Anmerkung: Die dargestellten Beträge sind neue Kreditzusagen von Banken für Projektfinanzierungen pro Jahr und Region.

Quelle: ProjectWare-Datenbank von Dealogic.

Grafik 1

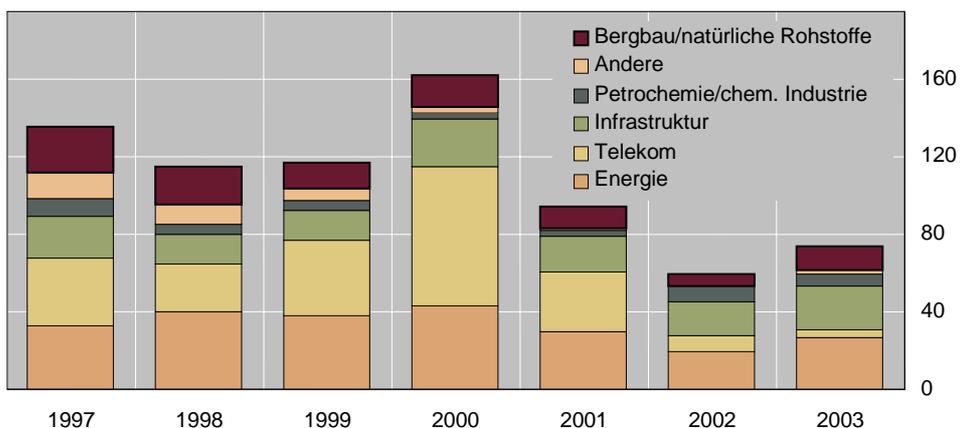
geografischer Hinsicht als auch bezüglich der Sektoren der Wirtschaft stark zugenommen.

... mit Höhen und Tiefen ...

In den Jahren nach der Ost-Asien-Krise (1998/99) führten finanzielle Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu einer globalen Umschichtung in den Portfolios der Investoren von den Entwicklungs- zu den Industrieländern. Neue Investitionen, insbesondere in Nordamerika und Westeuropa, überkompensierten die aus den aufstrebenden Volkswirtschaften abfließenden Kapitalströme, sodass die Summe der weltweit für Projektfinanzierungen vergebenen Kredite nach 2-jähriger rückläufiger Entwicklung im Jahr 2000 einen Rekordwert erreichte (Grafik 1).

Globale Kreditvergabe für Projektfinanzierungen, nach Sektor

Mrd. US-Dollar



Anmerkung: Die dargestellten Beträge sind neue Kreditzusagen von Banken für Projektfinanzierungen pro Jahr und Sektor.

Quelle: ProjectWare-Datenbank von Dealogic.

Grafik 2

Seit 2001 haben die allgemein schwache Konjunktur sowie branchenspezifische Risiken in den Bereichen Telekommunikation und Energie zu einem deutlichen Rückgang der globalen Kreditvergabe für Projektfinanzierungen geführt (Grafik 2). Besonders stark betroffen war der Energiesektor, den Unregelmässigkeiten in der Rechnungslegung sowie eine hohe Volatilität der Energiepreise belasteten: Das durchschnittliche Rating der 10 führenden Energieerzeuger fiel von BBB+ im Jahr 2001 auf B– im Jahr 2003. Die Telekommunikationsunternehmen wurden für ihre weiterhin sehr hohen Investitionen in neue Technologien bestraft (Übertragung mit Glasfasertechnik oder in Europa UMTS-Mobilfunklizenzen der dritten Generation), die noch nicht die erwarteten Erlöse brachten. In den Jahren 2001 und 2002 haben über 60 Telekomunternehmen Konkurs beantragt, da die bestehenden Überkapazitäten zu Preiskämpfen führten und die optimistischen Erwartungen hinsichtlich der Anzahl der Abonnenten nicht erreicht wurden.

Trotz der rückläufigen Entwicklung der letzten Zeit besteht langfristig nach wie vor ein sehr hoher Finanzierungsbedarf für Infrastrukturprojekte in Industrie- und Entwicklungsländern. Allein in den USA müssen 1 300 bis 1 900 neue Elektrizitätswerke gebaut werden, um die steigende Nachfrage der nächsten zwanzig Jahre befriedigen zu können (National Energy Policy Development Group 2001). In den Entwicklungsländern sind für die Stromversorgung bis 2010 jährliche Investitionen in Höhe von \$ 120 Mrd. notwendig (International Energy Agency 2003).

... aber mit
anhaltend grosser
Bedeutung

Die wichtigsten Herausforderungen bei der Finanzierung von Grossprojekten

Projekte wie Kraftwerke, gebührenpflichtige Strassen oder Flugplätze weisen eine Reihe von Gemeinsamkeiten auf, die die Finanzierung dieser Vorhaben zu einer besonderen Herausforderung machen.

Zunächst handelt es sich um hohe, nicht teilbare Investitionen in einen für einen bestimmten Zweck vorgesehenen Vermögenswert. In den meisten Industriezweigen, in denen die Projektfinanzierung Anwendung findet, z.B. in der Erdöl-, Gas- oder petrochemischen Industrie, machen Investitionen von jeweils mindestens \$ 1 Mrd. mehr als die Hälfte des Wertes aller Projekte aus.

Zweitens durchlaufen die Projekte in der Regel zwei Phasen (Bau und Betrieb), die durch völlig unterschiedliche Risiken und Zahlungsströme gekennzeichnet sind. In der Bauphase stehen technologische und Umweltrisiken im Vordergrund, wohingegen beim Betrieb u.a. Marktrisiken (Schwankungen der Preise für eingesetzte bzw. erzeugte Produkte) und politische Risiken⁴

⁴ Hainz und Kleimeier (2003) unterscheiden grob drei Kategorien von „politischem Risiko“. Die erste beinhaltet das Enteignungs-, Konvertibilitäts- und Transferrisiko sowie das Risiko politischer Gewalt einschl. Krieg, Sabotage oder Terrorismus. Die zweite schliesst das Risiko nicht vorhergesehener Veränderungen von Regelungen und Bestimmungen sowie das Risiko, dass die betreffende Regierung die zugesagten Preisanpassungen aufgrund politischer Erwägungen nicht vornimmt, ein. Die dritte Kategorie schliesst „quasikommerzielle“ Risiken ein, die entstehen, wenn am Projekt staatliche Zulieferfirmen oder Abnehmer beteiligt sind, deren Fähigkeit oder Bereitschaft, ihren vertraglichen Pflichten im Rahmen des Projekts nachzukommen, fraglich ist.

bestehen. Die meisten Investitionsausgaben fallen zu Beginn der Bauphase an, Erlöse dagegen entstehen erst nach der Inbetriebnahme des Projekts.

Drittens hängt der Erfolg von Grossprojekten von einer guten Zusammenarbeit mehrerer miteinander verbundener Parteien ab (von der Baufirma bis zum Lieferanten der eingesetzten Güter, von der Regierung am Projektstandort bis zum Abnehmer⁵), sodass mangelnde Koordinierung, Interessenkonflikte und das „Trittbrettfahren“ von Projektbeteiligten hohe Kosten nach sich ziehen können. Darüber hinaus besteht für die Manager bei der Allokation der durch den Betrieb des Projekts generierten und im Allgemeinen hohen Liquiditätsüberschüsse ein grosser Ermessensspielraum, der unter Umständen zu opportunistischem Verhalten und unwirtschaftlichen Investitionen führen kann.

Wesentliche Merkmale der Projektfinanzierungsstruktur

Von der Struktur her ist die Projektfinanzierung typischerweise so aufgebaut, dass den vorgenannten Risiken begegnet werden kann.

Bei der Projektfinanzierung werden neben einer Reihe von Vereinbarungen über gemeinschaftliches Eigentum verschiedene langfristige Kontrakte – Bau-, Liefer-, Abnahme- und Konzessionsverträge – eingesetzt, um die Interessen in eine gemeinsame Richtung zu lenken und opportunistisches Verhalten einer am Projekt beteiligten Partei zu verhindern. Die Projektgesellschaft steht dabei im Mittelpunkt eines umfangreichen Netzes vertraglicher Beziehungen unter den Projektbeteiligten, mit denen versucht wird, die unterschiedlichen Projektrisiken auf jene Parteien zu übertragen, die am besten in der Lage sind, diese Risiken zu bewerten und zu handhaben. Das Baurisiko wird z.B. vom Bauunternehmen getragen und das Risiko zu geringer Nachfrage nach den von der Projektgesellschaft erzeugten Produkten vom Abnehmer (Grafik 3).

Die Projektfinanzierung versucht ein Gleichgewicht herzustellen: Einerseits müssen die Risiken der umfangreichen Investitionen unter vielen Investoren aufgeteilt werden, und andererseits ist gleichzeitig zu gewährleisten, dass die von den Managern getroffenen Massnahmen wirksam überwacht werden und alle Projektbeteiligten koordiniert vorgehen.

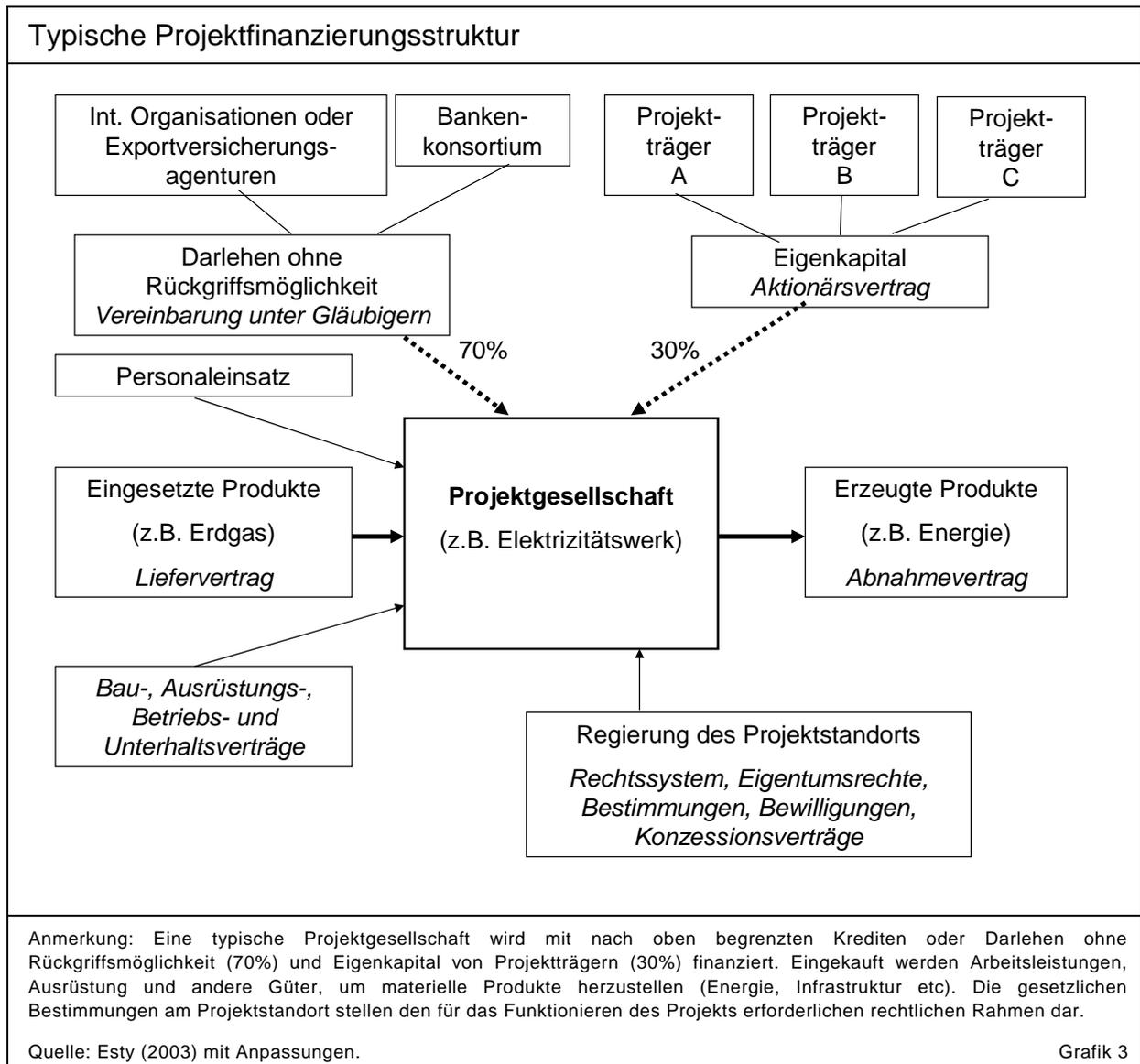
Einzelne Firmen sind oft nicht in der Lage, Grossprojekte allein zu finanzieren. Andererseits würde eine an den Kapitalmärkten breit gestreute Eigen- oder Fremdfinanzierung zwar dabei helfen, die Risiken über eine grössere Anzahl von Investoren zu streuen, doch dürfte es schwieriger werden, den Ermessensspielraum von Managern im Zusammenhang mit der Allokation von Liquiditätsüberschüssen zu kontrollieren und unwirtschaftliche Geldverwendung zu verhindern. Im Gegensatz dazu wird bei einer Projektfinanzierung das Eigenkapital von einer kleinen Anzahl von Projektträgern („Sponsoren“) gehalten, und das Fremdkapital wird in der Regel von einem aus einer beschränkten

Lösung von
Vertretungs-
problemen ...

... mit einem
umfangreichen
Vertragsnetz ...

... Kontrolle des
Ermessens-
spielraums von
Managern ...

⁵ Der Abnehmer verpflichtet sich im Rahmen eines langfristigen Abnahmevertrags (off-take agreement) zur Abnahme der erzeugten Produkte.



Zahl von Banken bestehenden Konsortium gestellt. Diese Konzentration aufseiten des Eigen- und Fremdkapitals verbessert die Projektüberwachung durch die Kapitalgeber und ermöglicht es, projektspezifische strukturelle Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten oder suboptimalen Investitionen einfacher durchzusetzen.

Der Einsatz von Darlehen ohne Rückgriffsmöglichkeit bei der Projektfinanzierung trägt ebenfalls dazu bei, den Ermessensspielraum von Managern einzugrenzen, da die Erträge des betreffenden Projekts zu umfangreichen Tilgungen herangezogen werden und sich die frei verfügbaren Mittel entsprechend reduzieren.

Darüber hinaus ist es mit einem Darlehen ohne Rückgriffsmöglichkeit und einer rechtlich unabhängigen Projektgesellschaft möglich, eine Fremdkapitalquote zu erreichen, die deutlich über derjenigen liegt, die die Projektträger in ihre eigenen Bücher nehmen könnten. Trotz gewisser sektorenspezifischer Unterschiede lagen so der Durchschnitt und der Mittelwert der Fremdverschuldung bei sämtlichen Projektinvestitionen in den neunziger Jahren bei ca. 70%.

... und Finanzierung ohne Rückgriffsmöglichkeit

Da Verbindlichkeiten ohne Rückgriffsmöglichkeit im Allgemeinen nicht konsolidiert werden, ergeben sich für den Projektträger weder eine Bilanzverlängerung noch erhöhte Finanzierungskosten. Aus Sicht der Projektträger können solche Verbindlichkeiten ferner dazu beitragen, die Gefahr einer *Risikokontamination* zu senken, denn selbst wenn ein Projekt scheitert, stellt dies für das Kerngeschäft des Projektträgers keine finanzielle Gefährdung dar.

Bei mangelnder Risikodiversifizierung ...

Ein Nachteil der Finanzierung ohne Rückgriffsmöglichkeit liegt jedoch darin, dass sie die Kapitalgeber projektspezifischen Risiken aussetzt, die schwer zu diversifizieren sind. Um das investitionsspezifische Kreditrisiko bei der Projektfinanzierung beherrschen zu können, verwenden die Investoren deshalb zunehmend innovative Finanzierungsstrukturen zur Streuung der Risiken, alternative Formen der Kreditsicherung und neue Kapitalmarktinstrumente, um den Kreis der beteiligten Investoren auszuweiten.

... Verwendung von gemischten Finanzierungsstrukturen ...

Derzeit werden Mischformen aus Projekt- und Unternehmensfinanzierung entwickelt, bei denen ein Rückgriff der Kapitalgeber auf die Projektträger ausgeschlossen ist, bei denen aber die für das jeweilige Projekt typischen Risiken „wegdiversifiziert“ werden, indem nicht einzelne risikoreiche Vorhaben finanziert werden, sondern ein ganzes Portfolio aus Vermögenswerten. Die Mischform der sogenannten Public-Private-Partnerships findet immer grössere Verbreitung, wobei die privaten Investoren das Bau- und Betriebsrisiko tragen und die öffentliche Hand am Projektstandort die Marktrisiken abdeckt.

... von Garantien gegen politische Risiken ...

Zunehmendes Interesse besteht auch an verschiedenen Formen der Kreditsicherung. Dazu gehören explizite oder implizite Garantien gegen politische Risiken⁶, Kreditderivate und neue Versicherungsprodukte gegen makroökonomische Risiken wie Währungsabwertungen. So hat in verschiedenen Industriezweigen der Einsatz von *real options* bei der Projektfinanzierung zugenommen.⁷ Raffinerien verändern beispielsweise ihren Produktmix bestehend aus Heizöl, Dieseldieselkraftstoff, bleifreiem Benzin und Petrochemikalien entsprechend der Entwicklung des jeweiligen Absatzpreises. Oder Bauträger konzentrieren sich auf Mehrzweckgebäude, die ohne viel Aufwand umgebaut werden können, um auf Veränderungen der Immobilienpreise zu reagieren.

⁶ Die explizite Garantie besteht aus einem formellen Versicherungsvertrag gegen besondere politische Risiken (Konvertibilitäts- und Transferrisiko, Enteignung, Änderung von Regelungen und Bestimmungen durch die Regierung am Projektstandort, Krieg usw.), die auch einige Versicherungsgesellschaften anbieten. Demgegenüber entsteht die „implizite“ Garantie wie folgt: Die Finanzierung ist in der Regel in Tranchen aufgeteilt; das Risiko für eine Tranche übernimmt die sog. Agentur. Ein Ausfall eines Kreditnehmers bezüglich einer Tranche ist ohne einen gleichzeitigen Ausfall bezüglich der Tranche der Agentur nicht möglich. Hinter der Agentur steht eine G10-Regierung oder eine internationale Entwicklungsbank mit dem Status eines anerkannten bevorrechtigten Gläubigers. Ein Ausfall bei der Tranche der Agentur hat zusätzliche politische und finanzielle Kosten zur Folge, die die Regierung am Projektstandort zu vermeiden sucht, da Agenturen für sie gewöhnlich Kreditgeber der letzten Instanz in finanziellen Notlagen sind.

⁷ In Analogie zu *financial options* – d.h. Derivaten, die dazu berechtigen, aber nicht dazu verpflichten, den zugrundeliegenden Vermögenswert zu kaufen bzw. zu verkaufen – verfügen die Unternehmen mit *real options* über die Möglichkeit, in bestimmten Situationen mit Massnahmen oder Strategien zu reagieren, ohne dass sie dazu verpflichtet wären (in beiden Fällen werden die Optionen nur dann ausgeübt, wenn sie sich ex post als vorteilhaft erweisen).

Um die Risiken der Projektfinanzierung auf einen grösseren Pool von Projektträgern zu verteilen, sind die Banken in der jüngsten Zeit ausserdem dazu übergegangen, Darlehen zur Projektfinanzierung zu besichern, und haben damit für institutionelle Anleger eine neue Anlagekategorie geschaffen. Es sind Collateralised Debt Obligations (CDOs; verbrieftete Schuldverschreibungen) und offene Investmentfonds eingeführt worden, um für Projektfinanzierungen mehr Liquidität anzuziehen.⁸

... und von Besicherung sowie neuen Kapitalmarktinstrumenten

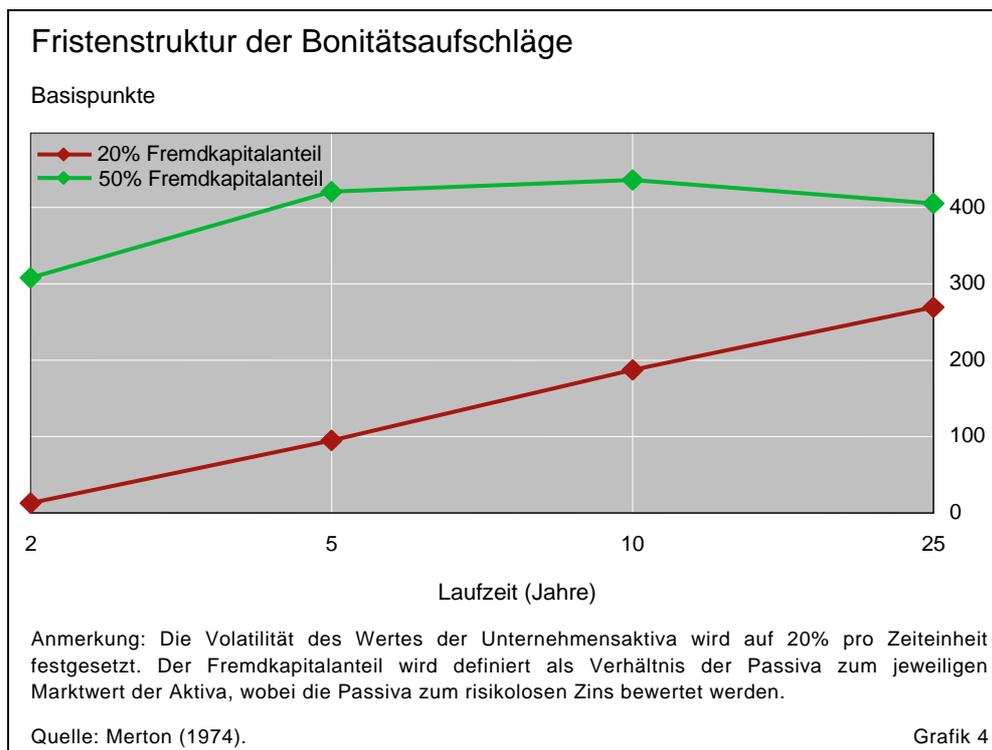
Fristenstruktur der Bonitätsaufschläge bei der Projektfinanzierung

Die in den vorausgegangenen Abschnitten dargestellten spezifischen Risiken bei der Finanzierung von Grossprojekten und die wesentlichen Merkmale der Projektfinanzierungsstruktur (insbesondere der hohe Fremdfinanzierungsanteil und die Finanzierung ohne Rückgriffsmöglichkeit) haben grossen Einfluss auf die Fristenstruktur der Bonitätsaufschläge für diese Anlagekategorie.

Fristenstruktur beeinflusst durch ...

Ausgehend von dem allgemein verwendeten Schema zur Bewertung von risikoreichen Verbindlichkeiten nach Merton (1974) wäre zunächst bei stark fremdfinanzierten Schuldnern eine Fristenstruktur der Bonitätsaufschläge zu erwarten, die einen „Buckel“ aufweist (Grafik 4). Bei diesem Ansatz wird das den Kreditaufschlägen zugrundeliegende Ausfallrisiko im Wesentlichen durch

... hohe Fremdkapitalquoten ...



⁸ Zu den neuen Kapitalmarktinstrumenten für die Projektfinanzierung gehören *revenue bonds* und *future-flow securitisations*. Dies sind Schuldtitel, die durch in Zukunft anfallende zurechenbare Erlöse aus einem Vermögenswert besichert sind. Als weiteres Beispiel sind *compartment funds* zu nennen, die unterschiedlichen Investoren Anteile mit variierender Nachrangigkeit bieten und für Beteiligungsinvestitionen vorgesehen sind.

zwei Faktoren bestimmt: 1) die Höhe der Verschuldung des Unternehmens bzw. den Anteil von Fremdkapital und 2) die Unsicherheit über den Wert der Aktiva des Unternehmens am Ende der Laufzeit. Ausgehend von der Annahme Mertons, dass die Fremdkapitalquote mit der Zeit abnimmt, reduziert sich durch das Hinausschieben der Fälligkeiten die Wahrscheinlichkeit, dass bei Fälligkeit der Rückzahlung der Wert der Aktiva unter der Ausfallgrenze liegt. Andererseits erhöhen längere Laufzeiten auch die Unsicherheit über den zukünftigen Wert der Aktiva eines Unternehmens. Bei Schuldnern, die von Anfang an über wenig Fremdkapital verfügen, ist dieser zweite Faktor ausschlaggebend, womit sich für die Fristenstrukturkurve ein monoton steigender Verlauf ergibt. Im Falle von Schuldnern mit einem hohen Anteil an Fremdkapital jedoch ist der Anstieg des Ausfallrisikos aufgrund der höheren Volatilität der Vermögenswerte bei kurzen Laufzeiten für die Inhaber der Schuldtitel deutlich spürbar; doch bei längeren Laufzeiten gewinnt der erste Faktor schnell die Oberhand, weil das Risiko mit sinkendem Fremdkapitalanteil schneller abnimmt. Bei stark fremdfinanzierten Schuldnern führt dies zu einem buckelförmigen Verlauf der Fristenstrukturkurve.⁹

... zeitliche
Staffelung und
Unsicherheit der
Zahlungsströme ...

Zweitens und trotz des in Grafik 3 dargestellten umfangreichen Sicherheitsnetzes aus vertraglichen Beziehungen hängt das Kreditrisiko im Zusammenhang mit Verbindlichkeiten ohne Rückgriffsmöglichkeit letztlich davon ab, wann das Projekt Zahlungsströme generiert. Denn bei Projekten, die sich langfristig als finanziell tragbar erweisen, kann es kurzfristig zu Liquiditätsengpässen kommen. Kredite mit längeren Laufzeiten bedeuten ceteris paribus niedrigere Tilgungszahlungen in der Anfangsphase des Projekts. Dies dürfte dazu beitragen, Anspannungen der Liquiditätslage von Projektgesellschaften zu mildern und damit das Ausfallrisiko zu verringern. Daraus folgt, dass langfristige Kredite zur Projektfinanzierung als weniger risikoreich anzusehen wären als kurzfristigere Kredite.

Drittens dürfte das Kreditrisiko bei Finanzierungen ohne Rückgriffsmöglichkeit nicht nur in zeitlicher Hinsicht von den Zahlungsströmen des Projekts abhängen, sondern auch von der Unsicherheit dieser Ströme an sich und davon, wie sie sich im Verlauf des Projekts entwickelt. Nach Abschluss der Bauarbeiten und der Inbetriebnahme können sich die Restrisiken im Hinblick auf die finanzielle Tragbarkeit des Projekts wesentlich verringern. Eine Verlängerung der Kreditlaufzeit nach Ablauf der vorgesehenen Projektdauer um jeweils ein Jahr nach Erreichen der vollen Betriebsbereitschaft liesse vor diesem Hintergrund einen entsprechenden, sich allerdings abflachenden Anstieg der Ex-ante-Risikoprämien erwarten.¹⁰

... sowie Garantien
gegen politische
Risiken

Viertens schliesslich dürfte die bei Projektfinanzierungen festgestellte Fristenstruktur der Bonitätsaufschläge dadurch beeinflusst werden, dass grosse Infrastrukturprojekte verstärkt politischen Risiken ausgesetzt sind;

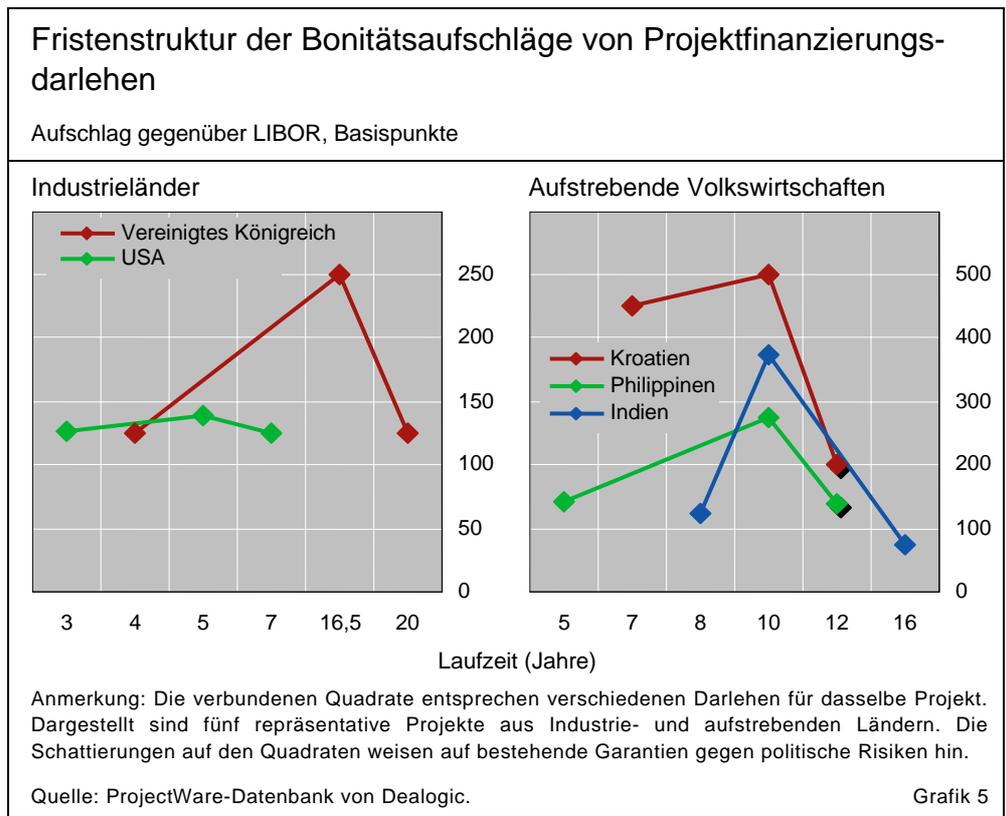
⁹ Bei Fremdkapitalquoten nahe 100% überwiegt die zweite Komponente so stark, dass sich eine fallende Fristenstrukturkurve ergibt.

¹⁰ Dies deckt sich mit der Hypothese der sequenziellen Darstellung von Unsicherheit bei Wilson (1982).

daneben dürfte von Belang sein, ob für langfristige Darlehen zur Projektfinanzierung Versicherungen gegen politische Risiken zur Verfügung stehen. Zwar stellen lange Laufzeiten und politische Risiken prinzipiell unterschiedliche Unsicherheitsquellen dar, doch sind kommerzielle Kreditgeber oftmals nur dann bereit, sich in aufstrebenden Volkswirtschaften auf längere Laufzeiten festzulegen, wenn sie explizite oder implizite Garantien von multilateralen Entwicklungsbanken oder Exportversicherungsagenturen bekommen. Da Garantien gegen politische Risiken meist bei längeren Laufzeiten zur Anwendung gelangen,¹¹ sollten Kreditgeber nicht unbedingt davon ausgehen, dass gegen politische Risiken versicherte langfristige Darlehen ceteris paribus risikoreicher sind als nicht versicherte kurzfristige Darlehen.

Eine vergleichende Analyse der Bonitätsaufschläge am internationalen Markt für Konsortialkredite

Wie oben dargestellt führen einige besondere Merkmale der Projektfinanzierung dazu, dass die Fristenstrukturkurve der Bonitätsaufschläge für diese Anlagekategorie im Gegensatz zu anderen Finanzierungsformen nicht unbedingt monoton steigt. In diesem Teil des Features soll versucht werden, diese Aussage empirisch zu belegen.



¹¹ Die Weltbank hat z.B. ein Programm aufgelegt, das Kreditteilgarantien beinhaltet, die nur bei einem Ausfall gegen Ende der Darlehenslaufzeit greifen. Dies ermutigt private Kreditgeber, die Laufzeiten ihrer Darlehen zu verlängern.

Fristenstrukturkurve der Aufschläge bei Projektfinanzierung buckelförmig

Grafik 5 zeigt die Bewertung einiger repräsentativer Darlehen zur Projektfinanzierung in Industrieländern und in aufstrebenden Volkswirtschaften; die Darlehen setzen sich aus mehreren Tranchen mit unterschiedlichen Laufzeiten zusammen. Die Grafik legt insgesamt den Schluss nahe, dass die Fristenstrukturkurve der Aufschläge bei der Projektfinanzierung einen buckelförmigen Verlauf aufweisen kann.

Um diese Hypothese zu testen, werden für eine umfangreiche Stichprobe von Darlehen¹² die gegenüber LIBOR festgestellten Ex-ante-Bonitätsaufschläge aus der von der Firma Dealogic (einem auf Konsortialkredite spezialisierten Dienstleister, der den Primärmarkt mit Informationen versorgt) erstellten Loanware-Datenbank herangezogen. Dann erfolgt eine Regression dieser Aufschläge auf mehrere mikroökonomische Darlehensmerkmale (wie Betrag, Laufzeit, Garantien von Dritten, Branche des Darlehensnehmers usw.), auf eine Reihe von Kontrollvariablen einschliesslich der gesamtwirtschaftlichen Lage (z.B. reales BIP-Wachstum, Inflation und Leistungsbilanz) im Land des Darlehensnehmers zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Darlehensvertrags und auf globale makroökonomische Faktoren (wie weltweite Zinssätze und EMBI-Index).

Die geschätzten Koeffizienten für die Laufzeit der Darlehen und die entsprechenden in logarithmische Grössen umgewandelten Werte sind in Tabelle 1 dargestellt und legen für die Relation zwischen Ex-ante-Bonitätsaufschlag und Laufzeit von Darlehen zur Projektfinanzierung tatsächlich eine Kurve mit buckelförmigem Verlauf nahe;¹³ bei sämtlichen anderen Darlehen ist die Fristenstrukturkurve monoton steigend.¹⁴ Dieses Ergebnis gilt sowohl für Industrieländer als auch für aufstrebende Volkswirtschaften und hat sich bei einer grossen Zahl von Reagibilitätstests als stabil erwiesen.¹⁵

Die in Tabelle 1 wiedergegebenen Regressionen berücksichtigen auch, wie sich politische Risiken und Garantien gegen politische Risiken auf die Kreditaufschläge auswirken. Politisches Risiko wird ersatzweise durch den Korruptionsindex von Transparency International dargestellt.¹⁶ Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass Korruption in Industrieländern zwar kein signifikantes

Garantien mildern politische Risiken in aufstrebenden Volkswirtschaften ...

¹² Internationale Konsortialkredite von Banken machten von 1997 bis 2003 ca. 80% aller Verbindlichkeiten von Projektfinanzierungen aus (Quelle: Thomson Financial).

¹³ Bei kurzen Laufzeiten dominiert der positive logarithmische Term, der für den ansteigenden Teil der Fristenstrukturkurve verantwortlich ist. Bei längeren Laufzeiten herrscht der negative lineare Term vor, der den fallenden Teil der Fristenstrukturkurve ergibt.

¹⁴ Der entsprechende geschätzte Koeffizient für den Laufzeitlogarithmus in Tabelle 1 ist statistisch nicht signifikant. Die Verwendung von alternativen, nicht linearen Funktionen zur Darstellung der Laufzeit (z.B. quadratisch oder Wurzel) führt zum selben Ergebnis.

¹⁵ Einschl. Tests bezüglich Endogenität und Stichprobenauswahl sowie Stabilität der betrachteten Laufzeiten, Rückzahlungszeiträume, Anlageratings, Darlehensbestimmungen und festen gegenüber flexiblen Wechselkursen. Nähere Angaben s. Sorge und Gadanez (2004).

¹⁶ In der angegebenen Regression bedeutet ein höherer Wert des Index einen höheren Grad an Korruption im politischen System am Projektstandort bzw. – bei anderen Darlehen – im Herkunftsland des Schuldners.

Mikroökonomische Bestimmungsfaktoren von Bonitätsaufschlägen bei Darlehen			
Abhängige Variable: Bonitätsaufschlag	Darlehen zur Projektfinanzierung		Andere Darlehen
	Industrieländer	Aufstrebende Volkswirtschaften	
Laufzeit	-5,258**	-5,039*	7,066**
Laufzeitlogarithmus	52,426**	33,184**	-0,761
Korruptionsindex	-0,792	19,340**	13,339**
Garantien	11,872	-58,324**	-48,147**
Anzahl Beobachtungen	331	687	12,393
R ² bereinigt	0,259	0,337	0,329

Anmerkung: Dargestellt sind nur Zinsregressoren. * und ** zeigt statistische Signifikanz bei einem 5%- bzw. 1%-Konfidenzniveau an.

Quelle: Sorge und Gadanez (2004). Tabelle 1

Problem der Projektfinanzierung darstellt, dass aber Kapitalgeber, die Projekte in aufstrebenden Volkswirtschaften finanzieren, bei Darlehensnehmern aus Ländern mit einem höheren politischen Risiko systematisch höhere Prämien in Ansatz bringen. Doch durch das Einschalten von multilateralen Entwicklungsbanken oder Exportversicherungsagenturen kann dieses Risiko offenbar wirksam gesenkt werden. Aus Tabelle 1 ist zu entnehmen, dass Darlehen, die entsprechende Garantien gegen politische Risiken aufweisen, ceteris paribus im Durchschnitt um ca. 50 Basispunkte günstiger bewertet werden.

Ferner zeigt sich, dass Garantien von Entwicklungsbanken oder Agenturen ein wirksames Mittel sind, die Laufzeiten von Projektfinanzierungsdarlehen in aufstrebenden Volkswirtschaften zu verlängern. Doch auch bei Berücksichtigung dieser Wechselbeziehung zwischen Laufzeit und Garantien bei der in Tabelle 1 dargestellten Regression ergibt sich für die geschätzte Relation zwischen Bonitätsaufschlag und Laufzeit von Projektfinanzierungsdarlehen ein buckelförmiger Verlauf.¹⁷ Dies deckt sich mit der Hypothese, dass die Kreditgeber zwar insbesondere längerfristige Darlehen gegen politische Risiken absichern, der in der Fristenstrukturkurve festgestellte Buckel aber auf grundlegendere Besonderheiten der Projektfinanzierung zurückzuführen sein dürfte.

... und ermöglichen längere Laufzeiten

Zusammenfassung

In diesem Feature wurden besondere Aspekte des Bonitätsrisikos im Zusammenhang mit der Projektfinanzierung untersucht. Nach der Analyse einiger wichtiger Entwicklungen und Merkmale dieses Marktes sind zwei Ergebnisse festzuhalten. Erstens scheinen Darlehen zur Projektfinanzierung im Gegensatz zu anderen Formen von Fremdkapital einen buckelförmigen Verlauf der Fristenstruktur der Bonitätsaufschläge aufzuweisen. Zweitens haben politische

¹⁷ Näheres dazu s. Sorge und Gadanez (2004).

Risiken und Garantien gegen solche Risiken einen signifikanten Einfluss auf die Bonitätsaufschläge von Darlehen zur Projektfinanzierung in aufstrebenden Volkswirtschaften.

Diese Ergebnisse sind mit Vorsicht zu betrachten. Da keine projektspezifischen Ratings vorliegen, stützt sich die Analyse auf eine Reihe von mikro- und makroökonomischen Risikofaktoren, die zugegebenermaßen die Bonität einzelner Projekte nur näherungsweise wiedergeben. Darüber hinaus stellen Bonitätsaufschläge zum Zeitpunkt der Kreditgewährung nur Ex-ante-Größen des Kreditrisikos dar. Die Entstehung eines Sekundärmarktes für Darlehen zur Projektfinanzierung würde es in Zukunft möglich machen, die Veränderung der Bonitätsrisiken dieser Anlagekategorie im Zeitverlauf näher zu untersuchen.

Eingehendere Kenntnisse über die Risiken im Zusammenhang mit der Projektfinanzierung und ihre zeitliche Entwicklung sind sowohl für die Praxis als auch für die Politik von Bedeutung. Weitere Forschungsarbeit in diesem Bereich könnte insbesondere bei der Einführung risikoabhängiger Kapitalanforderungen helfen, die die Marktteilnehmer bei der Verteilung ihrer Ressourcen auf unterschiedliche Anlagekategorien zu Vorsicht und Wirtschaftlichkeit anhalten. Da bei der Projektfinanzierung international tätige Banken eine vorherrschende Rolle spielen und die Projektfinanzierung insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften einen wesentlichen Beitrag zum Wirtschaftswachstum leistet, verdient dieser Aspekt besondere Beachtung.

Bibliografie

Esty, B. (2003): „The economic motivations for using project finance“, Mimeo, Harvard Business School.

Hainz, C. und S. Kleimeier (2003): „Political risk in syndicated lending: theory and empirical evidence regarding the use of project finance“, *LIFE working paper* 03–014, Juni.

International Energy Agency (2003): „World energy investment outlook“, Paris.

Merton, R.C. (1974): „On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates“, *Journal of Finance*, 29(2), S. 449–470.

National Energy Policy Development Group (2001): „U.S. national energy policy“, Washington D.C.

Sorge, M. und B. Gadanecz (2004): „The term structure of credit spreads in project finance“, *BIS Working Papers*, Nr. 159.

Wilson, R. (1982): „Risk measurement of public projects“, in *Discounting for time and risk in energy policy*, Resources for the Future, Washington D.C.

Die jüngsten Initiativen der in Basel beheimateten Ausschüsse und des Forums für Finanzstabilität

Nach Veröffentlichung der Neuregelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung (Basel II) Ende Juni blieb diese auch in den folgenden Monaten im Mittelpunkt des Interesses, wobei das Schwergewicht nun nicht mehr auf ihrer Annahme, sondern auf ihrer Umsetzung lag. Ganz allgemein stand im Berichtszeitraum die Anfälligkeit des internationalen Finanzsystems mit ihren unterschiedlichen Aspekten und Herausforderungen im Vordergrund. In Tabelle 1 ist eine Auswahl der jüngsten Initiativen in chronologischer Reihenfolge dargestellt.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht

BCBS veröffentlicht überarbeitetes Papier zu Management und Überwachung des Zinsänderungsrisikos ...

Im Juli veröffentlichte der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) eine überarbeitete Fassung des 1997 herausgegebenen Papiers über Grundsätze für das Management des Zinsänderungsrisikos. Die neue Fassung trägt den Titel *Principles for the management and supervision of interest rate risk* und ist so ausgelegt, dass sie dem Ansatz der zweiten Säule über das Zinsänderungsrisiko des Anlagebuchs in der neuen Eigenkapitalregelung in jeder Hinsicht entspricht. Dieser Ansatz regelt alle Einzelheiten für die Übernahme risikosensitiverer Mindestkapitalanforderungen für Banken.

... und Dokument über Aspekte zur Umsetzung von Basel II

Der Basler Ausschuss gab auch das Diskussionspapier *Implementation of Basel II: practical considerations* heraus, entsprechend seiner lang gehegten Überzeugung, dass die Veröffentlichung von Basel II nicht den Abschluss der Arbeit darstellt, sondern vielmehr einen wichtigen Meilenstein im Rahmen kontinuierlicher Bestrebungen für eine internationale Konvergenz der Eigenkapitalstandards. Mit der Herausgabe dieses Diskussionspapiers anerkennt der Basler Ausschuss, dass die neue Eigenkapitalregelung zwar global ausgerichtet ist, dass aber ihre Umsetzung in nächster Zukunft für viele Aufsichtsinstanzen in Nicht-G10-Ländern nicht unbedingt höchste Priorität hat. Je nach den im Inland zur Verfügung stehenden Ressourcen oder den sonstigen Gegebenheiten kann es dringlichere regulatorische Aufgaben geben, die im Hinblick auf eine Stärkung des jeweiligen Finanzsystems Vorrang vor der Einhaltung

von Basel II haben.¹ Dennoch haben eine grosse Zahl von nationalen Aufsichtsinstanzen, die nicht im Basler Ausschuss vertreten sind, bereits begonnen, sich mit Umsetzungsfragen zu beschäftigen. Zur Beschleunigung dieses Prozesses setzte der BCBS im vergangenen Jahr eine Arbeitsgruppe

Wichtigste Initiativen der in Basel beheimateten Ausschüsse und anderer Gremien			
Pressemitteilungen und Veröffentlichungen im Berichtszeitraum			
Gremium	Initiative	Thema	Veröffentlicht
BCBS	Umsetzung von Basel II: praktische Aspekte	<ul style="list-style-type: none"> • Kosten und Nutzen der Umsetzung in den einzelnen Ländern • Säulenspezifische Umsetzung • Änderungen im Rechts- und Aufsichtsbereich 	Juli 2004
	Grundsätze für das Management und die Überwachung des Zinsänderungsrisikos	<ul style="list-style-type: none"> • Quellen von Zinsänderungsrisiken • Praxisempfehlungen, Strategien und Verfahren • Interne Kontrollen, Offenlegung und Aufsicht 	
	Behandlung einiger Aspekte der internationalen Rechnungslegungsstandards im Rahmen der Eigenkapitalmessung	<ul style="list-style-type: none"> • Auswirkungen auf das regulatorische Kapital 	
	13. internationale Bankenaufsichtskonferenz	<ul style="list-style-type: none"> • Verpflichtung zu engerer Zusammenarbeit 	September 2004
Gemeinsames Forum ¹	Richtlinien zum Outsourcing im Finanzsektor	<ul style="list-style-type: none"> • Praxisempfehlungen, aktuelle Trends • Entwicklungen in der Aufsicht, Hauptrisiken 	August 2004
	Bericht zur Übertragung von Kreditrisiken	<ul style="list-style-type: none"> • Effiziente Übertragung mit entsprechenden Instrumenten/Transaktionen • Bewusstsein der Marktteilnehmer für bestehende Risiken • Risikokonzentration aufgrund der Übertragung von Kreditrisiken 	Oktober 2004
FSF	12. Sitzung und Lagebericht	<ul style="list-style-type: none"> • Schwachstellen des Finanzsystems • Regulierung im Finanzsektor • Diskussionen über früher behandelte Themen 	September 2004

¹ Das Gemeinsame Forum wurde 1996 unter der Ägide des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (BCBS), der internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) und der internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) geschaffen.

Quelle: Websites der jeweiligen Gremien (www.bis.org und www.fsforum.org).

Tabelle 1

¹ Der IWF und die Weltbank haben erklärt, dass zukünftige Länderbeurteilungen im Finanzbereich nicht auf Basel II abstellen, wenn ein Land diese Regelung noch nicht umsetzen will, sondern vielmehr auf die Leistung des Finanzsystems angesichts der geltenden Standards.

ein mit dem Auftrag, den Aufsichtsinstanzen praktische Unterstützung für den Übergang zum neuen System zu gewähren. Das Diskussionspapier ist nicht als Interpretationshilfe für Basel II gedacht, sondern fasst vielmehr die Ergebnisse dieser Arbeitsgruppe zusammen und enthält Vorschläge, die je nach Land angepasst werden können.

BCBS regt keine Anpassung der Eigenkapitalmessung aufgrund der IFRS an

In ähnlicher Weise gab der BCBS nach früheren Diskussionen über die möglichen Auswirkungen der Umsetzung der internationalen Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards; IFRS) auf das regulatorische Kapital und über eventuelle Anpassungen bekannt, dass er vorerst nicht beabsichtigt, den nationalen Aufsichtsinstanzen eine Anpassung der bestehenden Eigenkapitalregelung einschliesslich Definition des Eigenkapitals zu empfehlen.

Bankenaufsicht in 120 Ländern bereit zu engerer Zusammenarbeit

An der 13. internationalen Bankenaufsichtskonferenz (ICBS) Ende September in Madrid verpflichteten sich die Bankenaufsichtsvertreter aus über 120 Ländern zu engerer Zusammenarbeit, um die Stabilität des Finanzsystems zu stärken und Verbesserungen im Risikomanagement der Banken anzuregen. Sie diskutierten die Umsetzung der neuen internationalen Regelung der Eigenkapitalausstattung von Banken sowie aktuelle Fragen der Rechnungslegung. Besonderes Augenmerk lag auf der Notwendigkeit einer stärkeren Infrastruktur für Banken und Bankenaufsicht im Zuge der Umsetzung der Grundsätze von Basel II. Ziel der Bankenaufsichtskonferenz ist die Förderung der Zusammenarbeit nationaler Instanzen im Bereich der Aufsicht über international tätige Bankkonzerne. Sie findet seit 1979 alle zwei Jahre statt und wurde diesmal gemeinsam von der spanischen Zentralbank und dem BCBS organisiert.

Gemeinsames Forum

Gemeinsames Forum veröffentlicht zwei Berichte: über verschiedene Aspekte des Outsourcings ...

Im August gab das Gemeinsame Forum einen Bericht mit dem Titel *Outsourcing in financial services* heraus, der den weltweiten Trend thematisiert, dass international tätige Finanzdienstleistungsunternehmen bisher intern erbrachte Dienstleistungen zunehmend an Dritte ausgliedern. Untersucht werden das Wachstum und andere stilisierte Fakten in Bezug auf Outsourcing, und es werden die möglichen Risiken für einzelne Institute wie auch für den Finanzsektor ganz allgemein aufgezeigt. Der Bericht enthält zudem eine Reihe von Praxisempfehlungen für die mit Outsourcing operierenden Institute und bietet damit einen Mindestmassstab für die Beurteilung einzelner Outsourcing-Leistungen. Das Gemeinsame Forum entwickelte diese Praxisempfehlungen in Zusammenarbeit mit der internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO), die derzeit spezifische Empfehlungen für die Wertpapierbranche erarbeitet. Das Gemeinsame Forum und die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) werden abklären, ob zusätzliche Richtlinien zum Outsourcing in Banken und Versicherungen nötig sind.

... und über die Bedeutung der Übertragung von Kreditrisiken für die Finanzstabilität

Auf eine Anfrage des Forums für Finanzstabilität (FSF) hin veröffentlichte die vom Gemeinsamen Forum eingesetzte Arbeitsgruppe über Risikoeinschätzung und Risikokapital im Oktober einen lang erwarteten Bericht mit dem Titel *Credit risk transfer*. Der Schwerpunkt des Berichts liegt auf drei vom FSF

hervorgehobenen Fragen: Wird das Kreditrisiko mit den jeweiligen Instrumenten oder Transaktionen effizient übertragen? Inwieweit sind sich die Marktteilnehmer der bestehenden Risiken bewusst? Führt die Übertragung von Kreditrisiken zu übermässigen Risikokonzentrationen? Die Schlussfolgerung des Berichts lautet, dass Kreditderivate bisher für eine relativ gute Übertragung von Kreditrisiken gesorgt haben, dass sich die Marktteilnehmer offensichtlich weitgehend über die jeweiligen Risiken im Klaren sind und dass die Konzentration von Kreditrisiken keine unmittelbare Bedrohung für die Finanzstabilität darstellt.

Forum für Finanzstabilität

Im September hielt das Forum für Finanzstabilität (FSF) in Washington D.C. seine 12. Sitzung ab. Die Diskussionsthemen lassen sich grob in sechs Kategorien unterteilen: mögliche Schwachstellen im globalen Finanzsystem, internationale Standards im Finanzsektor, Übertragung von Kreditrisiken, Rückversicherung, Offshore-Finanzplätze und Finanzausweise.

FSF befasst sich mit Schwachstellen im globalen Finanzsystem ...

Zum Thema *Schwachstellen im globalen Finanzsystem* herrschte weitgehend Einigkeit darüber, dass sich die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen für die Finanzmärkte seit der März-Sitzung des Forums allgemein verbessert haben. Mehrere Abwärtsrisiken haben sich entschärft, und die Widerstandsfähigkeit der wichtigsten Finanzsysteme gegen Schocks hat weiter zugenommen. Dennoch sah das FSF wenig Anlass, sich zufrieden zurückzulehnen, und diskutierte einige Bereiche, die in nächster Zukunft genau zu beobachten sind, u.a.: die potenziellen Auswirkungen von wegfallenden Massnahmen zur Konjunkturbelebung; der mögliche Effekt von anhaltend hohen Erdölpreisen auf Wachstum und Inflation; weiterhin bestehende Haushalts- und aussenwirtschaftliche Ungleichgewichte in verschiedenen Ländern; anhaltende Unsicherheit über den Kurs der chinesischen Wirtschaft; die Widerstandsfähigkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften angesichts dieser Entwicklungen. Die Mitglieder befassten sich auch mit Anfälligkeiten des Finanzsektors. Sie nahmen die generell höhere Eigenkapitalausstattung im Finanzsystem zur Kenntnis und diskutierten mögliche Ursachen für höhere Marktvolatilität und geringere Marktliquidität. Das Forum diskutierte auch die Wirkung steigender Zuflüsse zu den Hedge-Fonds auf die Funktionsfähigkeit des Marktes und auf das Risikoprofil von Finanzinstituten sowie die erzielten Fortschritte bei der Verbesserung der Notfallverfahren zur Aufrechterhaltung des Betriebs an den wichtigsten Finanzplätzen.

Bei den *internationalen Standards im Finanzsektor* wurden Mittel und Wege zu ihrer verbesserten Umsetzung im Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektor erörtert, und zwar aufgrund der Erfahrung aus dem Financial Sector Assessment Program (FSAP) von IWF/Weltbank.² Die FSF-Mitglieder

... regt Arbeit über Standards im Finanzsektor an ...

² Das FSAP erweist sich immer mehr als internationaler Standard für die Behörden der verschiedenen Länder und spielt im Rahmen des neuen regelmässigen Meldesystems für Finanzstabilität vieler Zentralbanken eine zentrale Rolle. S. beispielsweise den Financial Stability Report der Bank of New Zealand (www.rbnz.govt.nz/finstab/fsreport/fsr_oct2004.pdf)

diskutierten den Umgang mit den Voraussetzungen für eine solide Aufsicht und Regulierung, konsequente Methoden der Umsetzung, sektor- und länderübergreifende Aufsicht, Führungs- und Überwachungsstruktur sowie Offenlegung. Sie kamen zum Schluss, dass diese Bereiche zusätzliche Aufmerksamkeit vonseiten der internationalen Normierungsgremien in Zusammenarbeit mit den internationalen Finanzorganisationen verdienen.

... diskutiert
Initiativen in Bezug
auf Offshore-
Finanzplätze ...

Bei den *Offshore-Finanzplätzen* diskutierte das Forum die Arbeit verschiedener internationaler Gremien, insbesondere des BCBS, des IWF, der IOSCO und der Offshore-Gruppe von Bankenaufsichtsinstanzen, die dazu beitragen soll, den Informationsaustausch und die grenzüberschreitende Zusammenarbeit zwischen Onshore- und Offshore-Behörden im Bereich der Aufsicht zu verbessern. Die Zusammenarbeit und der Informationsaustausch haben sich generell verbessert, aber es gibt weiterhin Probleme im Bereich des Informationsaustauschs bei Untersuchungen über Verstösse gegen das Wertpapierrecht. Das Forum war der Ansicht, dass weitere Fortschritte notwendig seien und Instrumente basierend auf objektiven Kriterien und angemessenen Verfahren entwickelt werden müssten, um Verbesserungen zu erkennen und zu begünstigen, wobei auch die Einschätzungen der Offshore-Zentren durch IWF und IOSCO zu berücksichtigen sind.

... und berichtet
über Fortschritte bei
den International
Accounting
Standards

Die Mitglieder wurden ferner über die neuesten Entwicklungen im Bereich der *internationalen Rechnungslegungsstandards* orientiert, einschliesslich der zukünftigen Pläne des International Accounting Standards Board (IASB) und der Konvergenzdiskussionen zwischen IASB und dem Financial Accounting Standards Board der USA.³ Im Bereich der *Revisorenqualität und -aufsicht* zeigten sich die FSF-Mitglieder über die Verzögerung bei der Einrichtung eines Public Interest Oversight Board zur Überprüfung der Normierungsaktivität der IFAC besorgt und sprachen sich für eine rasche Einsetzung dieses Gremiums aus.

als aktuelles Beispiel, wie das FSAP zu Benchmarkzwecken auf nationaler Ebene herangezogen wird.

³ Nach der Hauptsitzung des Forums wurde im Oktober ein runder Tisch gemeinsam von FSF, International Federation of Accountants (IFAC) und IASB organisiert, an dem Fragen in Bezug auf die Umsetzung der neuen internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) im Jahr 2005 behandelt wurden.

