

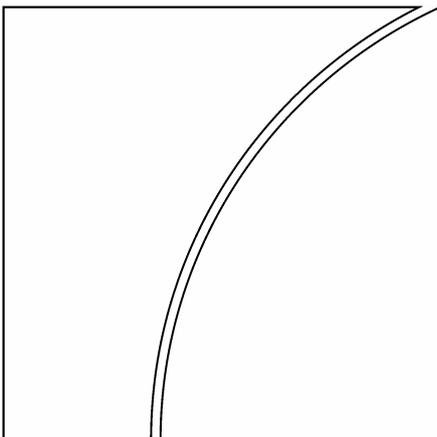


BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

BIZ-Quartalsbericht

Juni 2005

Internationales
Bankgeschäft
und internationale
Finanzmärkte



BIZ-Quartalsbericht
Währungs- und Wirtschaftsabteilung

Redaktionskomitee:

Claudio Borio
Már Gudmundsson
Robert McCauley

Frank Packer
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

Bei Fragen zu diesem Bericht:

Allgemeine Anfragen: Frank Packer, Tel. +41 61 280 8449, E-Mail: frank.packer@bis.org

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

Statistik: Philippe Mesny, Tel. +41 61 280 8425, E-Mail: philippe.mesny@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 2005. 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

Juni 2005

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

1. Überblick: Unruhe an den Kreditmärkten	1
<i>Ausweitung der Kreditrisikoaufschläge</i>	1
<i>Kasten: Stresstest für die Kreditmärkte: die Herabstufung</i> <i>von General Motors und Ford</i>	7
<i>Langfristige Zinssätze wieder im Abwärtstrend</i>	9
<i>Aktienmärkte rückläufig bei verminderter Risikobereitschaft</i>	12
2. Das internationale Bankgeschäft	17
<i>Forderungszunahme im vierten Quartal gefördert durch</i> <i>Interbankkreditvergabe</i>	17
<i>Banken platzieren Einlagen in Schuldtiteln</i>	19
<i>Mittelzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften dank der</i> <i>Rückführung von Einlagen</i>	22
<i>Kasten: Die Präsenz von Auslandsbanken an inländischen</i> <i>Bankkreditmärkten</i>	25
<i>Kasten: Internationale Konsortialkredite im ersten Quartal 2005</i>	34
3. Der internationale Anleihemarkt	37
<i>Erneut höherer Absatz im Euro-Raum</i>	37
<i>Angebot reagiert auf Nachfrage nach längeren Laufzeiten</i>	39
<i>Uneinheitliches Bild in den USA und Japan</i>	41
<i>Ausgeprägte Risikobereitschaft weiterhin massgebend</i> <i>für den Absatz im Hochzinsbereich</i>	42
<i>Sprunghafter Anstieg der Mittelaufnahme aufstrebender Volks-</i> <i>wirtschaften in einer Phase von Rating-Heraufstufungen</i>	43
<i>Erholung der auf Landeswährung lautenden Emissionen</i> <i>aufstrebender Volkswirtschaften</i>	46
<i>Kasten: Renditenaufschläge auf Staatsanleihen als Frühindikator</i> <i>für Änderung des Länder-Ratings</i>	47
4. Märkte für derivative Instrumente	49
<i>Lebhaftes Geschäft entlang der Renditenstrukturkurve</i>	50
<i>Anhaltendes Wachstum bei Währungskontrakten</i>	53
<i>Langsameres Wachstum bei den Aktienindexkontrakten</i>	54
<i>Handel mit Rohstoffderivaten weiterhin lustlos</i>	55
<i>Kräftige Zunahme bei ausserbörslichen Kontrakten</i>	55
<i>Wachstum des Nominalwerts, insbesondere im Zinssegment</i>	56
<i>Credit Default Swaps</i>	58
<i>Beträchtlicher Anstieg des Bruttomarktwerts</i>	59
<i>Derivativbörsen halten mit Wachstum des ausserbörslichen</i> <i>Marktes nicht Schritt</i>	60

Features

Wahl der Währung bei internationalen Anleiheemissionen	61
<i>Benjamin H. Cohen</i> <i>Bestimmungsfaktoren der Denominierung von Anleihen</i>	62
<i>Modellentwicklungsstrategie und Ergebnisse</i>	65
<i>Schlussbemerkungen</i>	73

Strukturierte Finanzierungen: Komplexität, Risiken und die Rolle von Ratings	77
<i>Ingo Fender und Janet Mitchell</i>	
<i>Was sind strukturierte Finanzprodukte?</i>	79
<i>Die Komplexität strukturierter Finanzierungen</i>	82
<i>Die Risiken strukturierter Finanzinstrumente</i>	85
<i>Kasten: Ratings und die Risikoeigenschaften strukturierter</i>	
<i>Finanzprodukte</i>	88
<i>Einige Folgerungen</i>	89
Marktöffnung mithilfe eines regionalen Anleihefonds: Lehren aus dem ABF2	93
<i>Guonan Ma und Eli M. Remolona</i>	
<i>Ostasiatische Anleihemärkte in Landeswährung</i>	94
<i>Regionale Zusammenarbeit und das ABF2-Projekt</i>	96
<i>Kasten: Die Einrichtung eines liquiden gesamtasiatischen</i>	
<i>Anleiheindexfonds</i>	100
<i>Bereits abgebaute Hemmnisse</i>	101
<i>Anreize zum weiteren Abbau von Hemmnissen</i>	103
<i>Zusammenfassung</i>	105
Die jüngsten Initiativen der in Basel beheimateten	
Ausschüsse und des Forums für Finanzstabilität	
<i>Basler Ausschuss für Bankenaufsicht</i>	107
<i>Ausschuss für das weltweite Finanzsystem</i>	108
<i>Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme</i>	109
<i>Gemeinsames Forum</i>	109
<i>Forum für Finanzstabilität</i>	110
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: Unruhe an den Kreditmärkten

Ab März 2005 waren die Kurse an den Kredit- und Aktienmärkten rückläufig, da sich die Anleger aus risikoreicheren Anlagen zurückzogen. Die Kreditmärkte erlebten ihre grösste Verkaufswelle seit 2002, und die Aktienmärkte büssten ihre Gewinne von 2004 weitgehend wieder ein. Gleichzeitig sanken die langfristigen Renditen an den wichtigsten Märkten auf frühere Tiefpunkte oder sogar darunter, zum Teil infolge einer Flucht in die Qualität. Mitte Mai schienen sich die Märkte zu stabilisieren, doch war noch nicht sicher, ob die Turbulenzen an den Kreditmärkten wirklich überstanden waren.

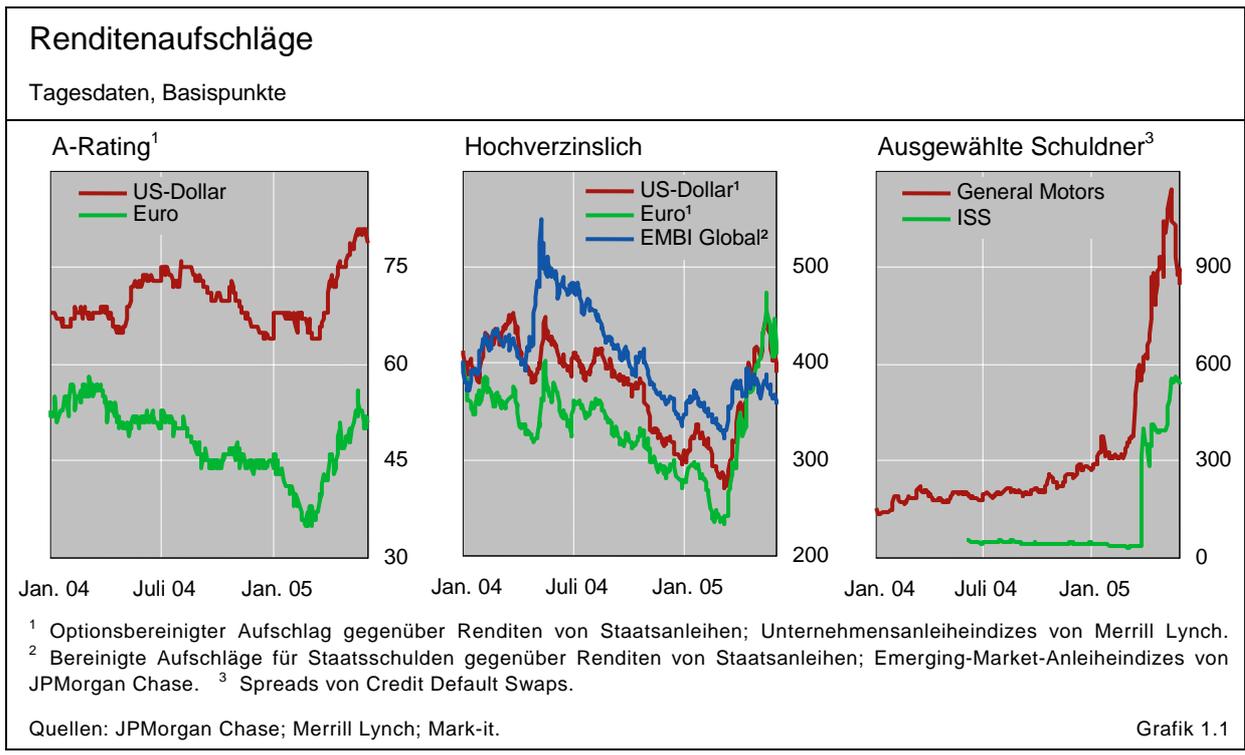
Branchen- oder firmenspezifische Meldungen, insbesondere die Probleme von US-Automobilherstellern, spielten beim Rückzug aus risikoreicheren Anlagen eine bedeutende Rolle. Auch schwache gesamtwirtschaftliche Daten taten das Ihre, besonders im April. Unerwartet positive Daten trugen im folgenden Monat zu einer Erholung der Aktienmärkte bei. Die Kreditrisikoaufläge weiteten sich jedoch bis Mitte Mai weiter aus – während die Renditen auf Staatspapiere sanken –, da Nervosität im Hinblick auf mögliche Abwärtsrisiken herrschte. Verstärkt wurde die Ungewissheit im Mai durch die ungewöhnliche Volatilität des Marktes für Default Swaps, obwohl die Märkte während der Verkaufswelle generell geordnet funktionierten.

Trotz der Ausweitung der Kreditrisikoaufläge blieben die Finanzierungsbedingungen für viele Schuldner günstig. Dank der niedrigen Nominalrenditen hielten sich die Kreditkosten bei längeren Laufzeiten sogar in der Nähe historischer Tiefstwerte. Einige neue Anleiheemissionen wurden verschoben oder abgesagt, doch Schuldner mit besserer Bonität hatten kaum Schwierigkeiten, Mittel zu beschaffen. Zu dieser Gruppe zählten viele Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften; die Spreads für Titel aufstrebender Volkswirtschaften stiegen in der jüngsten Verkaufswelle weit weniger an als in früheren Fällen von Risikoneueinschätzungen.

Ausweitung der Kreditrisikoaufläge

Ausweitung der
Kreditrisikoaufläge
ab März ...

Nach einem fast kontinuierlichen Rückgang seit Oktober 2002 bewegten sich die Kreditrisikoaufläge auf Titel von Unternehmen und aufstrebenden Volkswirtschaften ab Mitte März 2005 in umgekehrter Richtung (Grafik 1.1). Von ihrem Tiefpunkt am 9. März stiegen die Spreads auf in Dollar denominatede



Unternehmensanleiheindizes mit A-Rating um fast 20 Basispunkte bis zum Höchstwert von 81 Basispunkten am 17. Mai. Die Spreads auf hochrentierende Unternehmensanleiheindizes stiegen im gleichen Zeitraum um 185 auf 457 Basispunkte. Mitte Mai schienen sich die Kreditrisikoaufschläge zu stabilisieren. Dennoch war Mitte Juni noch unklar, ob die Verkaufswelle einen Wendepunkt oder nur eine vorübergehende Gegenbewegung in dem langen Abwärtstrend der Aufschläge darstellte.

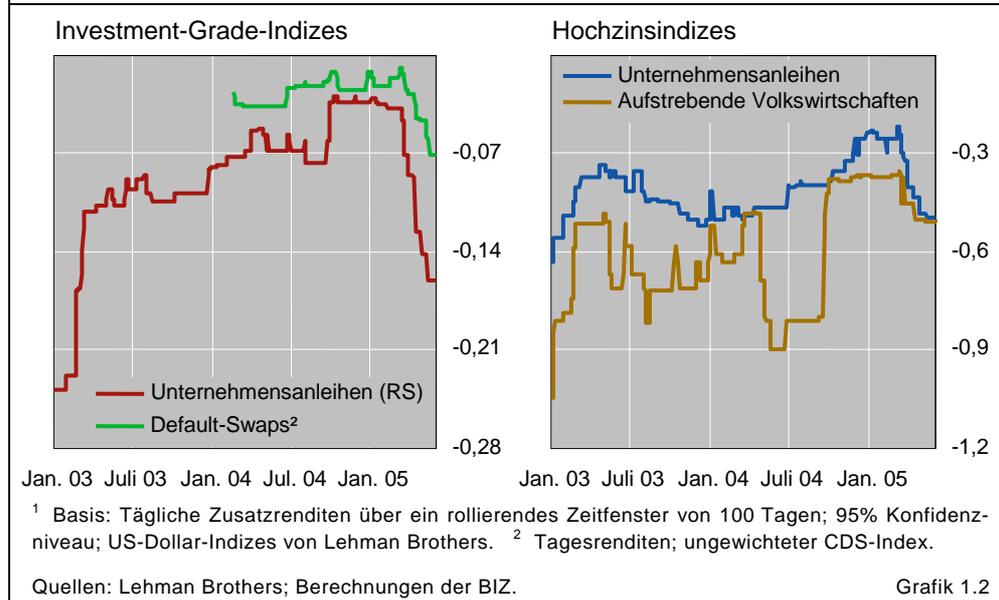
Die Ausweitung der Risikoaufschläge von Mitte März bis Mitte Mai war weder aussergewöhnlich abrupt noch besonders schädlich für die Kreditkonditionen insgesamt. In früheren Episoden waren sie weit stärker gestiegen, z.B. nach der Zahlungsunfähigkeit Russlands im August 1998 und dem Zusammenbruch von WorldCom Mitte 2002. Auch standen die Kreditrisikoaufschläge auf Titel von Unternehmen und aufstrebenden Volkswirtschaften selbst an ihrer jüngsten Spitze nahe bei den Werten des Vorjahres und noch deutlich unterhalb der Werte von 2002 und 2003.

Wegen ihrer breiten Basis war die Verkaufswelle dennoch von Bedeutung. Während sich die Spreads auf hochrentierende Anleihen in dem langen Aufschwung der Kreditmärkte ab Oktober 2002 gelegentlich ausgeweitet hatten, war dies bei Spreads auf Anleihen mit Anlagequalität selten der Fall gewesen. Von Mitte März bis Mitte Mai 2005 jedoch weiteten sich die Spreads aller Schuldner aus, unabhängig von ihrer Kreditqualität. Tatsächlich waren die Titel mit Anlagequalität wohl stärker betroffen als die hochrentierenden. Grafik 1.2 illustriert den täglichen „Value at Risk“ (VaR) für verschiedene Kreditindizes beim Konfidenzniveau von 95%, errechnet aus den tatsächlichen Überschussrenditen von 100 Tagen. Im Februar 2005 hatte eine Wahrscheinlichkeit von 5% bestanden, dass ein Tagesverlust für den Index der Unter-

... besonders auf Titel mit Anlagequalität

Abwärtsrisiko an den Kreditmärkten

Value at Risk für ausgewählte Kreditindizes, Prozent¹



nehmensanleihen mit Anlagequalität 0,04% übersteigen würde. Während der Verkaufswelle stieg der VaR auf mehr als das Vierfache an und erreichte Mitte Mai 0,16%. Dagegen hatte sich der VaR für den Index hochrentierender Unternehmensanleihen von Februar (0,26%) bis Mai (0,49%) nur knapp verdoppelt.

Katalysatoren

Gewinnwarnung
von
General Motors ...

Die jüngste Neubewertung an den Kreditmärkten wurde offenbar durch eine Serie negativer und unerwarteter Entwicklungen im Unternehmenssektor ausgelöst. Die wichtigste unter diesen war eine Warnung von General Motors (GM) am 16. März, dass die Ertragslage im Jahr 2005 schwächer als ursprünglich prognostiziert sein würde. Auf diese Warnung hin änderten die wichtigsten Rating-Agenturen ihren Ausblick für GM zu „negativ“. Hierdurch wuchs wiederum die Besorgnis der Anleger darüber, wie sich die Herabstufung eines so grossen Schuldners auf ein Niveau unterhalb der Anlagequalität auf die Kreditmärkte auswirken würde. Die Spreads auf Credit Default Swaps (CDS) für GM schnellten am 16. März unmittelbar nach der Warnung um rund 90 Basispunkte auf 473 Basispunkte empor, und während des darauffolgenden Monats legten sie um weitere 400 Basispunkte zu (Grafik 1.1).

... Bilanzunregelmässigkeiten ...

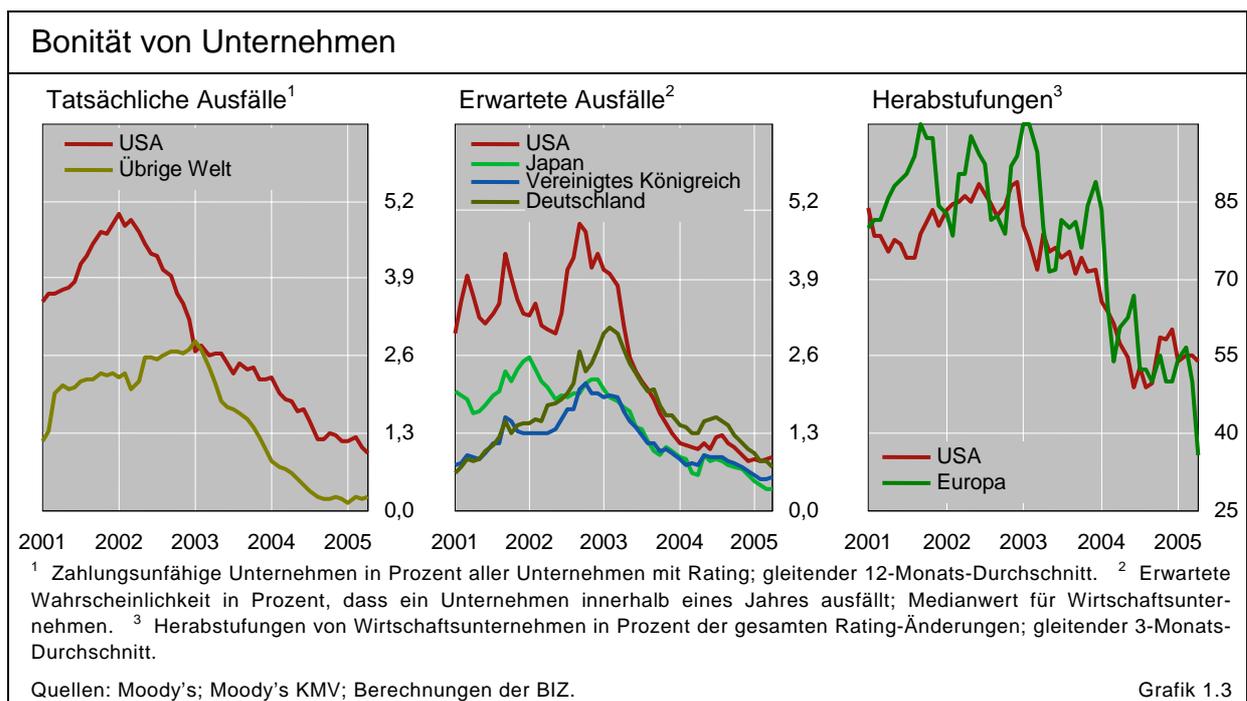
Bilanzunregelmässigkeiten und damit verbundene behördliche Ermittlungen verstärkten die Besorgnis der Anleger. Dass die American International Group – der weltgrösste Versicherer und bis vor Kurzem eines der ganz wenigen Unternehmen mit AAA-Rating – falsche Angaben in ihren Finanzausweisen einräumte, gab den Anlegern zu denken. Gegen Ende März führte die Unsicherheit über das Ausmass dieser Falschangaben dazu, dass die Spreads auf AIG-Default-Swaps sich verdoppelten und das Rating der Gesellschaft herabgestuft wurde. Doch nicht nur die AIG war mit Bilanzproblemen konfrontiert. Die Zahl der Unternehmen, die der US-Börsenaufsichtsbehörde nicht

fristgerecht im März ihre Finanzausweise vorlegten, nahm im Jahr 2005 deutlich zu, und als Gründe für die Fristüberschreitung wurden meist Mängel der Rechnungslegungspraxis und der internen Finanzkontrollen genannt.

Ebenfalls überraschend für die Kreditanleger kamen verschiedene Restrukturierungen auf der Finanzierungsseite. Anfang 2005 gaben viele Unternehmen bekannt, dass sie Dividendenerhöhungen oder Aktienrückkäufe planten – in einigen Fällen mit der erklärten Absicht, ihren Fremdkapitalanteil wieder zu erhöhen; andere Unternehmen gerieten ins Visier fremdfinanzierter Übernahmen. Aktionen dieser Art waren seit mindestens Mitte 2004 zahlreicher geworden. Dennoch war die fremdfinanzierte Übernahme des dänischen Reinigungsunternehmens ISS gegen Ende März besonders beunruhigend. Sie warf ein Schlaglicht darauf, dass die Gläubiger während der Verringerung der Kreditrisikoaufschläge in den letzten Jahren – insbesondere an den Märkten für hochrentierende Titel – versäumt hatten, auf Klauseln zum Schutz ihrer Interessen zu bestehen. Die umlaufenden ISS-Anleihen enthielten keine Klausel, die es den Anleihegläubigern erlaubt hätte, im Falle einer Änderung der Unternehmenskontrolle eine beschleunigte Rückzahlung zu verlangen. Dadurch konnten die Private-Equity-Anleger, die das Unternehmen übernehmen wollten, effektiv die bestehenden Anleihen nachrangig stellen. Angesichts des zu erwartenden höheren Fremdkapitalanteils stiegen die Spreads auf ISS-Default-Swaps am Tag der Bekanntgabe des Geschäfts auf das Achtfache – von 39 auf 315 Basispunkte (Grafik 1.1).

... und fremdfinanzierte Übernahmen ...

Allerdings wurden diese Ereignisse nicht notwendigerweise als Indizien zugrundeliegender Schwächen im gesamten Unternehmenssektor wahrgenommen. Tatsächlich hat sich die Kreditqualität in den letzten Jahren erheblich verbessert. Und trotz der vor allem in den USA erkennbaren Anzeichen, dass die Kreditqualität ihren Zenit erreicht hat, wird allgemein nicht erwartet,



dass sie sich in nächster Zukunft verschlechtern wird. In den USA blieben die Herabstufungen in der Nähe ihres jüngsten Tiefstwerts, obgleich ihr Anteil an den gesamten Rating-Änderungen seit Ende 2004 leicht gestiegen ist (Grafik 1.3). Auch die anhand von Bilanzdaten geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten und die Aktienkursvolatilität hielten sich in der Nähe ihres zyklischen Tiefstands. In Europa und Japan wurden weiterhin mehr Heraufstufungen als Herabstufungen vorgenommen, und die Ausfallwahrscheinlichkeiten blieben niedrig.

Flucht in die Qualität

... führen zu Neubewertung der Risiken

Die robusten Rahmenbedingungen lassen vermuten, dass die Ausweitung der Kreditrisikoaufschläge zu einem grossen Teil auf eine Erhöhung nicht der Risikowahrnehmung, sondern des Risikopreises zurückzuführen ist. Die Risikoaversion hatte Ende 2004 und Anfang 2005 ein ungewöhnlich tiefes Niveau erreicht – zum Teil aufgrund der Bereitschaft der Anleger, Risiken unberücksichtigt zu lassen, wenn sie höhere Erträge anstrebten. Die Gewinnwarnung von GM, die Übernahme von ISS und ähnliche Ereignisse erinnerten die Anleger an das Risiko eines Rückschlags, das Kreditinstrumenten eigen ist, und löste eine Neubewertung des Risikos aus. Verschärft wurde die Risikoaversion durch enttäuschende gesamtwirtschaftliche Daten im März und April.

Herabstufung von Ford und General Motors

In der zweiten Aprilhälfte kehrte das Vertrauen zurück – zum Teil infolge von Gewinnmeldungen von GM und Ford, die den Erwartungen der Anleger entsprachen –, doch dies erwies sich als kurzlebig. Die Kreditrisikoaufschläge weiteten sich im Mai weiter aus, da die Besorgnis wegen spezifischer Bonitätsrisiken anhielt. Die Befürchtungen der Anleger wurden durch die Herabstufung von GM, Ford und ihre Finanztöchter auf ein Niveau unterhalb der Anlagequalität von Standard & Poor's am 5. Mai verstärkt. Für viele Marktteilnehmer kamen sowohl der Zeitpunkt als auch der Umfang der Herabstufungen überraschend: S&P stufte GM um zwei Bonitätsgrade auf BB und Ford um einen Bonitätsgrad auf BB+ herab.

Am Markt für Unternehmensanleihen blieb die Lage nach den Herabstufungen ruhig. An den Tagen unmittelbar nach der Bekanntgabe waren die Spreads auf Unternehmensanleihen mit A-Rating sogar kaum verändert. Die Märkte für Kreditderivate reagierten allerdings empfindlicher als die Kassamärkte (s. Kasten auf S. 7). Meldungen zufolge erlitten einige Hedge-Fonds erhebliche Verluste bei Geschäften mit General Motors und CDS-Indextranchen. Die möglichen systemischen Folgen bei einem Ausfall einiger dieser Akteure mit hohem Fremdkapitalanteil wirkten sich in der ersten Maihälfte dämpfend auf die Kreditmärkte aus. Auch sollen die Kreditmärkte durch einen Wechsel von Hedge-Fonds zu liquideren Positionen unter Druck geraten sein; einige Fonds antizipierten angesichts ihrer eher schwachen Erträge der Vormonate höhere Rücknahmen von Anteilscheinen.

Verkaufswelle abgeschlossen?

Ab Mitte Mai trug eine Erholung der Aktienmärkte zur Stabilisierung der Kreditmärkte bei. Die Kreditrisikoaufschläge erreichten ihren Spitzenwert am 17. Mai – geraume Zeit nach dem Einsetzen des Aufschwungs an den Aktienmärkten (s. unten). Innerhalb der folgenden zwei Tage ging dann der nordamerikanische CDS-Index um bemerkenswerte 16 Basispunkte auf

62 Basispunkte zurück. Auch die Spreads auf Unternehmensanleihen sanken, allerdings langsamer. Trotzdem war Anfang Juni noch unklar, ob die Verkaufswelle an den Kreditmärkten abgeschlossen war.

Überdurchschnittliches Abschneiden der aufstrebenden Volkswirtschaften

Die Spreads für Titel aufstrebender Volkswirtschaften waren während des Berichtszeitraums weniger betroffen als diejenigen auf Unternehmenstitel. Sie erreichten ihren Höchstwert eher als diese (um den 15. April, während der Flucht in die Qualität) und waren weniger volatil. Auch bewegten sie sich weniger stark als während der Verkaufswelle von 2004. Im April und Mai 2004 war der EMBI Global um etwa 150 Basispunkte auf einen Spitzenwert von 549 Basispunkte geklettert; im März und April 2005 hingegen stieg er lediglich um 73 Basispunkte auf einen Höchstwert von 395 Basispunkten.

Spreads
aufstrebender
Volkswirtschaften
weniger
betroffen ...

Die Kreditrisikoauflagen auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften waren auch deswegen weniger betroffen als diejenigen auf Unternehmenstitel, weil die Ereignisse, die zu der Neubewertung der Risiken an den Kreditmärkten führten – Gewinnwarnungen, Rechnungslegungsprobleme und fremdfinanzierte Übernahmen – für die Märkte für Staatsschuldtitel kaum von Belang waren. Doch auch die Stärke der Binnenwirtschaft der aufstrebenden Länder trug dazu bei, die Reaktion in Grenzen zu halten.

Zwar blieben die aufstrebenden Märkte nicht von Überraschungen verschont, doch anders als im Unternehmenssektor wurden von diesen keine weitreichenden Folgen erwartet. Beispielsweise wurden die Probleme in Ecuador als auf dieses Land beschränkt angesehen. Bürgerproteste führten zum Rücktritt des Präsidenten und verstärkten die Unsicherheit bezüglich des künftigen wirtschaftspolitischen Kurses. Deshalb weiteten sich die Spreads auf Ecuadors Dollar-Staatsanleihen in der Woche vom 18. April um 150 Basispunkte aus, während sie für die Staatsanleihen der meisten anderen Länder zurückgingen. Ebenfalls im April gerieten die türkischen Spreads durch die Aussicht unter Aufwärtsdruck, dass die französischen Wähler die vorgeschlagene EU-Verfassung ablehnen könnten und dass dies möglicherweise die EU-Beitrittsverhandlungen erschweren würde. Verzögerungen bei der endgültigen Umschuldung Argentiniens hinderten die Regierung nicht daran, im Mai erstmals seit der Zahlungseinstellung Mittel an den lokalen Anleihenmärkten aufzunehmen. Im Februar hatten Anleger, die 76% der ausgefallenen Forderungen hielten, beschlossen, das Angebot der Regierung anzunehmen, doch juristische Hürden verhinderten den geplanten Tausch bis Anfang Juni.

Anders als bei den Aufschlägen auf Unternehmenstitel waren bei denjenigen auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen von grösserer Bedeutung für die Neubewertung als das spezifische Bonitätsrisiko. Wie bereits seit spätestens Anfang 2004 reagierten die Aufschläge auf Titeln aufstrebender Volkswirtschaften stärker auf veränderte Erwartungen hinsichtlich des Kurses der US-Geldpolitik als diejenigen auf Unternehmenstiteln. Als z.B. am 9. März die Renditen der 10-jährigen Schatztitel um 15 Basispunkte gestiegen waren, weiteten sich die Spreads auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften um 6 Basispunkte aus, während die Spreads

... aber sensitiv
gegenüber
Veränderungen der
wirtschaftlichen
Rahmen-
bedingungen

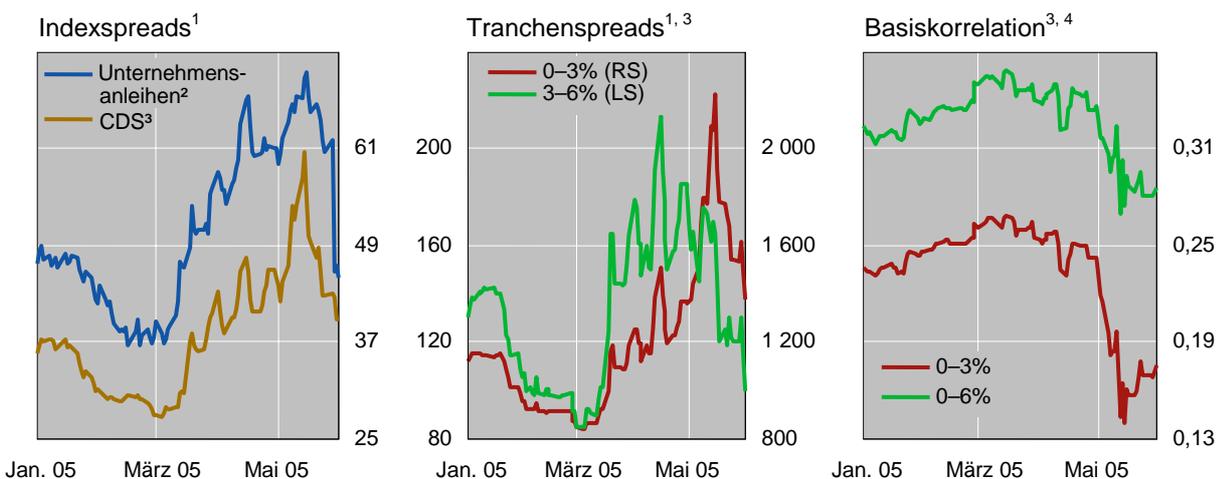
Stresstest für die Kreditmärkte: die Herabstufung von General Motors und Ford

Als Standard & Poor's Ford und General Motors einschliesslich ihrer Finanztöchter auf ein Rating unterhalb der Anlagequalität herabstufte, wurde die Belastbarkeit der Kreditmärkte auf die Probe gestellt. Ford und GM zählen zu den grössten Schuldern des Marktes für Unternehmensanleihen: Zum Zeitpunkt der Herabstufung hatten sie zusammen einen Anteil von etwa 3% am Markt für Anleihen mit Anlagequalität, und sie könnten schliesslich bis zu 15% des globalen Marktes für hochrentierende Anleihen auf sich vereinen. Ihre Schuldtitel waren breit gestreut und in vielen forderungsbesicherten Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“, CDO) enthalten. Folglich hatte die Herabstufung der beiden Automobilfirmen das Potenzial, Verwerfungen an den Kreditmärkten auszulösen. Die Kassamärkte passten sich jedoch offenbar in geordneter Weise an die Herabstufung an. Stärker wurden die Märkte für Kreditderivate in Mitleidenschaft gezogen. Die Spreads auf Credit Default Swaps (CDS) schnellten an mehreren Tagen der ersten Maihälfte sprunghaft in die Höhe und sackten in der zweiten Hälfte ebenso abrupt ab (linkes Feld der nachstehenden Grafik). Die Störungen an den Märkten für Kreditderivate griffen jedoch nur in geringem Masse auf andere Märkte über.

Die Anpassung der Märkte für Unternehmensanleihen an die Herabstufung von Ford und GM wurde durch drei Faktoren erleichtert: Erstens war die Herabstufung seit langem erwartet worden, und so hatten die Portfoliomanager reichlich Gelegenheit, sich darauf einzustellen. Seit Mitte 2003 waren die Spreads der Automobilhersteller den Spreads auf spekulative Titel näher gewesen als den Spreads anderer Schuldner mit BBB-Rating. Zweitens wird Ford von Moody's und Fitch noch mit „Investment Grade“ bewertet, GM noch von Moody's. Mehrere der grössten Anbieter von Anleiheindizes legen ihren Indizes den Durchschnitt von drei Ratings zugrunde, und so wird Ford trotz der Herabstufung durch S&P in einigen Investment-Grade-Indizes bleiben. Schliesslich orientieren sich viele Manager von Festzinsportfolios seit einigen Jahren weniger an Marktindizes und mehr an Benchmarks, die z.B. durch den Ausschluss von Ausreissern aus den Indizes und die Einführung strikterer Engagementlimiten auf ihre spezifischen Bedürfnisse zugeschnitten werden. Hinzu kommt ein Trend, den zulässigen Tracking Error zu erhöhen. Änderungen dieser Art dürften die Auswirkungen mechanischer Veränderungen in den Indizes auf die Märkte tendenziell abschwächen.

Im Gegensatz zu der geordneten Anpassung der Kassamärkte löste die Herabstufung an den Märkten für Kreditderivate offenbar Störungen aus. An den Märkten für Kreditderivate können Positionen – insbesondere Short-Positionen – leichter eingegangen werden als an Märkten für

Märkte für Credit Default Swaps



¹ Basispunkte. ² Spread auf Asset Swaps (über LIBOR); Euro-Kreditindex für „Investment-grade“-Industrieunternehmen von JPMorgan; Bruch in der Datenreihe am 1. Juni 2005 nach Herausnahme von Ford und GM aus dem Index. ³ 5-jährige „on-the-run“-Indizes iTraxx Europe. ⁴ Durch den Preis einer synthetischen „First-loss“-Tranche implizierte Ausfallkorrelation.

Quellen: JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ.

Unternehmensanleihen. Daher sind fremdfinanzierte Anleger wie Hedge-Fonds und die Eigenhandelsabteilungen von Investmentbanken an den Märkten für Kreditderivate tendenziell aktiver als an den Kassamärkten. Fremdfinanzierte Anleger sind von grosser Bedeutung für die Marktliquidität und die Preisfindung. Es gibt jedoch Zeiten, in denen ihre Aktivitäten Preisschwankungen verstärken können. Eine solche Zeit war offenbar der Mai 2005.

Die Herabstufung von Ford und GM führte zu unerwarteten Veränderungen im Verhältnis zwischen den Preisen bestimmter Vermögenswerte. Die Folge waren hohe Mark-to-Market-Verluste in einigen Arbitragegeschäften über Bewertungsdifferenzen (Anleger mit diesen Strategien gehen einander annähernd ausgleichende Positionen in zwei Wertpapieren mit ähnlichen, aber nicht identischen Merkmalen ein, die zu unterschiedlichen Kursen gehandelt werden). Das Motiv für ein Geschäft dieser Art waren Preisdiskrepanzen zwischen Wandelanleihen von GM und einem replizierenden Portfolio (bestehend aus regulären Anleihen plus Aktienkaufoptionen). Anleger, die eine Verringerung dieser Preisdiskrepanz erwarteten, erlitten auf beiden Seiten des Geschäfts Verluste: Am 4. Mai stieg der GM-Aktienkurs um 18%, nachdem der Sanierungsspezialist Kirk Kerkorian ein Angebot für ein grosses Aktienpaket gemacht hatte, und am 5. Mai folgte auf die Herabstufung durch S&P eine Ausweitung der Spreads auf Anleihen und CDS von GM.

Ein weiteres Geschäft über Bewertungsdifferenzen, bei dem Anleger Berichten zufolge Verluste erlitten, betraf angenommene Preisanomalien bei CDO-Tranchen. Die Spreads auf die Eigenkapitaltranche („First-Loss“-Tranche) von CDO sind tendenziell weit höher als die Kosten einer mit Delta-Hedging abgesicherten Position in der zugrundeliegenden CDO (oder aber der Mezzanine-Tranche, die das Ausfallrisiko von über 3% bis 10% des Nominalwerts abdeckt). Anfang 2005 hätte ein Anleger, der Absicherung für die Eigenkapitaltranche des CDS-Index-iTraxx-Europe verkaufte und dann als Schutz gegen marktweite Schwankungen der Bonitätsaufschläge Absicherung für den zugrundeliegenden Index kaufte, einen Spreadgewinn von 300 bis 400 Basispunkten erzielt. Ein solches Geschäft ist Veränderungen der Ausfallkorrelation ausgesetzt und wird daher üblicherweise als Korrelations-Long-Position bezeichnet. Anleger, die stabile oder steigende Ausfallkorrelationen erwartet hatten, wurden im Mai überrascht, als diese stattdessen einbrachen (rechtes Feld der Grafik). Ab Mitte April nahm offenbar die Sorge der Anleger bezüglich spezifischer Risiken zu. Dies führte zu einer Ausweitung der Spreads auf Eigenkapitaltranchen und Verlusten bei Korrelations-Long-Positionen (mittleres Feld). Diese Ausweitung beschleunigte sich nach der Herabstufung von GM und Ford durch S&P. Einige Marktteilnehmer suchten offenbar ihre Verluste im Korrelationshandel zu begrenzen, indem sie ihre Positionen auflösten. Dies setzte die Spreads auf Mezzanine-Tranchen vorübergehend unter Abwärtsdruck und erhöhte dadurch die Mark-to-Market-Verluste. Während Schwankungen des Spreads auf die Mezzanine-Tranche im Regelfall positiv mit Indexschwankungen korrelieren, bewegten sich die beiden Anfang Mai zeitweise in entgegengesetzter Richtung.

Als sich die Verluste bei diesen Arbitragegeschäften über Bewertungsdifferenzen häuften, schichteten die Anleger ihre Portfolios um, um ihre Absicherung anzupassen, Nachschussforderungen zu erfüllen und ihr Kreditrisiko zu verringern. Dies wirkte sich wiederum negativ auf die Marktliquidität aus, insbesondere bei CDS-Indizes und -Indextranchen. Viele fremdfinanzierte Anleger hatten ähnliche Positionen, und diese Konzentration der Aktivität verstärkte den Abbau der Fremdfinanzierungen. Dieser Teufelskreis ähnelte in seiner Art – wenn auch gewiss nicht in seinem Ausmass – den Ereignissen des Jahres 1998, nach dem Zahlungsmoratorium Russlands und dem Beinahekollaps von Long-Term Capital Management.^① Während jedoch damals die Volatilität rasch von einem Finanzmarkt auf den anderen übergegriffen hatte, wirkten sich die Ereignisse an den Märkten für Kreditderivate im Mai 2005 nur begrenzt auf andere Märkte aus. Die als solide wahrgenommenen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, aber auch Verbesserungen im Risikomanagement nach der Krise von 1998 trugen dazu bei, den Ansteckungseffekt in Grenzen zu halten. Insbesondere scheinen Hedge-Fonds heute deutlich weniger fremdfinanziert zu sein als 1998.^② Anfang Juni deutete wenig darauf hin, dass Marktteilnehmer infolge von Verlusten nach der Herabstufung der Automobilhersteller durch S&P in ernste Finanzierungsschwierigkeiten geraten waren.

^① S. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, *A review of financial market events in autumn 1998*, BIZ, Basel, Oktober, 1999. ^② S. P. McGuire, E. Remolona und K. Tsatsaronis, „Zeitvariable Engagements und Hebelwirkung bei Hedge-Fonds“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2005, S. 67–82.

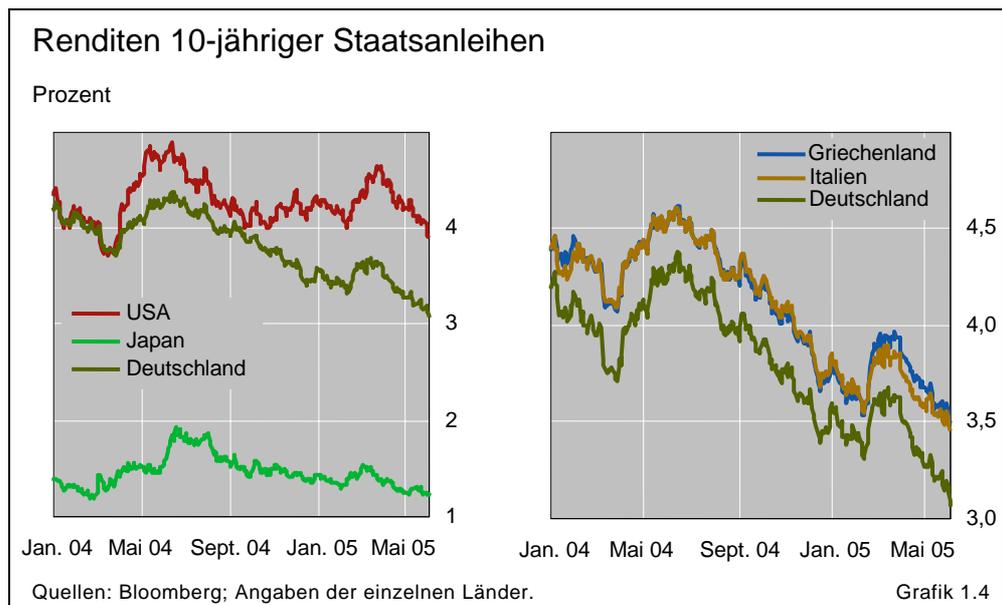
auf Unternehmenstitel mit Anlagequalität unverändert blieben. Ein Sprung der Renditen am 22. März hatte bei Titeln aufstrebender Volkswirtschaften erneut einen Anstieg der Spreads, am Markt für Unternehmensanleihen dagegen wenig Reaktion zur Folge.

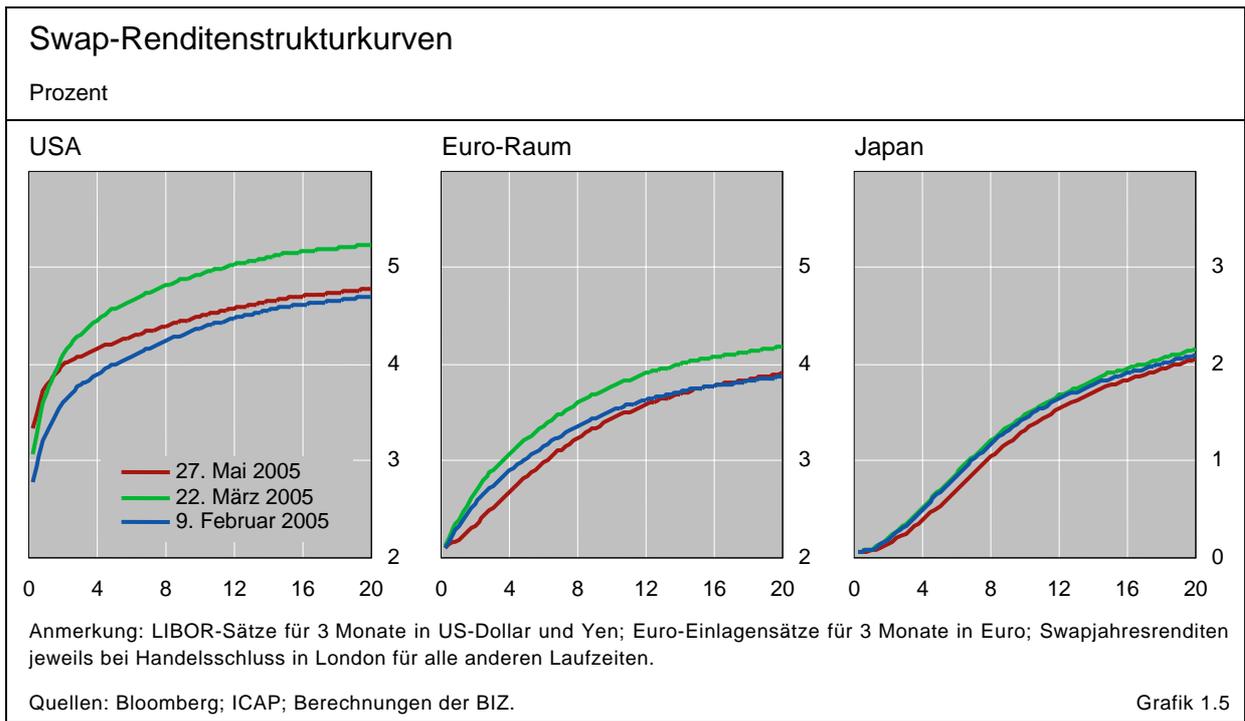
Aufgrund der erhöhten Risikoaversion legten viele Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften ihre Mittelbeschaffungspläne auf Eis. Diese Entscheidung wurde dadurch erleichtert, dass viele im ersten Quartal, als die Finanzierungsbedingungen aussergewöhnlich günstig gewesen waren, Finanzierungen vorgezogen hatten. Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften hatten im ersten Quartal 2005 rund \$ 70 Mrd. an den internationalen Märkten für Anleihen und Bankkredite aufgenommen – 13% mehr als im entsprechenden Vorjahreszeitraum (s. „Der internationale Anleihemarkt“). Im April und Mai liess der Absatz nach, entsprach aber den Volumina von 2004.

Langfristige Zinssätze wieder im Abwärtstrend

Trotz der Ausweitung der Renditenaufschläge blieben die Finanzierungskosten vieler Schuldner aus dem Unternehmenssektor und aus aufstrebenden Volkswirtschaften unverändert oder gingen sogar zurück, da die Nominalrenditen fielen. Nach einem kurzen Anstieg im Februar tendierten die langfristigen Renditen an den wichtigsten Märkten gegen Ende März wieder nach unten (Grafik 1.4). Von ihrem Spitzenwert am 22. März gingen die Renditen der 10-jährigen US-Schatztitel um 60 Basispunkte auf knapp 4,0% am 24. Mai zurück – noch unterhalb der Tiefstände, die den Vorsitzenden des Federal Reserve Board einige Monate früher vor ein „Rätsel“ gestellt hatten (Grafik 1.5). Im gleichen Zeitraum fielen die Renditen der 10-jährigen deutschen Bundesanleihen um 40 Basispunkte auf 3,3%, ihren tiefsten Stand seit Beginn der Europäischen Währungsunion.

Höhere Renditen-
aufschläge durch
niedrigere Renditen
ausgeglichen





Für den Rückgang der Dollarrenditen waren zu einem nicht geringen Teil enttäuschende Wirtschaftsdaten verantwortlich. Als die 10-Jahres-Rendite um 8 Basispunkte anzog, nachdem die Federal Reserve in ihrer Erklärung vom 22. März erneut ein Zunehmen des Inflationsdrucks hervorgehoben hatte, hatten die langfristigen Zinssätze damit ihren höchsten Punkt in diesem Zeitraum erreicht. Danach wurden die Renditen durch die Bekanntgabe schwacher Wirtschaftsdaten Ende März und im April erheblich gedrückt (Grafik 1.6). So trugen z.B. verhaltene Konsumklimadaten, die Mitte April publiziert wurden, und ein wenige Wochen später veröffentlichter Bericht über eine überraschend unterdurchschnittliche BIP-Entwicklung zu einem unverhältnismässigen Einbruch der Renditen bei – trotz weiterer Anhebungen der Leitzinsen durch die Fed während dieser Zeit und trotz wiederholter Äusserungen von US-Entscheidungsträgern, sie erwarteten weitere Anhebungen „in massvollen Schritten“.

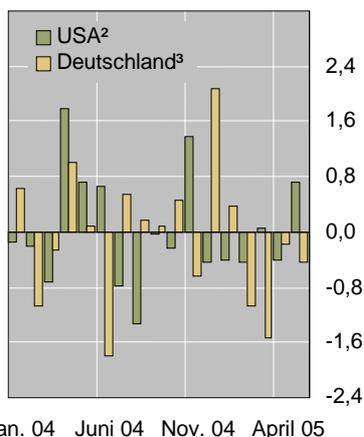
Rückläufige Renditen nach enttäuschenden Wirtschaftsdaten ...

Der Rückgang der US-Renditen war allerdings nicht nur auf enttäuschende Wirtschaftsdaten zurückzuführen; es gab auch Hinweise auf eine Nachfrage nach Schatztiteln als „sicherer Hafen“, motiviert durch die oben beschriebene Risikoaversion und die Verkaufswelle an den Kreditmärkten. Im Mai wurden die Nachrichten über die Wirtschaftslage in den USA günstiger – dies begann mit dem positiven Arbeitsmarktbericht vom 6. Mai –, doch die Entwicklung der Renditen blieb verhalten. Am 10. Mai wurde berichtet, Spekulationen über Verluste von Hedge-Fonds und sinkende Bankaktien hätten die Nachfrage nach Schatztiteln verstärkt, und die Benchmark-Renditen fielen deutlich ab. Wenige Tage später bewirkten unerwartet starke Zahlen für die Einzelhandelsumsätze im April anfänglich einen gewissen Verkaufsdruck am Markt für Schatztitel, doch dann führten eine intensive Verkaufswelle an den Aktienmärkten und Berichte über Umschichtungen von Fonds in Staatspapiere

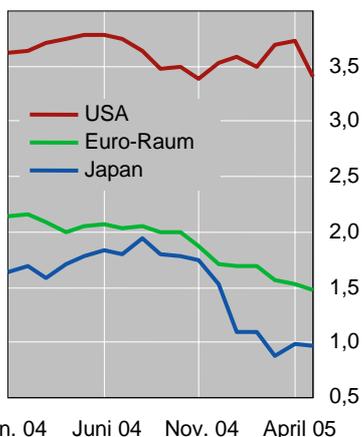
... und Nachfrage nach einem „sicheren Hafen“

Gesamtwirtschaftliche Daten

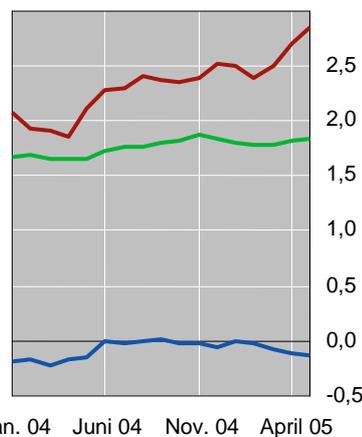
Überraschende Wirtschaftsdaten¹



Wachstumsprognosen für 2005⁴



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 Prognosen gemäss monatlicher Veröffentlichung von Consensus Economics; die Beobachtungen werden dem Monat zugerechnet, in dem die Prognose erfolgte; Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent.

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

Grafik 1.6

dazu, dass die Renditen an jenem Tag um weitere 3 Basispunkte abröckelten. Und obwohl das US-Finanzministerium im Mai bekannt gab, es erwäge, nach 5-jähriger Pause wieder eine 30-jährige Schatzanweisung zu begeben, und daraufhin eine erhebliche Verkaufswelle bei den am längsten laufenden Schatzanleihen einsetzte, stiegen die Renditen der 10-jährigen Benchmarks nur geringfügig an.

Renditen der Bundesanleihen auf Rekordtief

Im Euro-Raum war die Enttäuschung über die gesamtwirtschaftlichen Daten noch nachhaltiger, und die Renditen auf deutsche Bundesanleihen erreichten im Berichtszeitraum historische Tiefstwerte. Der Renditenabstand zwischen 10-jährigen Papieren der USA und des Euro-Raums weitete sich im Berichtszeitraum von etwa 80 Basispunkten auf 90 Basispunkte aus. Der wichtige ifo-Geschäftsklimaindex sackte am 25. April überraschend ab und erreichte seinen niedrigsten Wert seit mehr als einem Jahr; gleichzeitig gingen die Renditen auf Bundesanleihen um 4 Basispunkte zurück. Angesichts dieser und anderer schwacher Wirtschaftsdaten aus dem Euro-Raum bis zum Mai nahmen viele Analysten ihre Erwartungen bezüglich Leitzinsanhebungen durch die EZB zurück. Wie es häufig geschieht, reagierten Bundesanleihen auch sensitiv auf Nachrichten über die Wirtschaftslage der USA. Als z.B. am 28. April die schwachen Daten für das BIP der USA bekannt wurden, fielen die Renditen auf Bundesanleihen um einige Basispunkte.

Während des Berichtszeitraums waren darüber hinaus wachsende Renditedifferenzen zwischen den Staatspapieren des Euro-Raums zu beobachten, da die Anleger zunehmend auf Haushaltsprobleme der Länder reagierten. Da Italiens und Griechenlands Fähigkeit, ihre Haushaltsziele zu erreichen, skeptisch beurteilt wurde, weitete sich der Aufschlag für ihre Staats-

papiere gegenüber Bundesanleihen allmählich aus (Grafik 1.4). Auch wurden in diesem Zeitraum Berichten zufolge deutsche Bundesanleihen sowie Anleihen in Schweizer Franken als „sicherer Hafen“ nachgefragt, während Carry Trades mit Anleihen von EU-Ländern, deren Beitritt zur Währungsunion erwartet wurde, in einem allgemeinen Rückzug von spekulativen Positionen dieser Art aufgelöst wurden.

In Japan gingen die Renditen in diesem Zeitraum ebenfalls zurück, jedoch in wesentlich geringerem Umfang als im Euro-Raum oder den USA. Der Anleihemarkt schien sich mehr an fallenden Aktienkursen zu orientieren als an Signalen für eine stagnierende Konjunktur. Zwar führte die am 28. April bekannt gegebene Abwärtskorrektur der Aussichten für den Verbraucherpreisindex durch den Policy Board der Bank of Japan, die dem Trend der aus Umfragen ermittelten Erwartungen entsprach (Grafik 1.6), zu einem moderaten Rückgang der Renditen im Umfang einiger Basispunkte. Doch die am 30. März veröffentlichten Zahlen für die Industrieproduktion, die weit schlechter ausfielen als erwartet, sowie die im *Tankan* vom März gemeldeten schlechten Konjunkturerwartungen hatten keine nennenswerten Auswirkungen auf die Renditen. Vielmehr verzeichneten die Renditen auf 10-jährige Anleihen relativ hohe Tagesrückgänge – 3 bzw. 4 Basispunkte – am 15. und 18. April, als die Aktienkurse ihre stärksten Einbrüche innerhalb eines Tages erlebten. Ein weiterer Faktor, der die Renditen gegen Ende Mai drückte, war die Ankündigung, dass die Duration eines wichtigen Anleiheindex verlängert würde, die Berichten zufolge die Nachfrage von Pensionsfonds nach Anleihen mit langer Laufzeit verstärkte.

Yen-Renditen
folgen den
Aktienmärkten

Aktienmärkte rückläufig bei verminderter Risikobereitschaft

Die Aktienmärkte entwickelten sich von Anfang März bis Mai uneinheitlich (Grafik 1.7). Im März und April brachen wichtige Aktienindizes nach einem Rückgang der Risikobereitschaft und Veröffentlichungen schwacher Wirtschaftsdaten ein. Obwohl sich im Mai einige wichtige Indizes erholten, büssten im Zeitraum vom 7. März bis zum 27. Mai der S&P 500 2%, der DJ Euro STOXX 1% und der Nikkei 225 6% ein, und sowohl die US-Indizes als auch die japanischen Indizes standen in der Nähe oder unterhalb der Niveaus vom Jahresbeginn.

Aktienindizes
schwach im März
und April ...

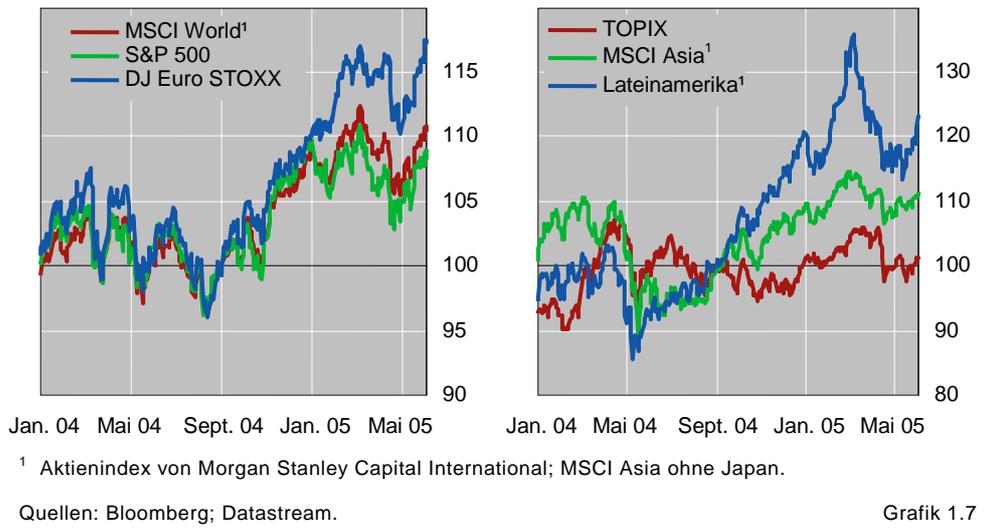
Teils zeitgleich mit der Verkaufswelle an den Kreditmärkten schnellte die Volatilität Mitte April an allen wichtigen Aktienmärkten in die Höhe. Sowohl die implizite als auch die historische Volatilität, die bis Anfang 2005 ihren tiefsten Stand seit annähernd 10 Jahren erreicht hatten, schienen aus dem langfristigen Abwärtstrend auszubrechen, wurden jedoch im Mai wieder leicht rückläufig und waren noch deutlich unterhalb des Niveaus von 2002 (Grafik 1.8 links).

Die Anleger an den Aktienmärkten hatten nicht nur höhere Risikoeurwartungen, sondern entwickelten auch eine höhere Risikoaversion. Die hier verwendete Messgröße für die Risikobereitschaft, die sowohl für

... bei steigender
Risikoaversion der
Anleger ...

Aktienkurse

In Landeswährung; 1. September 2004 = 100



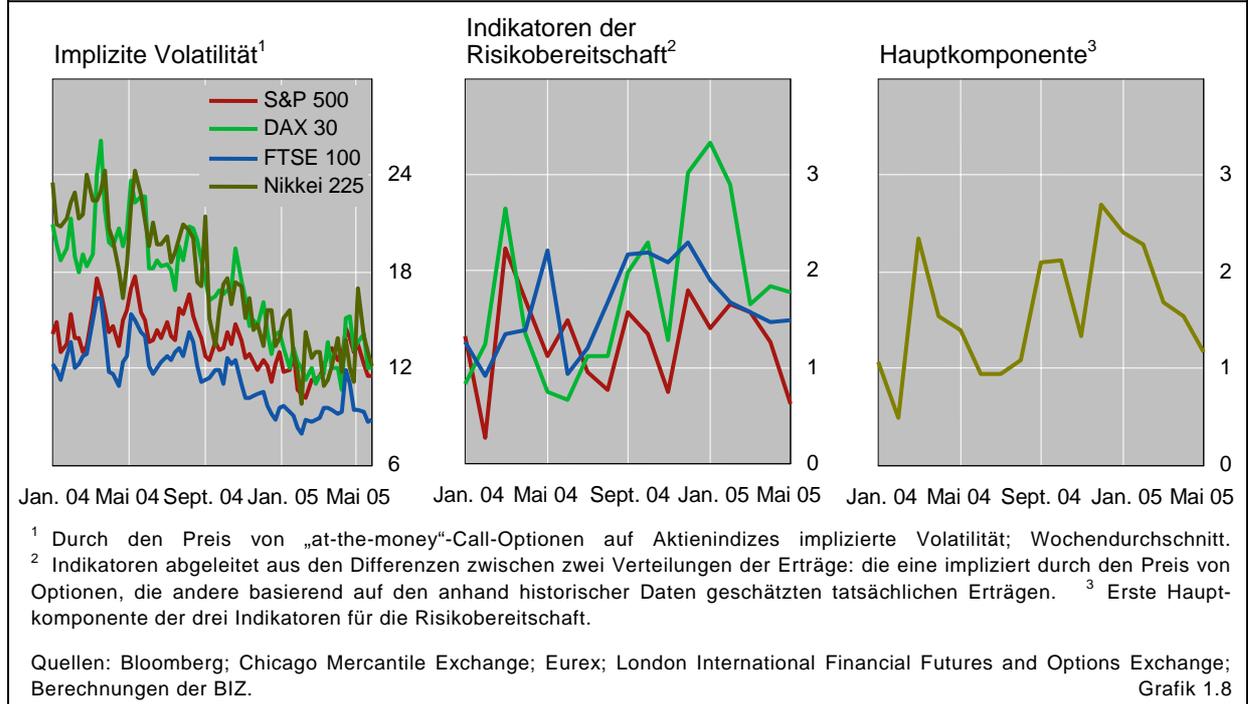
verschiedene Märkte als auch global aus den jeweiligen Preisen für Aktienindexoptionen und historischen Volatilitäten abgeleitet wird, soll den Unterschied zwischen der Risikoerwartung und dem Preis für das Risiko an den Aktienmärkten erfassen. Nach geringen Bewegungen auf historisch hohem Niveau ging die Risikobereitschaft in Deutschland, den USA und dem Vereinigten Königreich seit Jahresbeginn deutlich zurück. Summarisch gemessen war die Risikobereitschaft aller dieser Märkte Mitte Mai so gering wie seit Mitte 2004 nicht mehr (Grafik 1.8 Mitte und rechts).

... und
enttäuschender
Wirtschafts-
entwicklung ...

Wenig erfreuliche Nachrichten über die gesamtwirtschaftliche Lage waren sicherlich einer der Gründe für die Schwäche der US-Indizes bis zum April. Im März schienen die Anleger ihr Hauptaugenmerk auf Inflationsrisiken und ihre möglicherweise notwendige Eindämmung durch Leitzinsanhebungen zu richten; nach enttäuschenden Meldungen über die Erzeuger- und Verbraucherpreise sowie der Erklärung des Offenmarktausschusses vom 22. März, die auf gestiegenen Inflationsdruck hinwies, brachen die Aktienindizes ein. Im April verlagerte sich die Aufmerksamkeit zu einer möglichen Abschwächung der Nachfrage, und als am 13. April mittelmässige Einzelhandelsumsätze und am 15. April schlechte Zahlen für das Vertrauen der Verbraucher wie auch der Erzeuger gemeldet wurden, gingen die Aktienkurse erneut auf Talfahrt.

In den USA litten die Aktienmärkte im Berichtszeitraum trotz Gewinnmeldungen, die insgesamt besser als erwartet waren. Zwar hiess es, eine enttäuschende Gewinnmeldung von IBM habe dazu beigetragen, dass wichtige Marktindizes am 15. April um 2% nachgaben. Andererseits publizierten andere führende Werte wie Citigroup und General Electric am gleichen Tag unerwartet gute Gewinne. Insgesamt ist das Verhältnis zwischen positiven und negativen Überraschungen bei Gewinnmeldungen der S&P-500-Unternehmen, das im ersten Quartal 2004 leicht gestiegen war, im Jahr 2005

Volatilität und Risikobereitschaft an Aktienmärkten



stabil geblieben. Auch bei den Gewinnwarnungen ist der Trend positiv (Grafik 1.9 rechts). Die Häufung positiver Gewinnmeldungen, die wieder lebhaftere Aktivität bei Fusionen und Übernahmen sowie bessere gesamtwirtschaftliche Nachrichten – insbesondere die Bekanntgabe einer gedämpften Kerninflation am 18. Mai – trugen schliesslich dazu bei, dass sich die wichtigsten Indizes im Mai deutlich erholten.

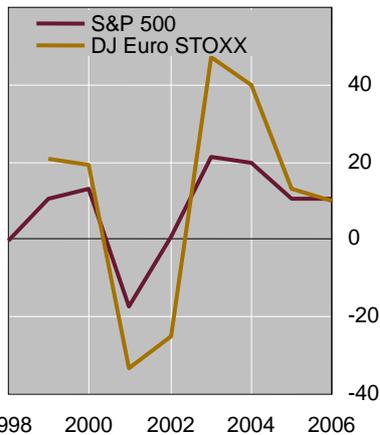
Die europäischen Aktienindizes entwickelten sich generell ähnlich wie die US-Indizes: Sie brachen im März und April ein und erholten sich im Mai. Im Gegensatz zu den USA blieben die Nachrichten über die Wirtschaftslage in Europa jedoch unerfreulich. Der deutsche Aktienmarkt legte allerdings spürbar zu, nachdem am 22. Mai vorgezogene Wahlen angekündigt worden waren und damit eine Stärkung der Reformpolitik erwartet wurde. Ein weiterer Motor höherer Bewertungen war die intensivere Aktivität bei Fusionen und Übernahmen im Euro-Raum.

Auch japanische Aktien erlebten Mitte April eine massive Verkaufswelle, jedoch aus etwas anderen Gründen. Zwar war das gesamtwirtschaftliche Umfeld von fortgesetzten Enttäuschungen geprägt – auf die Meldung schlechter Zahlen für die Ausgaben der Privathaushalte folgte z.B. am 29. März ein Einbruch der Aktienindizes. Doch zu der Eintrübung der Stimmung, die am 18. April mit einem Tagesverlust des Nikkei 225 von 3,8% (dem grössten seit dem 10. Mai 2004) einen Tiefpunkt erreichte, trug auch das zunehmend gespannte politische Verhältnis zu China entscheidend bei. Dieser Verlust war der letzte einer Serie von sechs aufeinanderfolgenden Tagesverlusten, die insgesamt mehr als 8% ausmachten. In dieser Zeit fielen die Aktienkurse japanischer Erzeuger und Exporteure der Schwerindustrie, die

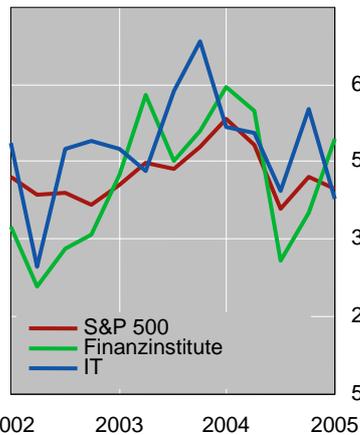
... während japanische Aktien unter Spannungen mit China leiden

Unternehmensgewinne

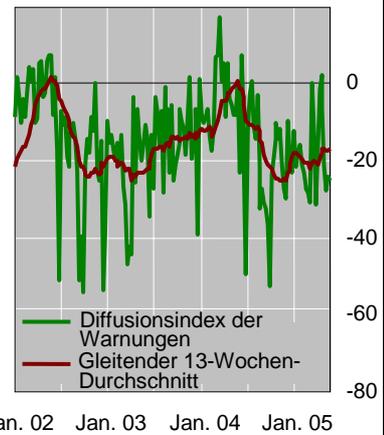
Gewinnwachstum¹



Gewinnüberraschungen^{2, 3}



Gewinnwarnungen^{2, 4}



¹ Veränderung des gewichteten Durchschnitts der operativen Gewinne pro Aktie gegenüber Vorjahr in Prozent; 2004: Schätzungen; 2005/06: Prognosen. ² Unternehmen des S&P-500-Index. ³ Anzahl der Unternehmen, die über den Erwartungen liegende Quartalsgewinne meldeten, abzüglich der Anzahl der Unternehmen mit hinter den Erwartungen zurückbleibenden Gewinnen; in Prozent der Unternehmen, die Quartalsgewinne meldeten. ⁴ Anzahl der Unternehmen, die ihre Gewinnprognosen nach oben korrigierten, abzüglich der Unternehmen, die ihre Gewinnprognosen nach unten korrigierten; in Prozent der Unternehmen, die ihre Prognosen korrigierten oder unverändert liessen.

Quellen: Bloomberg; I/B/E/S; Berechnungen der BIZ.

Grafik 1.9

vom Geschäft mit China abhängig sind, unverhältnismässig steil ab. Wichtige japanische Aktienindizes vollzogen dann den Aufschwung anderer entwickelter Märkte im Mai nicht mit, zum Teil weil positive Umstrukturierungsmeldungen jener Art ausblieben, wie sie in diesen anderen Regionen bestimmend waren.

2. Das internationale Bankgeschäft

Neue Ausleihungen an alle Sektoren, jedoch insbesondere an Banken, führten im vierten Quartal 2004 zu einem relativ starken Wachstum der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken. Die Expansion des Interbankgeschäfts war im Wesentlichen auf die Kreditvergabe innerhalb des Euro-Raums und die Verlagerung von US-Dollar zu Banken in den wichtigsten Finanzzentren zurückzuführen. Die Forderungen an Nichtbanken nahmen ebenfalls zu, zum Teil infolge der Vergabe neuer Kredite an Schuldner in Offshore- und anderen wichtigen Finanzplätzen, jedoch hauptsächlich wegen einer erhöhten Kreditvergabe an Nichtbanken in Japan und den USA.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten netto einen Mittelzufluss, wobei jedoch Unterschiede zwischen den Regionen bestanden. Aufgrund einer hohen Einlagenbildung bei an die BIZ berichtenden Banken flossen netto Finanzmittel aus Lateinamerika ab, während die Rückführung von Einlagen durch Banken in China und Korea zu einem Nettozufluss in die Asien-Pazifik-Region beitrug. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas glich ein deutlicher Anstieg der Forderungen von Banken des Euro-Raums an alle Sektoren die Bildung von Einlagen im Ausland durch Banken in Russland aus und trug dazu bei, dass im zweiten Quartal in Folge netto Finanzmittel in die Region flossen.

Seit geraumer Zeit legen Banken im BIZ-Berichtsgebiet immer mehr Finanzmittel in Schuldtiteln an. Diese Verlagerung fiel mit dem Wachstum der Anleihemärkte im Euro-Raum und dem Anstieg des US-Leistungsbilanzdefizits zusammen. Die BIZ-Statistiken liefern auch Hinweise darauf, dass sich ausländische Banken seit einigen Jahren stärker an den Kreditmärkten der einzelnen Länder engagieren. Zwar ist die Bedeutung ausländischer Banken im Inlandskreditgeschäft im Euro-Raum nach wie vor geringer als in den USA, doch entfällt in den meisten Industrieländern ein wachsender Anteil der Gesamtkreditvergabe an Nichtbanken auf grenzüberschreitende Forderungen.

Forderungszunahme im vierten Quartal gefördert durch Interbankkreditvergabe

Im vierten Quartal 2004 nahmen die grenzüberschreitenden Forderungen der Banken im BIZ-Berichtsgebiet sowohl aufgrund des sich ausweitenden

Auslandsforderungen von an die BIZ berichtenden Banken								
Veränderung der ausstehenden Beträge, Wechselkursbereinigt; Mrd. US-Dollar ¹								
	2002	2003	2003	2004				Stand Ende Dez. 2004
	Jahr	Jahr	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Auslandsforderungen insgesamt	740,1	1 075,1	315,8	1 228,8	240,2	235,1	571,0	19 192,9
An Banken	425,0	530,2	277,1	819,8	191,5	33,3	338,1	12 261,3
An Nichtbanken	315,2	544,9	38,7	409,0	48,7	201,7	232,8	6 931,7
Kredite: Banken	395,1	452,2	249,5	722,6	120,7	-102,1	259,1	10 427,2
Nichtbanken	103,8	276,4	17,9	200,4	-22,8	52,1	113,2	3 496,1
Wertpapiere: Banken	36,3	75,6	34,9	75,7	56,5	24,0	44,9	1 360,8
Nichtbanken	202,2	208,5	6,7	189,9	32,1	136,9	48,1	2 968,0
Forderungen insgesamt								
US-Dollar	260,3	584,2	259,6	612,9	33,5	-26,6	292,0	7 744,9
Euro	458,0	503,4	53,6	399,1	87,0	216,0	139,5	7 713,1
Yen	-62,8	-128,9	-45,2	-21,3	57,5	106,7	-23,2	1 156,1
Sonstige Währungen ²	84,5	116,5	47,8	238,1	62,2	-61,0	162,7	2 578,8
Nach Sitzland des Nichtbankschuldners								
Fortgeschrittene Volkswirtschaften								
Euro-Raum	315,1	458,8	47,1	348,2	15,7	138,5	127,0	5 387,0
Japan	117,4	157,3	-17,7	151,1	33,2	10,3	42,1	2 467,5
USA	4,1	38,4	-5,2	0,1	21,4	15,5	35,6	268,4
Offshore-Finanzplätze	153,1	179,6	53,0	91,3	-38,9	47,1	28,5	1 664,1
Aufstrebende Volkswirtschaften	18,8	99,8	-10,2	41,6	33,9	61,7	54,5	845,5
Nicht aufgliederbar ³	-16,5	5,0	3,1	23,9	1,9	0,0	18,8	609,5
Nachrichtlich: Inlandsforderungen ⁴	-1,0	-19,8	1,1	-1,5	-0,2	-1,4	32,2	58,1
	44,5	414,9	94,0	188,6	34,8	6,8	-14,7	2 648,9

¹ Nicht saisonbereinigt. ² Einschl. nicht aufgliederbarer Währungen. ³ Einschl. Forderungen an internationale Organisationen.

⁴ Fremdwährungsforderungen an Gebietsansässige des Sitzlandes der berichtenden Bank.

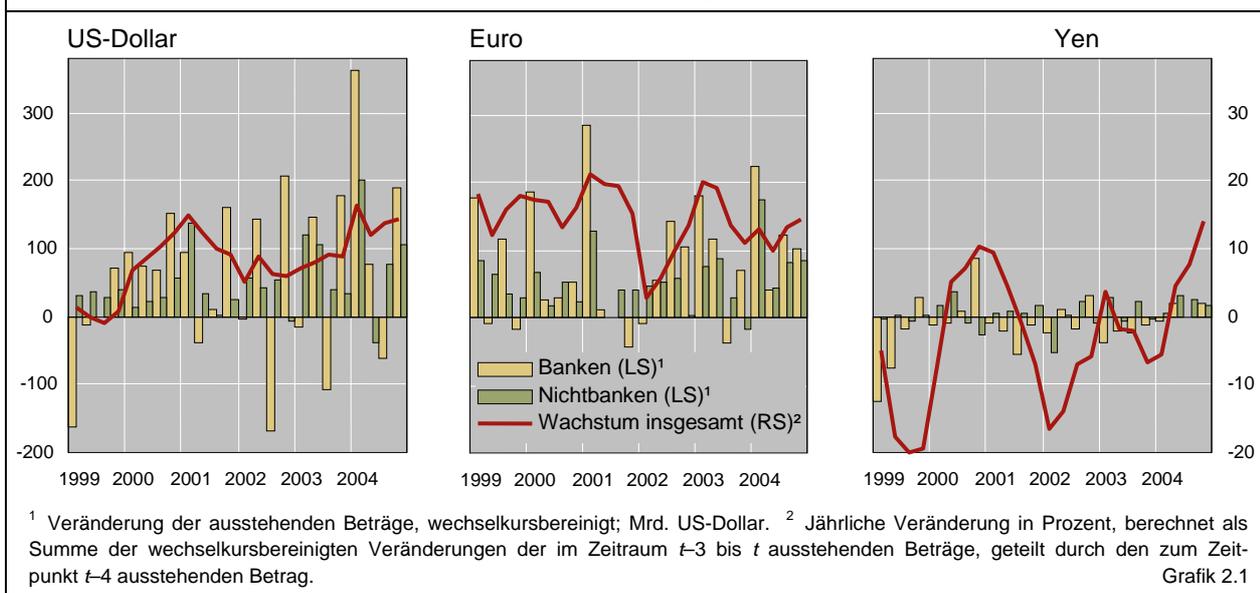
Tabelle 2.1

Interbankgeschäfts als auch wegen der stark wachsenden Kreditvergabe an den Nichtbankensektor zu. So stiegen die gesamten Auslandsforderungen relativ kräftig um \$ 571 Mrd. auf \$ 19,2 Bio. an (Tabelle 2.1), wodurch sich die Wachstumsrate der Gesamtforderungen im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode leicht auf 14% erhöhte (Grafik 2.1).

Das Interbankgeschäft weitete sich im vierten Quartal 2004 aus. Mit \$ 338 Mrd. stammte mehr als die Hälfte des gesamten Forderungsanstiegs aus der Interbankkreditvergabe, und zwar hauptsächlich im US-Dollar-Segment des Marktes. Ein Grossteil des Anstiegs um \$ 227 Mrd. der auf US-Dollar lautenden Interbankforderungen war auf eine stärkere Kreditvergabe an Banken an Offshore-Finanzplätzen zurückzuführen. Die Zunahme des Interbankgeschäfts innerhalb des Euro-Raums glich den Rückgang gegenüber Banken in den USA und im Vereinigten Königreich aus und trug zu einem Anstieg der Euro-Interbankforderungen um \$ 58 Mrd. bei.

Kräftiger Forderungsanstieg aufgrund der Zunahme des Interbankgeschäfts ...

Auslandsforderungen nach Sektor und Währung



Die Forderungen an Nichtbanken nahmen ebenfalls im zweiten Quartal in Folge deutlich zu. Infolge neuer Kreditvergabe erhöheten sich Gesamtforderungen an diese Schuldner um \$ 233 Mrd. auf \$ 6,9 Bio. Mehr als ein Viertel dieser Finanzmittel floss an Nichtbanken an Offshore-Finanzplätzen und im Vereinigten Königreich, wo Nichtbankfinanzinstitute jeweils sehr aktiv sind. Infolgedessen stieg der Anteil der ausstehenden Forderungen gegenüber Schuldnern aus diesen Regionen an den Gesamtforderungen gegenüber Nichtbanken im vierten Quartal auf 21%, nach 19% ein Jahr zuvor und 17% im vierten Quartal 2002.

... und der Kreditvergabe an Nichtbanken in den USA und Japan

Nach den Forderungen an diese Finanzplätze verzeichneten die Forderungen an Nichtbanken in Japan und in den USA im vierten Quartal den höchsten Anstieg. Banken im Vereinigten Königreich und in den USA trugen zur Neukreditvergabe in Höhe von \$ 15 Mrd. und Anlagen von \$ 21 Mrd. in Schuldtiteln und Aktien von Nichtbanken in Japan bei. Es war der vierte Forderungsanstieg gegenüber diesen Schuldnern in Folge, und die Gesamtforderungen an Nichtbanken in Japan erhöheten sich auf \$ 268 Mrd. Der Forderungsanstieg an Nichtbanken in den USA war ebenfalls bemerkenswert. Die Gesamtforderungen an diese Schuldner erhöheten sich um \$ 29 Mrd., was auf Anlagen in Schuldtiteln und Aktien zurückzuführen war.¹

Banken platzieren Einlagen in Schuldtiteln

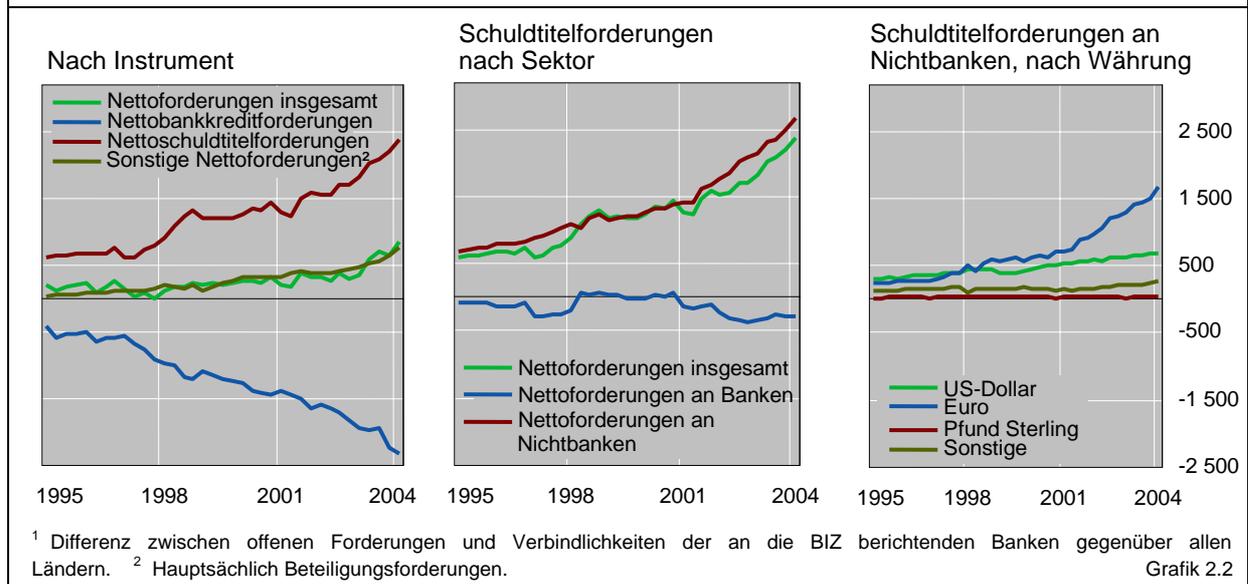
Höhere Anlagen in Schuldtiteln ...

Mindestens seit Mitte der 1990er Jahre wächst in den Bilanzen der an die BIZ berichtenden Banken die Bedeutung von Anlagen in Schuldtiteln zu Lasten des

¹ Insgesamt blieb die Kreditvergabe an Nichtbanken in den USA gegenüber dem Vorquartal unverändert. Ein Rückgang der Kreditvergabe von Banken an Offshore-Finanzplätzen um \$ 56 Mrd. wurde ausgeglichen durch eine höhere Kreditvergabe von Banken im Vereinigten Königreich, in Japan, in der Schweiz und im Euro-Raum.

Nettoforderungen¹ der an die BIZ berichtenden Banken

Mrd. US-Dollar



traditionellen Kreditgeschäfts. Die Einlagen bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet werden nämlich weltweit zunehmend dazu verwendet, den Erwerb von Anleihen sowohl im Euro- als auch im US-Dollar-Segment des Marktes zu finanzieren. So hat sich der gesamte Nettobestand an Schuldtitelforderungen der an die BIZ berichtenden Banken vervierfacht, und zwar von \$ 604 Mrd. Ende 1995 auf \$ 2,4 Bio. im letzten Quartal (Grafik 2.2). Gleichzeitig sank die Nettokreditposition aller Banken im BIZ-Berichtsgebiet – d.h. ihr Gesamtkreditbestand gegenüber allen Schuldnern abzüglich der erhaltenen Einlagen – von –\$ 422 Mrd. Mitte 1995 auf –\$ 2,3 Bio. im letzten Quartal.

Besonders auffallend waren die Nettoanlagen in Schuldtiteln im Euro-Segment des internationalen Bankgeschäfts, worin sich der Anstieg des Anleihenabsatzes im Euro-Raum seit der Einführung der Gemeinschaftswährung widerspiegelt (Grafik 2.2 rechts). Seit dem Jahr 2000 haben sich Wirtschaftsunternehmen aus dem Euro-Raum immer stärker über Anleihen finanziert, und gleichzeitig hat der ausstehende Bestand an Staatsanleihen aus dem Euro-Raum weiter zugenommen (Grafik 2.3 links).² Der steigende Anleihenabsatz im Euro-Raum schlägt sich in der Bilanzzusammensetzung der an die BIZ berichtenden Banken nieder. So hat sich ihr Nettobestand an auf Euro lautenden Schuldtitelforderungen an Nichtbanken des Euro-Raums seit 2002 mehr als verdoppelt, und zwar von \$ 631 Mrd. im ersten Quartal 2002 auf \$ 1,4 Bio. im vierten Quartal 2004. Dabei waren die Anlagen in Schuldtiteln italienischer Emittenten besonders hoch, gefolgt von Anlagen in Anleihen deutscher und niederländischer Emittenten (Grafik 2.3 Mitte).

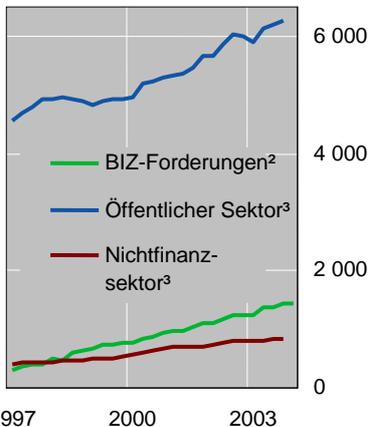
... fielen zusammen mit dem Wachstum der Anleihemärkte im Euro-Raum ...

² EZB-Daten zu den wichtigsten Verbindlichkeiten von Wirtschaftsunternehmen im Euro-Raum zeigen, dass deren ausstehende Wertpapierverbindlichkeiten von € 363 Mrd. bzw. 11% ihrer wichtigsten Verbindlichkeiten im ersten Quartal 2000 auf € 613 Mrd. bzw. 14% im dritten Quartal 2004 angestiegen sind. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich der ausstehende Bestand an staatlichen Wertpapierverbindlichkeiten im Euro-Raum von € 3,6 Bio. auf € 4,6 Bio., bzw. von 80% auf 83% der wichtigsten staatlichen Verbindlichkeiten.

Nettoschuldstitelforderungen in Euro¹ an Nichtbanken des Euro-Raums

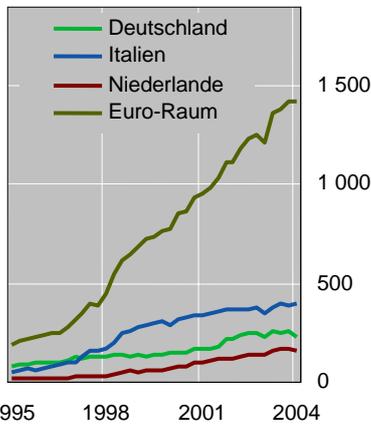
Mrd. US-Dollar

Umlaufende Schuldstitel und Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken



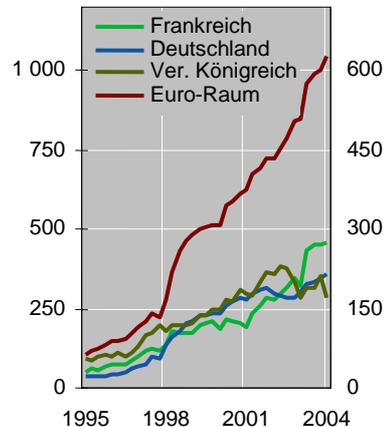
1997 2000 2003

Nach Schuldnerland



1995 1998 2001 2004

Nach berichtendem Land



1995 1998 2001 2004

¹ Differenz zwischen offenen Schuldstitelforderungen und -verbindlichkeiten. ² Bestand der internationalen Schuldstitelforderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber dem Euro-Raum, zu konstanten Wechselkursen im vierten Quartal 2004. ³ Umlauf von Schuldtiteln des öffentlichen Sektors und von Wirtschaftsunternehmen des Euro-Raums, aktualisiert zum dritten Quartal 2004, zu konstanten Wechselkursen im vierten Quartal 2004.

Quelle: EZB, *Monthly Bulletin*.

Grafik 2.3

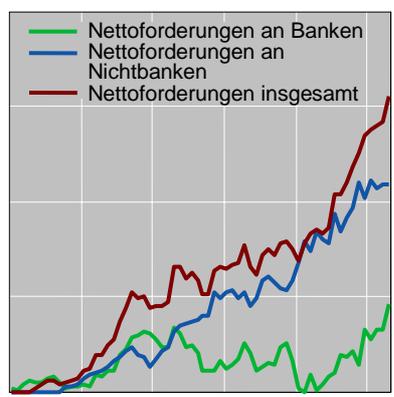
... und dem wachsenden US-Leistungsbilanzdefizit

Die Nettoanlagen in Schuldtiteln im US-Dollar-Segment des Marktes nahmen ebenfalls zu, wenn auch in einem geringeren Umfang. Die an die BIZ berichtenden Banken legten vorwiegend in Wertpapieren von US-Schuldern an, womit sie zur Finanzierung des wachsenden US-Leistungsbilanzdefizits beitrugen. So betrug die Nettoforderungsposition der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber allen Sektoren in den USA im vierten Quartal über \$ 800 Mrd., nachdem sie 1991 noch nahe null gelegen hatte (Grafik 2.4). Der

Netto-US-Dollar-Forderungen¹ an Nichtbanken in den USA

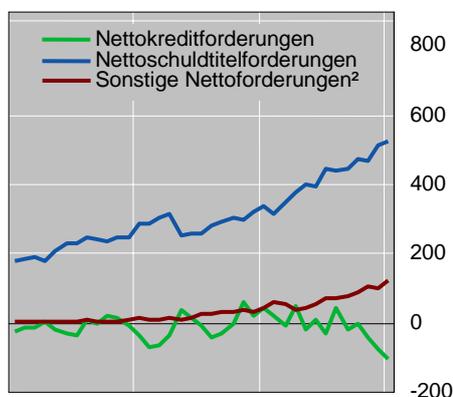
Mrd. US-Dollar

Nach Sektor



1989 1992 1995 1998 2001 2004

Nach Instrument



1995 1998 2001 2004

¹ Differenz zwischen offenen Forderungen und Verbindlichkeiten der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber den USA.

² Hauptsächlich Beteiligungsforderungen.

Grafik 2.4

Bankensektor in den USA nimmt zwar netto nach wie vor Finanzmittel aus dem internationalen Bankensystem in Anspruch, doch hat sich die Höhe der Nettoforderungen an diesen Sektor seit 1994 nur wenig verändert. Im Gegensatz dazu haben sich im gleichen Zeitraum die Nettoschuldtitelforderungen an Nichtbanken in den USA erhöht, nämlich auf \$ 637 Mrd. im vierten Quartal 2004, gegenüber \$ 359 Mrd. im zweiten Quartal 2002 und \$ 194 Mrd. Ende 1995.

Mittelzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften dank der Rückführung von Einlagen

Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten zwar insgesamt einen Nettomittelzufluss, doch dahinter verbergen sich beträchtliche regionale Unterschiede bei den Nettomittelströmen. Die Asien-Pazifik-Region verzeichnete den grössten Nettozufluss, zu dem sowohl eine Forderungszunahme gegenüber allen Sektoren als auch beträchtliche Einlagenrückführungen von Banken in China und Korea beitrugen. Die Kreditvergabe an Nichtbanken in den neuen EU-Mitgliedsländern und in Russland übertraf die Einlagenbildung im Ausland, womit sich auch für die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas ein Nettozufluss von Finanzmitteln ergab. Im Gegensatz dazu verzeichnete Lateinamerika im elften Quartal in Folge einen Mittelabfluss, was dieses Mal sowohl auf einen Forderungsrückgang als auch auf die hohe Einlagenbildung bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet zurückzuführen war.

Kurzfristige Kreditvergabe an Lateinamerika im Abwärtstrend

Der Nettomittelabfluss aus Lateinamerika im letzten Quartal war hauptsächlich auf die relativ hohe Einlagenbildung bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet zurückzuführen. Insgesamt erhöhten sich die Gesamtverbindlichkeiten gegenüber der Region um \$ 7 Mrd. auf \$ 289 Mrd., was zu dem Nettoabfluss von \$ 9 Mrd. beitrug.³ Auf der Forderungsseite verringerten die an die BIZ berichtenden Banken die Kreditvergabe an die Region im dritten Quartal in Folge, und zwar um \$ 2 Mrd. Hierdurch sank der Anteil dieser Region an den Gesamtforderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften auf 22%, von 27% ein Jahr zuvor.

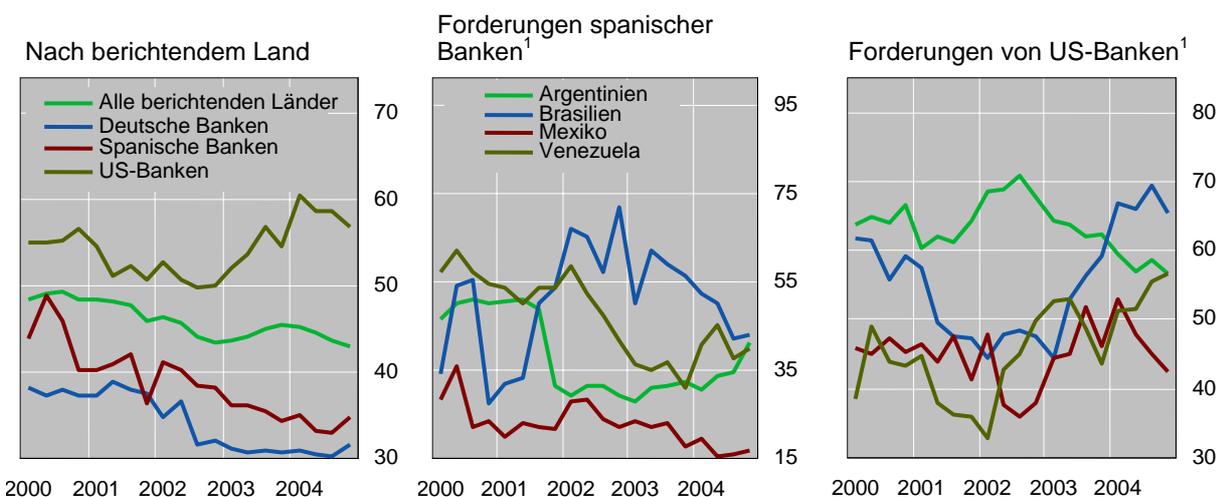
Seit dem Jahr 2000 ist der Anteil kurzfristiger Kredite an den gesamten internationalen Forderungen gegenüber der Region tendenziell rückläufig (Grafik 2.5). Zwar ist dieser Trend in mehreren Schuldnerländern zu beobachten, doch spiegelt sich hierin hauptsächlich die Verringerung kurzfristiger Positionen gegenüber Schuldnern in Argentinien wider. Gemäss der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ, die eine Aufschlüsselung nach Laufzeiten enthält, hat sich der Dollarwert des Bestands an *internationalen* Forderungen an die

Kurzfristige Kreditvergabe an Lateinamerika rückläufig

³ Die Einlagenbildung durch Gebietsansässige in Lateinamerika erfolgte hauptsächlich bei Banken in den USA. Der Grossteil der neuen Einlagen von \$ 7 Mrd. bei diesen Banken lässt sich nicht einem bestimmten Land zuordnen, doch entfielen \$ 1,6 Mrd. auf Einlagen von Gebietsansässigen aus Mexiko und \$ 1,3 Mrd. auf Einlagen aus Venezuela.

Kurzfristige konsolidierte internationale Forderungen an Lateinamerika

In Prozent der gesamten internationalen Forderungen



¹ Nach Schuldnerland.

Grafik 2.5

Region seit dem vierten Quartal 2000 um \$ 69 Mrd. verringert, und nahezu die Hälfte dieses Rückgangs entfiel auf die kurzfristige Kreditvergabe an Gebietsansässige in Argentinien.⁴ Infolgedessen sank der Anteil kurzfristiger Forderungen an den gesamten internationalen Forderungen gegenüber der Region im letzten Quartal auf 43%, nach 45% ein Jahr zuvor und 48% Ende 2000.⁵

Zu dieser Verlagerung haben Banken aus den USA und Spanien, die zwei grössten Gläubigerbankengruppen der Region, beigetragen; allerdings sind Unterschiede in ihrem regionalen Kreditvergabeverhalten erkennbar. Das Portfolio internationaler Forderungen beider Bankensysteme hat sich seit dem Jahr 2000 von Argentinien auf Mexiko verlagert.⁶ Insgesamt haben sich die internationalen Forderungen spanischer Banken gegenüber der Region von der kurzfristigen Kreditvergabe wegentwickelt, worin sich der Abbau kurzfristiger Kredite an Argentinien und ein (relativer) Anstieg in längerfristigen

⁴ Gemäss der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ setzen sich die „Auslandsforderungen“ aus „internationalen Forderungen“ (grenzüberschreitende Forderungen in sämtlichen Währungen und Inlandsforderungen in Fremdwährung) und „Inlandsforderungen in Landeswährung“ zusammen. Die Daten weisen nur für internationale Forderungen eine Aufschlüsselung nach Laufzeiten auf, nicht jedoch für Forderungen in Landeswährung, auf die etwa 58% der gesamten Auslandsforderungen der Banken im BIZ-Berichtsgebiet an Lateinamerika entfallen (gegenüber 52% ein Jahr zuvor).

⁵ Der Rückgang internationaler Forderungen seit Ende 2000 ging einher mit einem entsprechenden Anstieg der Forderungen in Landeswährung an die Region (\$ 72 Mrd.), was hauptsächlich auf höhere Forderungen in Landeswährung an Gebietsansässige in Mexiko zurückzuführen ist. Daher hat sich der ausstehende Bestand an Auslandsforderungen (auf Basis des unmittelbaren Kreditnehmers) aller an die BIZ berichtenden Banken gegenüber der Region seit Ende 2000 kaum verändert (insgesamt \$ 519 Mrd. im vierten Quartal 2004). Die ausstehenden Auslandsforderungen an die Region gingen im Zeitraum viertes Quartal 2001 bis drittes Quartal 2002 zurück, tendierten jedoch seither nach oben.

⁶ Der Anteil der internationalen Forderungen spanischer Banken gegenüber Argentinien an ihren internationalen Forderungen gegenüber der Region insgesamt verringerte sich von 40% im zweiten Quartal 2000 auf 12% im letzten Quartal. Gleichzeitig stieg der Anteil Mexikos an ihren internationalen Forderungen von 18% auf 48%.

Forderungen an Brasilien, Mexiko und Venezuela seit 2002 widerspiegelt (Grafik 2.5 Mitte). Im Gegensatz dazu hat im Falle der US-Banken die Bedeutung der kurzfristigen Kreditvergabe im Gesamtportfolio der internationalen Forderungen gegenüber der Region über weite Strecken dieses Zeitraums zugenommen, obwohl sie ihre kurzfristigen internationalen Forderungen an argentinische Schuldner abbauten (Grafik 2.5 rechts).⁷

Mittelzufluss in die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas wegen Kreditvergabe an EU-Mitgliedsländer

Ein kräftiger Anstieg der Forderungen gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas führte im zweiten Quartal in Folge dazu, dass diese netto Mittelzuflüsse verzeichneten. Die Gesamtforderungen an die Region schnellten um \$ 25 Mrd. hoch, wobei die Forderungen an Schuldner in den neuen EU-Mitgliedsländern und Russland kräftig zunahmen. Damit erhöhten sich die Forderungen an die Region auf \$ 318 Mrd. bzw. 27% der Gesamtforderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften, gegenüber 25% im Vorquartal und 24% ein Jahr zuvor. Die Verbindlichkeiten gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas erhöhten sich ebenfalls; per Saldo ergab sich ein Zufluss von \$ 6,5 Mrd.

Nahezu die Hälfte des Forderungsanstiegs an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas entfiel auf Länder, die kürzlich der Europäischen Union beigetreten sind, der Rest im Wesentlichen auf Russland. Die Kreditvergabe von Banken in Deutschland, Österreich und den Niederlanden trug dazu bei, dass die Forderungen an die neuen EU-Mitgliedsländer um \$ 11 Mrd. stiegen. Hiervon entfielen mehr als \$ 4 Mrd. auf neue Anlagen in Schuldtiteln von Gebietsansässigen in diesen Ländern, insbesondere Ungarn und Polen. Daneben verzeichneten die grenzüberschreitenden Forderungen an Russland die höchste vierteljährliche Zunahme, die jemals in den BIZ-Statistiken erfasst wurde, nämlich \$ 8 Mrd. Dabei wurden neue Kredite – hauptsächlich von Banken im Vereinigten Königreich und in Deutschland – sowohl an Banken als auch an Nichtbanken vergeben.

⁷ Der ausstehende Bestand internationaler Forderungen von US-Banken an Brasilien, Kolumbien und Venezuela ist seit Ende 2000 in allen Fällen geschrumpft. In diesem Zeitraum sanken die internationalen Forderungen dieser Banken gegenüber Argentinien von 19% ihrer gesamten internationalen Forderungen gegenüber der Region auf 5%, während ihre Forderungen gegenüber Mexiko von 27% auf 46% im ersten Quartal 2004 stiegen und danach auf 40% im letzten Quartal zurückfielen.

Die Präsenz von Auslandsbanken an inländischen Bankkreditmärkten

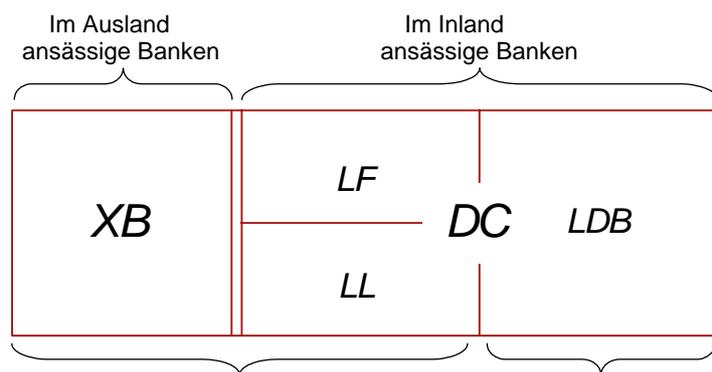
Im Zuge der wachsenden Verflechtung der Finanzmärkte in den letzten zwanzig Jahren hat sich das Engagement ausländischer Banken an inländischen Bankkreditmärkten erhöht. Die Quantifizierung dieser Entwicklung wird jedoch dadurch erschwert, dass die hierzu vorliegenden Daten unvollständig sind. In diesem Kasten wird erläutert, wie durch die Kombination der BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft mit den IWF-Daten zur inländischen Kreditvergabe die Gesamtkreditvergabe an Nichtbanken mit Sitz in den wichtigsten Industrieländern geschätzt werden kann. Des Weiteren wird im Kasten die Konstruktion dreier einfacher Indikatoren zum Engagement von Auslandsbanken an den Inlandsmärkten beschrieben. Zwar ist keiner dieser Indikatoren perfekt, doch zusammen betrachtet vermitteln sie ein recht stimmiges Bild der Situation in den Industrieländern. Allgemein lässt sich sagen, dass das Engagement ausländischer Banken an den inländischen Kreditmärkten zunimmt, wenn auch zwischen den einzelnen Ländern Unterschiede bestehen. Ausserdem haben Auslandsbanken an den Kreditmärkten der USA und des Vereinigten Königreichs einen grösseren Anteil an der gesamten Kreditvergabe an Nichtbanken als im Euro-Raum und in Japan.

Die Konstruktion von Messgrössen für das Engagement von Auslandsbanken

Ziel ist es, den Anteil an den gesamten Krediten für gebietsansässige *Nichtbanken* zu schätzen, der von Banken mit Hauptsitz im Ausland bereitgestellt wird. Der Nenner des gesuchten Quotienten, die Gesamtkreditvergabe an Nichtbanken, entspricht dem gesamten Rechteck in der untenstehenden Abbildung. Er wird berechnet als $(XB+DC)$, wobei die Angaben zur grenzüberschreitenden Kreditvergabe (d.h. Kredite, die direkt aus dem Ausland bereitgestellt werden), XB , aus der standortbezogenen Statistik der BIZ stammen und die Angaben zur inländischen Kreditvergabe von gebietsansässigen Instituten, DC , aus den *International Financial Statistics* des IWF.

Der Zähler dieses Quotienten, d.h. die geschätzte Gesamtkreditvergabe an Nichtbanken durch Banken mit Hauptsitz im Ausland, ist nicht so einfach zu bestimmen. Er sollte im Idealfall der Summe der grenzüberschreitenden Kredite (XB) und der Kredite, die von inländischen Niederlassungen ausländischer Banken sowohl in Landeswährung (LL) als auch in Fremdwährung (LF) bereitgestellt werden, entsprechen (s. Abbildung). Bedauerlicherweise lässt sich diese Summe anhand der verfügbaren Daten nicht genau berechnen, da die Aufschlüsselung nach Sektoren in den Statistiken unvollständig ist (s. unten). Die Daten legen allerdings zwei Alternativen zur idealen Messgrösse nahe.

Inlandsmarkt für Bankkredite



XB = grenzüberschreitende Kredite¹
 LF = Inlandskredite in Fremdwährung²
 LL = Inlandskredite in Landeswährung^{3,4}
 LDB = Inlandskredite von Inlandsbanken
 DC = inländische Kredite⁵ = $LF+LL+LDB$

Internationale Forderungen³ = $INT = XB+LF$
 Auslandsforderungen³ = $INT+LL$

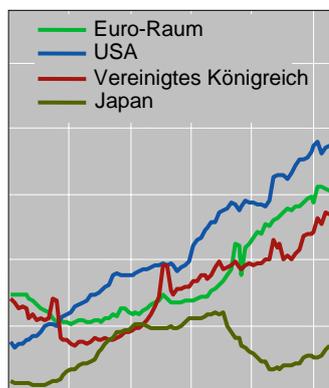
Messgrösse 1 = $XB/(XB+DC)$
 Messgrösse 2 (max) = $(INT+LL)/(XB+DC)$
 Messgrösse 2 (min) = $INT/(XB+DC)$
 Messgrösse 3 = $(LL+LF)/(INT+LL)$

Banken mit Hauptsitz im Ausland Banken mit Hauptsitz im Inland

¹ Standortbezogene Bankenstatistiken der BIZ. ² Standortbezogene Bankenstatistiken der BIZ, aufgeschlüsselt nach Nationalität des Kreditgebers. ³ Konsolidierte Bankenstatistiken der BIZ. ⁴ Die Statistiken schlüsseln LL nicht nach Sektor des Schuldners auf. ⁵ IWF, *International Financial Statistics*.

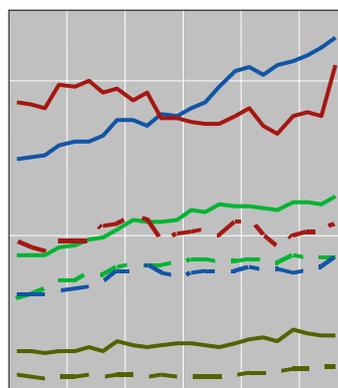
Präsenz ausländischer Banken an inländischen Bankkreditmärkten¹

Messgrösse 1: Kredite direkt aus dem Ausland²



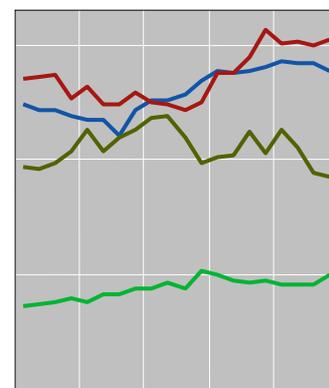
1983 1987 1991 1995 1999 2003

Messgrösse 2: Kredite ausländischer Banken (einschl. im Inland)³



1999 2000 2001 2002 2003 2004

Messgrösse 3: Inlandskredite ausländischer Banken⁴



2000 2001 2002 2003 2004

¹ Nach Herkunft der Schuldner. ² Als Anteil an der gesamten Kreditvergabe an gebietsansässige Nichtbanken: Messgrösse 1 = $XB/(XB+DC)$. ³ Konsolidierte Auslands kreditvergabe, als Anteil an der gesamten Kreditvergabe an gebietsansässige Nichtbanken. Die gestrichelten Linien zeichnen Messgrösse 2 (min) = $INT/(XB+DC)$ nach, die durchgezogenen Linien Messgrösse 2 (max) = $(INT+LL)/(XB+DC)$. ⁴ Als Anteil an der gesamten Auslands kreditvergabe an gebietsansässige Banken und Nichtbanken: Messgrösse 3 = $(LL+LF)/(INT+LL)$.

Die erste Alternative, Messgrösse 1, ist eine Schätzung des Anteils an den gesamten Bankkrediten an Nichtbanken, der direkt aus dem Ausland gewährt wird. Diese Messgrösse entspricht $XB/(XB+DC)$ und unterschätzt möglicherweise die Bedeutung der Auslandsbanken, da die inländische Kreditvergabe durch Niederlassungen ausländischer Banken im betreffenden Land nicht berücksichtigt wird. Gleichzeitig überschätzt die Messgrösse 1 möglicherweise die Bedeutung der Auslandsbanken, dann nämlich, wenn die ausländischen Niederlassungen von Inlandsbanken einen hohen Anteil an den grenzüberschreitenden Krediten für inländische Nichtbanken haben. Die sogenannten Karussellgeschäfte, die das internationale Kreditvergabeverhalten japanischer Banken bis Ende der 1990er Jahre prägten, sind ein Beispiel dafür (s. unten).

Die zweite Alternative, Messgrösse 2, beruht auf der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ, die auch die im Inland vergebenen Kredite von Banken mit Hauptsitz im Ausland erfasst. Wegen der unzureichenden Datenbasen sollte die *Messgrösse 2* am besten in zwei Versionen betrachtet werden, die eine Ober- bzw. eine Untergrenze für den Anteil der von Auslandsbanken an inländische Nichtbanken gewährten Kredite liefern. Die breitere Messgrösse 2 (max) ist als $(INT+LL)/(XB+DC)$ konstruiert.[Ⓞ] In dieser Messgrösse ergänzen die inländischen Forderungen in Landeswährung, *LL*, die „internationalen Forderungen“, *INT* – letztere umfassen die grenzüberschreitenden Forderungen in allen Währungen und die inländischen Forderungen in Fremdwährung. Bedauerlicherweise sind die Daten für *LL* nicht nach Sektor aufgeschlüsselt und enthalten somit auch die Kreditvergabe an Banken (ohne konzerninterne Positionen). Folglich kann hierdurch die Bedeutung der ausländischen Kreditvergabe bei der gesamten Kreditvergabe an Nichtbanken überschätzt werden. Messgrösse 2 (min), die als $INT/(XB+DC)$ konstruiert ist, liefert eine Untergrenze für den tatsächlichen Anteil der ausländischen Kreditvergabe an Nichtbanken; bestünden alle inländischen Forderungen in Landeswährung, *LL*, gegenüber gebietsansässigen Banken, dann würde sie diesen Anteil genau wiedergeben.

Ein dritter Indikator für das Engagement von Auslandsbanken, Messgrösse 3, stützt sich ausschliesslich auf die BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft und umfasst alle Schuldner (Banken und Nichtbanken). Dieser Indikator, der $(LL+LF)/(INT+LL)$ entspricht, misst den Anteil an der gesamten Kreditvergabe der Banken mit Hauptsitz im Ausland, den diese (sowohl in Fremd- als auch in Landeswährung) einem bestimmten Land über ihre dortigen Niederlassungen

[Ⓞ] Messgrösse gemäss R.N. McCauley, J.S. Ruud und P.D. Wooldridge in „Globalisierung des internationalen Bankgeschäfts“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2002.

gewähren. Die Angaben zur inländischen Kreditvergabe in Fremdwährung, *LF*, stammen aus den BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft, die eine Aufschlüsselung der inländischen Kreditvergabe nach Herkunftsland der gebietsansässigen Banken enthalten.

Engagement von Auslandsbanken in wichtigen Industrieländern

Wendet man die obigen Messgrößen auf die USA, das Vereinigte Königreich, Japan und die Länder des Euro-Raums an, dann zeigt sich, dass das aggregierte Engagement von Auslandsbanken an den Inlandsmärkten während der letzten zwei Jahrzehnte zugenommen hat. Messgröße 1 deutet darauf hin, dass der Anteil grenzüberschreitender Forderungen an der Gesamtkreditvergabe in den 15 Industrieländern auf 13,5% im letzten Quartal angestiegen ist, nach 10% vor vier Jahren und 4% im Jahr 1987. So erfassen die rein inländischen Statistiken des IWF derzeit weniger als 87% der gesamten Kreditvergabe an Nichtbanken in den wichtigsten Industrieländern.

Wird die inländische Kreditvergabe durch Auslandsbanken mit berücksichtigt, so erhöht sich der Indikator für das Engagement ausländischer Banken an den Inlandsmärkten. Insbesondere ein Wechsel von Messgröße 1 zu Messgröße 2 (min), die die inländische Kreditvergabe durch Auslandsbanken in Fremdwährung einbezieht, erhöht den Anteil der grenzüberschreitenden Kreditvergabe um durchschnittlich einen Prozentpunkt und hält den Aufwärtstrend intakt. Unter der Annahme, dass die gesamte inländische Kreditvergabe (in allen Währungen) an Nichtbanken erfolgt, d.h. wenn Messgröße 2 (max) angewandt wird, wird der aggregierte Indikator der relativen Bedeutung der Forderungen von Auslandsbanken fast doppelt so hoch. Messgröße 3 schliesslich zeigt, dass der Anteil der durch inländische Niederlassungen gewährten Kredite an den Gesamtkrediten der Auslandsbanken an alle Sektoren bis Ende 2004 auf 40% gestiegen war, nachdem er Anfang 2000 noch 35% betragen hatte.[©]

Diese aggregierten Ergebnisse verbergen beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Volkswirtschaften. Messgröße 1 zeigt, dass das grenzüberschreitende Kreditgeschäft in den USA, wo es zur Zeit einen Anteil von 19% an der gesamten Kreditvergabe an Nichtbanken hat, seit dem zweiten Quartal 1987 wesentlich umfangreicher ist als im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich (s. Grafik links). Im Euro-Raum sind Banken mit Hauptsitz in dieser Region für den stetig wachsenden Anteil der grenzüberschreitenden Kreditvergabe verantwortlich. Die Kreditvergabe innerhalb des Euro-Raums erhöhte sich nach der Einführung der Gemeinschaftswährung rasant; ihr Anteil stieg im jüngsten Quartal auf 63% der gesamten grenzüberschreitenden Kreditvergabe an die Region, von 40% Ende 1983. Japan fällt aus dem Rahmen; dort entfallen auf die grenzüberschreitende Kreditvergabe weniger als 5% der gesamten Kreditvergabe an gebietsansässige Nichtbanken. Der Buckel in der Entwicklung der Messgröße für Japan, der fast während der gesamten 1990er Jahre vorhanden war, war teilweise darauf zurückzuführen, dass japanische Banken ihre Kreditvergabe an Gebietsansässige über Offshore-Finanzplätze umlenkten, und überzeichnet folglich den Anteil der grenzüberschreitenden Kreditvergabe durch Banken mit Hauptsitz im Ausland.

Wird die inländische Kreditvergabe durch Auslandsbanken berücksichtigt, zeigen sich ausgeprägte Unterschiede in der Präsenz von Auslandsbanken an den Kreditmärkten in den USA und im Vereinigten Königreich einerseits und im Euro-Raum andererseits. Die Messgrößen 2 und 3 zeigen beide, dass die inländische Kreditvergabe einen beträchtlichen Anteil an der gesamten Auslands kreditvergabe an Nichtbanken im Vereinigten Königreich hat. Insbesondere aus Messgröße 2 (min) geht hervor, dass dort seit dem ersten Quartal 2000 mindestens 19% aller an Nichtbanken vergebenen Kredite von Auslandsbanken gewährt wurden. Das ist mehr als der durchschnittliche Anteil von 11%, der sich für den gleichen Zeitraum mit der Messgröße 1 ergibt, die nur direkt aus dem Ausland stammende Kredite berücksichtigt. Ebenso wird offenbar ein beträchtlicher Anteil der Forderungen von Auslandsbanken an die USA bei inländischen Niederlassungen gehalten, wobei allerdings der auf Nichtbanken entfallende Anteil an diesen Geschäften nicht bestimmbar ist: Seit Mitte 1999 betrug der durchschnittliche Abstand zwischen

[©] Im Hauptteil dieses Kapitels wird eine ähnliche Entwicklung für die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas und Lateinamerikas beschrieben.

den Messgrößen 2 (min) und 2 (max) 22 Prozentpunkte.⁸ In den Ländern des Euro-Raums hat die Kreditvergabe im Inland den geringsten Einfluss auf die Indikatoren zur Marktpräsenz der Auslandsbanken. Dies stimmt mit der Aussage der Messgröße 3 überein, dass ein stabiler, wenn auch geringer Anteil der gesamten Auslandskredite an alle Schuldner in der Region (20% im letzten Quartal) im Inland vergeben wurde.

⁸ Die US-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft lassen eine Unterscheidung zwischen inländischen Forderungen in Fremdwährung (LF) und inländischen Forderungen in Landeswährung (LL) nicht zu. Beide Posten werden unter dem Indikator LL zusammengefasst, der nicht nach Sektoren aufgeschlüsselt ist. Hierdurch sinkt für Nichtbanken die Messgröße 2 (min), während sich gleichzeitig die Messgröße 2 (max) erhöht.

Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas bildeten erneut Einlagen bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet. Im letzten Quartal stiegen die Einlagenverbindlichkeiten gegenüber dem Bankensektor der Region um \$ 19 Mrd., da Banken in Russland, Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn Finanzmittel im Ausland platzierten. Der Anstieg der Einlagenverbindlichkeiten gegenüber Banken in Russland im vierten Quartal um \$ 5 Mrd. (hauptsächlich US-Dollar- und Euro-Einlagen) erfolgte zeitgleich mit einer sprunghaften Zunahme der russischen Währungsreserven um 32% auf \$ 121 Mrd. Schätzungsweise 38% dieser Reserveaktiva flossen als Einlagen zu Banken ins Ausland, was darauf schliessen lässt, dass nahezu zwei Drittel der Einlagenverbindlichkeiten von \$ 75 Mrd. gegenüber Banken in Russland auf Einlagen der Zentralbank entfallen.⁸

Auslandsanlagen entsprechen vornehmlich Zentralbankgeschäften

Auf längere Sicht verbergen sich hinter der Zunahme der Forderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas zwei unterschiedliche Kreditvergabeb Trends in der Region. Die konsolidierte Bankenstatistik der BIZ zeigt, dass sich die Auslandsforderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas, die sowohl die grenzüberschreitende als auch die inländische Kreditvergabe umfassen, von Mitte 1994 bis Ende 2004 um einen Faktor von 4,6 auf \$ 545 Mrd. erhöht haben. Bemerkenswerterweise entfielen 77% dieses Anstiegs auf Schuldner aus den neuen EU-Mitgliedstaaten (hauptsächlich Polen, Ungarn und die Tschechische Republik). Dagegen wuchsen die Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Russland und der Türkei während der vergangenen 11 Jahre langsamer (Grafik 2.6 links).⁹ Die ausländische Kreditvergabe an diese zwei Länder nahm wohl über weite Strecken der 1990er Jahre kontinuierlich zu, brach dann jedoch aufgrund lokaler Finanzkrisen ein. Die Entwicklung des Bestands an Auslandsforderungen gegenüber Russland und der Türkei ist in den vergangenen vier Jahren nahezu parallel verlaufen, wobei nach Erreichen der Tiefstände im Jahr 2002 eine leichte Erholung zu verzeichnen war. Dennoch verringerte sich der Anteil

In den letzten zehn Jahren differenzierte Kreditvergabe im aufstrebenden Europa ...

⁸ Der Schätzung liegen Angaben der russischen Zentralbank zu den gesamten Währungsreserveaktiva Russlands und den Bankeinlagen Russlands im Ausland per Ende Januar 2005 zugrunde.

⁹ Seit 1994 entfielen im Allgemeinen mehr als 85% der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas auf Russland, die Türkei und die neuen EU-Mitgliedstaaten.

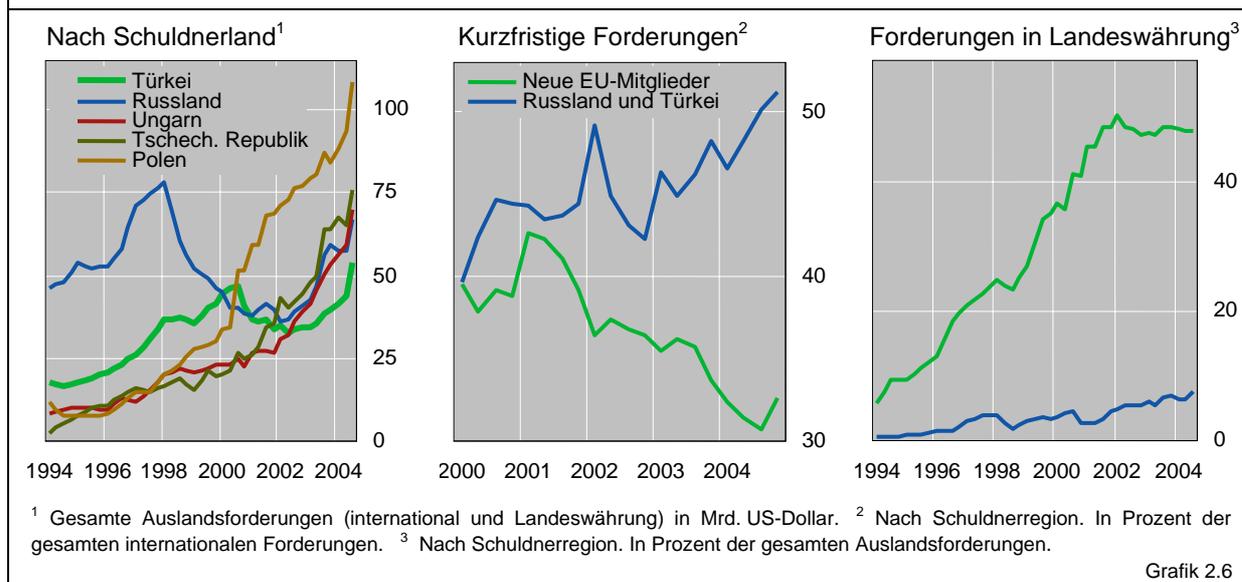
dieser Forderungen an der gesamten ausländischen Kreditvergabe gegenüber der Region auf derzeit 22%, nachdem er Ende 1994 noch bei 54% gelegen hatte.

Zu- und Abflüsse ausländischer Bankmittel gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften									
Veränderung der ausstehenden Beträge, Wechselkursbereinigt; Mrd. US-Dollar									
	Position der Banken ¹	2002	2003	2003	2004				Stand Ende Dez. 2004
		Jahr	Jahr	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Insgesamt ²	Forderungen	-37,0	64,9	14,7	67,9	26,3	-0,9	35,4	1 180,2
	Verbindlichkeiten	-45,9	72,1	43,1	107,2	20,9	50,0	19,8	1 457,0
Argentinien	Forderungen	-11,8	-8,5	-2,1	-2,6	-1,1	-1,1	-0,4	18,9
	Verbindlichkeiten	0,0	-0,8	0,7	0,3	0,1	-0,2	-0,6	24,8
Brasilien	Forderungen	-11,2	-7,2	-9,1	1,8	-4,0	-2,9	-2,2	77,3
	Verbindlichkeiten	-8,0	14,4	-3,4	5,0	-3,6	-7,0	0,9	53,2
China	Forderungen	-12,4	13,5	-1,0	13,9	10,0	-3,0	2,4	86,7
	Verbindlichkeiten	-3,6	-6,4	1,8	21,6	20,5	-2,6	-14,3	116,4
Indonesien	Forderungen	-6,0	-4,6	-0,8	0,3	-0,9	0,2	0,7	30,3
	Verbindlichkeiten	-2,4	0,2	0,3	-0,2	-1,3	-0,1	-0,6	10,4
Korea	Forderungen	8,2	-1,0	0,1	14,3	-8,5	0,8	5,5	91,0
	Verbindlichkeiten	0,5	7,3	12,1	21,7	-4,8	2,8	-6,3	54,3
Mexiko	Forderungen	3,1	-0,8	-0,9	7,5	-0,6	-8,0	0,4	65,2
	Verbindlichkeiten	-11,4	6,2	-0,1	4,0	-0,7	-6,2	-1,8	58,1
Polen	Forderungen	2,9	3,3	0,4	2,4	2,0	1,6	-0,2	41,8
	Verbindlichkeiten	-3,1	-0,1	1,2	3,0	3,9	-0,2	4,5	31,1
Russland	Forderungen	3,6	12,1	5,8	3,4	-0,3	-1,8	7,6	62,3
	Verbindlichkeiten	9,6	16,2	7,9	5,0	7,8	5,5	5,4	83,8
Südafrika	Forderungen	-0,4	-1,2	-0,7	-0,1	0,5	-0,3	0,2	19,7
	Verbindlichkeiten	2,7	9,7	2,8	3,9	1,6	0,7	0,5	39,8
Thailand	Forderungen	-5,0	-1,6	-1,6	-1,0	-0,4	1,7	-0,1	19,5
	Verbindlichkeiten	-4,6	5,7	3,2	-1,5	1,2	1,7	0,9	20,8
Tschech. Rep.	Forderungen	2,3	3,7	1,7	-1,7	0,8	0,4	3,1	24,1
	Verbindlichkeiten	-3,7	-2,4	-0,9	-2,6	2,5	-0,6	1,5	11,4
Türkei	Forderungen	-2,8	5,3	0,1	4,1	3,4	0,0	1,3	55,0
	Verbindlichkeiten	0,0	-0,4	0,9	2,9	0,9	1,1	1,9	28,2
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Neue</i>	<i>Forderungen</i>	<i>9,2</i>	<i>20,9</i>	<i>8,5</i>	<i>3,9</i>	<i>6,6</i>	<i>8,4</i>	<i>11,5</i>	<i>160,8</i>
<i>EU-Länder³</i>	<i>Verbindlichkeiten</i>	<i>-5,9</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,8</i>	<i>3,2</i>	<i>4,8</i>	<i>0,1</i>	<i>9,4</i>	<i>82,4</i>
<i>OPEC-</i>	<i>Forderungen</i>	<i>-9,9</i>	<i>-6,5</i>	<i>2,0</i>	<i>9,2</i>	<i>1,7</i>	<i>5,0</i>	<i>5,2</i>	<i>156,1</i>
<i>Mitglieder</i>	<i>Verbindlichkeiten</i>	<i>-8,8</i>	<i>-15,1</i>	<i>12,2</i>	<i>16,5</i>	<i>-1,7</i>	<i>24,2</i>	<i>-5,3</i>	<i>291,8</i>

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

Konsolidierte Forderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas



Die geografische Umschichtung im Kreditgeschäft mit den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas kam auch in Trends bei den Laufzeiten der Engagements in der Region und in den Veränderungen des Anteils der ausländischen Kreditvergabe zum Ausdruck, der über lokale Niederlassungen erfolgt. Wie aus dem mittleren Feld von Grafik 2.6 ersichtlich, war der Anteil der kurzfristigen Kreditvergabe (d.h. Forderungen mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr) zu Beginn des Jahres 2000 in beiden Ländergruppen der Region gleich hoch. Seither ist jedoch der Anteil dieser Kredite an der gesamten internationalen Kreditvergabe gegenüber Russland und der Türkei um etwa 10 Prozentpunkte gestiegen, während er gleichzeitig bei den neuen EU-Mitgliedstaaten in ähnlichem Ausmass gesunken ist. Parallel zu dieser Entwicklung hat sich der Anteil der im Inland und in Landeswährung erfolgten Kreditvergabe an den gesamten Auslandsforderungen gegenüber den neuen EU-Mitgliedstaaten erhöht und seit dem zweiten Quartal 2001 bei fast 50% eingependelt (Grafik 2.6 rechts). Im Gegensatz dazu blieb die Auslandskreditvergabe sowohl an Russland als auch an die Türkei praktisch ausschliesslich grenzüberschreitend und in Fremdwährung denominated.¹⁰

... nach neuen EU-Mitgliedsländern bzw. Russland und Türkei

Trotz der ähnlichen Entwicklung der internationalen Kreditvergabe an Russland und die Türkei bestehen aus Sicht der internationalen Kreditgeber Unterschiede zwischen den beiden Ländern. Russland verdoppelte in den letzten zwei Jahren seinen Leistungsbilanzüberschuss und wahrte seinen Status als Nettoglaubiger des internationalen Bankensystems (Nettobestand der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken im vierten

¹⁰ Die wichtigsten Gläubiger der aufstrebenden Volkswirtschaften Europas (deutsche, französische, italienische und belgische Banken) haben ihre Forderungen an die Region auf ähnliche Weise reorganisiert. Darüber hinaus haben Banken mit Hauptsitz in Deutschland, auf die derzeit 30% der ausländischen Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas entfallen, 36% ihrer ausstehenden Forderungen an Russland und die Türkei an Nichtbankbrgern transferiert. 1999 dagegen gab es praktisch keine solchen Risikotransfers.

Quartal 2004: –\$ 22 Mrd.). Im Gegensatz dazu hat sich das Leistungsbilanzdefizit der Türkei, die seit Ende 1996 Nettoschuldner bei den an die BIZ berichtenden Banken ist, in den letzten zwei Jahren kräftig ausgeweitet. Diese Unterschiede schlagen sich darin nieder, dass die Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Russland seit Mitte 2002 tendenziell eine längere Laufzeit aufweisen und schneller wachsen als gegenüber der Türkei.

Banken in China und Korea holen Einlagen zurück

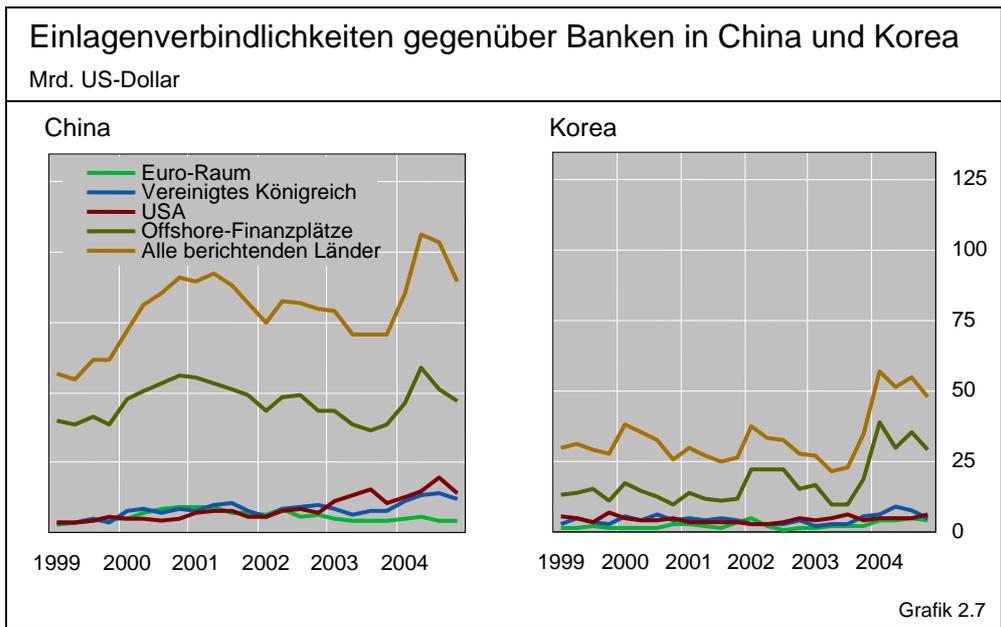
Im vierten Quartal flossen netto Finanzmittel in die Asien-Pazifik-Region, was hauptsächlich auf die Repatriierung von Einlagen durch mehrere der grössten Schuldner in der Region zurückzuführen war. Dieser Mittelzufluss aus dem internationalen Bankensystem erfolgte, obwohl insgesamt ein Kapitalabfluss zu verzeichnen war und viele Länder in der Asien-Pazifik-Region Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen. Per Saldo gingen die Verbindlichkeiten der Banken im BIZ-Berichtsgebiet gegenüber Banken in der Region zum ersten Mal seit sechs Quartalen zurück, und zwar um \$ 10 Mrd., denn eine umfangreiche Rückführung von Einlagen durch Banken in China und Korea glich die Einlagenbildung im Ausland durch Banken in Malaysia, Taiwan (China)¹¹ und – in geringerer Masse – Indien mehr als aus. In einigen Fällen spiegelt die Veränderung der Einlagenverbindlichkeiten offenbar Geschäfte der Zentralbanken wider. Die Neukreditvergabe an Schuldner in der Region fiel verhalten aus. Der sich ergebende Forderungsanstieg (\$ 8 Mrd.) war hauptsächlich auf Anlagen in Beteiligungs- und Schuldtiteln zurückzuführen; die Gesamtforderungen an die Asien-Pazifik-Region betragen damit \$ 404 Mrd. oder 34% der Gesamtforderungen gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften (Vorquartal: 35%).

Die Banken in China zogen die meisten Einlagen aus dem Ausland ab. Sie repatriierten Einlagen in Höhe von \$ 16 Mrd., hauptsächlich aus an die BIZ berichtenden Banken an Offshore-Finanzplätzen, in den USA und im Vereinigten Königreich (Grafik 2.7 links). Ein Grund für diese Einlagenrückführung waren möglicherweise die im Juli 2004 eingeführten strengeren Beschränkungen für in China tätige Auslandsbanken, die deren Kreditaufnahme in Fremdwährung im Ausland erschweren. Demnach haben Banken in China möglicherweise die Mittel, die sie zuvor bei Banken im Ausland platziert hatten, zurücktransferiert, um die Nachfrage nach Dollarkrediten in China decken zu können. Die Einlagenverbindlichkeiten gegenüber allen Sektoren in China fielen auf \$ 116 Mrd. bzw. 25% der Gesamtverbindlichkeiten gegenüber der Region. Die Währungszusammensetzung der durch Banken in China zurückgeführten Einlagen entsprach weitgehend derjenigen der bestehenden Einlagen. Daher entfielen wie bereits im Vorquartal 67% der gesamten Einlagenverbindlichkeiten gegenüber Banken in China auf US-Dollar-Einlagen, und auch der Anteil anderer Währungen veränderte sich wenig.¹²

Banken in China und Korea ziehen Einlagen bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet ab ...

¹¹ Im Folgenden Taiwan.

¹² S. nächste Fussnote.



Banken in Korea zogen im vierten Quartal ebenfalls Auslandseinlagen ab: \$ 7 Mrd. von an die BIZ berichtenden Banken an Offshore-Finanzplätzen und weitere \$ 3 Mrd. von Banken im Vereinigten Königreich (Grafik 2.7 rechts). Gleichzeitig erhöhten sie ihre Einlagen bei Banken in den USA und in der Schweiz um \$ 1 Mrd. bzw. \$ 2 Mrd. Daher stieg der Anteil der auf US-Dollar lautenden Einlagenverbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten gegenüber Banken in Korea von 78% im Vorquartal auf 89% im Berichtsquartal.¹³ Insgesamt fielen die Einlagenverbindlichkeiten der Banken im BIZ-Berichtsgebiet gegenüber dem koreanischen Bankensektor im vierten Quartal auf \$ 48 Mrd. Von diesen Einlagen entfielen schätzungsweise 51% auf koreanische Währungsreserven, die als Bankeinlagen im Ausland gehalten werden.¹⁴

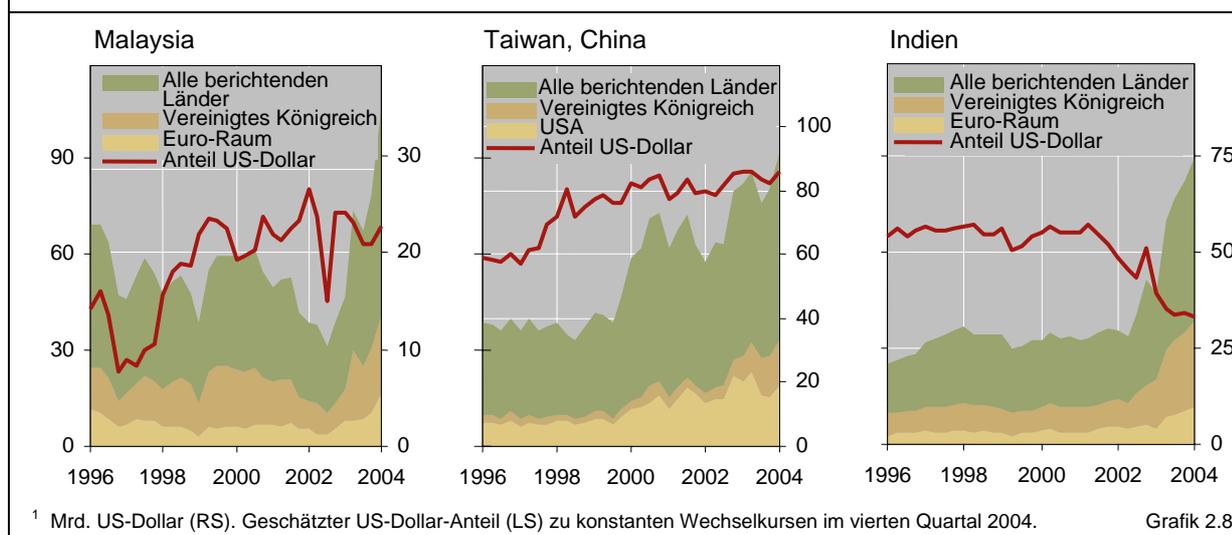
Im Gegensatz zu Banken in China und Korea haben Banken in Malaysia ihre Einlagen bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet erhöht. Insbesondere der Bestand der im Ausland platzierten Währungsreserven der Zentralbank von Malaysia wuchs um \$ 6 Mrd. auf \$ 15 Mrd. Dies trug dazu bei, dass die Einlagenverbindlichkeiten der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber dem Bankensektor Malaysias um \$ 5 Mrd. zunahm, wobei US-Dollar-Einlagen bei Banken im Vereinigten Königreich, im Euro-Raum und in Offshore-Finanzplätzen aufgestockt wurden (Grafik 2.8 links). Infolgedessen stieg der geschätzte Anteil der auf US-Dollar lautenden Einlagenverbindlichkeiten

... während Banken in Malaysia, Taiwan und Indien Mittel im Ausland platzieren

¹³ Diese Schätzungen sind allerdings mit Vorsicht zu interpretieren, da 51% (59%) der Einlagenverbindlichkeiten gegenüber Banken in China (Korea) in Berichtsländern platziert sind, die keine Aufschlüsselung nach Währungen vornehmen. Näheres dazu s. „Das internationale Bankgeschäft“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom März 2005.

¹⁴ Die Schätzung basiert auf den für Ende Januar gemeldeten Zahlen zu den koreanischen Währungsreserven, die als Bankeinlagen im Ausland gehalten werden (\$ 25 Mrd.).

Einlageverbindlichkeiten gegenüber Banken in ausgewählten Ländern¹



gegenüber dem Bankensektor Malaysias von 63% im dritten auf 69% im vierten Quartal.¹⁵

Auch Banken in Taiwan und Indien legten Mittel im Ausland an. Die Einlageverbindlichkeiten gegenüber Banken in Taiwan wuchsen um \$ 6 Mrd. auf \$ 59 Mrd. (Grafik 2.8 Mitte). Die Einlagenbildung fiel im vierten Quartal 2004 mit einem Anstieg des Dollarwerts der gesamten Währungsreserven Taiwans um \$ 9 Mrd. zusammen. Ebenso platzierten Banken in Indien \$ 1,5 Mrd. in Pfund-Sterling-Einlagen bei Banken im Vereinigten Königreich und im Euro-Raum, wodurch sich die Einlageverbindlichkeiten gegenüber dem indischen Bankensektor auf \$ 42 Mrd. erhöhten (Grafik 2.8 rechts). Der geschätzte Anteil der auf US-Dollar lautenden Verbindlichkeiten gegenüber Banken in Indien blieb im Vergleich zu den zwei Vorquartalen mit 41% relativ stabil.¹⁶ Die Bildung von Auslandseinlagen war offenbar teilweise auf Zentralbankgeschäfte zurückzuführen. Die als Bankeinlagen im Ausland gehaltenen Währungsreserven Indiens stiegen von \$ 32 Mrd. im dritten Quartal 2004 auf \$ 35 Mrd. im vierten, was einem Anteil von 83% an den gesamten Einlageverbindlichkeiten der Banken im BIZ-Berichtsgebiet gegenüber dem indischen Bankensektor entspricht.

¹⁵ S. nächste Fussnote.

¹⁶ Banken in Malaysia und Indien halten nur einen relativ geringen Teil (jeweils 12%) ihrer Auslandseinlagen in BIZ-Berichtsländern, die keine Aufschlüsselung nach Währungen bekannt geben. Der entsprechende Anteil für Banken in Taiwan liegt bei 32%.

Internationale Konsortialkredite im ersten Quartal 2005

Blaise Gadanecz

Im ersten Quartal 2005 nahm das Zeichnungsvolumen internationaler Kreditfazilitäten nur leicht zu, nachdem es im vierten Quartal 2004 einen neuen Höchststand erreicht hatte. Mit \$ 421 Mrd. lag das Zeichnungsvolumen jedoch deutlich über dem Stand des entsprechenden Vorjahresquartals. Im ersten Quartal eines jeden Jahres fällt das Geschäft normalerweise eher schwach aus; im Vergleich zum Vorquartal nahm die Kreditvergabe saisonbereinigt um 6% zu, wozu Geschäfte im Zusammenhang mit Anschlussfinanzierungen und Fusionen beitrugen.

Die Finanzierungsbedingungen für Schuldner aus den Industrieländern blieben auch im ersten Quartal relativ günstig. Während der Zinsaufschlag auf LIBOR für US-Fazilitäten leicht anstieg, ging der durchschnittliche Zinsaufschlag für Transaktionen in Europa zurück. Die durchschnittlichen Laufzeiten verlängerten sich erneut, während der Anteil besicherter Fazilitäten mit 9% niedrig blieb. Ein beträchtlicher Teil des gesamten Zeichnungsvolumens entfiel auf Anschlussfinanzierungen in Westeuropa sowie auf Fusionsgeschäfte in den USA und Europa. Die grössten Kredite wurden jedoch in Europa vergeben: Telecom Italia wurde eine Fazilität mit mehreren Tranchen über € 12 Mrd. zur Finanzierung einer Fusion gewährt; an Électricité de France und Sanofi-Aventis flossen je € 8 Mrd. für Anschlussfinanzierungen und als Unterstützung für Commercial Paper. Trotz einer Gewinnwarnung und einer erwarteten Bonitätsherabstufung von General Motors brach die Kreditvergabe an den Automobilsektor nicht ein (sie ging zwar gegenüber dem Vorquartal deutlich zurück, verzeichnete im Vorjahresvergleich aber eine kräftige Zunahme).

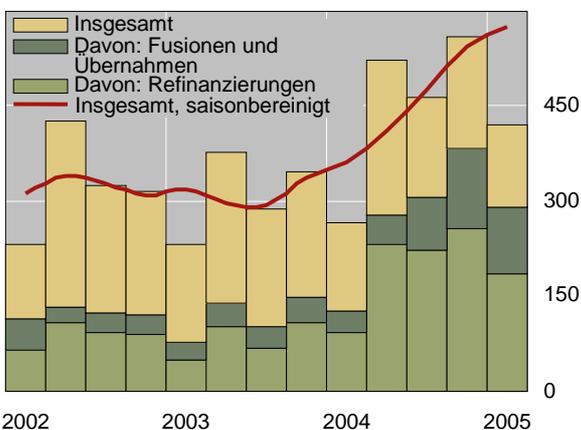
Es gibt Hinweise darauf, dass die Banken bereit sind, wieder mehr Finanzmittel am internationalen Markt für Konsortialkredite zur Verfügung zu stellen. So stieg der Durchschnittsbetrag, der je Mitglied eines Konsortiums bereitgestellt wurde, während der letzten zwei Jahre von \$ 30 Mio. auf \$ 50 Mio. Gleichzeitig nahm unter den Banken der Wettbewerb um Positionen als Arrangeure zu, d.h. um höherrangige Positionen innerhalb des Konsortiums, die mit höheren Erträgen (in Form von Provisionen) als für die untergeordneten Teilnehmer verbunden sind. Das Verhältnis von Arrangeuren zu untergeordneten Teilnehmern je Kredit ist steigend und hat im ersten Quartal 2005 mit 0,6 einen neuen Höchststand erreicht, was allerdings möglicherweise auf eine „Titelinflation“ zurückzuführen ist.

Die Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften fiel mit \$ 29 Mrd. niedriger aus als im Vorquartal, lag damit jedoch immer noch über dem Niveau des Vorjahres. Gegenüber Asien erhöhte sie sich dank der Nachfrage koreanischer Schuldner, insbesondere aus den Sektoren Banken, Einzelhandel, Transport und Schifffahrt, auf \$ 9,5 Mrd. Die Kreditvergabe an Afrika und

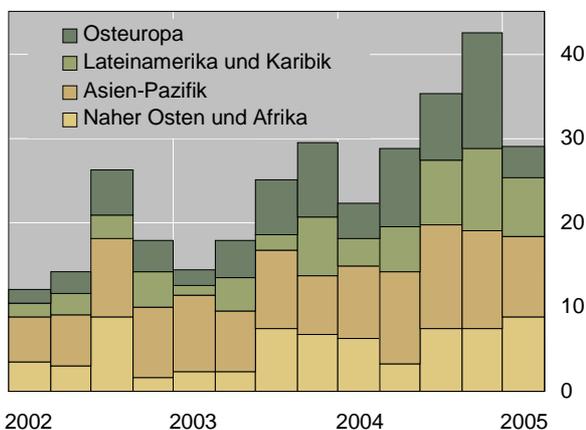
Bereitgestellte internationale Konsortialkredite

Mrd. US-Dollar

Insgesamt



Für aufstrebende Volkswirtschaften



Quellen: Dealogic Loanware; BIZ.

den Nahen Osten erreichte durch die Mittelaufnahme eines staatlichen Finanzinstituts in Südafrika und Anschlussfinanzierungen von Gold- und Diamantenunternehmen in diesem Land mit \$ 9 Mrd. einen neuen Höchststand. Ein mexikanisches Ölunternehmen erneuerte Konsortialkredite in Höhe von \$ 4 Mrd., wodurch das Zeichnungsvolumen Lateinamerikas auf einem hohen Niveau blieb.

Die Kreditvergabe an Schuldner aus Osteuropa fiel auf \$ 3,5 Mrd., den niedrigsten Betrag seit dem ersten Quartal 2003. Die höchsten Beträge flossen an Telekommunikationsunternehmen und Banken aus Russland, denen Fazilitäten mit leicht höheren Zinsaufschlägen als in den Vorquartalen bereitgestellt wurden. Für Kredite an osteuropäische Schuldner erhöhten sich die Zinsaufschläge auf LIBOR, die seit Beginn 2003 rückläufig gewesen waren, im ersten Quartal deutlich.

3. Der internationale Anleihemarkt

Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes am internationalen Anleihemarkt betrug im ersten Quartal 2005 \$ 1 055 Mrd., 7,3% mehr als im entsprechenden Vorjahresquartal (Tabelle 3.1). Nach dem Rekordabsatz im Jahr 2004 hatten die Schuldner auch in den ersten drei Monaten 2005 leichten Zugang zu den internationalen Kreditmärkten und profitierten von günstigen Finanzierungsbedingungen, da die Renditenaufschläge trotz eines Anstiegs gegen Ende März im historischen Vergleich niedrig blieben. Der Bruttoabsatz der staatlichen und anderen Schuldner aus dem Euro-Raum war besonders hoch. Beim weltweiten Nettoabsatz war ebenfalls ein Anstieg zu verzeichnen, von \$ 426,1 Mrd. auf \$ 492,4 Mrd. (Tabelle 3.2). Während er sich im Euro-Raum und in den aufstrebenden Volkswirtschaften positiv entwickelte, war er in den USA und an den Offshore-Finanzplätzen rückläufig.

Erneut höherer Absatz im Euro-Raum

Im Euro-Raum
höherer Absatz
im dritten Quartal
in Folge

Bei den Emittenten des Euro-Raums nahm der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes am internationalen Markt das dritte Quartal in Folge zu, und zwar um 48,8% im Vergleich zum Vorquartal. Dieses Wachstum erstreckte sich auf alle Volkswirtschaften des Euro-Raums, mit Ausnahme von Irland und Luxemburg. Der rasche Anstieg der Mittelaufnahme lässt sich nicht durch saisonale oder währungsbedingte Effekte erklären. Der Bruttoabsatz im Euro-Raum ist im ersten Quartal generell verhältnismässig hoch, doch dieses Jahr war der Anstieg besonders ausgeprägt (22% über dem des ersten Quartals 2004). Ausserdem ist – mit Blick auf die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar um 4,8% im ersten Quartal – eine sprunghafte Erhöhung des Euro-Absatzes der im Euro-Raum ansässigen Emittenten und nicht ein umrechnungsbedingter Anstieg für den höheren Absatz verantwortlich. Der Bruttoabsatz aller Schuldtitel (Anleihen und Notes sowie Geldmarktpapiere) erhöhte sich ebenfalls und erreichte insgesamt \$ 814 Mrd.

Trotz Konjunkturschwäche auch
höherer
Nettoabsatz

Auch der Nettoabsatz von Anleihen und Notes im Euro-Raum verzeichnete im ersten Quartal mit einem Anstieg um 27,1% ein rasches Wachstum, während der Nettoabsatz aller Schuldtitel um 39% zulegen. Solche Wachstumsraten mögen angesichts der anhaltenden Konjunkturschwäche im Euro-Raum als Ganzes überraschen, doch die Absatzentwicklung in den verschiedenen

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2003	2004	2004				2005
	Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Angekündigte Emissionen insgesamt	2 885,3	3 300,9	983,1	768,8	726,1	822,9	1 054,5
Anleiheemissionen	1 610,9	1 786,6	570,5	402,5	378,2	435,5	575,1
Emissionen von Notes	1 274,4	1 514,3	412,7	366,4	347,9	387,4	479,5
Zinsvariable Emissionen	962,7	1 257,3	337,4	306,4	285,2	328,2	346,9
Festverzinsliche Emissionen	1 834,5	1 986,2	628,3	444,1	430,3	483,4	693,6
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	88,1	57,4	17,4	18,3	10,5	11,2	14,1
US-Dollar	1 171,8	1 154,4	357,2	257,3	255,5	284,4	305,7
Euro	1 287,9	1 597,9	478,8	379,0	350,2	389,8	571,5
Yen	102,8	111,5	29,3	33,8	22,4	26,0	30,4
Sonstige Währungen	322,9	437,1	117,8	98,7	98,0	122,6	146,9
Entwickelte Länder	2 620,6	3 010,4	907,2	694,8	655,8	752,7	967,2
USA	739,5	771,9	249,8	167,9	169,6	184,6	216,1
Euro-Raum	1 302,3	1 470,3	442,8	358,3	306,1	363,1	540,4
Japan	48,3	62,1	20,3	19,8	12,1	10,0	13,6
Offshore-Finanzplätze	31,7	41,7	7,2	7,0	13,9	13,5	11,6
Aufstrebende Volkswirtschaften	140,5	151,7	45,1	36,7	35,0	34,9	46,3
Finanzinstitute	2 280,4	2 687,3	788,5	603,5	606,5	688,9	854,5
Privat	1 913,2	2 276,7	667,9	515,5	500,4	592,9	707,5
Öffentlich	367,1	410,7	120,6	88,0	106,1	96,0	147,0
Wirtschaftsunternehmen	269,8	271,3	61,9	72,2	62,3	75,0	58,5
Privat	217,7	231,4	52,8	60,6	57,0	60,9	55,1
Öffentlich	52,1	39,9	9,0	11,5	5,3	14,0	3,4
Staaten	242,6	245,2	109,1	62,9	35,9	37,3	112,0
Internationale Organisationen	92,5	97,1	23,7	30,3	21,3	21,8	29,5
Bruttoabsatz	2 866,5	3 304,5	934,4	796,5	708,9	864,8	1 009,5
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	<i>1 478,1</i>	<i>1 744,5</i>	<i>449,6</i>	<i>453,1</i>	<i>403,0</i>	<i>438,7</i>	<i>517,1</i>

¹ Wandel- und Optionsanleihen.
Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle 3.1

Ländern spiegelt weitgehend die Leistung des jeweiligen Landes im ersten Quartal 2005 wider. So erhöhte sich der Nettoabsatz am stärksten in Deutschland, das ein kräftiges Wachstum erlebte, während in Italien und Portugal der Rückgang des Nettoabsatzes mit einem langsameren Wirtschaftswachstum zusammenfiel. Der Erlös aus den Neuemissionen dürfte in einigen Fällen auch zur Bilanzsanierung verwendet worden sein, denn im Laufe des Quartals nahmen Aktionen zugunsten der Anteilseigner zu.

Der Anteil der auf Euro lautenden Nettomittelaufnahme aller Nationalitäten stieg im ersten Quartal von 59% auf 63% (Tabelle 3.3). Dies ist vor allem auf

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Anleihen und Notes

Mrd. US-Dollar

	2003	2004	2004				2005	Stand Ende März 2005
	Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Nettoabsatz insgesamt	1 388,4	1 560,1	484,7	343,3	305,9	426,1	492,4	13 380,1
Zinsvariable Emissionen	384,3	639,5	152,4	163,5	129,7	193,9	99,5	3 646,3
Festverzinsliche Emissionen	983,2	926,6	339,2	172,2	178,8	236,5	397,3	9 377,5
Eigenkapitalbezogene Emissionen	20,9	-6,1	-6,8	7,7	-2,7	-4,3	-4,4	356,2
Entwickelte Länder	1 283,2	1 432,8	447,5	311,4	276,6	397,3	456,9	11 936,1
USA	258,5	218,6	115,4	4,2	34,9	64,0	62,2	3 300,7
Euro-Raum	733,1	781,7	215,8	205,6	139,8	220,5	280,9	5 940,7
Japan	-1,6	17,5	5,2	10,0	1,9	0,5	4,7	279,4
Offshore-Finanzplätze	16,3	22,2	0,4	4,4	8,5	8,9	2,5	154,5
Aufstrebende Volkswirtschaften	66,3	82,2	25,8	18,8	15,0	22,6	30,8	751,3
Finanzinstitute	1 104,0	1 303,9	385,0	275,0	278,0	365,8	389,6	9 888,0
Privat	908,0	1 088,1	315,4	235,3	220,3	317,1	315,7	8 345,8
Öffentlich	196,0	215,8	69,6	39,8	57,7	48,7	73,9	1 542,2
Wirtschaftsunternehmen	110,3	74,7	8,9	11,6	11,3	42,9	14,3	1 559,6
Privat	90,3	55,9	2,6	5,9	12,6	34,8	22,3	1 310,5
Öffentlich	20,0	18,8	6,3	5,7	-1,3	8,1	-8,1	249,1
Staaten	151,5	158,7	79,9	47,9	10,8	20,1	86,3	1 394,3
Internationale Organisationen	22,6	22,9	11,0	8,8	5,8	-2,7	2,1	538,1

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

Tabelle 3.2

Euro-Anteil am weltweiten Nettoabsatz steigt auf 63%

das relativ kräftige Wachstum der Mittelaufnahme von Schuldern im Euro-Raum zurückzuführen, obwohl auch in anderen Regionen einige umfangreiche Euro-Emissionen angekündigt wurden, so z.B. in Polen (s. unten).

In der Vergangenheit bestand in der Regel eine positive Beziehung zwischen der Stärke einer Währung und ihrem Anteil am Absatz von internationalen Schuldtiteln (s. Feature „Wahl der Währung bei internationalen Anleiheemissionen“ auf S. 61). Beispielsweise war eine Aufwertung des Euro um 10% bei sonst gleichen Gegebenheiten meist mit einem Anstieg des Absatzes von auf Euro lautenden Papieren um 0,9 Prozentpunkte verbunden. In Anbetracht der Tatsache, dass der effektive Wechselkurs des Euro in letzter Zeit im Verhältnis zu seinem historischen Durchschnitt hoch war, ist die Zunahme des Absatzes von Euro-Papieren daher vielleicht nicht überraschend.

Angebot reagiert auf Nachfrage nach längeren Laufzeiten

Sprunghafter Anstieg der Nachfrage nach längerfristigen Papieren

Bei der Nachfrage nach langfristigen Wertpapieren war in den letzten Monaten ein Aufschwung zu verzeichnen, der zum Teil auf aufsichtsrechtliche Massnahmen einiger Länder zurückzuführen war, die geringere Laufzeitinkongruenzen der Aktiva und Passiva von Finanzinstituten vorschreiben. Insbesondere

Nettoabsatz internationaler Anleihen und Notes nach Währung und Region ¹								
Mrd. US-Dollar								
		2003	2004	2004				2005
		Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
USA	US-Dollar	203,5	131,1	102,1	-27,0	4,9	51,1	41,0
	Euro	41,0	48,5	6,0	20,2	14,9	7,4	12,8
	Pfund Sterling	11,8	22,5	1,7	5,4	10,6	4,7	5,2
	Yen	1,2	4,8	1,3	1,7	1,5	0,3	-1,2
	Sonstige Währungen	1,0	11,7	4,3	3,9	3,0	0,5	4,5
Euro-Raum	US-Dollar	75,8	57,6	6,4	25,5	9,8	15,9	15,4
	Euro	627,6	656,5	188,2	157,5	115,4	195,3	235,2
	Pfund Sterling	13,5	32,6	6,4	12,6	8,2	5,3	12,0
	Yen	-9,5	3,1	1,7	3,8	0,6	-3,0	5,0
	Sonstige Währungen	25,7	31,9	12,9	6,1	5,8	6,9	13,2
Sonstige	US-Dollar	162,6	191,0	48,5	54,1	41,1	47,4	41,0
	Euro	116,7	218,5	65,1	43,0	62,6	47,8	62,1
	Pfund Sterling	60,4	79,2	22,9	19,1	8,2	29,0	30,4
	Yen	12,1	19,3	3,6	9,5	5,2	1,0	0,0
	Sonstige Währungen	45,0	51,8	13,4	7,8	14,1	16,5	15,7
Insgesamt	US-Dollar	442,0	379,7	157,0	52,5	55,8	114,4	97,4
	Euro	785,2	923,5	259,4	220,8	192,9	250,5	310,1
	Pfund Sterling	85,8	134,2	31,1	37,1	27,0	39,0	47,6
	Yen	3,7	27,3	6,6	15,0	7,3	-1,7	3,8
	Sonstige Währungen	71,7	95,4	30,7	17,9	22,9	23,9	33,4

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.
Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.3

die Pensionsfonds waren bestrebt, Schuldtitel mit langen Laufzeiten zu erwerben. In der gestiegenen Nachfrage nach längerfristigen Instrumenten – trotz der höheren Risiken bei sehr langen Laufzeiten – zeigt sich bis zu einem gewissen Grad auch das Renditestreben vieler Anleger, da am kürzeren Ende des Laufzeitenspektrums die Renditen von Schuldtiteln (mit oder ohne Ausfallrisiko) vielfach niedrig ausfielen. Insgesamt liess diese neu erwachte Nachfrage nach längeren Laufzeiten die Renditen langfristiger Papiere im ersten Quartal gegen historische Tiefstände oder sogar darunter sinken. Infolgedessen nutzten einige Schuldner das günstige Umfeld und begannen längerfristige Schuldtitel zu begeben.

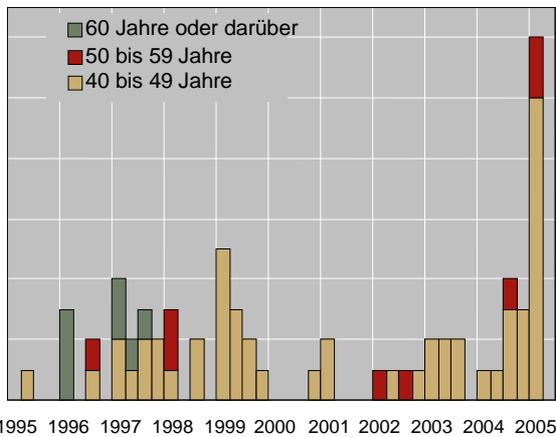
Zahlenmässig erreichten die im ersten Quartal am internationalen Markt platzierten Emissionen mit Laufzeiten von 40 Jahren oder darüber Rekordhöhe. Allerdings lag der Nominalwert der Anleihen (in US-Dollar gerechnet) insgesamt immer noch unter den Ende 1997 und Anfang 1998 verzeichneten Beträgen (Grafik 3.1). Viele der längerfristigen Anleihen wurden von Emittenten aus dem Euro-Raum aufgelegt. Die staatliche Finanzagentur Agence France Trésor nahm die grösste Transaktion vor: Die ursprünglich mit einem Umfang von € 3 Mrd. geplante Emission wurde vom Markt mit € 19,5 Mrd. weit

Mehrere Emissionen langfristiger Titel von Schuldner des Euro-Raums ...

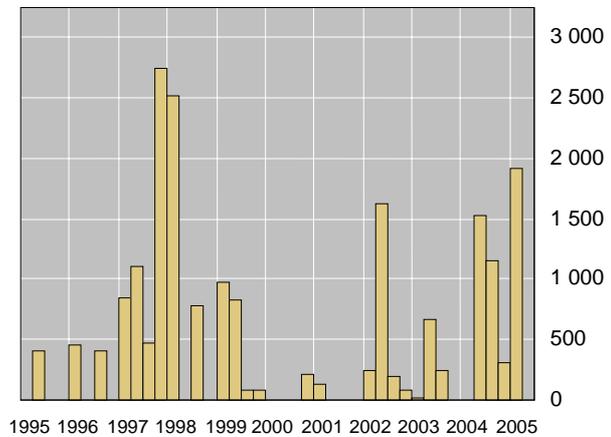
Langfristige internationale Anleihen

Festverzinslich, Laufzeit 40 Jahre oder darüber¹

Anzahl Emissionen



Angekündigte Emissionen insgesamt²



¹ Ohne forderungsunterlegte („asset-backed“) oder besicherte Emissionen. ² Alle Laufzeiten von 40 und mehr Jahren, Mio. US-Dollar.

Quellen: Dealogic; BIZ.

Grafik 3.1

überzeichnet. Schliesslich wurden die 50-jährigen mittelfristigen Notes am 28. Februar im Umfang von € 6 Mrd. (\$ 7,9 Mrd.) mit einem Renditenaufschlag von 3 Basispunkten über den Referenzpapieren, den 30-jährigen Obligations Assimilables du Trésor (OAT), begeben. Es handelte sich dabei um die grösste einzelne Emission im gesamten Laufzeitenspektrum, die im Berichtszeitraum am internationalen Anleihemarkt platziert wurde.

... wie Telecom Italia

Es gab jedoch in diesem Quartal noch weitere grosse Anleihen mit Laufzeiten von mehr als 40 Jahren. Am auffälligsten war vielleicht die 45-jährige mittelfristige Note der Telecom Italia mit einem Nominalwert von € 850 Mio. Sie wurde mit einem Renditenaufschlag von 106,4 Basispunkten über der 50-jährigen OAT bewertet. Die Emission stach aus zwei Gründen hervor: Zum einen gab es in Europa und den USA im letzten Jahrzehnt nur vereinzelte langfristige Anleihen grosser Unternehmen, und die vorangegangenen Emissionen waren im Allgemeinen auch weit weniger umfangreich. Langfristige Unternehmensanleihen stiessen in der Vergangenheit teilweise deshalb auf Ablehnung, weil kaum langfristige Staatsschuldtitel zur Absicherung des Zinsrisikos zur Verfügung standen. Zum anderen weist Telecom Italia im Vergleich zu den typischen Emittenten sehr langfristiger Schuldtitel eine relativ niedrige Bonitätseinstufung (Baa2 von Moody's) auf. Da sich die Schätzung des langfristigen Kreditrisikos bei Unternehmen mit mittlerer Bonität potenziell besonders schwierig gestaltet, ist der Abschluss dieser Emission ein weiterer Beweis für die erhöhte Risikobereitschaft der Anleger im ersten Quartal.

Uneinheitliches Bild in den USA und Japan

Im ersten Quartal 2005 erhöhte sich die Bruttomittelaufnahme der US-Emittenten am Markt für internationale Anleihen und Notes gegenüber dem Vorquartal, sie lag jedoch immer noch unter dem im ersten Quartal 2004

verzeichneten Niveau. Etwa 138% des Anstiegs des Bruttoabsatzes entfielen auf die Finanzinstitute. Fannie Mae und Federal Home Loan Banks zählten weiterhin zu den grössten US-Emittenten und begaben mehrere Anleihen und Notes mit einem Nominalwert von über \$ 3 Mrd. Andere Finanzinstitute wie Wells Fargo & Co. oder Goldman Sachs Group Inc. schlossen in diesem Quartal ebenfalls umfangreiche Emissionen ab.

Steiler Anstieg des Absatzes der US-Finanzinstitute und Rückgang bei den Wirtschaftsunternehmen

Der Nettoabsatz von Anleihen und Notes der US-Schuldner ging im ersten Quartal 2005 um \$ 1,8 Mrd. zurück. Die beträchtliche Zunahme des Absatzes von Geldmarktinstrumenten durch die US-Finanzinstitute führte allerdings zu einer Erhöhung der Nettomittelaufnahme bei allen internationalen Schuldtiteln um 50% gegenüber dem Vorquartal. Im Gegensatz dazu fiel der Nettoabsatz der Nichtfinanzunternehmen um 81%.

Wie bei den US-Emittenten nahm auch bei den japanischen Schuldner der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes im ersten Quartal 2005 zu (36%), ging aber im Vergleich zum Vorjahresquartal zurück (-33%). Mit \$ 4,7 Mrd. lag der Nettoabsatz von Anleihen und Notes im Berichtszeitraum nur knapp unter den ein Jahr zuvor verzeichneten \$ 5,2 Mrd. Zusammen mit dem Anstieg des Nettoabsatzes der japanischen Schuldner lag der Anteil der auf Yen lautenden Nettoemissionen wieder im positiven Bereich, machte jedoch immer noch einen zu vernachlässigenden Teil (0,8%) des Gesamtabsatzes am Markt für internationale Anleihen und Notes aus. Der Anstieg des Brutto- und Nettoabsatzes kann nicht auf Währungseffekte zurückgeführt werden, denn in der Zeit vom 1. Januar bis zum 31. März 2005 erlebte der Yen eine Abwertung gegenüber dem Dollar um 4%.

Anhaltend niedriger Absatz japanischer Emittenten

Wie zuvor zählten Banken und Automobilhersteller auch im vergangenen Quartal zu den aktivsten japanischen Schuldner am internationalen Markt. Bemerkenswert war insbesondere die 10-jährige Anleihe von Resona Bank Ltd. über € 1 Mrd. Es handelte sich hierbei um die erste Anleihe der fünftgrössten Bank Japans, die sich an Euro-Anleger richtete. Da die Ankündigung bereits Mitte Februar erfolgte, konnte der Emittent von der anhaltend kräftigen Nachfrage des Euro-Marktes nach Titeln mit einem BBB-Rating profitieren und die Anleihe mit einem Renditenaufschlag von 63 Basispunkten gegenüber dem Mid-Swap-Satz platzieren.

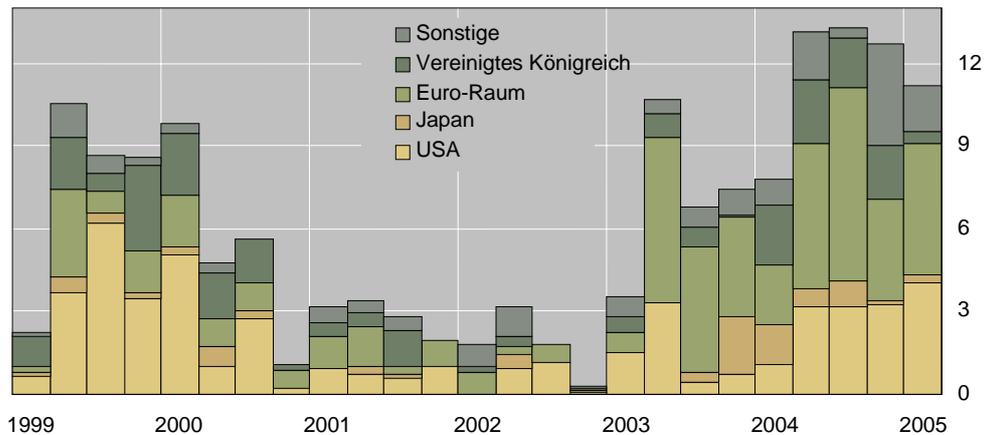
Ausgeprägte Risikobereitschaft weiterhin massgebend für den Absatz im Hochzinsbereich

Der Absatz hochverzinslicher Titel durch Emittenten aus entwickelten Volkswirtschaften hielt sich im ersten Quartal auf hohem Niveau. Im Januar und Februar waren die Finanzierungsbedingungen für Schuldner günstig: Die Renditenaufschläge auf hochverzinsliche Anleihen sanken auf ein sehr niedriges Niveau und lagen bei 271 Basispunkten über dem US-High-Yield-Index bzw. bei 234 Basispunkten über dem European-High-Yield-Index von Merrill Lynch. Im März, als es mehrere negative Meldungen aus der Automobilindustrie gab und eine Herabstufung von General Motors und Ford auf „Junk“-Status drohte, erhöhten sich die Renditenaufschläge um etwa

Nach wie vor günstiges Umfeld für hochverzinsliche Titel

Angekündigte Emissionen internationaler Anleihen von Schuldern aus entwickelten Ländern mit Rating unterhalb „investment grade“¹

Mrd. US-Dollar, nach Nationalität des Schuldners



¹ Rating BB oder darunter.

Quellen: Dealogic; BIZ.

Grafik 3.2

80–90 Basispunkte, da die Stimmung an den Kreditmärkten sich deutlich verschlechterte (s. „Überblick“). Letztlich blieb der Bruttoabsatz mit \$ 11,2 Mrd. aber nur leicht hinter den drei vorangegangenen Quartalen zurück und lag immer noch höher als in jedem Quartal von 1999 bis 2003 (Grafik 3.2).

Unternehmen aus verschiedenen Branchen – Bergbau, Forstwirtschaft, Telekommunikation, Luft- und Raumfahrt, Textilien u.a. – platzierten die umfangreichsten Emissionen in diesem Quartal. In regionaler Hinsicht entfiel mit insgesamt \$ 4,7 Mrd. der Hauptanteil auf Schuldner im Euro-Raum. Hierzu zählten drei grosse Emissionen französischer Unternehmen, von denen zwei über das Rating CCC+ von Standard & Poor's verfügen: Ray Acquisition SCA, ein Elektronikunternehmen, legte eine Anleihe über € 600 Mio. (\$ 795 Mio.) auf, und der Chemiekonzern Rhodia SA platzierte eine 5-jährige Anleihe über € 500 Mio. (\$ 650 Mio.). Die grösste Emission in Nordamerika wurde Ende Januar von Novelis Inc. platziert, einem in Kanada ansässigen US-Unternehmen aus der Metallbranche; es handelte sich um eine US-Dollar-Anleihe über \$ 1,4 Mrd. mit einem Rating von B/B1, einer Laufzeit von 10 Jahren und einem Renditenaufschlag von 309 Basispunkten über 10-jährigen US-Schatzpapieren.

Mehrere umfangreiche Emissionen französischer Unternehmen

Sprunghafter Anstieg der Mittelaufnahme aufstrebender Volkswirtschaften in einer Phase von Rating-Heraufstufungen

Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes durch Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften am internationalen Markt stieg gegenüber dem Vorquartal um 32,7%. Der Bruttoabsatz war im Berichtszeitraum somit sehr hoch, selbst bei Berücksichtigung saisonaler Einflüsse, und das kräftige Wachstum erstaunt umso mehr angesichts des Rekordniveaus der Mittelaufnahme am internationalen Markt, das die aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2004 erreicht

Höchster Bruttoabsatz aufstrebender Volkswirtschaften seit 1997

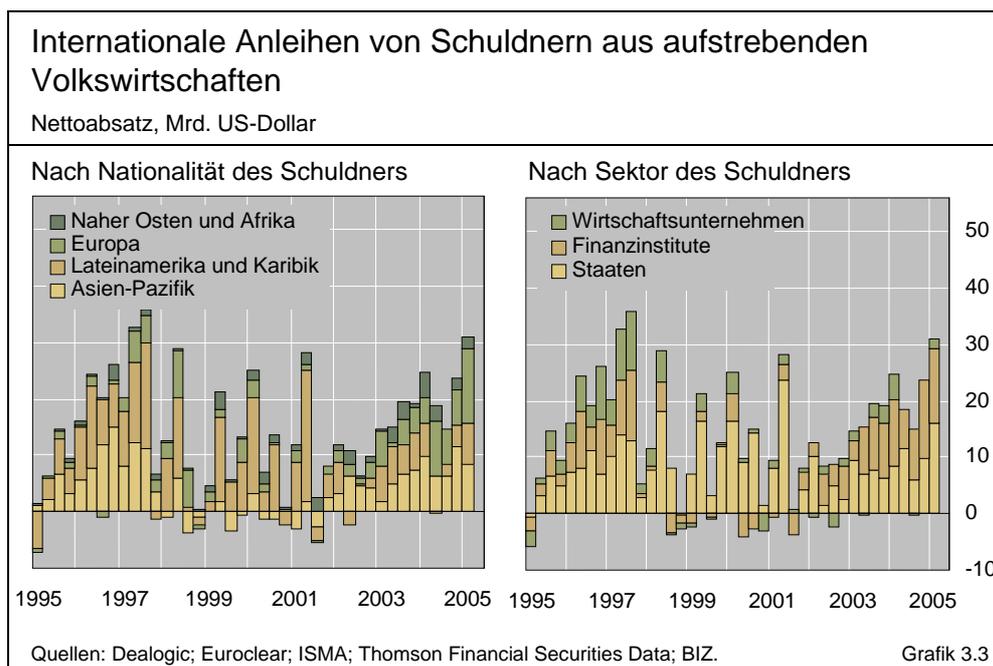
hatten. Offensichtlich hatte das starke Interesse der Anleger an Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften nicht nachgelassen, obwohl sich die Entwicklung an den Kreditmärkten gegen Ende des Quartals weltweit zu verlangsamen begann. Das Zusammenspiel von besseren gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und einer niedrigen Risikoaversion bei den Anlegern, die in Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften investieren, führte dazu, dass die Renditenaufschläge des EMBI+ von JPMorgan Chase am 8. März auf einen historischen Tiefststand sanken. Zudem befanden sich die Renditenaufschläge zum Quartalsende – trotz einer Steigerung um 54 Basispunkte im späteren Verlauf des Monats März – immer noch in etwa auf dem vor der Asien-Krise verzeichneten Niveau.

Der Nettoabsatz von Anleihen und Notes aufstrebender Volkswirtschaften nahm ebenfalls zu (36,3%), auch im Vergleich zum Vorjahresquartal. Das Wachstum des Nettoabsatzes war überwiegend auf Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas und, in geringerem Masse, Lateinamerikas zurückzuführen (Grafik 3.3). In Asien hingegen war der Nettoabsatz rückläufig. Staatliche Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen netto mehr Mittel auf als Finanzinstitute, ein im Vergleich zum Vorquartal umgekehrtes Bild.

Die im ersten Quartal aktivsten asiatischen Schuldner am internationalen Markt stammten zum grössten Teil aus Korea. Dabei ist bemerkenswert, dass zwei der Emissionen auf Euro lauteten und zwei weitere umfangreiche Emissionen auf US-Dollar. Vereinzelt lassen Hinweise vermuten, dass die Euro-Anleger bei den koreanischen Schuldtiteln im Vergleich zu den Dollar-Anlegern schwach vertreten waren. Die Korea Development Bank, von Standard & Poor's mit A- und von Moody's mit A3 bewertet, legte eine auf Euro lautende variabel verzinsliche Note mit fünf Jahren Laufzeit auf. Die Note im Wert von € 500 Mio. (\$ 655 Mio.) wurde am 7. Februar mit einem

Nettoabsatz bei aufstrebenden Volkswirtschaften Europas am höchsten

Viele umfangreiche Emissionen koreanischer Schuldner



Renditenaufschlag von 30 Basispunkten über dem 3-Monats-EURIBOR platziert. Korea First Mortgage No 4 Plc. legte ebenfalls eine in Euro denomierte, durch Wohneigentum besicherte Note über € 500 Mio. auf.

Die grösste einzelne Emission aus Asien wurde vom philippinischen Staat aufgelegt. Da die Marktstimmung im Hinblick auf die Haushaltslage dieses Landes in den letzten Quartalen schwankte, hat sich die Regierung am internationalen Markt weniger aktiv gezeigt. Es gelang ihr jedoch, am 2. Februar und somit vor der noch im gleichen Monat folgenden Herabsetzung des Ratings des Landes um zwei Stufen durch Moody's eine Dollar-Emission über \$ 1,5 Mrd. mit 25 Jahren Laufzeit abzuschliessen.

Im ersten Quartal 2005 erzielten die mexikanischen und brasilianischen Schuldner mit \$ 3,6 Mrd. bzw. \$ 2,6 Mrd. den grössten Nettoabsatz in Lateinamerika. Darüber hinaus waren die mexikanischen Unternehmen die einzigen privaten Schuldner in dieser Region, deren Nettoabsatz im Betrachtungszeitraum positiv ausfiel. Wie in Asien waren zwei der grössten Emissionen in Lateinamerika in Euro denominiert; die eine wurde von staatlicher Seite platziert, die andere von einer staatlichen Erdölgesellschaft. Im ersteren Fall handelte es sich um eine 10-jährige mit 7% verzinsliche Anleihe Venezuelas mit einem Nominalwert von € 1 Mrd. (\$ 1,33 Mrd.). Die zweite Emission war ebenfalls eine mittelfristige Note über € 1 Mrd. (\$ 1,31 Mrd.), die von Pemex Project Funding Master Trust begeben (und von Petroleos Mexicanos-PEMEX besichert) wurde. Brasilien begab zwei US-Dollar-Anleihen mit einem Nominalwert von \$ 1,25 Mrd. (am 4. Februar) bzw. \$ 1 Mrd. (am 7. März). Die mexikanische Regierung kündigte am 4. Januar eine 10-jährige Dollar-Anleihe an, im Wert von \$ 1 Mrd. und mit einem Renditenaufschlag von 145 Basispunkten gegenüber 10-jährigen US-Schatzpapieren. Kurz danach wurde die Bonitätseinstufung Mexikos von zwei der wichtigsten Rating-Agenturen heraufgesetzt: Am 6. Januar erhöhte Moody's ihr Rating für Mexiko von Baa2 auf Baa1, und am 31. Januar stufte Standard & Poor's das Land von BBB- auf BBB herauf.

Polen, die Türkei und Ungarn waren die grössten Emittenten unter den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas. Am 18. Januar begab Polen eine in Euro denomierte mittelfristige Note über € 3 Mrd. – die grösste einzelne Anleihe oder Note, die das Land jemals am internationalen Markt platziert hat (in der Vergangenheit bestanden ähnlich umfangreiche Ankündigungen immer aus mehreren Tranchen). Ein möglicher Grund für eine internationale Emission in dieser Grössenordnung ist das Bestreben, die Auswahlkriterien für die Zulassung von Wertpapieren zum regulären EuroMTS-Markt, der elektronischen Handelsplattform für Staatstitel, zu erfüllen, an dem die polnischen Emittenten teilnehmen dürfen, sobald Polen Mitglied der Europäischen Währungsunion wird. Die Türkei legte eine US-Dollar-Anleihe über \$ 2 Mrd. auf, und auch Ungarn platzierte eine Dollar-Anleihe im Wert von \$ 1,5 Mrd. Beide Staaten kündigten ausserdem auf Euro lautende Emissionen über jeweils € 1 Mrd. an.

Neben Mexiko verzeichneten auch Argentinien, Chile, Indien, Indonesien, Russland, Südafrika, die Türkei und Venezuela im ersten Quartal eine Bonitätsheraufstufung durch mindestens eine der grossen Rating-Agenturen

Aktive staatliche Schuldner in Venezuela, Mexiko und Brasilien

Rekordemission Polens über € 3 Mrd.

Höhere Ratings für mehrere staatliche Emittenten

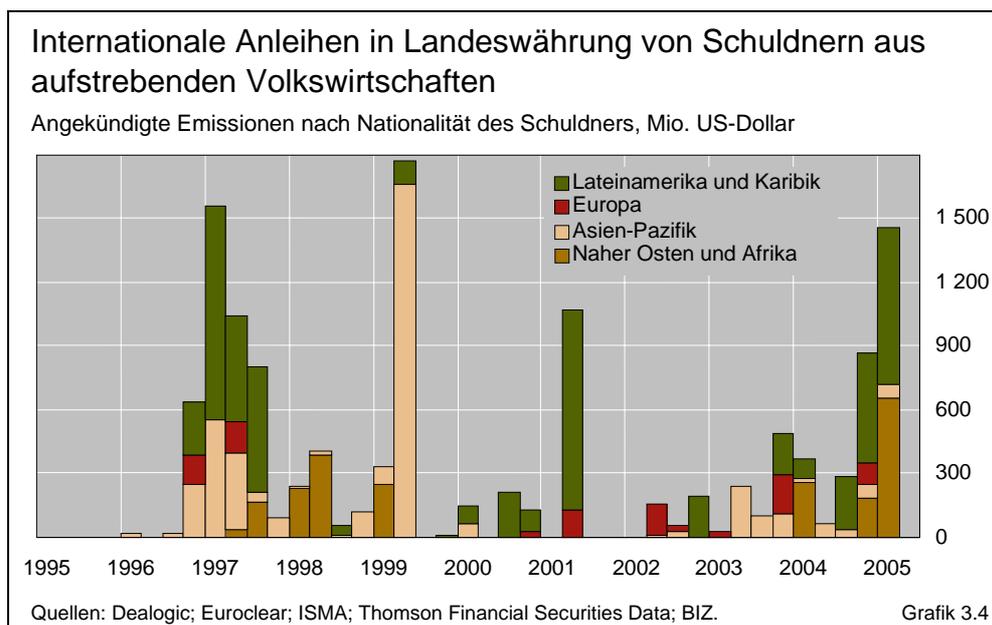
– ein weiteres Zeichen für das positive Marktumfeld, in dem viele Schuldner aufstrebender Volkswirtschaften operierten. Insbesondere am 31. Januar wurde das Länder-Rating Russlands von Standard & Poor's von BB+ auf BBB–heraufgestuft und wechselte damit in den „investment grade“-Bereich. In der Vergangenheit war das Überschreiten dieser Schwelle von den Kreditmärkten zumeist vorausgesehen worden (s. Kasten). Im Falle Russlands waren die Renditenaufschläge zum Emissionszeitpunkt während des gesamten Jahres 2004 jäh gesunken, worin sich bereits die spätere Anhebung des Ratings durch Standard & Poor's ankündigte.

Erholung der auf Landeswährung lautenden Emissionen aufstrebender Volkswirtschaften

Der Absatz von auf Landeswährung lautenden internationalen Emissionen von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften stieg im ersten Quartal markant und erreichte (in US-Dollar gerechnet) den höchsten Stand seit dem zweiten Quartal 1999 (Grafik 3.4). Der Absatz in Landeswährung ist seit Ende 2003 kontinuierlich gestiegen, da die Renditen der meisten Staats- und Unternehmensschuldtitle in dieser Zeit auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau sanken und die Anleger in der Folge immer grössere Bereitschaft zum Erwerb unkonventionellerer Wertpapiere zeigten.

Der Anstieg von in Landeswährung denominierten Emissionen war im asiatisch-pazifischen Raum, in Lateinamerika, im Nahen Osten und in Afrika gleichermassen zu beobachten. Für den in Afrika verzeichneten starken Anstieg des Absatzes in Landeswährung auf \$ 653 Mio. (gegenüber \$ 186,7 Mio. im Vorquartal) waren zwei südafrikanische Emittenten verantwortlich: Aveng Ltd., eine Holdinggesellschaft im Industriesektor, legte eine Wandelanleihe auf, und The Thekwini Fund 5 (Pty) Ltd. begab durch Wohnimmobilien besicherte Wertpapiere in mehreren Tranchen. In Lateinamerika

Anhaltender Aufwärtstrend des Absatzes in Landeswährung



Renditeaufschläge auf Staatsanleihen als Frühindikator für Änderung des Länder-Ratings

Blaise Gadanecz

Die in den jeweils aktuellen Renditeaufschlägen auf Unternehmensanleihen antizipierten zukünftigen Änderungen des Ratings von *Unternehmen* sind in der Vergangenheit untersucht worden, doch der Bonitätsbewertung *staatlicher* Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften ist in diesem Zusammenhang deutlich weniger Aufmerksamkeit zuteil geworden. Darüber hinaus befasst sich die zu diesem Thema verfügbare Literatur überwiegend mit den Renditeaufschlägen an den Sekundärmärkten, während die Primärmärkte meist ausser Acht gelassen werden. In diesem Kasten wird die Beziehung zwischen den zum Emissionszeitpunkt geltenden Renditeaufschlägen auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften und den anschliessenden Änderungen des Länder-Ratings für diese Staaten durch Standard & Poor's untersucht. Es wird gezeigt, dass ein signifikanter Zusammenhang empirisch nachweisbar ist, der belegt, dass Änderungen der Länder-Ratings aufstrebender Volkswirtschaften in den Renditeaufschlägen antizipiert werden. Ein solcher Zusammenhang ist jedoch nur erkennbar, wenn eine Rating-Änderung mit einem Überschreiten der „investment grade“-Schwelle verbunden ist.

Der von Carey und Nini (2004)^① für Unternehmenskredite verwendete Ansatz dient als Grundlage, um abschätzen zu können, in welchem Masse zukünftige Änderungen des Länder-Ratings aufstrebender Volkswirtschaften in den Renditeaufschlägen mitberücksichtigt werden. Dabei wird die Beziehung zwischen mehreren in der Literatur verwendeten Preisbildungsfaktoren sowie Variablen, die etwaige Änderungen eines Länder-Ratings in dem auf die Emission folgenden Jahr abbilden, einerseits und den am Primärmarkt verzeichneten Renditeaufschlägen auf einzelne Staatsanleihen andererseits untersucht. Es wird gezielt zwischen Rating-Änderungen, bei denen es zu einem Überschreiten der „investment grade“-Schwelle kommt (d.h. das Schuldnerland wird von „spekulativ“ auf „investment grade“ heraufgestuft oder umgekehrt), und einfachen Rating-Änderungen ohne ein Überschreiten dieser Schwelle unterschieden, da dieser Unterschied für die Anleger von Bedeutung ist. Diese zwei Arten von Rating-Änderungen werden durch gesonderte binäre Variablen auf der rechten Seite berücksichtigt. Aufgrund der in der Literatur beschriebenen unterschiedlichen Marktreaktionen^② werden Rating-Heraufstufungen und -Herabstufungen getrennt betrachtet.

^① „Is the corporate loan market globally integrated? A pricing puzzle“, Board of Governors des Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper*, Nr. 813, August. ^② S. beispielsweise M. Micu, E.M. Remolona und P.D. Wooldridge, „Preiseffekte von Rating-Meldungen: Untersuchungen am Markt für Credit Default Swaps“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2004.

Renditeaufschläge auf Staatsanleihen zum Emissionszeitpunkt und anschliessende Rating-Änderungen

Abhängige Variable: Aufschläge auf Staatsanleihen (Basispunkte)	Effekt auf Aufschlag		Anzahl der Fälle
	Koeffizient	(Standardfehler)	
Einfache Heraufstufung	26,1	(17,4)	136
Einfache Herabstufung	31,9*	(16,4)	148
Heraufstufung von „hochverzinslich“ auf „investment grade“	-141,9***	(32,0)	20
Herabstufung von „investment grade“ auf „hochverzinslich“	89,7**	(39,6)	25
Gesamtzahl der beobachteten Fälle			482
R ² bereinigt		0,59	
R ² bereinigt (ohne Berücksichtigung der Rating-Änderungen)		0,57	

Anmerkung: Die Schätzungen basieren auf einer KQ-Regression, unter Verwendung von Daten aus dem Zeitraum 1993-2003. ***, ** bzw. * entsprechen einem Signifikanz-Niveau von 1%, 5% bzw. 10%. In 153 Fällen kam es in dem auf die Emission folgenden Jahr zu keiner Änderung des Ratings. Neben den binären Variablen zur Abbildung nachfolgender Änderungen des Länder-Ratings wurden mehrere Erklärungsvariablen, die in der Literatur allgemein üblich sind, in die Regression mit einbezogen: Volumen der Anleihe, Laufzeit, Garantien, Sicherheiten, Währungsrisiko, Renditeaufschlag gemäss EMBI-Index sowie Indikatoren für Solvenz und Liquidität des Schuldnerlandes zum Zeitpunkt der Emission.

Dieser Rahmen für die Regressionsanalyse ermöglicht Rückschlüsse auf die Antizipierung der Veränderungen von Länder-Ratings in den zum Emissionszeitpunkt geltenden Renditenaufschlägen (s. Tabelle). Aus den Daten geht hervor, dass eine spätere Herabstufung (bzw. Heraufstufung) des Ratings, aufgrund der es zu einem Überschreiten der „investment grade“-Schwelle kommt, systematisch mit um rund 90 Basispunkte höheren (140 Basispunkte niedrigeren) Renditenaufschlägen zum Emissionszeitpunkt verbunden ist. Es ist daher anzunehmen, dass die Anleger noch vor der Rating-Änderung Bonitätsdaten in ihre Preisanalysen mit einbeziehen, indem sie eine höhere (niedrigere) Kompensation für das erwartete höhere (niedrigere) zukünftige Ausfallrisiko verlangen.⁹ Im Gegensatz dazu scheinen einfache Rating-Änderungen (ohne Wechsel zwischen den Bereichen „spekulativ“ und „investment grade“) in den Renditenaufschlägen der Anleihen nicht antizipiert zu werden. Die Bedeutung einer Überschreitung der „investment grade“-Schwelle könnte damit zusammenhängen, dass sie sich auch darauf auswirkt, ob der Schuldner in einen Index oder eine Anlagekategorie aufgenommen wird, worauf Positionen eingegangen werden können.

⁹ In den Ergebnissen könnte sich natürlich auch die Ankündigung einer Rating-Änderung seitens einer anderen Rating-Agentur (z.B. Moody's) widerspiegeln, die in etwa zum Emissionszeitpunkt erfolgt, bzw. die von einer Agentur gemeldete Änderung des Ausblicks. Diese Möglichkeiten waren jedoch nicht Gegenstand der vorliegenden Untersuchung.

wandte sich der kolumbianische Staat mit zwei Anleihen in Landeswährung an den Markt, wobei die Kuponzahlungen in US-Dollar erfolgen. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas dagegen platzierten im Berichtszeitraum keine auf Landeswährung lautenden Schuldtitel am internationalen Markt. Allerdings investierten ausländische Anleger in beträchtlichem Umfang an den inländischen Anleihemärkten dieser Region.

Insgesamt ist der auf Schuldner aufstrebender Volkswirtschaften entfallende Anteil des Absatzes in Landeswährung am internationalen Markt immer noch recht gering. Es bleibt abzuwarten, ob die jüngste Erholung von Dauer ist, insbesondere angesichts der wachsenden Risikoaversion unter den globalen Anlegern.

4. Märkte für derivative Instrumente

Im ersten Quartal 2005 kehrte der Umsatz börsengehandelter Derivate nach zwei Quartalen des Rückgangs in Folge wieder auf einen soliden Wachstumspfad zurück. Das gesamte Handelsvolumen der Zins-, Aktienindex- und Währungskontrakte stieg um 19% auf \$ 333 Bio. Das Geschäft war in allen Marktsegmenten lebhaft, bei den Zinsprodukten aber besonders kräftig. Im Zinssegment wurde das Geschäft möglicherweise von der zunehmenden Unsicherheit hinsichtlich der langfristigen Zinsen beeinflusst, da es an den Anleihenmärkten Ende Februar und Anfang März zu einer Verkaufswelle kam. Der Umsatz mit Aktienindexkontrakten wurde wahrscheinlich durch erhebliche Kursanstiege bei den wichtigsten Aktienindizes im Februar beflügelt, nach Meldungen über überraschend hohe Unternehmensgewinne und der Ankündigung mehrerer grosser Fusionen.

Auf dem weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate weiteten sich nach den neuesten Daten im zweiten Halbjahr 2004 die Positionen aus. Der Nominalwert der offenen Positionen war per Ende Dezember um 12,8% auf \$ 248 Bio. gestiegen. Der Bruttomarktwert erhöhte sich per Ende Dezember um 43% auf \$ 9,1 Bio.; nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen stieg er um 40% auf \$ 2,1 Bio. Das Verhältnis des Bruttomarktwerts nach Berücksichtigung solcher Netting-Vereinbarungen zum gesamten Nominalwert stieg nur geringfügig auf 0,8%.

Mit dieser Ausgabe des *Quartalsberichts* beginnt die BIZ mit der Veröffentlichung von Statistiken zu Credit Default Swaps, der dynamischsten Komponente des ausserbörslichen Segments.¹ Ende Dezember 2004 belief sich der Nominalwert der offenen Positionen in diesen Kontrakten auf \$ 6,4 Bio. Nach den Daten der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivativmärkten (*Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*), die am 17. März 2005 veröffentlicht wurden, stieg der Umsatz mit Kreditderivaten in den drei Jahren bis Juni 2004 um 568% und damit fast fünf Mal so schnell wie das ausserbörsliche Segment als Ganzes.

¹ Ebenfalls mit dieser Ausgabe beginnt die BIZ mit der Veröffentlichung von Konzentrationswerten für die Märkte für ausserbörsliche Derivate. Kommentiert werden die Daten in der BIZ-Pressemitteilung *OTC derivatives market activity in the second half of 2004* vom 20. Mai 2005, die auf der Website www.bis.org verfügbar ist.

Lebhaftes Geschäft entlang der Renditenstrukturkurve

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Zinskontrakte stieg im ersten Quartal 2005 um 21% auf \$ 304 Bio. Diese Belebung umfasste Kontrakte auf kurzfristige wie auf langfristige Zinssätze. Der Handel mit Geldmarktkontrakten, einschliesslich Kontrakten auf Eurodollar-, EURIBOR- und Euroyen-Sätze, stieg um 21% auf \$ 262 Bio., mit lebhaften Umsätzen bei Futures ebenso wie bei Optionen. Bei den Anleiheinstrumenten stieg der Umsatz um 20% auf \$ 43 Bio. (Grafik 4.1).

Zunehmende Aktivität in Kurzfrist-Zinskontrakten ...

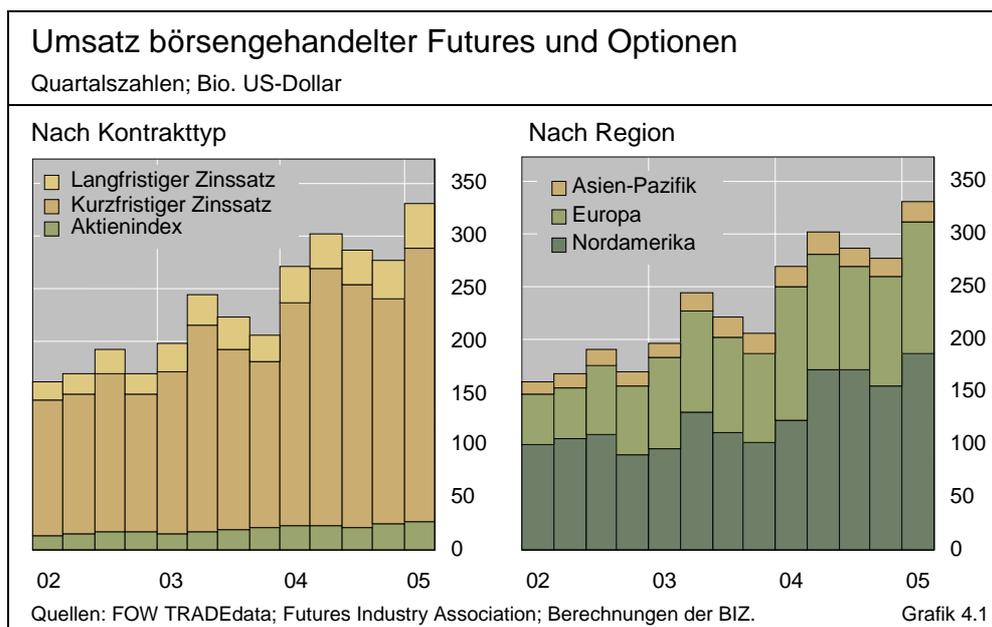
Anders als in den beiden vorangegangenen Quartalen war das Geschäft mit kurzfristigen Kontrakten in allen Regionen gut. Der Gesamtumsatz stieg in den USA um 23% auf \$ 159 Bio., wobei der Zuwachs bei Futures 17%, bei Optionen 38% betrug (Grafik 4.2). In Europa stieg der Umsatz um 18% auf \$ 95 Bio., und der Zuwachs betrug hier bei Futures 13% und bei Optionen 41%.

... bei allen Laufzeiten und Regionen

Der gestiegene Umsatz mit kurzfristigen Derivaten war nicht auf wachsende Unsicherheit über den Kurs der Geldpolitik zurückzuführen. Die meisten Anleger erwarteten, dass die US-Notenbank die Zinszügel mindestens über die nächsten Monate hinweg schrittweise weiter anziehen würde, wie aus den einhelligen Prognosen aller Befragten über den Zielsatz für Tagesgeld in einer Bloomfield-Umfrage hervorging. Interessanterweise sank der Umsatz mit Kontrakten auf US-Tagesgeld, der bereits gegen Ende 2004 merklich zurückgegangen war, im ersten Quartal 2005 für Futures und Optionen um weitere 1% bzw. 14%. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich dagegen der Umsatz mit 3-Monats-Eurodollarfutures und -optionen um 20% bzw. 60%.

Das Segment der langfristigen Zinskontrakte wuchs im ersten Quartal um 20% auf \$ 43 Bio. Dabei betrug das Wachstum in Nordamerika 11% auf \$ 15 Bio. und in Europa 27% auf \$ 25 Bio. (Grafik 4.3). Am US-Markt war das lebhaftere Geschäft möglicherweise zurückzuführen auf Absicherungsbedarf im

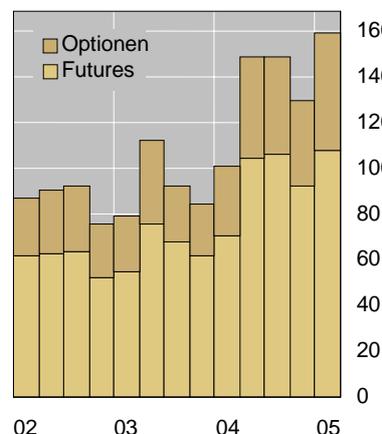
Unsichere Wachstumsaussichten begünstigen langfristige europäische Kontrakte



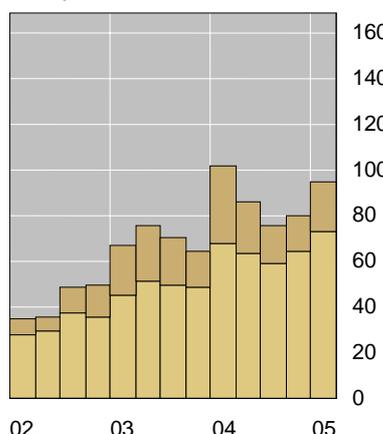
Umsatz kurzfristiger Zinskontrakte

Quartalsumsatz; Bio. US-Dollar

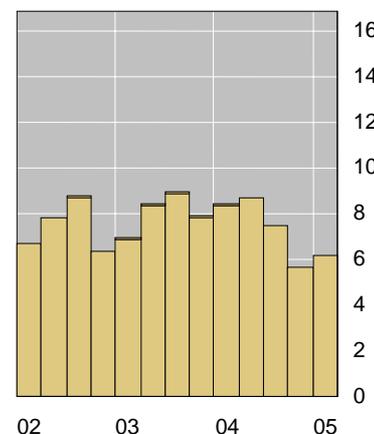
Nordamerika



Europa



Asien-Pazifik



Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; Berechnungen der BIZ.

Grafik 4.2

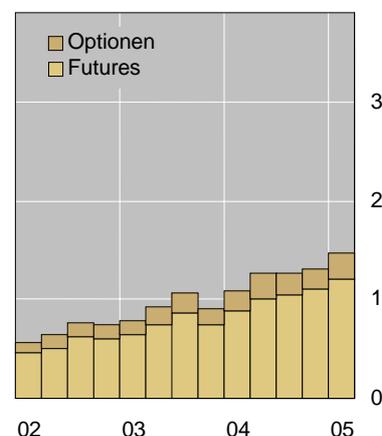
Zusammenhang mit einer unerwarteten Abflachung der Kurve im ersten Teil des Berichtszeitraums, gefolgt Ende Februar/Anfang März von einer plötzlichen Verkaufswelle am langen Ende. An den europäischen Märkten könnte auch die grössere Zinsunsicherheit eine Rolle gespielt haben; die implizite Volatilität der Swapsätze stieg im Quartalsverlauf um 3 Prozentpunkte, da die Nachrichten aus der Wirtschaft in Europa in diesem Zeitraum recht gemischt waren.

Wie schon im vierten Quartal könnte auch hier der Handel am langen Ende des Laufzeitspektrums durch die steilere Fristenstruktur der impliziten Volatilität beeinflusst worden sein, die in den USA aufgrund von stark gefallen Volatilitäten am kurzen Ende besonders ausgeprägt war (Grafik 4.4). Durch die höhere relative erwartete Volatilität der langfristigen Zinsen stieg die Reagibilität von Zinsportfolios gegenüber Laufzeit- und Zinsschwankungen, was möglicherweise den Absicherungsbedarf erhöht hat.

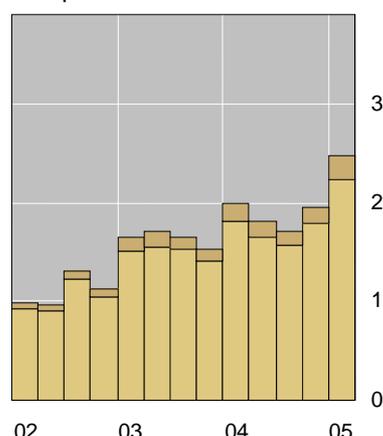
Umsatz von Kontrakten auf Staatsanleihen

Quartalsumsatz; Bio. US-Dollar

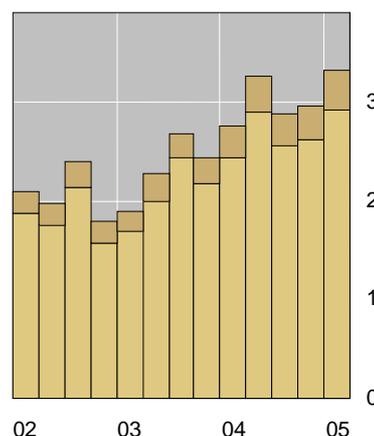
Nordamerika



Europa



Asien-Pazifik

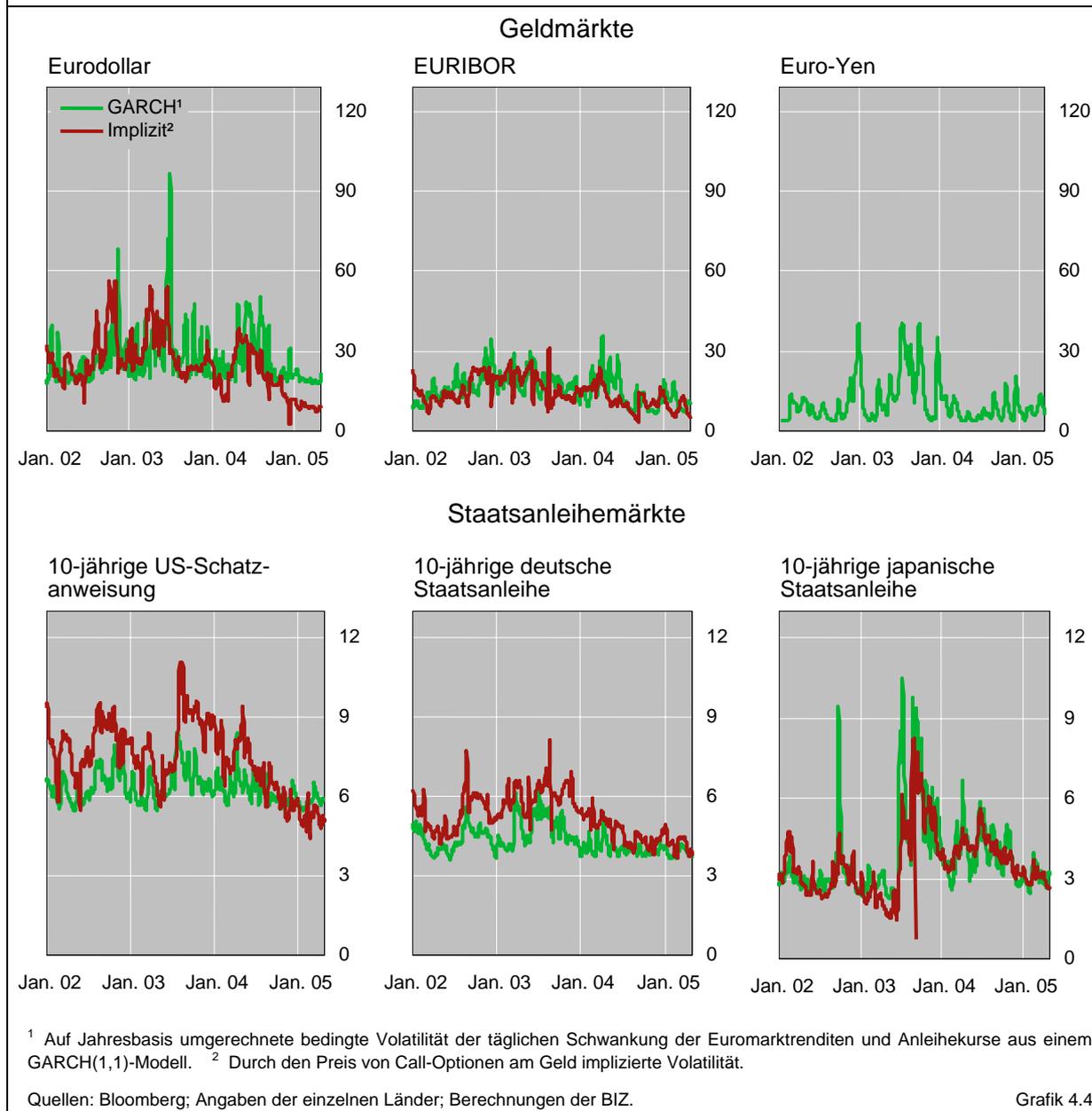


Quellen : FOW TRADEdata; Futures Industry Association; Berechnungen der BIZ.

Grafik 4.3

Volatilität der wichtigsten festen Zinssätze

Gleitender 5-Tages-Durchschnitt



Nach zwei rückläufigen Quartalen kehrte in der Asien-Pazifik-Region das Wachstum zurück; der Umsatz stieg um 10% auf \$ 9,5 Bio. Das Geschäft mit kurzfristigen Zinskontrakten stieg um 9% und das mit langfristigen um 12%. Im Pazifik-Raum entwickelte sich der Umsatz im kurzfristigen Segment mit einem Plus von 13% stärker als in Asien, wo er nur um 2% zunahm. Unter den asiatischen Ländern verzeichnete Japan eine Erholung des Geschäfts um 19%, nach einem Rückgang von 27% im Vorquartal; in Singapur dagegen ging das Geschäft erneut, dieses Mal um 17%, zurück. In Japan nahmen im Berichtsquartal die Positionen im kurz- wie im langfristigen Bereich zu. Diese Entwicklung spiegelte wahrscheinlich eine grössere Unsicherheit hinsichtlich der Preisentwicklung und des Wirtschaftswachstums wider: Die Prognosen der Bank of Japan im Januar deuteten auf einen spürbaren Rückgang des erwar-

Mehr Umsatz in Asien

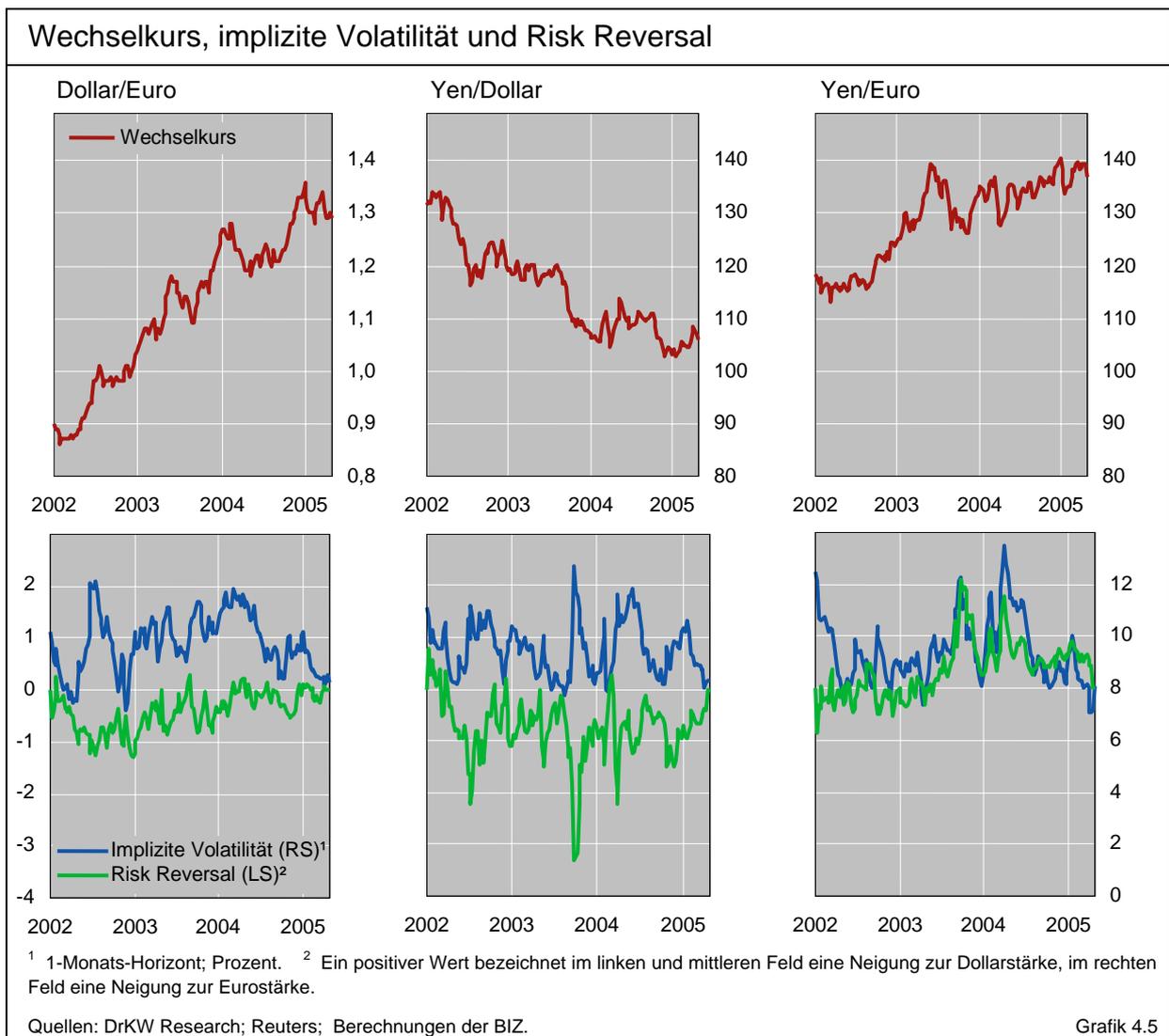
teten Preisdrucks hin; im Februar verbesserten sich dann allerdings die wirtschaftlichen Aussichten infolge überraschend grosser Auftragseingänge im Maschinenbau und steigender Aktienkurse.

Anhaltendes Wachstum bei Währungskontrakten

Mehr Umsatz in Währungskontrakten ...

Der Umsatz mit börsengehandelten Währungsderivaten stieg gegenüber dem Vorquartal um 15% auf \$ 2,7 Bio. Bei den Futures betrug der Anstieg 14% (auf \$ 2,4 Bio.), bei den Währungsoptionen satte 25%. Der höhere Umsatz war hauptsächlich auf Geschäfte mit dem Währungspaar Euro/US-Dollar zurückzuführen, die um 19% zunahmen. Ferner verzeichnete das Währungspaar Yen/US-Dollar mit 7% eine erhebliche Umsatzsteigerung.

Die Umsatzsteigerung war regional unterschiedlich ausgeprägt, doch konzentriert sich das Geschäft weiterhin überwiegend auf die US-Märkte. In den USA stieg der Umsatz um 14% auf \$ 2,4 Bio., in Asien stagnierte er bei \$ 30 Mrd., und in Europa fiel er um 3% auf \$ 4 Mrd. Besonders stark expandierte das Geschäft erneut in Brasilien: Der Handel mit Futures und Optionen an der Börse von São Paulo (BMF) nahm um 32% auf \$ 234 Mrd. zu.



Die vermehrte Anlage- und Absicherungsaktivität an den Devisenmärkten lässt sich nicht mit Unsicherheit begründen, denn die implizite Volatilität für die wichtigsten Währungspaare ging im ersten Quartal 2005 deutlich zurück. Sie könnte vielmehr tatsächliche oder erwartete Wechselkursveränderungen und die Notwendigkeit zur Korrektur von Positionen widerspiegeln. Nach einer längeren Abwertung stieg der US-Dollar gegenüber dem Euro im ersten Quartal 2005 um 4,5%. Im gleichen Zeitraum wiesen die aus Währungsoptionen abgeleiteten Risk-Reversal-Indikatoren (Grafik 4.5) darauf hin, dass sich die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Wechselkurse verändert hatten: Statt wie bisher eine Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro erwarteten sie jetzt einen stabilen Kurs oder eine leichte Aufwertung. Insbesondere ging die markante positive Veränderung des Risk-Reversal-Indikators im März mit einer Umsatzsteigerung bei den Währungsderivaten um 34% einher.

... bei veränderten Erwartungen hinsichtlich des Dollars

Langsameres Wachstum bei den Aktienindexkontrakten

Der weltweite Umsatz in Aktienindexkontrakten, der im vierten Quartal 2004 um 17% gestiegen war, wuchs im ersten Quartal 2005 um weitere 7% auf \$ 26 Bio. Insgesamt war das Geschäft mit einem Anstieg von 9% auf \$ 11 Bio. in den USA lebhafter als in Europa, wo der Zuwachs mit 5% auf \$ 6 Bio. relativ schwach ausfiel. Insbesondere in Deutschland stagnierte das Geschäft; hier brach der Umsatz mit auf den DAX bezogenen Kontrakten deutlich ein. In der Asien-Pazifik-Region stieg der Umsatz um 5% auf \$ 9 Bio. An der koreanischen Börse nahm der Handel erneut zu, um 6%, in Japan um 10%. In Australien stieg der Umsatz um 13%.

Umsatzanstieg bei Aktienindexkontrakten ...

... in Europa erneut geringer ...

Der Handel mit Optionen legte um 8% auf 15 Bio. zu, der mit Futures um 5% auf \$ 12 Bio. Zum stärkeren Wachstum im Optionssegment trugen sowohl die US-Märkte (+ 7%) als auch die europäischen Märkte (+ 10%) bei.

Die Umsatzsteigerung bei den Aktienindexderivaten in den USA und in Europa steht in Kontrast zu der Stabilität der zugrundeliegenden Indizes, die im ersten Quartal nur um 0,1% bzw. 2,4% stiegen. Sie lässt sich anscheinend auch nicht durch eine grössere Unsicherheit erklären, da die implizite Volatilität mit etwa 12% auf Jahresbasis stabil blieb. Der höhere Umsatz könnte vielmehr darauf zurückzuführen sein, dass die Risikoaversion der Anleger leicht gestiegen war. Der geschätzte Wert des Koeffizienten der relativen Risikoaversion, abgeleitet von den Preisen für Aktienindexoptionen, tendierte im ersten Quartal 2005 nach oben, nachdem er im Verlauf des Jahres 2004 rückläufig gewesen war.

... bei zunehmender Risikoaversion

Der Handel mit Kontrakten auf einzelne Aktien (hierzu liegen nur Daten zur Zahl der Kontrakte vor) entwickelte sich im Vergleich zu den Umsätzen in Aktienindexkontrakten gut. Die Zahl der gehandelten Futures- und Optionskontrakte auf einzelne Valoren stieg um 11% (17% in Europa und 6% in den USA).

Handel mit Rohstoffderivaten weiterhin lustlos

Insgesamt lustloser Handel mit Rohstoffkontrakten

Nach einem Rückgang im dritten Quartal 2004 und einer mässigen Erholung im vierten stagnierte das Geschäft mit Rohstoffkontrakten (bei denen nur die Zahl der Kontrakte erfasst wird) im ersten Quartal 2005. Der Umsatz war je nach Region sehr unterschiedlich. In den USA war ein Anstieg um 12% zu verzeichnen, in Europa jedoch ein Rückgang um 2% und in Asien ein Rückgang um 18%. Ausschlaggebend für das rückläufige Geschäft in Asien war ausschliesslich der Handel mit Kontrakten auf Energie und Nichtedelmetalle in Japan und China. Insgesamt war der Umsatz mit Rohstoffkontrakten aller Art rückläufig; eine Ausnahme bildeten nur die Kontrakte auf Agrarerzeugnisse mit einem Anstieg um 26%.²

Lebhaftes Geschäft mit Optionen auf Nichtedelmetalle

Bei den Futures – 89% aller Rohstoffkontrakte – war ein Umsatzrückgang von 1% zu verzeichnen, bei den Optionen dagegen ein Anstieg um 9%. Der Umsatz mit Rohstoffoptionen entwickelte sich je nach Rohstoffart sehr unterschiedlich. Bei den Energieoptionen sank er um 5%, bei den Edelmetalloptionen sogar um 31%. Im Gegensatz hierzu legten die Optionen auf Nichtedelmetalle um 21% zu, und die Optionen auf Agrarerzeugnisse um 32%. Die anhaltende Erwartung eines weiterhin soliden BIP-Wachstums – zumindest in den USA – dürfte wohl zum Teil den Umsatzrückgang bei den Optionen auf Edelmetalle (die typischerweise in konjunkturellen Schwächephasen als Anlage beliebt sind) erklären und ebenso den Anstieg bei den Optionen auf Nichtedelmetalle (die im Preis tendenziell Aufschwungphasen vorwegnehmen).

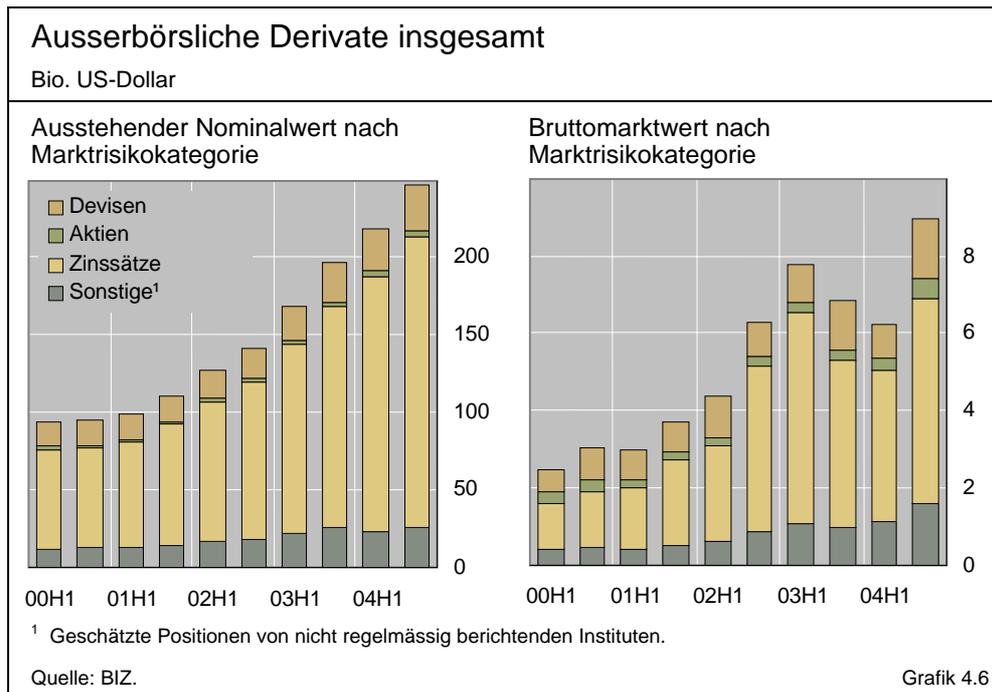
Kräftige Zunahme bei ausserbörslichen Kontrakten

Wachstum der ausserbörslichen Märkte im zweiten Halbjahr 2004

Mit dieser Ausgabe des *Quartalsberichts* beginnt die BIZ mit der Veröffentlichung von statistischen Daten zum Markt für Credit Default Swaps (CDS).³ Die neuesten verfügbaren Daten zu ausserbörslichen Derivaten umfassen die zweite Jahreshälfte 2004 und zeigen, dass sich zum Jahresende der Nominalwert der offenen CDS-Positionen auf insgesamt \$ 6,4 Bio. belief, wovon \$ 2,7 Bio. auf Kontrakte zwischen berichtenden Händlern entfielen. Insgesamt gab es auf dem weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate im zweiten Halbjahr 2004 ein solides Wachstum. Der Gesamtwert der offenen Positionen war per Ende Dezember um 12,8% auf \$ 248 Bio. gestiegen (Grafik 4.6 und Tabelle 4.1). Das Wachstum im zweiten Halbjahr war etwas höher als das im ersten (11,6%). Nach einem Rückgang um 20% in den beiden vorangegangenen Erhebungen war per Ende Dezember der Bruttomarktwert um 43% auf

² Auf diese Derivate entfallen 35% aller Rohstoffkontrakte.

³ Die Erhebung der CDS-Daten begann im Dezember 2004; Daten zum ausstehenden Nominalwert für die Zeit davor stehen daher nicht zur Verfügung. Es gibt auch keinen Verweis auf solche Daten im statistischen Anhang. Ein Einzeladressen-CDS ist ein Versicherungsvertrag, der das Risiko abdeckt, dass ein bestimmter Kredit ausfällt. Beim Eintreten eines definierten Kreditereignisses erhält der Sicherungsnehmer zur Abdeckung des Verlusts eine Zahlung vom Sicherungsgeber. Im Gegenzug zahlt der Sicherungsnehmer dem Sicherungsgeber während der Laufzeit des Kontrakts eine Prämie.



\$ 9,1 Bio. gestiegen. Selbst nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen betrug der Anstieg noch 40% auf \$ 2,1 Bio. Dieser Betrag entspricht allerdings nur gerade 0,8% des gesamten Nominalwerts.

Wachstum des Nominalwerts, insbesondere im Zinssegment

Der Anstieg des offenen Nominalwerts ergab sich hauptsächlich aus dem lebhafteren Geschäft mit Zinsinstrumenten, das um 13,8% auf \$ 187 Bio. zunahm. Aufgrund des grossen Zuwachses, der in den beiden letzten halbjährlichen Erhebungen ermittelt wurde, entfielen Ende Dezember 2004 fast 80% des gesamten ausserbörslichen Zinssegments auf Zinsswaps. Der Swapumsatz war besonders lebhaft und stieg um 15,5% auf \$ 147 Bio. Der Nominalwert der Zinsoptionen erhöhte sich um 13,6% auf \$ 27 Bio.; dagegen fiel der Nominalwert von Forward Rate Agreements (FRA) – die im ersten Halbjahr ein markantes Wachstum verzeichnet hatten – um 3% auf \$ 13 Bio.

Lebhaftes Geschäft mit Swaps ...

Für das Wachstum bei den Zinsswaps waren hauptsächlich Kontrakte in Euro und Pfund Sterling verantwortlich, die beide um 20% auf \$ 59 Bio. bzw. \$ 12 Bio. zulegten. Der Umsatz im US-Dollar-Segment, zuvor der Wachstumsmotor des Swapmarktes, stieg dagegen nur um 7,9% auf \$ 45 Bio., nach 25% im ersten Halbjahr (Grafik 4.7).

... besonders in Euro und Pfund Sterling

Das Wachstum des Nominalwerts der offenen Zinskontrakte entfiel hauptsächlich auf Geschäfte unter berichtenden Händlern (+ 13%) und, wie im ersten Halbjahr 2004, auf Geschäfte zwischen berichtenden Händlern und anderen Finanzinstituten (+ 23%). Nichtbankkunden – meist Unternehmen – gingen 14% weniger Positionen ein. Nach Laufzeiten betrachtet, war das Wachstum des Nominalwerts bei den langfristigen Kontrakten stärker (18% bei

Märkte für ausserbörsliche Derivate weltweit ¹

Ausstehende Beträge, Mrd. US-Dollar

	Nominalwert				Bruttomarktwert			
	Ende Juni 2003	Ende Dez. 2003	Ende Juni 2004	Ende Dez. 2004	Ende Juni 2003	Ende Dez. 2003	Ende Juni 2004	Ende Dez. 2004
Gesamtsumme	169 658	197 167	220 058	248 288	7 896	6 987	6 395	9 133
A. Devisenkontrakte	22 071	24 475	26 997	29 575	996	1 301	867	1 562
Devisenterminkontrakte und Devisenswaps	12 332	12 387	13 926	15 242	476	607	308	643
Währungsswaps	5 159	6 371	7 033	8 217	419	557	442	761
Optionen	4 580	5 717	6 038	6 115	101	136	116	158
B. Zinskontrakte ²	121 799	141 991	164 626	187 340	5 459	4 328	3 951	5 306
Forward Rate Agreements	10 270	10 769	13 144	12 805	20	19	29	20
Swaps	94 583	111 209	127 570	147 366	5 004	3 918	3 562	4 793
Optionen	16 946	20 012	23 912	27 169	434	391	360	492
C. Aktienbezogene Kontrakte	2 799	3 787	4 521	4 385	260	274	294	501
Termingeschäfte und Swaps	488	601	691	759	67	57	63	81
Optionen	2 311	3 186	3 829	3 626	193	217	231	420
D. Rohstoffkontrakte ³	1 040	1 406	1 270	1 439	100	128	166	170
Gold	304	344	318	369	12	39	45	32
Sonstige	736	1 062	952	1 070	88	88	121	138
Termingeschäfte und Swaps	458	420	503	554	...	...	...	...
Optionen	279	642	449	516	...	...	...	...
E. Sonstige Derivate ³	21 949	25 508	22 644	25 549	1 081	957	1 116	1 594
Bruttokreditengagement ⁴	.	.	.	.	1 750	1 969	1 478	2 076
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Börsengehandelte Kontrakte</i>	38 203	36 740	52 802	46 592	.	.	.	.

¹ Bereinigt um Doppelzählungen. Ausstehende Nominalbeträge durch Halbierung der Positionen gegenüber anderen berichtenden Händlern bereinigt. Bruttomarktwerte berechnet als Summe der gesamten positiven Bruttomarktwerte von Kontrakten und des negativen Bruttomarktwerts von Kontrakten mit nicht berichtenden Kontrahenten. ² Nur Kontrakte in einer einzigen Währung. ³ Bereinigung um Doppelzählungen geschätzt. ⁴ Bruttomarktwert nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen.

Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen.

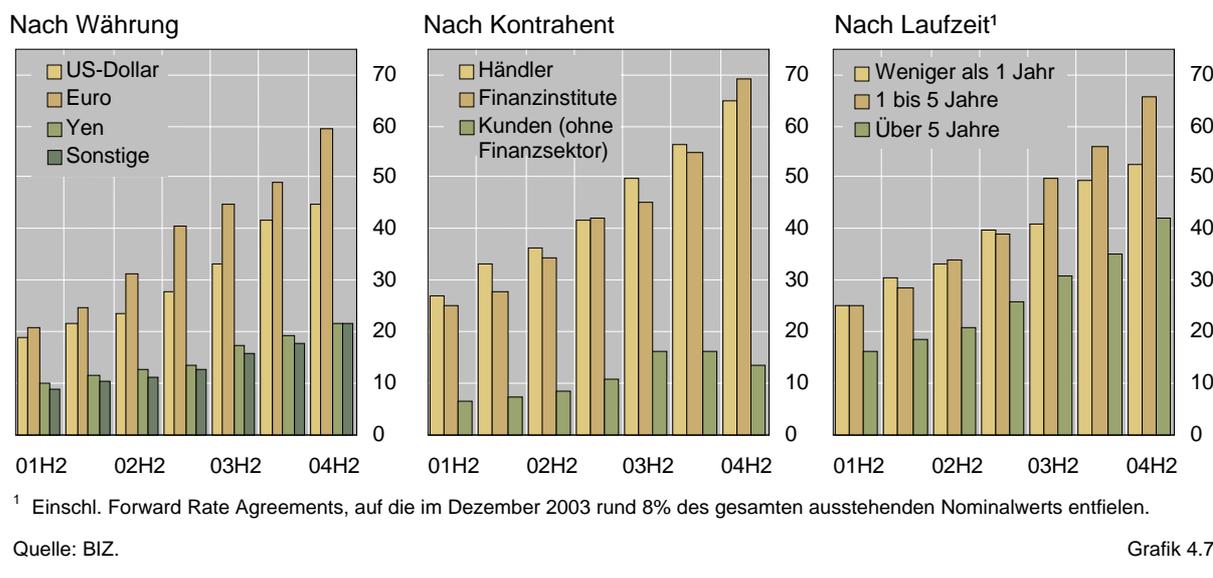
Tabelle 4.1

Kontrakten über 5 Jahre und 16% für Kontrakte von 1–5 Jahren) als bei den kurzfristigen (9%). Dies stand im Gegensatz zur vorangegangenen Periode, wo das Wachstum des Nominalwerts bei den kurzfristigen Kontrakten mit 23% am stärksten gewesen war.

Der Handel mit ausserbörslichen Währungsderivaten stieg um 9,5% auf \$ 30 Bio. Für 2004 als Ganzes betrug das Wachstum dieser Instrumente 21% und hatte sich damit gegenüber 2003 erheblich verlangsamt, trotz anhaltender Schwankungen des US-Dollars gegenüber den wichtigsten Währungen (15% Abwertung gegenüber dem Euro im Jahr 2003 und weitere 8% im Jahr 2004).

Zinsswaps

Ausstehender Nominalwert, Bio. US-Dollar



Der ausstehende Nominalwert erhöhte sich insbesondere bei Währungsswaps (um 16,8%), während er bei Devisentermingeschäften und Devisenswaps dem Durchschnitt des Segments entsprach (9,5%). Das Geschäft mit Währungsoptionen war eher verhalten und legte nach dem rasanten Wachstum des Jahres 2003 nur noch 1,3% zu.

Das lebhaftes Geschäft mit Währungsswaps könnte durch das stärkere Auseinanderklaffen der Zinserwartungen in den USA und im Euro-Raum gestützt worden sein. Diese Entwicklung hat die Marktteilnehmer möglicherweise dazu veranlasst, sich gegen das erwartete grössere Zinsgefälle zusätzlich abzusichern. Die Umsätze zwischen Händlern und anderen Finanzinstituten stiegen mit 15% am stärksten. Der Umsatz unter berichtenden Händlern stieg um 8%, deutlich weniger als die 25% im ersten Halbjahr. Die offenen Positionen mit Nichtfinanzkunden verzeichneten nach einem Rückgang von 4% im vorangegangenen Zeitraum wieder ein – allerdings schwaches – Wachstum von 3%.

Grössere erwartete Zinsdifferenzen beflügeln Währungsswaps

Credit Default Swaps

Ende 2004 standen CDS im Nominalwert von insgesamt \$ 6,4 Bio. aus, fast 50% mehr als das Volumen des Marktes für Aktienindexinstrumente, aber immer noch deutlich weniger als das der Zins- und Währungsinstrumente (\$ 187 Bio. bzw. \$ 30 Bio.). Trotz seiner relativ geringen Grösse war die bisherige Entwicklung des CDS-Marktes ganz aussergewöhnlich, verglichen mit dem, was bei anderen Risikokategorien zu beobachten war. Nach den Daten des *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* stieg der Umsatz mit Kreditderivaten im 3-Jahres-Zeitraum bis Juni 2004 um 568%, verglichen mit 121% für sämtliche ausserbörslichen Kontrakte zusammen.

Aussergewöhnlich hoher Zuwachs bei CDS

Von den \$ 6,4 Bio. des ausstehenden Nominalwerts entfielen \$ 2,7 Bio. auf Kontrakte zwischen berichtenden Händlern. Sowohl bei den Sicherungskäufen als auch bei den Sicherungsverkäufen entfielen über 80% der offenen Kontrakte zwischen berichtenden Händlern und Nichthändlern auf nicht berichtende Finanzinstitute. Was die Laufzeit der offenen Kontrakte betraf, so hatten über 70% der Einzeladressenkontrakte eine Laufzeit von 1–5 Jahren, was nicht weit vom entsprechenden Wert für Kontrakte auf Basis mehrerer Adressen (60%) lag.

Netto erwarben Händler Absicherungen im Umfang von \$ 178 Mrd. von Nichthändlern, davon \$ 149 Mrd. von nicht berichtenden Finanzinstituten. Fast zwei Drittel der letztgenannten Kontrakte lauteten auf mehrere Adressen. Der Nettomarktwert aller offenen Kontrakte betrug \$ 4 Mrd.; Kontrakten mit einem positiven Bruttomarktwert von insgesamt \$ 89 Mrd. standen Kontrakte mit einem negativen Bruttomarktwert von insgesamt \$ 93 Mrd. gegenüber.

Vermutlich Impulse für den CDS-Markt durch Fixing für Kreditderivate

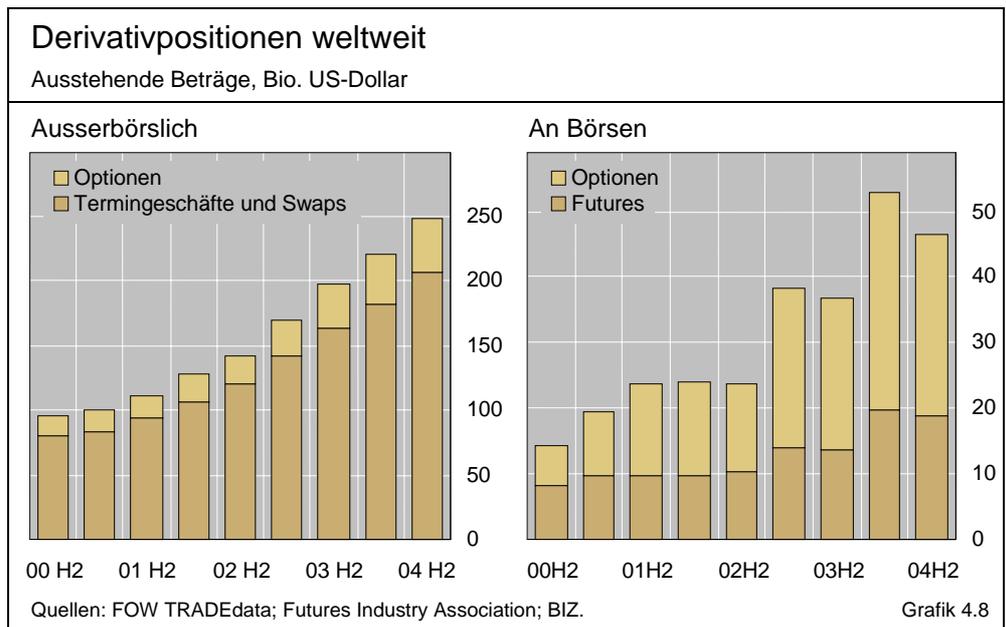
Das zukünftige Wachstum des Marktes für Kreditderivate könnte durch die vor Kurzem erfolgte Einführung eines Kreditderivate-Fixings für die iTraxx-Familie von CDS-Indizes zusätzlich gefördert werden. Durch das Fixing entsteht ein breit abgestütztes Referenz- und Abwicklungsinstrument für den Markt für Kreditderivate. Es wird den Anlegern das beruhigende Gefühl geben, dass die von einzelnen Händlern genannten Preise in der Nähe des Marktkonsenses liegen (ähnlich unterstützen die LIBOR-Sätze die Preisfindung für Zinsswaps). Dies verbessert die Markttransparenz bei den CDS und den bar abgewickelten Kreditoptionen, und damit wird sich auch ihr Volumen erhöhen.

Beträchtlicher Anstieg des Bruttomarktwerts

Der Bruttomarktwert, der während zweier aufeinander folgender Berichtsperioden rückläufig gewesen war, stieg im zweiten Halbjahr 2004 um beträchtliche 43% auf \$ 9 Bio. (Grafik 4.6). Bei den Zinskontrakten, die das grösste ausserbörsliche Segment bilden, betrug der Zuwachs 34% auf \$ 5,3 Bio. Bei den US-Dollar-Kontrakten war der Zuwachs mit nur 3% (auf \$ 1,5 Bio.) recht klein; hingegen betrug er bei den Euro-Kontrakten 65% (auf \$ 2,9 Bio.) und den Pfund-Sterling-Kontrakten 26% (auf \$ 237 Mrd.). Besonders rasant stieg der Bruttomarktwert bei den Währungsinstrumenten mit 80% auf \$ 1,6 Bio. und bei den Aktienprodukten mit 70% auf \$ 0,5 Bio. Verglichen mit den Zinsinstrumenten sind jedoch beide Segmente nur kleinere Komponenten des Derivatemarktes als Ganzem. Für alle Risikokategorien zusammen stieg das Verhältnis von Bruttomarktwert zu Nominalwert der offenen Kontrakte von 2,9% Ende Juni 2004 auf 3,7% zum Jahresende. Selbst nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen verzeichnet der Bruttomarktwert noch einen Anstieg. Allerdings stieg der so berechnete Bruttomarktwert im Verhältnis zum gesamten Nominalwert nur geringfügig, nämlich von 0,7% auf 0,8%.

Derivatbörsen halten mit Wachstum des ausserbörslichen Marktes nicht Schritt

Der Umsatzanstieg an den ausserbörslichen Märkten um 12,8% im zweiten Halbjahr 2004 fiel mit einem Umsatzrückgang von 11,8% an den Börsen zusammen.⁴ Das Auseinanderdriften der ausstehenden Nominalwerte der beiden Märkte ist seit Mitte 2003 besonders ausgeprägt (Grafik 4.8). Im Zeitraum Ende Juni 2003 bis Ende Dezember 2004 stieg der Wert der offenen Positionen am ausserbörslichen Markt um 46%, an den Börsen dagegen nur um 22%. Im Gegensatz hierzu waren beide Segmente im vorangegangenen 18-Monats-Zeitraum um etwa 55% gewachsen.



⁴ Beim Vergleich zwischen den börsengehandelten und den ausserbörslichen Segmenten muss berücksichtigt werden, dass am ausserbörslichen Markt der Nominalwert der offenen Kontrakte tendenziell schneller wächst, da Absicherung und Handel in diesem Segment im Allgemeinen mit dem Abschluss neuer Kontrakte verbunden sind, was automatisch zu einer Kumulierung der ausstehenden Nominalwerte führt.

Wahl der Währung bei internationalen Anleiheemissionen¹

Internationale Anleihen werden insgesamt erheblich häufiger in starken als in schwachen Währungen begeben. Auch wird der Wahrungsmix vom Zinsgefälle – mit mehr Emissionen in höher rentierenden Währungen – sowie vom Volumen der Inlands-emissionen beeinflusst. Insgesamt zeigen die Ergebnisse, dass die Wahl der Währung bei internationalen Anleihen von den Präferenzen sowohl der Anleger als auch der Emittenten bestimmt wird.

JEL-Klassifizierung: G110, G150, G320.

Am Markt für internationale Schuldtitel² begegnen sich Schuldner und Mittelgeber mit unterschiedlichem Risikoprofil und unterschiedlicher Risikobereitschaft. In diesem Feature wird der Frage nachgegangen, welche Faktoren für die Währungsdenominierung internationaler Schuldtitel entscheidend sind. Insbesondere wird untersucht, welcher Anteil am Gesamtvolumen internationaler Anleihen und Notes auf ausgewählte Währungen entfällt und welchen Einfluss eine Reihe plausibler Faktoren auf die Währungsanteile haben dürfte. Für die Untersuchung von Fragen zur Wahrungswahl ist der internationale Markt insofern besonders geeignet, als die Emittenten über die nationalen Grenzen hinaus allgemein bekannt und die Anleger vergleichsweise gut informiert sein dürfen. Asymmetrische Informationen hinsichtlich der Bonität dürfen somit relativ gering sein.

Das wichtigste Ergebnis ist, dass der Anteil einer bestimmten Währung umso höher ist, je stärker sie gemessen an bisherigen Durchschnittswerten ist und je höher die langfristigen Zinsen im Vergleich zu anderen wichtigen Währungen sind. Dieses Ergebnis bestätigt sich auch, wenn die Nachfrage nach anlagebereiten Mitteln in dieser Währung, mit dem Investitionswachstum

¹ Der Autor dankt Claudio Borio, Frank Packer, Bob McCauley, Jacob Gyntelberg und Mar Gudmundsson für ihre Kommentare sowie Jhuvesh Sobrun für seine hervorragende Forschungsassistentz. Für Fehler des Autors sind nicht sie verantwortlich. Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² „Internationale Schuldtitel“ sind Schuldtitel, die entweder ausserhalb des Inlandsmarktes des Schuldners (gleich in welcher Währung), am Inlandsmarkt in Fremdwährung oder am Inlandsmarkt gezielt für ausländische Anleger begeben werden. Nähere Erläuterungen finden sich in BIZ (2003).

oder der Emissionshöhe im Inland als Indikator, statistisch berücksichtigt wird. Offensichtlich sind bei der Festlegung der Konditionen internationaler Anleihen die Präferenzen der Anleger ebenso wichtig wie die der Emittenten.

Im ersten Teil werden einige Faktoren, die möglicherweise den Währungsmix internationaler Anleihen mitbestimmen, sowie frühere Untersuchungen zum Thema erörtert. Im zweiten Teil wird dann die allgemeine Entwicklung bei den untersuchten Währungsanteilen dargestellt und geprüft, inwieweit ein einfaches statistisches Modell einen Zusammenhang zwischen diesen Anteilen und dem Wechselkursniveau, dem Zinsgefälle und sonstigen Faktoren zu erklären vermag. Im Schlussteil werden die Ergebnisse zusammengefasst und Interpretationen versucht.

Bestimmungsfaktoren der Denominierung von Anleihen

Die Wahl der Währung für Anleiheemissionen dürfte von zweierlei Faktoren beeinflusst werden: Faktoren, die zum Risikomanagement gehören, und Faktoren, die die Finanzierungskosten betreffen.

Unter Gesichtspunkten des Risikomanagements dürfte ein Schuldner seine Zins- und Tilgungszahlungen vorzugsweise in der Währung leisten wollen, in der er während der Laufzeit der Anleihe Nettozuflüsse aus seinen Geschäften erwartet. Der Erwerber der Anleihe dürfte hingegen bestrebt sein, die Erträge seiner Anlagen auf seine gegenwärtigen und künftigen Ausgaben abzustimmen. Kedia und Mozumdar (2003) stellen fest, dass US-Firmen, die Schuldtitel in Fremdwährungen begeben, meistens sowohl erhebliche Auslandseinkünfte haben als auch Merkmale aufweisen, die erkennen lassen, dass sie mit einer Absicherung des Wechselkursrisikos ihre Wachstumschancen besser wahrnehmen können. Keloharju und Niskanen (2001) kommen bei finnischen Firmen zu ähnlichen Ergebnissen. Wirtschaftsforscher der EZB (2005) stellen fest, dass auf Firmenebene ein deutlicher positiver Zusammenhang zwischen dem Vorhandensein von Tochtergesellschaften in einem Währungsraum und Anleiheemissionen in der betreffenden Währung besteht. Da Finanzderivate in den letzten Jahren umfassender verfügbar wurden, könnte man meinen, dass solche Gesichtspunkte an Bedeutung verlieren. Denn Inkongruenzen zwischen Mittelflüssen auf der Aktiv- und der Passivseite lassen sich häufig durch geeignete Derivatstrukturen verringern oder ausschalten. Doch bei langfristigen Anlagen sind auf Derivaten aufbauende Absicherungsstrategien manchmal kostspielig.³

Erheblich weniger Untersuchungen gibt es zu der Frage, in welchem Ausmass und aus welchen Gründen Anleger aus entwickelten Volkswirtschaften Positionen in Fremdwährungen eingehen. In der Theorie wird meistens eine vollständige Absicherung bevorzugt; Solnik (1974) kam beispielsweise zu dem Schluss, dass die internationale Diversifizierung des

Bestimmungsfaktoren der Emissionswährung: Risikomanagement der Emittenten ...

... und der Anleger ...

³ Der weltweit offene Nominalwert von Währungsswaps, mit denen der Zinszahlungsstrom in einer Währung gegen Zahlungen in einer anderen Währung getauscht werden kann, stieg von \$ 1,9 Bio. im Juni 1998 auf \$ 7,0 Bio. im Juni 2004. Die Bestimmungsfaktoren für den Einsatz von Währungsderivaten wurden u.a. von Géczy et al. (1997), Allayannis und Ofek (2001), Hagelin (2003) sowie von Huffman und Makar (2004) untersucht.

Aktienrisikos in Verbindung mit vollständiger Absicherung des Wechselkursrisikos optimal sei. Andere Autoren vertreten indes die Auffassung, dass nicht oder nur teilweise abgesicherte Anlagen in Fremdwährungen insofern wünschenswert sind, als sie Aktienmarktrisiken (Froot 1993) oder Bewegungen der realen Zinssätze absichern (Campbell et al. 2003).

... sowie Finanzierungskosten im Zusammenhang mit institutionellen Faktoren

Bei den Finanzierungskosten gibt es einige institutionelle Faktoren, deren Kosten zwischen Emittenten und Anlegern geteilt werden. Beispielsweise besteht vielleicht am Markt für Anleihen in einer bestimmten Währung eine Quellenbesteuerung, oder es fällt regulatorischer Aufwand an, oder der Markt ist vielleicht zu eng, um das von aktiven Anlegern verlangte Mass an Liquidität zu bieten. Sehr grosse Emittenten dürften ihre Finanzierungsquellen diversifizieren wollen, um sich einen kontinuierlichen Marktzugang zu sichern. Wenn diese Gesichtspunkte eine Rolle spielen, werden die Schuldner am Kassamarkt emittieren, wo die institutionellen Kosten am niedrigsten sind, und den Swapmarkt nutzen, um das von ihnen bevorzugte Währungsengagement einzugehen (Kim und Stulz 1988). Für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften ist die Enge des Marktes für Anleihen in der Landeswährung ein allgemein bekanntes Problem. In diesem Fall sind auch die Swapmärkte meistens unterentwickelt, sodass Emittenten häufig gezwungen sind, als Preis für den Marktzugang inkongruente Währungsengagements einzugehen. Dieses Problem wird in Goldstein und Turner (2004) näher erörtert.

Haben Anleger und Emittenten gleiche Erwartungen in Hinblick auf die künftige Richtung von Wechselkursen und Zinssätzen und eine ähnliche Risikotoleranz bei nicht abgesicherten Währungsrisiken, dürften Hedgingüberlegungen und institutionelle Kosten wie diese den Ausschlag geben. Das Volumen der in einer bestimmten Währung begebenen Anleihen wird sich am Kapitalbedarf der Emittenten, Portfolioallokationsbedürfnissen der Anleger und institutionellen Merkmalen bestimmter Märkte orientieren, nicht jedoch am Zinsgefälle oder erwarteten künftigen Wechselkursentwicklungen.

Doch selbst wenn die Sorge von Schuldnern und Anlegern in erster Linie der Risikoabsicherung gilt, könnte es ein so grosses Zinsgefälle oder eine derart unerwartete Wechselkursentwicklung geben, dass Risikomanagement-Erwägungen und institutionelle Finanzierungskosten ihre vorrangige Bedeutung verlieren.⁴ Es gibt vor allem drei Gründe, aus denen Marktteilnehmer bei Entscheidungen über die Denominierung ihrer Schuldtitel das aktuelle Verhältnis von Zins- und Wechselkursen berücksichtigen dürften.

Andere Faktoren sind Abweichungen von der ungedeckten Zinsparität ...

Erstens können Emittenten und Anleger unterschiedlicher Meinung sein, ob erwartete Wechselkursveränderungen das Zinsgefälle zwischen den Währungen vollkommen neutralisieren. Laut herrschender Lehre in der Wirtschaftstheorie sollten erwartete Wechselkursbewegungen das Zinsgefälle zwar vollkommen neutralisieren – dieses Verhältnis wird ungedeckte Zinsparität (UZP) genannt. Empirische Belege hierfür sind jedoch schwach. Stattdessen

⁴ Laut Allayannis et al. (2003) spielt das Zinsgefälle bei der Begebung von Schuldtiteln in Fremdwährung durch ostasiatische Gesellschaften neben Hedgingfaktoren, wie der Höhe ihrer Einnahmen aus dem Ausland, eine wichtige Rolle. Die EZB (2005) kommt bei einer Stichprobe globaler Emittenten zu ähnlichen Ergebnissen.

legen die Daten den Schluss nahe, dass für Anleger Investitionen in renditestarke Währungen eine lohnende Strategie sind und für Schuldner Emissionen in renditeschwachen Währungen. Die Marktteilnehmer könnten ihr Augenmerk jedoch vor allem darauf richten, dass Wechselkurse oft Trends folgen und ihr Gleichgewichtsniveau überschreiten. Der beobachtete Zusammenhang zwischen Renditegefälle und Währungsgefüge einerseits und den Anteilen der Anleihewährungen andererseits dürfte dann erkennen lassen, ob die Präferenzen der Anleger oder die der Emittenten bei Entscheidungen über die Emissionswährung ausschlaggebend sind.⁵

Zweitens dürfte, selbst wenn der Stand der Wechselkurse kein zuverlässiges Indiz für deren künftige Bewegungen ist, ein Zusammenhang mit unterschiedlichen Risikomerkmale von Wechselkursen bestehen. Bei einer schwachen Währung dürfte das Risiko erheblicher weiterer Abschwächungen als gross wahrgenommen werden, während bei einer starken Währung deren weitere Stärkung als wahrscheinlicher gelten dürfte. Risikoscheue Investoren dürften starke Währungen selbst dann bevorzugen, wenn die von ihnen erwarteten absoluten Renditen nicht höher als bei schwachen Währungen sind.⁶ Sind die Emittenten vergleichsweise weniger risikoscheu als die Anleger, können sie ihre Finanzierungskosten senken, indem sie dem Verlangen der Anleger nach Risikoschutz entgegenkommen.

Ein dritter möglicher Grund ist, dass das Zinsgefälle nicht vollständig in die Preise von Währungsderivaten wie Forwards und Swaps einfließt. Beobachter des internationalen Anleihemarktes weisen häufig darauf hin, dass Emittenten vorübergehende Anomalien in der aktuellen Konstellation von Anleiherenditen, Währungsswapsätzen und Terminwechsellkursen zu ihrem Vorteil nutzen können (s. z.B. Grabbe 1996, S. 314–315). Das arbitragefreie Verhältnis zwischen diesen Variablen – die sogenannte gedeckte Zinsparität (GZP) – ist zwar im Allgemeinen kurzlebig, doch dürften Anomalien wegen mangelnder Liquidität oder Tiefe bestimmter Märkte ausreichend lange bestehen bleiben, damit gut positionierte Anleger ihren Vorteil daraus ziehen können. Bemerkenswert ist, dass Abweichungen von der UZP zwar durchaus mit unterschiedlichen Erwartungen oder Risikosensitivität unter den Marktteilnehmern zu erklären sind, dass aber bei Abweichungen von der GZP, die ein risikofreies Arbitrageverhältnis ist, institutionelle Schranken vorhanden sein müssen, die die Korrektur von Marktanomalien verhindern oder verzögern.⁷

... unterschiedliche
Risikoaversion ...

... und Aufschlüsselung von marktübergreifenden Arbitragegeschäften

⁵ S. Froot und Thaler (1990) sowie Chinn und Meredith (2005) für weitere Erläuterungen zum Nachweis der UZP. Johnson (1988) stellt fest, dass im Falle Kanadas Zinsdifferenzen wahrscheinlich dann wichtiger werden, wenn mit einem festen Wechselkurs gerechnet wird. Eine frühe Untersuchung der Bedeutung von Anlegerpräferenzen bei der Wahl der Währung für internationale Anleihen ist die von Mohl (1984).

⁶ Die Preisgestaltung bei Risk Reversals, derivativen Positionen mit einer Verkaufs- und einer Kaufposition auf eine Währung mit Basispreisen, die gleichermaßen aus dem Geld sind, zeigt, dass die Märkte das Risiko in dieser Weise wahrnehmen. S. Dunis und Lequeux (2001) sowie Pagès (1996) für Erläuterungen zum Informationsgehalt von Risk Reversals.

⁷ Clinton (1988) zeigt, dass kurzzeitige GZP-Abweichungen eher gering sind und in einem Rahmen bleiben, der mit Transaktionskosten erklärt werden kann. Fletcher und Taylor (1996) stellen dagegen fest, dass GZP-Abweichungen, die über lange Zeiträume bestehen und über den Rahmen von Transaktionskosten hinausgehen, weder selten noch nichttrivial sind.

Modellentwicklungsstrategie und Ergebnisse

Währungsanteile und Wechselkursentwicklungen

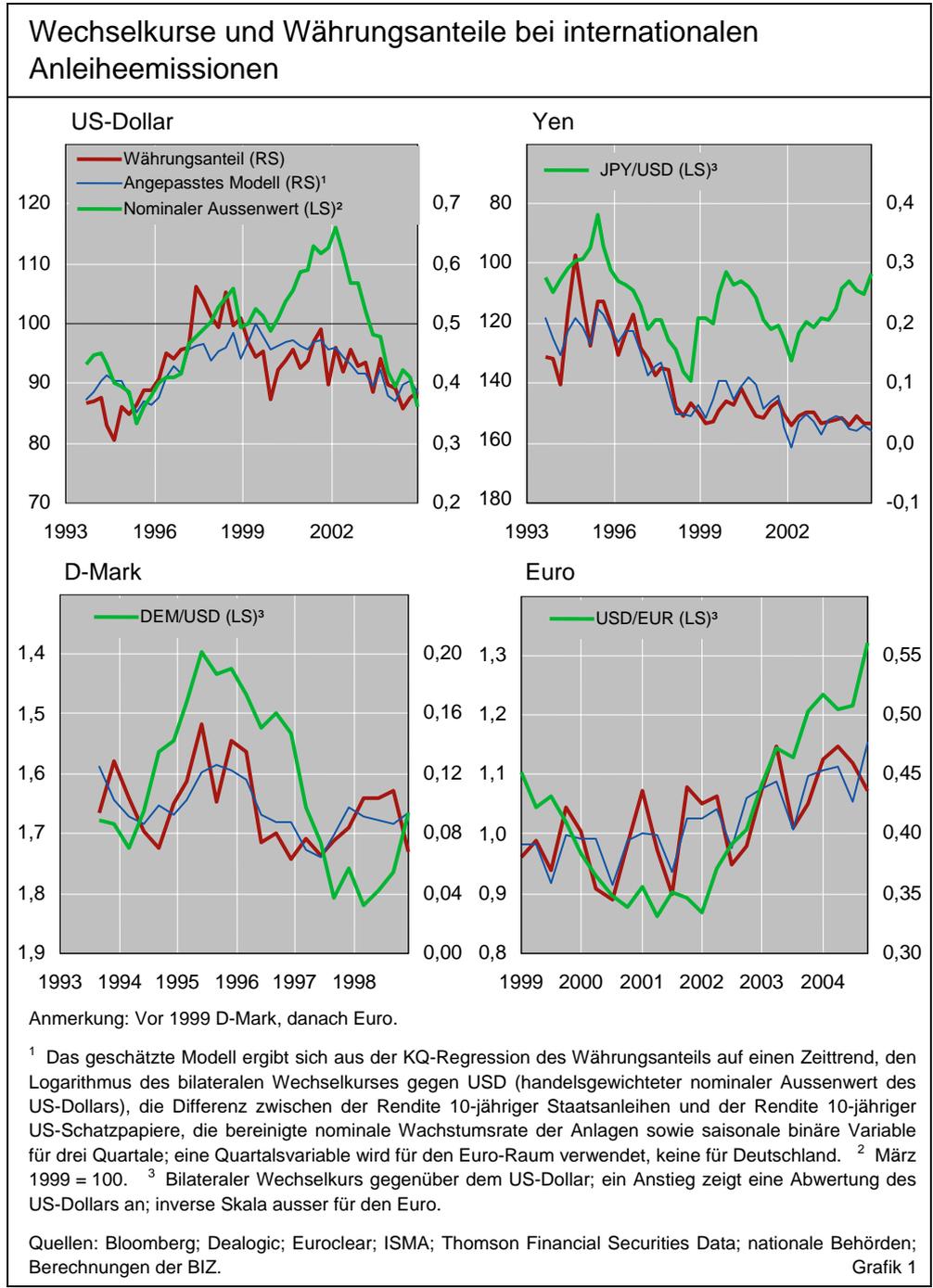
Internationale Anleiheemissionen konzentrieren sich auf einige wenige Währungen, insbesondere US-Dollar, Euro, Yen und Pfund Sterling (Tabelle 1). Die Währungsanteile sind sogar stärker konzentriert als die Wirtschaftstätigkeit der betreffenden Emissionsländer. So entfielen 2004 beispielsweise 29% des globalen BIP (zu Marktwechselkursen) auf die USA, doch wurde in 35% aller internationalen Anleiheemissionen der US-Dollar verwendet. Dies zeigt, dass diese Währungen ausserhalb ihres Landes den Status eines Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittels haben. Die Emittenten eines bestimmten Landes neigen dazu, vorwiegend, aber nicht ausschliesslich in ihrer Landeswährung zu emittieren (Tabelle 1, Spalte 2–4). Bei den wichtigsten Kategorien von Emittenten, wie öffentliche Hand, Finanzinstitute und Wirtschaftsunternehmen, sind die Währungsanteile meistens ähnlich.

Ein flüchtiger Blick auf bisherige Muster im Verhältnis von Anleiheemissionen und Wechselkursen zeigt, dass meist ein Zusammenhang zwischen dem Anteil von auf eine bestimmte Währung lautenden Anleihen und

Währungsanteile bilden häufig das Wechselkursniveau nach

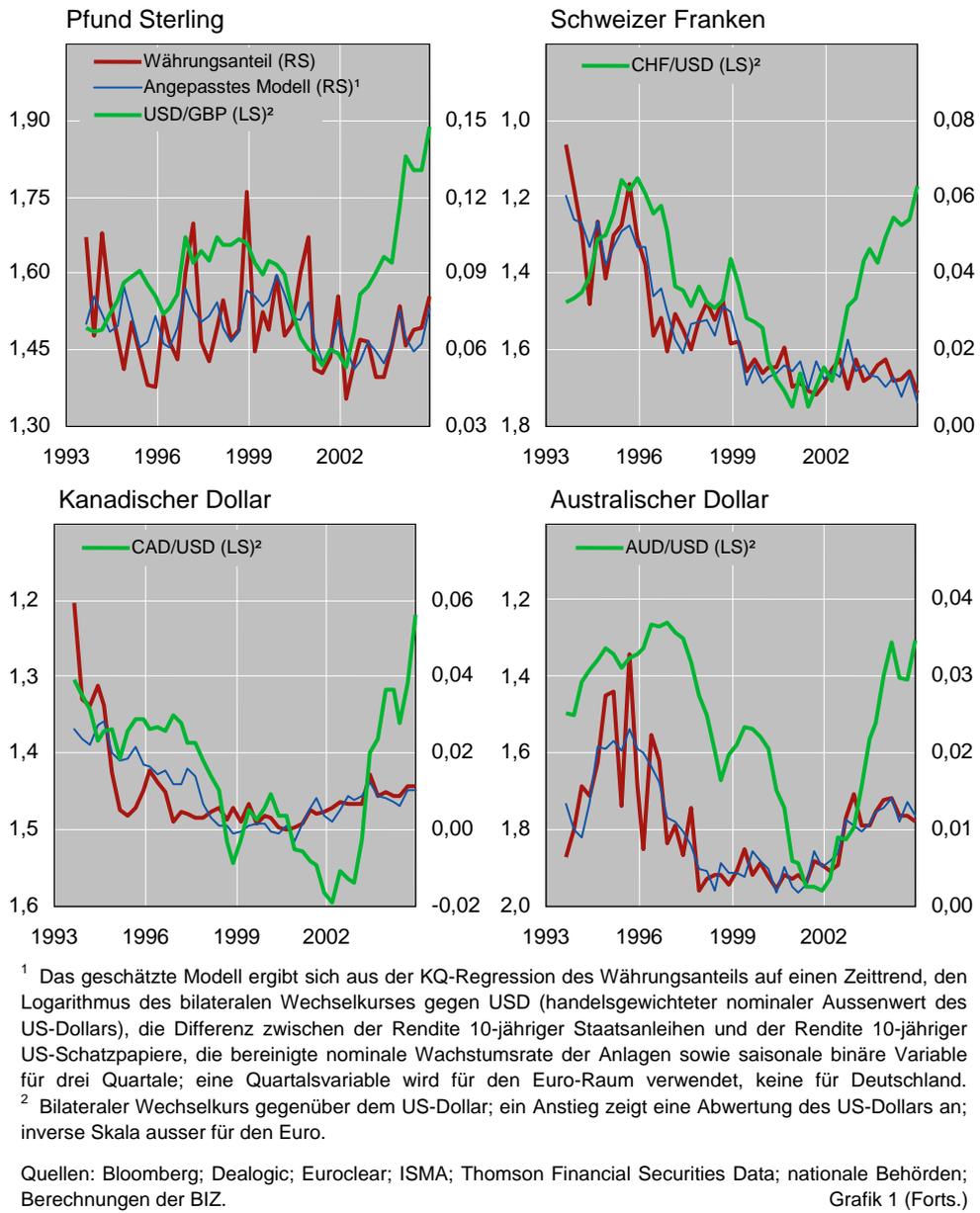
Währungsanteile bei internationalen Anleihe- und Notes-Emissionen				
Anteil an den gesamten angekündigten Emissionen im angegebenen Zeitraum				
	Alle Emittenten	US-Emittenten	Emittenten des Euro-Raums	Japanische Emittenten
1993 Q3 – 1998 Q4				
US-Dollar	0,443	0,772	0,256	0,299
Yen	0,140	0,046	0,111	0,526
D-Mark	0,099	0,041	0,183	0,035
Pfund Sterling	0,073	0,043	0,038	0,023
Schweizer Franken	0,036	0,021	0,046	0,081
Kanadischer Dollar	0,011	0,006	0,010	0,004
Australischer Dollar	0,013	0,006	0,006	0,005
1999 Q1 – 2004 Q4				
US-Dollar	0,428	0,822	0,147	0,253
Yen	0,046	0,025	0,033	0,605
Euro	0,410	0,106	0,737	0,096
Pfund Sterling	0,067	0,030	0,039	0,012
Schweizer Franken	0,014	0,007	0,019	0,011
Kanadischer Dollar	0,007	0,001	0,002	0,004
Australischer Dollar	0,008	0,004	0,006	0,003
Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; Berechnungen der BIZ.				
Tabelle 1				

der Stärke dieser Währung besteht (Grafik 1).⁸ Die Verbindung zwischen Wechselkursniveau und Währungsanteil ist am offensichtlichsten beim US-Dollar, bei der D-Mark und beim Euro. Für die anderen Währungen in Grafik 1 stimmte die Entwicklung von Wechselkursen und Währungsanteilen im



⁸ In der folgenden Analyse werden für den Währungsanteil je Quartal die Landeswährungsbeträge jeweils zum *durchschnittlichen* Wechselkurs des gesamten Untersuchungszeitraums in Dollar umgerechnet. Würde man vierteljährliche Wechselkurse verwenden, wäre ein höherer Wechselkurs automatisch mit einem grösseren Währungsanteil verbunden, auch wenn die Beträge in der betreffenden Landeswährung unverändert blieben.

Wechselkurse und Währungsanteile bei internationalen Anleiheemissionen (Forts.)



Zeitraum von 1993 bis 2002 zwar weitgehend überein, doch die Aufwertung dieser Währungen gegenüber dem Dollar ab 2002 war im Allgemeinen nicht von einer Erhöhung ihres Anteils an internationalen Anleiheemissionen begleitet.

Ein Modell für die Währungsanteile internationaler Anleihen

Um die Zusammenhänge zwischen Anteilen an Anleihenwährungen und der Marktlage genauer zu klären, werden mehrere hier bereits erläuterte Faktoren für acht grössere Währungen anhand eines einfachen statistischen Modells geschätzt. Mithilfe des Modells wird eine Regression des vierteljährlichen Anteils an angekündigten internationalen Anleihe- und Notes-Emissionen in

jeder Währung auf folgende Variablen durchgeführt (sofern nicht anders angegeben, werden Quartalsdurchschnitte verwendet):

- Logarithmus des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar. Für die USA wird der nominale effektive (handelsgewichtete) Wechselkurs verwendet
- Renditedifferenz zwischen 10-jährigen US-Schatzpapieren und einer vergleichbaren 10-jährigen Staatsanleihe des betreffenden Landes. Für die USA wird die Renditedifferenz zwischen 10-jährigen US-Schatzpapieren und 10-jährigen deutschen Bundesanleihen verwendet
- Differenz zwischen dem vierteljährlichen nominalen Investitionswachstum im Inland und dem BIP-gewichteten durchschnittlichen Investitionswachstum in den hier untersuchten Ländern. Mit dieser Variablen soll der Einsatz von auf eine bestimmte Währung lautenden Anleihen zur Absicherung künftiger Cashflows aus Sachwerten in dieser Währung erfasst werden
- Anteil der inländischen Emittenten eines Landes an den gesamten Anleiheemissionen. Diese Variable bietet ein alternatives Mittel, um die Nachfrage von Emittenten nach Instrumenten zur Absicherung künftiger Cashflows in der angegebenen Währung erfassen zu können⁹
- Zeittrend-Term. Dieser sollte längerfristige Entwicklungen bei den Währungsanteilen erfassen, die sich aus Trends wie der Änderung der Anlegerbasis für internationale Anleihen und der wachsenden internationalen Verwendung des Euro ergeben
- Vierteljährliche binäre Variable. Einige Währungsanteile weisen saisonale Schwankungsmuster auf, die ungleichmässigen Finanzierungsströmen je nach Jahreszeit entsprechen

Für die Schätzung verwendet das Modell Daten ab dem dritten Quartal 1993 (von jenem Quartal an können die BIZ-Daten zu den internationalen Schuldtiteln als marktumfassend gelten) bis zum vierten Quartal 2004. Für die D-Mark erfasst die Schätzung den Zeitraum 1993 Q3 – 1998 Q4, für den Euro den Zeitraum 1999 Q1 – 2004 Q4. Für jede Währung werden zwei Regressionsanalysen durchgeführt: bei einer Spezifikation sind die nominalen Investitionen die Erklärungsvariable, mit der die Emittentennachfrage erfasst wird, bei der anderen die Variable „modifizierte Inlandsemissionen“.

Die anhand des Modells geschätzten Währungsanteile stimmen weitgehend mit den Daten überein, wobei die bereinigte R^2 -Statistik für sieben der acht Währungen in der zweiten Spezifikation über 40% liegt (Tabelle 2; Grafik 1, blaue Linien). Für den Yen, den australischen Dollar und den Schweizer Franken liegt das bereinigte R^2 über 70%. Wie auch immer die angegebenen Variablen interpretiert werden, offensichtlich erklären sie die Denominierungsentscheidungen am internationalen Anleihemarkt weitgehend. Der einzige Währungsanteil, bei dem das Modell anscheinend vergleichsweise wenig leistungsfähig ist, ist der des Pfund Sterling.

⁹ Da der Länderanteil auch die Nachfrage internationaler Anleger nach Anleihen eines Landes abbilden kann, die auf Wechselkurs- und Zinseffekten basiert, werden die Residuale einer ersten Regression der Inländervariablen auf die anderen Erklärungsvariablen verwendet. Damit können die Auswirkungen der Nachfrage von Emittenten nach Finanzierungen in der Inlandswährung isoliert betrachtet werden.

Bestimmungsfaktoren der Währungsanteile bei internationalen Anleihen					
	Wechselkurs- logarithmus	Zinsgefälle	Investitions- wachstum	Inlandsabsatz	Bereinigtes R^2
US-Dollar ¹	0,27**	0,052**	-0,002		0,33
	0,31**	0,049**		0,408**	0,41
D-Mark	0,00	-0,047**	0,001		0,30
	0,07	-0,048**		0,629**	0,67
Euro	-0,09	0,002	0,003		0,56
	-0,01	0,012		0,464	0,61
Yen	-0,22**	0,004	0,005**		0,80
	-0,26**	0,004		0,927**	0,78
Pfund Sterling	-0,05	0,007	-0,001		0,11
	-0,06	0,009**		0,329*	0,16
Australischer Dollar	-0,01*	-0,006**	0,000		0,66
	-0,01**	-0,006**		0,225**	0,70
Kanadischer Dollar	-0,06**	-0,009**	0,001**		0,45
	-0,05**	-0,007**		0,329**	0,49
Schweizer Franken	-0,03**	-0,011**	0,001*		0,85
	-0,02**	-0,012**		0,225*	0,85

Anmerkung: Koeffizienten einer Regression vom Anteil der angekündigten internationalen Anleiheemissionen in einem Quartal in der angegebenen Währung auf eine Konstante; Logarithmus des Wechselkurses; Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger US-Schatzpapiere und der Rendite einer vergleichbaren Staatsanleihe in der betreffenden Währung; Differenz zwischen dem nominellen Quartalswachstum der Investitionen im betreffenden Land und dem mit dem BIP gewichteten durchschnittlichen nominellen Quartalswachstum der Investitionen in den Ländern, die in der ersten Zeile für jede Währung untersucht werden (zweite Zeile: Residuale der Anteile der angekündigten internationalen Anleiheemissionen in der genannten Währung von Emittenten aus diesem Land (Basis Nationalität)); ein Zeitrend; saisonale binäre Variable. Alle Regressionen sind über den Zeitraum 1993 Q3 – 2004 Q4 geschätzt, ausser für D-Mark (1993 Q3 – 1998 Q4) und Euro (1999 Q1 – 2004 Q4). ** und * zeigen Signifikanz beim Konfidenzniveau 95% bzw. 90% an. Die Währungsanteile je Quartal werden mithilfe der durchschnittlichen Wechselkurse im Zeitraum 1993 Q3 – 2004 Q4 berechnet. Vollständige Ergebnisse sind beim Autor erhältlich.

¹ Für die USA ist das Zinsgefälle die Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger US-Schatzpapiere und der Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen, und der Wechselkurs ist der nominale gewogene Aussenwert.

Tabelle 2

Mehr Emissionen in Währungen, die relativ stark ...

Bei fünf der acht Währungen hat das Wechselkursniveau einen grossen und statistisch signifikanten Einfluss in beiden Spezifikationen (Tabelle 2, Spalte 1). Die Ergebnisse bestätigen den von den Grafiken vermittelten Eindruck, dass stärkere Währungen in zunehmendem Masse für internationale Anleiheemissionen verwendet werden. Das Modell sagt z.B. voraus, dass eine Aufwertung des Yen um 10% den Anteil des Yen an internationalen Anleiheemissionen um 2,2% erhöhen dürfte, wenn die anderen Variablen unverändert bleiben. Dies bezieht sich auf einen durchschnittlichen Währungsanteil des Yen in Höhe von 9,9% für den Zeitraum von 1993 Q3 – 2004 Q4. Wie nachstehend weiter erläutert wird, hängt diese Wirkung offensichtlich mit der (logarithmischen) Höhe des Wechselkurses zusammen und nicht mit dessen jüngster Entwicklung.

... hochrentierend ...

Für eine überlappende Menge von fünf Währungen ist der wachsende Absatz internationaler Anleihen tendenziell mit vergleichsweise höheren Zinssätzen verbunden (Tabelle 2, Spalte 2). Die Schätzergebnisse lassen für diese Währungen erkennen, dass ein Anstieg der inländischen Anleiherendite gegenüber der US-Rendite zu einer Zunahme der Verwendung der

betreffenden Währung als internationale Anleihewährung führt; sind die Renditen von US-Schatzpapieren höher als die von deutschen Bundesanleihen, nehmen die US-Dollar-Emissionen zu. Das Pfund Sterling ist die einzige Währung, bei der die Emissionen zunehmen, auch wenn die Zinssätze vergleichsweise niedrig sind; dies ist allerdings bei nur einer der beiden Spezifikationen statistisch signifikant.

Von den beiden Näherungswerten für die Emittentennachfrage werden mit der modifizierten Inlandsemissionsvariablen offenbar die qualitativ besseren Prognosen erzielt. Das nominale Investitionswachstum wirkt sich bei fünf der acht Währungen positiv auf den Anleiheabsatz aus, doch nur bei drei von ihnen ist dies statistisch signifikant (Tabelle 2, Spalte 3).¹⁰ Die Inlandsemissionsvariable ist dagegen bei sieben von acht Spezifikationen statistisch signifikant. Trotz der Entwicklung von Währungswapmärkten – sie liesse eigentlich eine Abschwächung des Einflusses der Emittentennachfrage auf die endgültige Emissionswährung erwarten – dürfte die Präferenz der Schuldner für eine Währungskongruenz ihrer Aktiva und Passiva eine wichtige Rolle bei der Wahl einer Währung für Finanzierungen am internationalen Anleihemarkt spielen.

... und mit höherem Inlandsabsatz verbunden sind

Wechselkursniveau und -trends

Vielleicht überraschend ist, dass Entscheidungen über die Währungsdenominierung stärker und nachhaltiger vom Wechselkursniveau beeinflusst werden als von den Wechselkurstrends (Tabelle 3). Die Differenz zwischen dem durchschnittlichen Wechselkurs im laufenden Quartal und dem Durchschnittswert der vier vorherigen Quartale hat bei nur drei der acht Währungen signifikante Auswirkungen auf die Währungsanteile bei den Anleiheemissionen (Tabelle 3, Spalte 1). In allen drei Fällen ist der Absatz stärker in denjenigen Währungen, die gegenüber dem Vorjahr aufgewertet haben. Wird diese Variable zusammen mit der logarithmischen Grösse des Wechselkurses verwendet, nimmt ihre statistische Signifikanz weiter ab, wobei aber auch der Einfluss des logarithmischen Wechselkurses abnimmt (Tabelle 2, Spalte 3 und 4).¹¹

Wechselkursniveau aussagekräftiger als Trends

Diese Ergebnisse zeigen, dass Entscheidungen über die Währungsdenominierung internationaler Anleiheemissionen zwar von den Wechselkursen beeinflusst werden, dieser Einfluss indes eher von deren langfristigen Durchschnittswerten als den neueren Werten bedingt wird. Dies ist aus den vergleichsweise besseren Ergebnissen der ökonometrischen Spezifikationen in Tabelle 2 zu ersehen, wo der Koeffizient auf den Logarithmus des Wechselkurses tatsächlich den Einfluss des Wechselkursniveaus in Bezug auf dessen Durchschnitt im gesamten Untersuchungszeitraum misst.

¹⁰ Ähnliche Ergebnisse werden erzielt, wenn die investitionsbedingte Nachfrage nach Finanzierungen anhand anderer Variablen (wie dem Anteil nominaler Investitionsausgaben) gemessen wird.

¹¹ Ähnlich sind die Ergebnisse mit anderen Variablen, die neuere Wechselkursbewegungen abbilden. Beispielsweise ist der Einfluss von Veränderungen des Wechselkurses gegenüber dem Vorquartal auf den Währungsanteil bei keiner der untersuchten acht Währungen statistisch signifikant. Ausführlichere Ergebnisse sind beim Autor erhältlich.

Alternative Modelle des Einflusses von Wechselkursen auf die Währungsanteile von internationalen Anleihen					
	Modell mit Wechselkursrends		Modell mit Wechselkursniveaus und Wechselkursrends		
	Trend des Wechselkurslogarithmus (s. Anmerkung)	Bereinigtes R^2	Wechselkurslogarithmus	Trend des Wechselkurslogarithmus	Bereinigtes R^2
US-Dollar ¹	0,102	0,26	0,558**	-0,390*	0,37
D-Mark	0,056	0,31	-0,043	0,087	0,28
Euro	-0,054	0,33	-0,135	0,107	0,32
Yen	-0,309**	0,80	-0,131*	-0,184*	0,81
Pfund Sterling	-0,081	0,14	0,012	-0,093	0,11
Australischer Dollar	-0,007	0,64	-0,023*	0,016	0,66
Kanadischer Dollar	-0,092**	0,51	0,013	-0,106**	0,50
Schweizer Franken	-0,053**	0,86	-0,009	-0,042	0,85

Anmerkung: Die Regressionsmodelle sind mit jenen von Tabelle 2 identisch, mit folgenden Ausnahmen: Ein Wechselkursrend-Term ist in den Regressionen der Spalten 1 und 2 anstelle des Wechselkurslogarithmus enthalten und in den Regressionen der Spalten 3–5 zusätzlich zum Wechselkurslogarithmus. In beiden Regressionsreihen ist der Wechselkursrend-Term: $\ln(e_t) - (1/4)(\ln(e_{t-1}) + \ln(e_{t-2}) + \ln(e_{t-3}) + \ln(e_{t-4}))$. ** und * zeigen Signifikanz beim Konfidenzniveau 95% bzw. 90% an. Vollständige Ergebnisse sind beim Autor erhältlich.

¹ Für die USA ist das Zinsgefälle die Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger US-Schatzpapiere und der Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen, und der Wechselkurs ist der nominale gewogene Aussenwert.

Tabelle 3

Wahl der Währungsdenominierung nach Nationalität

Die Stärke der Inlandsemissionsvariablen lässt darauf schliessen, dass die Nationalität für die Zusammensetzung der Währungen bei internationalen Anleihen eine wichtige Rolle spielt. Zur genaueren Untersuchung dieses Punkts dürfte die Überprüfung der Währungsanteile beim Anleihenabsatz von Emittenten einer bestimmten Nationalität hilfreich sein. Insbesondere stellt sich die Frage, inwieweit Schuldner einer bestimmten Nationalität bei der Wahl alternativer Währungen im gleichen Masse von Wechselkursen und Zinssätzen beeinflusst werden, wie dies insgesamt festzustellen ist; hier ergibt sich allerdings nur ein unvollständiges Bild.

Bei einer ausschliesslichen Betrachtung von Emittenten aus den USA und Deutschland zeigt sich, dass die bereits belegten Wechselkurseffekte offenbar nicht auf Inlandsemittenten zurückzuführen sind (Tabelle 4, Spalte 1 und 4). Vor 1999 gab es nach einer DM-Aufwertung zwar mehr auf D-Mark lautende Emissionen von US-Emittenten, doch *weniger* DM-Emissionen von Emittenten aus Deutschland. Nach 1999 wirkte sich der Dollar/Euro-Wechselkurs bei keiner der beiden Gruppen signifikant auf die Währungsdenominierung aus. Bei der Entscheidung für den US-Dollar als Emissionswährung war der Einfluss des Wechselkurses Euro/Dollar auf US-Emittenten nicht signifikant. Dagegen

Wechselkurseffekte sind für Inlandsemittenten schwächer ...

Bestimmungsfaktoren der Währungsanteile bei internationalen Anleihen: Ergebnisse nach Nationalität des Emittenten							
	US-Emittenten			Deutsche Emittenten			Untersuchungszeitraum
	Wechselkurslogarithmus	Zinsgefälle	Bereinigtes R^2	Wechselkurslogarithmus	Zinsgefälle	Bereinigtes R^2	
US-Dollar ¹	-0,052	0,060**	0,59	-0,220*	0,076**	0,22	1993–2004
D-Mark ²	-0,241**	0,010	0,22	-2,258*	0,225**	0,33	1993–1998
Euro ³	0,120	0,032	0,10	0,264	-0,473**	0,43	1999–2004
Yen	-0,050	-0,025**	0,51	-0,064	0,043**	0,40	1993–2004
Pfund Sterling	-0,089	0,004	0,03	0,147*	0,004	0,19	1993–2004
Australischer Dollar	-0,018**	-0,000	0,11	0,044**	-0,010**	0,49	1993–2004
Kanadischer Dollar	-0,048	-0,009**	0,43	0,025	-0,012*	0,38	1993–2004
Schweizer Franken	-0,060**	-0,000	0,62	0,176	0,030**	0,59	1993–2004

Anmerkung: Wo nicht anders angegeben, stammen die Koeffizienten unter „US-Emittenten“ aus einer Regression des Anteils der in einem Quartal angekündigten internationalen Anleiheemissionen von US-Emittenten in der angegebenen Währung auf eine Konstante; Logarithmus des Wechselkurses (in Währungseinheiten je US-Dollar); Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger US-Schatzpapiere und der Rendite einer Staatsanleihe in der betreffenden Währung; Differenz zwischen dem nominellen Quartalswachstum der Investitionen im betreffenden Land und dem mit dem BIP gewichteten durchschnittlichen nominellen Quartalswachstum der Investitionen in den untersuchten Ländern; ein Zeittrend; saisonale binäre Variable. Die Koeffizienten unter „Deutsche Emittenten“ stammen aus der gleichen Regression, mit Währungseinheiten je Euro statt US-Dollar und der Rendite deutscher Bundesanleihen anstelle der Rendite von US-Schatzpapieren. Die Euro-Wechselkurse vor 1999 wurden mithilfe der Umrechnungsquoten von 1999 konstruiert. ** und * zeigen Signifikanz beim Konfidenzniveau 95% bzw. 90% an. Vollständige Ergebnisse sind beim Autor erhältlich.

¹ Die „US-Dollar“-Regression unter „US-Emittenten“ verwendet den logarithmischen EUR/USD-Kurs und die Renditendifferenz zwischen US- und deutschen Staatsanleihen. ² Die „D-Mark“-Regression unter „Deutsche Emittenten“ verwendet den logarithmischen USD/DEM-Kurs und die Renditendifferenz zwischen deutschen und US-Staatsanleihen. ³ Die „Euro“-Regression unter „Deutsche Emittenten“ verwendet den logarithmischen USD/EUR-Kurs und die Renditendifferenz zwischen deutschen und US-Staatsanleihen.

Tabelle 4

reagierten deutsche Emittenten auf einen stärkeren Dollar mit vermehrten Dollar-Emissionen. Dies lässt darauf schließen, dass die in Tabelle 2 belegte Tendenz, wonach ein stärkerer Dollar mehr Emissionen in Dollar auslöst, vor allem das Verhalten von Nicht-US-Schuldnern widerspiegelt. Bei den anderen Währungen entspricht der Einfluss der Währungsstärke auf die Anleihe-denominierung durch US- und deutsche Emittenten weitgehend dem für die Gesamtheit der Emittenten geschätzten Einfluss, allerdings mit geringerer statistischer Signifikanz.

Der Einfluss der Zinssätze auf den Anleihenabsatz lässt sich dagegen anscheinend zumindest teilweise auf das Verhalten von Inlandsemitenten zurückführen (Tabelle 4, Spalte 2 und 5). Eine grössere Differenz zwischen den Renditen von US-Schatzpapieren und deutschen Bundesanleihen hat zur

... dagegen spielt das Zinsgefälle eine Rolle

Folge, dass US-Emittenten mehr Dollaranleihen begeben, deutsche Emittenten dagegen weniger DM- bzw. Euro-Anleihen. Wie beim Wechselkurs entsprechen die Ergebnisse für die anderen Währungen weitgehend denen für die Gesamtheit der Emittenten.

Diese Ergebnisse bestätigen diejenigen von Kedia und Mozumdar (2003) und anderen in dem Punkt, dass Emittenten ihre Anleihen vorzugsweise in der Währung begeben, die der Währung ihrer Aktiva und Zahlungsströme entspricht. Die Vorliebe von Schuldern für ihre Landeswährung wird von deren Stärke oder Schwäche anscheinend kaum berührt. Wo aber Emittenten bereits beschlossen haben, sich in eine fremde Währung zu wagen, haben Wechselkurse und Zinssätze mehr Einfluss. Wie die EZB (2005) feststellt, erfolgt die Denominierungsentscheidung in zwei Schritten: zunächst, ob Mittel in der eigenen oder in einer fremden Währung aufgenommen werden sollen, sodann, wenn für eine Fremdwährung entschieden wird, in welcher die Anleihe begeben werden soll.

Schlussbemerkungen

Der Anteil einer bestimmten Währung an internationalen Anleiheemissionen ist im Allgemeinen grösser, wenn die betreffende Währung stark ist, wenn ihre langfristigen Anleiherenditen relativ hoch sind und wenn eine grosse Inlandsnachfrage nach Finanzierungen besteht. Der Einfluss der Inlandsnachfrage bestätigt die Ergebnisse früherer Untersuchungen über die Bedeutung von Risikomanagement-Erwägungen, wenn Emittenten über die Währung einer internationalen Anleihe entscheiden müssen. Zins- und Wechselkurseffekte entstehen offenbar vor allem dann, wenn Schuldner, die Anleihen nicht in ihrer Inlandswährung auflegen, ihre Währungsentscheidungen ändern. Diese Ergebnisse legen den Schluss nahe, dass Risikomanagement-Erwägungen von Emittenten und Anlegern in Währungsentscheidungen zwar eine wichtige Rolle spielen, dass andere Faktoren indes ebenfalls massgeblich sind.

Starke Wechselkurse und hohe Renditen dürften bei Anlegern als Signal dafür gelten, dass die Anlagerenditen in diesen Währungen in naher Zukunft wahrscheinlich noch weiter steigen. Die Anleger dürften stillschweigend davon ausgehen, dass das Zinsgefälle künftige Wechselkursveränderungen nicht oder nicht vollständig wiedergibt, mit anderen Worten, dass die UZP-Abweichungen systematisch sind. Die Schuldner könnten bereit sein, diese höheren Renditen (die höhere Finanzierungskosten für sie bedeuten) einzuräumen, weil sie diese Meinung nicht teilen oder weil sie Derivate nutzen können, um die damit verbundenen Wechselkursrisiken auf andere Parteien, die diese Meinung nicht teilen, zu übertragen.

Eine Erklärung, die auf Marktunvollkommenheiten abstellt, würde sich auf die Frage konzentrieren, wie die Schuldner bestimmte Märkte, die den Anlegern nicht zugänglich sind, zu ihrem Vorteil nutzen können. Zum Beispiel kann bei systematischen GZP-Abweichungen oft der Fall eintreten, dass die Gesamtkosten für eine Emission in einer hochrentierenden Währung, einschliesslich der Kosten für Swaps gegen eine Währung mit niedrigen Renditen, geringer sind, als wenn die Emission von vornherein in der

niedrigrentierenden Währung erfolgt wäre, und dass diese Anomalie aufgrund von Marktunvollkommenheiten nicht ohne weiteres durch Arbitragegeschäfte aufgehoben werden kann.

Um zwischen diesen und anderen Erklärungen zu entscheiden, wäre ein umfassenderes Modell erforderlich, das alternative Finanzinstrumente wie Inlandsanleihen und Bankkredite ebenso wie eine genauere Modellierung des Verhaltens von Anlegern und Emittenten enthält. Auch wären schlussigere empirische Nachweise für Anomalien und Unvollkommenheiten an den internationalen Märkten für langfristige Schuldtitel erforderlich, wie Untersuchungen des typischen Ausmasses und der Richtung von UZP- und GZP-Abweichungen.

Bibliografie

Allayannis, G., G.W. Brown und L.F. Klapper (2003): „Capital structure & financial risk: evidence from foreign debt use in East Asia“, *Journal of Finance*, Vol. 58, S. 2667–2709.

Allayannis, G. und E. Ofek (2001): „Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives“, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 20, S. 273–296.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2003): „Guide to the international financial statistics“, *BIS Papers*, Nr. 14, Februar.

Campbell, J.Y., L.M. Viceira und J.S. White (2003): „Foreign currency for long-term investors“, *Economic Journal*, Vol. 113, S. C1–C25.

Chinn, M.D. und G. Meredith (2005): „Testing uncovered interest parity at short and long horizons during the post-Bretton Woods era“, *NBER Working Papers*, Nr. 11077.

Clinton, K. (1988): „Transaction costs and covered interest arbitrage: theory and evidence“, *Journal of Political Economy*, Vol. 96, S. 358–370.

Dunis, C. und P. Lequeux (2001): „The information content of risk reversals“, *Liverpool Business School Working Paper*, April.

Europäische Zentralbank (2005): *Review of the international role of the euro*, Frankfurt.

Fletcher, D.J. und L.W. Taylor (1996): „Swap covered interest parity in long-date capital markets“, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, S. 530–538.

Froot, K.A. (1993): „Currency hedging over long horizons“, *NBER Working Papers*, Nr. 4355.

Froot, K.A. und R.H. Thaler (1990): „Foreign exchange“, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, S. 179–192.

Geczy, C., B.A. Minton und C. Schrand (1997): „Why firms use currency derivatives“, *Journal of Finance*, 52, S. 1323–1354.

- Goldstein, M. und P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging economies*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Grabbe, O.J. (1996): *International Financial Markets*, 3rd ed., Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall.
- Hagelin, N. (2003): „Why firms hedge with currency derivatives: an examination of transaction and translation exposure“, *Applied Financial Economics*, Vol. 13, S. 55–69.
- Huffmann, S.P. und S.D. Makar (2004): „The effectiveness of currency-hedging techniques over multiple return horizons for foreign-denominated debt issuers“, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14, S. 105–115.
- Johnson, D. (1988): „The currency denomination of long-term debt in the Canadian corporate sector: an empirical analysis“, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 7, S. 77–90.
- Kedia, S. und A. Mozumdar (2003): „Foreign currency denominated debt: an empirical examination“, *Journal of Business*, Vol. 76, S. 521–546.
- Keloharju, M. und M. Niskanen (2001): „Why do firms raise foreign currency denominated debt? Evidence from Finland“, *European Financial Management*, Vol. 7, S. 481–496.
- Kim, Y.C. und R.M. Stulz (1988): „The eurobond market and corporate financial policy: a test of the clientele hypothesis“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, S. 189–205.
- Mohl, A. (1984): „Currency diversification in international financial markets“, *FRBNY Quarterly Review*, Spring, S. 31f.
- Pagès, H. (1996): „Is there a premium for currencies correlated with volatility? Some evidence from risk reversals“, *Banque de France – Direction Générale des Etudes, Working Paper*, Nr. 34.
- Solnik, B.H. (1974): „An equilibrium model of the international capital market“, *Journal of Economic Theory*, Vol. 8, S. 500–524.

Strukturierte Finanzierungen: Komplexität, Risiken und die Rolle von Ratings¹

Dieses Feature gibt einen Überblick über die wichtigsten Eigenschaften von strukturierten Finanzprodukten. Zum Verständnis der Risikoeigenschaften dieser Produkte ist neben der Modellierung des Kreditrisikos der ihnen zugrundeliegenden Forderungspools auch die Bewertung der Risiken, die sich aus ihrer vertraglichen Struktur ergeben, entscheidend. Es wird argumentiert, dass Ratings von strukturierten Finanzprodukten zwar nützlich sind, aber wegen inhärenter Unzulänglichkeiten die Risiken dieser Produkte nicht voll erfassen können. Gleichzeitig schafft deren Komplexität Anreize, sich bei ihnen mehr auf Ratings zu verlassen als bei anderen Wertpapieren mit Rating. Dies sollten Marktteilnehmer und wirtschaftspolitische Entscheidungsträger bei ihrer Beurteilung von strukturierten Finanzprodukten und deren Märkten berücksichtigen.

JEL-Klassifizierung: G100, G200.

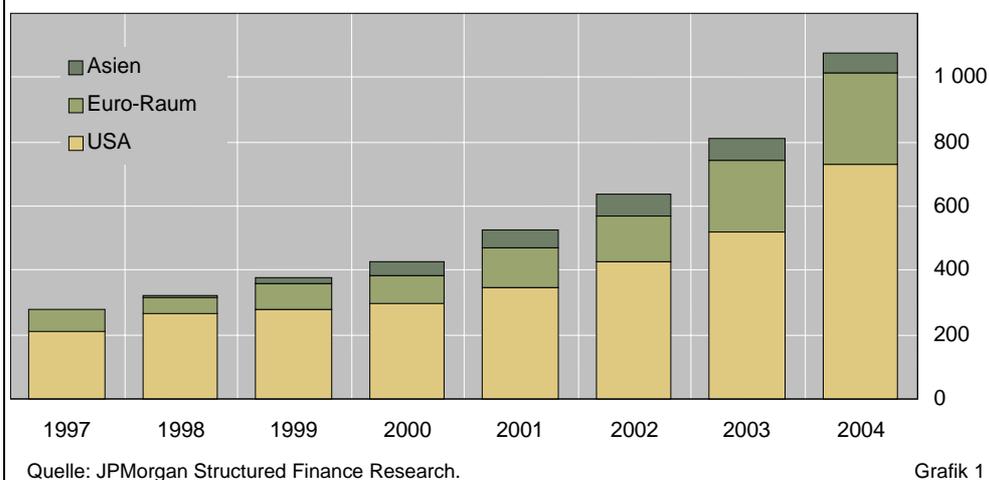
Strukturierte Finanzprodukte beinhalten die Bündelung von Aktiva in Pools und den anschließenden Verkauf von in Tranchen aufgeteilten Ansprüchen auf die durch diese Pools besicherten Zahlungsströme an Anleger. Instrumente dieser Art haben für den Kreditrisikotransfer zunehmend an Bedeutung gewonnen. Ihr Emissionsvolumen ist in den letzten Jahren im Gleichschritt mit den Fortschritten in der Modellierungstechnik von Kreditrisiken stark angestiegen (s. Grafik 1).

Strukturierte Finanzinstrumente können, wie andere Formen des Kreditrisikotransfers – z.B. Credit Default Swaps (CDS) oder Pass-Through-Verbriefungen – dazu eingesetzt werden, Kreditrisiken zwischen Finanzinstituten und Sektoren zu verschieben. Allerdings gibt es einen wesentlichen Unterschied zwischen strukturierter Finanzierung und anderen Risikotransferprodukten: Strukturierte Instrumente transformieren Risiken, da infolge der Aufteilung der Forderungen in Tranchen Engagements in unterschiedlichen „Scheiben“ („slices“) der Verlustverteilung des zugrundeliegenden Forderungspools

¹ Dieses Feature, das demnächst auch im *Financial Stability Review* der Banque Nationale de Belgique erscheinen wird, gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ oder der belgischen Zentralbank deckt; die Verantwortung für eventuelle Fehler und Auslassungen tragen die Autoren.

Gesamtabsatz von strukturierten Finanzprodukten nach Region

Mrd. US-Dollar; die Daten umfassen Kassaemissionen und den gedeckten („funded“) Teil synthetischer Instrumente



eingegangen werden können. Diese Aufteilung in „Scheiben“ und die hierfür erforderlichen vertraglichen Strukturen können die Einschätzung der Risiko/Ertrags-Merkmale der einzelnen Tranchen enorm erschweren.

Ratings, die auf dem ersten Moment der Verlustverteilung eines Wertpapiers basieren, können wegen inhärenter Unzulänglichkeiten die Risiken tranchierter Wertpapiere nicht vollständig erfassen. Dies gilt zwar grundsätzlich für jedes Wertpapier, doch wird nachfolgend argumentiert, dass die Randbereiche dieser Verlustverteilungen im Falle von strukturierten Produkten wahrscheinlich stärker ausgeprägt sind.² Deshalb ist davon auszugehen, dass insbesondere nachrangige Tranchen von strukturierten Finanzprodukten risikoreicher sind als Portfolios von Anleihen mit dem gleichen Rating, da die Anleger bei strukturierten Finanzprodukten in stärkerem Masse dem Risiko von Totalausfällen ausgesetzt sind. Dennoch kann die Komplexität von strukturierten Finanztransaktionen dazu führen, dass Anleger dazu neigen, sich stärker als bei anderen Arten von Wertpapieren mit Rating auf diese zu verlassen. In dieser Hinsicht wirft die mit strukturierten Finanzprodukten verbundene Risikotransformation eine Reihe von Fragen auf, die bedeutende Konsequenzen haben können. Eine dieser Fragen ist, ob in Tranchen aufgeteilte Instrumente zu einer unerwarteten Risikokonzentration in den Portfolios von institutionellen Anlegern führen können.

Strukturierte Finanzprodukte können aus verschiedenen Gründen, von denen einige nachfolgend erörtert werden, bei der Lösung von Problemen in Zusammenhang mit der negativen Risikoanalyse und der Segmentierung von Finanzmärkten wirksamer sein als andere Finanzinstrumente. Hierdurch sind diese Produkte für eine Reihe von Marktteilnehmern interessant geworden. Zu den Beweggründen von Finanzintermediären, strukturierte Finanzinstrumente

² An dieser Stelle ist anzumerken, dass Ratings nicht als umfassende Risikomassstäbe konzipiert sind. Das heißt, dass sich die erwähnten Unzulänglichkeiten nicht auf die Ratings als solche beziehen, sondern auf deren Verwendung.

zu emittieren, zählen der Zugang zu neuen Finanzierungsquellen, die Freisetzung von ökonomischem bzw. aufsichtsrechtlichem Eigenkapital und Arbitragemöglichkeiten. In einem Umfeld niedriger Zinssätze ist das Interesse der Anleger durch die Möglichkeit der Portfoliodiversifizierung und die Erwartung attraktiver Risiko/Ertrags-Profile geweckt worden.

Mit Blick auf das Potenzial der strukturierten Finanzierung für die Risikotransformation hat der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS), der im Auftrag der Zentralbankpräsidenten der G10-Länder das Funktionieren der Finanzmärkte überwacht, eine Arbeitsgruppe zur Untersuchung dieser Instrumente eingesetzt.³ In diesem Feature werden wichtige Feststellungen der Arbeitsgruppe bezüglich „Komplexität“ und „Risikogehalt“ tranchierter Produkte erörtert. Rating-Agenturen und ihre Bewertungsansätze spielen im Rahmen dieser Diskussion eine bedeutende Rolle. Andere Aspekte, wie etwa potenzielle Interessenkonflikte wegen der bei den Emittenten erhobenen Gebühr für Ratings, werden im Folgenden kurz erwähnt und in CGFS (2005) näher erläutert.

Das Feature ist im Weiteren wie folgt aufgebaut: Im nächsten Abschnitt wird kurz auf die Funktionsweise der Märkte für strukturierte Finanzierungen eingegangen. Die anschließenden Abschnitte beschäftigen sich mit der Komplexität von strukturierten Finanzinstrumenten und ihren Risiko/Ertrags-Merkmalen. Im letzten Abschnitt werden Konsequenzen für wirtschafts-politische Entscheidungsträger, Wirtschaftsforscher und Marktteilnehmer herausgestellt.

Was sind strukturierte Finanzprodukte?

Strukturierte Finanzprodukte beinhalten die Bündelung von Vermögenswerten in Pools ...

Strukturierte Finanzprodukte lassen sich durch drei klare Merkmale definieren: 1) die *Zusammenlegung von Aktiva in Pools* (entweder auf Kassabeständen beruhend oder synthetisch gebildet); 2) die *Abkoppelung* des Kreditrisikos des als Sicherheit dienenden Forderungspools von dem Kreditrisiko der Originatorbank, gewöhnlich durch den Transfer der zugrundeliegenden Aktiva zu einer eigenständigen Zweckgesellschaft mit begrenzter Lebensdauer; und 3) das *Tranchieren der Verbindlichkeiten*, die durch den Aktiva-Pool besichert sind. Die ersten zwei Merkmale treffen auch auf klassische Pass-Through-Verbriefungen zu, doch das Aufteilen der Verbindlichkeiten in Tranchen ist ein spezifisches Merkmal strukturierter Finanzprodukte.⁴

³ Die Arbeitsgruppe, die mit der Untersuchung der Rolle von Ratings im Bereich strukturierter Finanzprodukte betraut war, wurde von Peter Praet von der Banque Nationale de Belgique geleitet. Ihr Bericht (CGFS 2005) und eine Reihe weiterer Hintergrundpapiere, die von Mitgliedern der Arbeitsgruppe erstellt wurden, sind auf der BIZ-Website (www.bis.org) verfügbar. S. auch CGFS (2003).

⁴ Im Folgenden wird der Begriff „traditionelle ABS“ für strukturierte Wertpapiere verwendet, die durch umfangreiche, homogene Forderungspools, wie etwa Kreditkartenforderungen und Automobilkredite, besichert sind. Im Gegensatz dazu sind CDO, die selbst auch zu den ABS gehören, durch kleinere Pools mit heterogeneren Vermögenswerten besichert, darunter auch Anleihen aus Sekundärmärkten und „unkonventionelle“ Vermögenswerte, wie etwa Tranchen anderer ABS und CDO.

Ein zentraler Aspekt der Tranchenbildung ist, dass so eine oder mehrere Wertpapierklassen geschaffen werden können, deren Rating über dem Durchschnittsrating der Vermögenswerte im als Sicherheit dienenden Pool liegt, bzw. dass aus einem Pool von Vermögenswerten ohne Rating Wertpapiere mit einem Rating erzeugt werden können. Dies wird durch die Verwendung von Kreditunterstützung erreicht, die innerhalb der Transaktionsstruktur, mit der Wertpapiere mit unterschiedlichen Risiko/Ertrags-Profilen geschaffen werden, vorgegeben ist. Ein Beispiel für Kreditunterstützung ist die Zahlungsrangfolge: Die Eigenkapital-/First-Loss-Tranche deckt auftretende Verluste so lange ab, bis sie aufgebraucht ist, gefolgt von Mezzanine-Tranchen, die weitere Verluste abdecken und denen wiederum höherrangige Tranchen (Senior-Tranchen) folgen. Die aus der Zahlungsrangfolge resultierende Kreditunterstützung lässt erwarten, dass die höchstrangigen Ansprüche dank der Verlustübernahme durch nachrangige Ansprüche vor dem Ausfallrisiko des Aktiva-Pools geschützt sind, wenn nicht ganz besonders ungünstige Umstände eintreten.

... besichert durch tranchierte Verbindlichkeiten mit unterschiedlichen Risiko/Ertrags-Profilen

Jedes der drei wesentlichen Merkmale von strukturierten Finanzinstrumenten trägt zur „Wertschöpfung“ und zur Attraktivität der strukturierten Finanzmärkte für eine Reihe von Marktteilnehmern bei. (Schaubild 1 verdeutlicht das Spektrum der Teilnehmer, die an einer strukturierten Finanztransaktion im Allgemeinen beteiligt sind.) In diesem Zusammenhang bietet die Abkoppelung ähnliche Vorteile wie im Falle besicherter Kredite, mit der zusätzlichen Eigenschaft, dass die Einkommensströme aus den abgekoppelten Vermögenswerten meist berechenbarer sind als die aus einem laufenden Unternehmensgeschäft. Eine wichtige Frage im Hinblick auf die Pooling- und Tranchierungsmerkmale von strukturierten Finanzprodukten ist, unter welchen Umständen das kostspielige Tranchieren von Verbindlichkeiten einen Wert schaffen kann, der über den des blossen Poolings hinausgeht (z.B. durch „Pass-Through“-Verbriefung). Antworten auf diese Frage hängen mit der Art der Unvollkommenheiten von Finanzmärkten zusammen. So können z.B., wenn negative Risikoauslese und/oder Marktsegmentierung vorliegen, Situationen entstehen, in denen die Tranchierung einen Mehrwert schafft. Hat der Originator bessere Informationen über die potenziellen Zahlungsströme aus dem Forderungspool als aussenstehende Anleger, oder hat eine Gruppe von Anlegern bessere Informationen oder kann sie den Wert der Aktiva besser einschätzen als andere, dann ist die optimale Lösung möglicherweise die Emission einer erstrangigen (Senior-)Tranche (d.h. Schuld), die zumindest teilweise vom Ausfallrisiko isoliert ist und von weniger gut informierten Anlegern erworben wird, und einer nachrangigen (Junior-)Tranche (d.h. Eigenkapital), die von besser informierten Anlegern erworben oder vom Originator zurückbehalten wird.⁵ Tatsächlich halten Banken gewöhnlich die Eigenkapital-

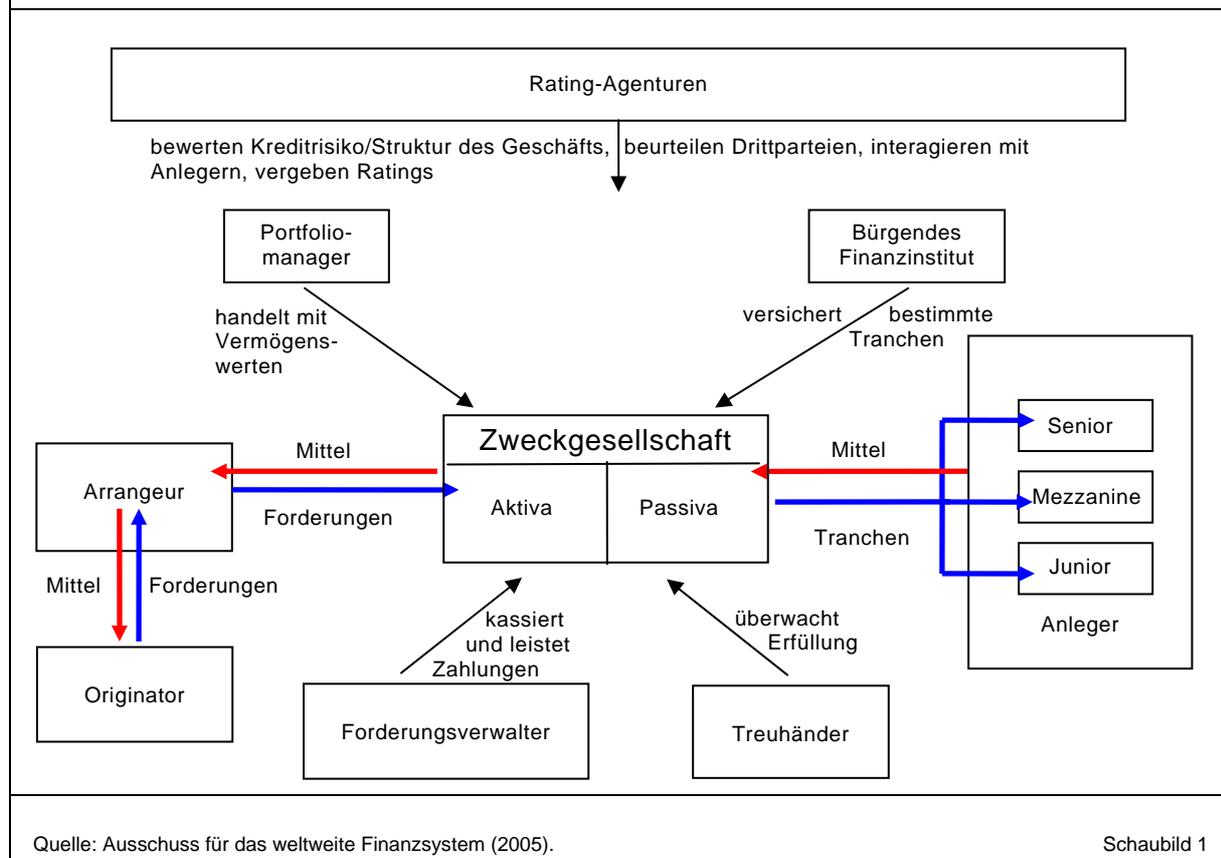
Wertschöpfung basiert auf Marktunvollkommenheiten ...

... wie z.B. asymmetrischen Informationen ...

⁵ Gorton und Pennacchi (1990) zeigen in einem allgemeinen Zusammenhang, dass es für Unternehmen, die sich an informierte und uninformierte Anleger wenden, optimal sein kann, sowohl Schuld- als auch Eigenkapitaltitel zu begeben. Ein Überblick über speziellere Literatur zur Fragestellung der asymmetrischen Information und Marktsegmentierung in strukturierten Finanzmärkten findet sich bei Mitchell (2004). Ashcraft (2004) sowie Amato und Remolona (2003) veranschaulichen die Wertschöpfung durch Arbitrage-CDO.

Strukturierte Finanzierungen: wichtigste Marktteilnehmer

Schematischer Überblick über die Beteiligten an strukturierten Finanzgeschäften und ihre jeweilige Rolle



tranchen der von ihnen emittierten „Collateralised Loan Obligations“ (durch Bankkredite besicherte Schuldverschreibungen) selbst. Marktinformationen lassen auch vermuten, dass die nachrangigen Tranchen strukturierter Produkte oftmals von spezialisierten Anlegern an den Kreditmärkten erworben werden, während die erstrangigen Tranchen offenbar für einen breiteren, weniger spezialisierten Anlegerkreis attraktiver sind.

... und Marktsegmentierung

Ebenso kann es bei segmentierten Finanzmärkten – wenn z.B. Anleger mit ratingbasierten Anlagemandaten auftreten – für Arrangeure von strukturierten Finanzprodukten attraktiv werden, für bestimmte Anlegerklassen neue Vermögenswerte mit erwünschten Verlustmerkmalen zu schaffen. Die Anleger profitieren insofern, als die Strukturierung dazu beiträgt, ansonsten unvollkommene Finanzmärkte zu „vervollkommen“; beispielsweise wird Anlegern, die nur in Wertpapiere mit hohem Rating investieren dürfen, Zugang zu Anlagen wie „Leveraged Loans“ (besicherte Kredite an Unternehmen mit Rating unterhalb Anlagequalität) ermöglicht, deren Wertentwicklung im Laufe des Konjunkturzyklus von der anderer zulässiger Anlagen abweichen kann.

Vertragsstrukturen ...

Die Aufteilung von Forderungen in Tranchen kann zwar einerseits zur Überwindung bestimmter Marktunvollkommenheiten beitragen, doch schafft sie andererseits auch Probleme bezüglich der „Governance“ und der Frage, wer – wenn überhaupt – die Verantwortung für die Restrukturierung des Portfolios übernehmen sollte, falls zugrundeliegende Vermögenswerte notleidend werden. Wie im folgenden Abschnitt erörtert, sind Inhaber der

Eigenkapitaltranche möglicherweise bestrebt, Risiko und Ertrag zu erhöhen, während Inhaber der Senior-Tranche bestrebt sind, die Ausfälle im Anlageportfolio möglichst niedrig zu halten. Wenn dann noch aussenstehende Portfoliomanager die Eigenkapitaltranche einer Transaktion halten müssen, damit „Moral-Hazard“-Probleme vermieden werden, so stehen deren Anreize im Konflikt mit den Anlegergruppen, die in die Senior-Tranche investieren. So geht es bei der Ausgestaltung der Vertragsstruktur für Tranchenprodukte im Wesentlichen darum, dass die vertraglichen Regelungen möglichst lückenlos und die Rechte und Pflichten des Portfoliomanagers, der Anleger und weiterer an der Transaktion beteiligter Parteien genau festgelegt sind. In der Praxis haben sich diese Regelungen – die an die Stelle der diskretionären Kontrollrechte von Aktienanlegern bei gewöhnlichen, langlebigen Unternehmen treten – mit der Zeit erheblich weiterentwickelt, häufig als Reaktion darauf, dass eine Transaktion wegen unerwarteten opportunistischen Verhaltens von Teilnehmern Renditeeinbußen erlitten hatte.

Die Komplexität strukturierter Finanzierungen

Ursachen der Komplexität

Pool- und Tranchenbildung sind nicht nur die wesentlichen Quellen für den Wert von strukturierten Finanzprodukten, sie sind auch die Hauptfaktoren hinter dem, was man als „Komplexität“ dieser Instrumente bezeichnen könnte. Was die Poolbildung betrifft, so erfordert die Bewertung von Risiko und Ertrag eines strukturierten Finanzinstruments die Modellierung der Verlustverteilung des zugrundeliegenden Forderungspools; dies kann kompliziert sein, insbesondere wenn der Pool aus einer geringen Anzahl heterogener Aktiva besteht. Da jedoch die Tranchenbildung die analytische Komplexität weiter erhöht, kann sich die Bewertung eines strukturierten Finanzinstruments (mit anderen Worten, einer Tranche) nicht auf die Verlustanalyse des Forderungspools beschränken. Vielmehr muss auch die Verteilung der Zahlungsströme aus dem Forderungspool auf die Tranchen modelliert werden, d.h. es müssen die spezifischen strukturellen Merkmale der Transaktion bewertet werden. Diese Merkmale, die über Vertragsklauseln definiert sind, führen möglicherweise zu einer Reihe von Vorschriften über die Zuweisung von Tilgungs- und Zinszahlungen aus dem Sicherheitenpool und die Umlenkung dieser Zahlungsströme in Krisensituationen sowie zu weiteren Bestimmungen über die Rechte und Pflichten verschiedener an der Transaktion beteiligter Dritter.⁶

Deswegen bergen strukturierte Finanzinstrumente „Non-Default“-Risiken – d.h. Risiken, die nicht mit Kreditausfällen im Sicherheitenpool in Verbindung stehen, die aber trotzdem das Kreditrisiko der emittierten Tranchen

... erhöhen die analytische Komplexität ...

... und schliessen Ausfall- und andere Risiken ein ...

⁶ Die Bewertung nachrangiger Anleihen und ähnlicher Vermögenswerte erscheint, aufgrund der verschiedenen Vertragsklauseln und der Unterschiede im Konkursrecht einzelner Länder, vermutlich ähnlich komplex. Bei der Bewertung strukturierter Finanzinstrumente kommen allerdings noch weitere Komplexitätsebenen hinzu, da die zugrundeliegenden Vermögenswerte in einem Pool zusammengefasst und die Vertragsstrukturen kompliziert und zumeist nicht standardisiert sind.

beeinflussen.⁷ Non-Default-Risiken werden u.a. durch Interessenkonflikte zwischen Trancheninhabern verursacht. So stehen den Inhabern von Senior-Tranchen über die Laufzeit der Transaktion Zinszahlungen und bei Fälligkeit eine Tilgungszahlung zu. Inhaber der Eigenkapitaltranche können dagegen keine Tilgungszahlung erwarten; deshalb haben sie ein Interesse an hohen Anfangszahlungen, bevor Kreditausfälle die Eigenkapitaltranche nach und nach aufzehren. Das bedeutet, dass Inhaber der Eigenkapitaltranche, soweit sie die anfängliche Portfolioselektion beeinflussen können, möglicherweise bereit sind, für höhere Zinszahlungen eine schlechtere Kreditqualität in Kauf zu nehmen, z.B. durch die Aufnahme von Krediten mit hohen Zinsaufschlägen für gegebene Bonitätsstufen ins Portfolio.

Mit dem Ziel, solche Konflikte zu begrenzen, bedienen sich CDO („Collateralised Debt Obligations“ – forderungsbesicherte Schuldverschreibungen) und andere Tranchenprodukte vor allem struktureller Mechanismen, die auf Verlustauslösern („loss triggers“) und Schwellenwerten basieren (z.B. Tests der Überbesicherung und der Zinsdeckung). Bei „nicht bestandenen“ Tests, d.h. bei Überschreitung definierter Schwellenwerte werden Zahlungsströme umgeleitet, um die Inhaber der Senior-Tranche zu schützen. In diesem Zusammenhang hat sich die Erhaltung der „Überschussmarge“ („Excess Spread“), also der Differenz zwischen den in einem gegebenen Zeitraum aus den Sicherheiten fließenden Einnahmen und den vertraglichen Zahlungen an die tranchierten Verbindlichkeiten, zu einem wesentlichen Strukturmerkmal entwickelt. Daher ist es heute üblich, die Überschussmarge auf einem Reservekonto zu halten und nicht sofort an die Inhaber der Eigenkapitaltranche auszuzahlen. Hierdurch können Zahlungen zeitlich mehr nach hinten verlagert werden, was ein Polster für die Leistungserfüllung der Senior-Tranche ergibt.

... wie etwa Risiken
aus der Beteiligung
Dritter

Die Leistungserfüllung Dritter ist ein weiteres Non-Default-Risiko.⁸ So ist insbesondere die Leistung des Forderungsverwalters bei traditionellen ABS-Instrumenten von fundamentalem Interesse, vor allem bei Strukturen, die Vermögenswerte aus Ländern oder Marktsegmenten mit einer relativ kleinen Anzahl aussenstehender Forderungsverwalter enthalten, für die möglicherweise nur schwer Ersatz zu finden ist. Die Verluste, die bei Transaktionen auf den ABS-Märkten für Fertighausfinanzierungen in den USA in den späten 1990er Jahren entstanden sind, verdeutlichen, wie wichtig die Leistung der Forderungsverwalter für die Stabilität von strukturierten Finanztransaktionen, einschliesslich möglicher Wechselwirkungen zwischen Rechts- und Ausfallrisiken, ist.⁹

⁷ Eine umfassende Darstellung dieser Problematik findet sich z.B. bei Cousseran et al. (2004).

⁸ Das schlechte Abschneiden gewisser älterer CDO-Strukturen wird zumindest teilweise dem Fehlverhalten der Manager der Aktiva-Pools zugeschrieben. Ein Beispiel hierfür ist der Rechtsstreit über CDO namens „Corvus“ und „Nerva“ zwischen der HSH Nordbank und Barclays Capital, der im Februar aussergerichtlich beigelegt wurde. Die HSH Nordbank verklagte Barclays Capital wegen entstandener Verluste aus dieser von Barclays verwalteten CDO, in die der zuständige Portfoliomanager einige Tranchen von anderen, sich schlecht entwickelnden CDO von Barclays aufgenommen hatte.

⁹ Eine Aufweichung der Kreditvergabestandards sowie das Hinauszögern von Zwangsversteigerungsverfahren durch den Forderungsverwalter führten zu einer Kumulierung von Zahlungs-

Das Rating von strukturierten Finanzprodukten

Die oben dargestellte Komplexität brachte es mit sich, dass am strukturierten Finanzmarkt von Anfang an die meisten Instrumente ein Rating erhielten. Um den Anlegern den Kauf der neuen Produkte schmackhaft zu machen, legten deren Emittenten Wert darauf, dass für ihre Ratings dieselben Skalen verwendet wurden wie für traditionelle Anleihen. Die Anleger wiederum waren daran interessiert, die Beurteilung dieser Instrumente teilweise an Dritte zu delegieren.

Am Markt für strukturierte Finanzierungen gelten Ratings ...

Die Rating-Agenturen mit ihrer traditionellen Rolle als „delegierte Beobachter“ des Risikogehalts von Schuldinstrumenten boten sich als Anbieter dieser Dienstleistung geradezu an. Die Komplexität strukturierter Finanzinstrumente dürfte die Bedeutung dieser Rolle noch verstärkt haben.¹⁰ Interessanterweise gehört die Rating-Vergabe für strukturierte Finanzinstrumente mittlerweile zu den grössten und am schnellsten wachsenden Geschäftsfeldern der drei führenden Rating-Agenturen und stellt eine ihrer Haupteinnahmequellen dar. Dies hat Bedenken hervorgerufen, u.a. in Bezug auf potenzielle Interessenkonflikte im Zusammenhang mit den von den Emittenten gezahlten Provisionen.¹¹

Zwar lässt sich das für Bonitätsbeurteilung traditioneller Schuldinstrumente benötigte Fachwissen weitgehend auf strukturierte Finanzprodukte übertragen, doch entstehen wegen der besonderen Merkmale dieser Instrumente Unterschiede in der Natur der Rating-Methodik. Von Bedeutung ist, dass die Arrangeure die Tranchen strukturierter Finanzprodukte gewöhnlich mit Blick auf ein angestrebtes Rating massschneiden. Dies wiederum macht es erforderlich, dass die Rating-Agenturen am Strukturierungsprozess der Transaktion teilnehmen, d.h. indirekt wird von ihnen vor Abschluss ihre Meinungsäusserung zur Strukturierung eingeholt.

In der Praxis verwenden die Arrangeure die öffentlich verfügbaren Modelle der Rating-Agenturen für eine Vorstrukturierung der Transaktionen und legen dann die endgültige Struktur in einem fortlaufenden Dialog mit den Agenturen fest. Dieser Prozess und die in sich geschlossene Vertragsstruktur eines strukturierter Finanzinstruments ermöglichen es den Arrangeuren, das Profil einer Tranche entsprechend den Rückmeldungen vor der Rating-Vergabe

... und die Strukturierung erfolgt nach Modellen der Rating-Agenturen

rückständen und schliesslich zu Verlusten, die höher waren als erwartet. Im Zuge des im Jahr 2000 beginnenden Konjunkturabschwungs wurde die Bonitätsverschlechterung dieser Pools immer deutlicher, was beträchtliche Rating-Herabstufungen zur Folge hatte. Eine ausführlichere Darstellung findet sich in CGFS (2005), Anhang 5.

¹⁰ Tatsächlich deuten die Untersuchungsergebnisse von Ammer und Clinton (2004) zur Preisbildung bei ABS in den USA darauf hin, dass sich Anleger am strukturierten Finanzmarkt etwas stärker auf Ratings als Informationsquelle zur Kreditqualität verlassen als an den traditionellen Anleihemärkten. Genauer gesagt zeigen die Ergebnisse, dass Herabstufungen von ABS eine stärkere Preiswirkung haben als Herabstufungen von Unternehmensanleihen, insbesondere Herabstufungen in den spekulativen Bereich.

¹¹ Aus dem Jahresbericht von Moody's für das Jahr 2003 geht hervor, dass das Unternehmen über 40% seiner Rating-Umsätze (\$ 460 Mio.) im Bereich strukturierter Finanzprodukte erzielte. Zwar sind für Fitch Ratings und Standard & Poor's keine Einzelabschlüsse öffentlich verfügbar, aber die Jahresberichte der jeweiligen Muttergesellschaft lassen darauf schliessen, dass das strukturierte Finanzgeschäft für sie von ähnlicher Bedeutung ist.

anzupassen; das Rating dieser Instrumente ist somit weitgehend ein Ex-ante-Prozess. Dies steht im Gegensatz zu den traditionellen Ex-post-Ratings, bei denen angestrebte Rating-Stufen und Rückmeldungen vor der Rating-Vergabe von geringerer Bedeutung sind, da die Emittenten nur beschränkt imstande sind, ihre Kreditmerkmale aufgrund solcher Informationen anzupassen.

Die Risiken strukturierter Finanzinstrumente

Die Analyse des Poolausfallrisikos

Analyse des Forderungspools anhand geschätzter Verlustverteilungen ...

Ratings als Indikatoren für das in Schuldinstrumenten eingebettete Ausfallrisiko basieren auf erwarteten Verlusten (EL – „expected loss“) und Ausfallwahrscheinlichkeiten (PD – „probabilities of default“).¹² Die Schätzung von EL und PD für die Tranche eines strukturierten Finanzprodukts hängt entscheidend vom Volumen („thickness“) und von der Position der Tranche in der Verlustverteilung des zugrundeliegenden Forderungspools ab. Weiter oben wurde bereits verdeutlicht, dass sich dies nur beurteilen lässt, wenn eine Schätzung der Verlustverteilung des Forderungspools (das Ergebnis der *Kreditrisikomodellierung*) verknüpft wird mit Informationen über die strukturellen Besonderheiten der Transaktion und ihrer Tranchen (das Ergebnis einer *Strukturanalyse*).

... basierend auf Annahmen zu Ausfallwahrscheinlichkeiten und Rückflussquoten ...

Die wesentlichen Faktoren für die Verlustverteilung eines Portfolios und somit auch bei jeder Rating-Agentur die drei wichtigsten Parameter ihrer Rating-Methodik für strukturierte Finanzprodukte sind Schätzungen für: *Ausfallwahrscheinlichkeiten* der einzelnen Schuldner im Pool, *Rückflussquoten* sowie *Ausfallkorrelationen/Korrelationen der Ausfallzeitpunkte* zwischen den Schuldnern innerhalb des Pools. Die Wahl des Ansatzes, der im Zusammenhang mit diesen Parametern zur Modellierung der Verluste verwendet wird, hängt von den Eigenschaften der einzelnen Sicherheitenpools ab, wie etwa Anzahl und Homogenität der Aktiva, Schuldnerklassen und historische Leistungserfüllung. Diesbezüglich ist ein wesentlicher Unterschied zwischen dem Ansatz zur Bestimmung des Ratings von traditionellen ABS-Instrumenten und dem Ansatz für das Rating von CDO festzustellen.

Traditionelle ABS-Portfolios bestehen normalerweise aus grossen, gut diversifizierten, homogenen Forderungspools (z.B. Hypothekenkredite für Wohnimmobilien oder Kreditkartenforderungen), in denen keine im Verhältnis zum gesamten Poolumfang bedeutenden Einzelengagements enthalten sind. Somit spielt das idiosynkratische Risiko bei ABS eine wesentlich geringere Rolle als bei Instrumenten mit weniger diversifizierten und heterogeneren Sicherheitenpools. Bei der Erstellung von Ratings für ABS werden deshalb typischerweise sogenannte versicherungsmathematische Ansätze verwendet, die auf der Annahme beruhen, dass die spezifische Kreditvergabepolitik eines

¹² Die von Standard & Poor's und Fitch herausgegebenen Ratings basieren auf der PD, während Moody's die Ratings auf Basis des EL erstellt. Diese Unterschiede sind historischen Ursprungs – um die Vergleichbarkeit zwischen Ratings von Anleihen und strukturierten Finanzprodukten zu verbessern, haben die Rating-Agenturen für das Rating von strukturierten Finanzprodukten jeweils die gleiche Basis genommen wie für ihre Anleiheratings.

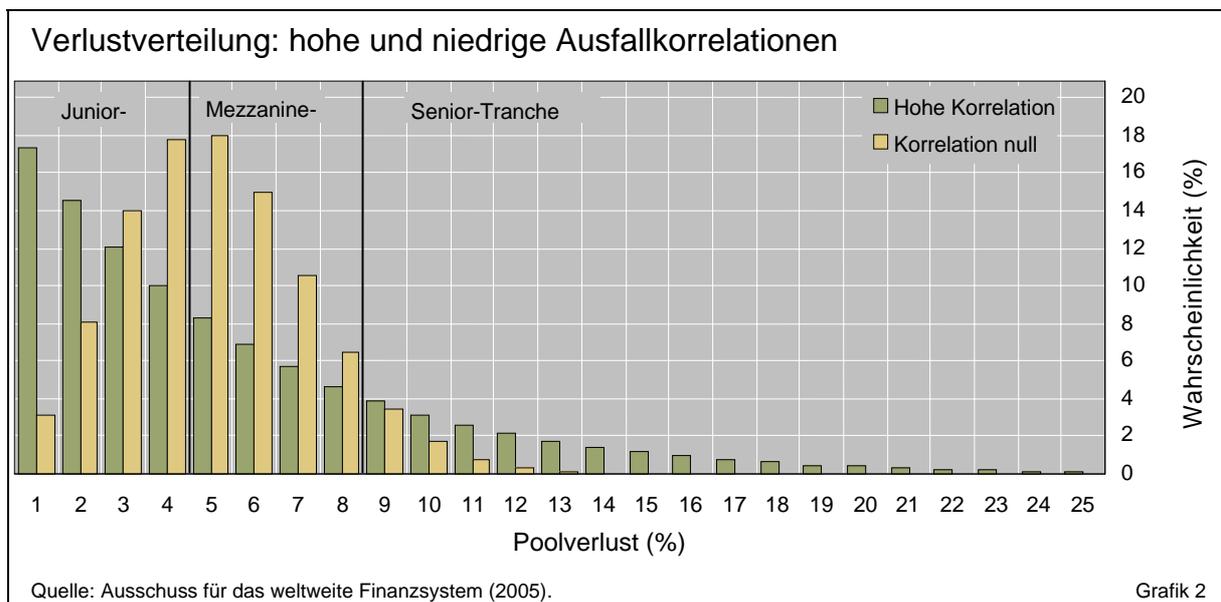
jeden Originators charakteristische Verlust- und Rückflussmerkmale entstehen lässt, die im Zeitablauf einigermaßen stabil sind. Verlust- und Streuungsmessgrößen lassen sich dann zuverlässig aus der Verlustvergangenheit statischer Forderungspools, die vom gleichen Kreditgeber arrangiert wurden, ableiten.

CDO dagegen sind „klumpig“ (d.h. weniger granular als traditionelle ABS) und enthalten im Allgemeinen eine relativ kleine Anzahl nicht homogener Aktiva bzw. sind daran gebunden. Deswegen sind sowohl idiosynkratische als auch systematische Risiken entscheidend für die Poolentwicklung, und die bei traditionellen ABS-Portfolios verwendeten Methoden zur Berechnung der Verlustverteilungen sind für CDO ungeeignet.

Die Beurteilung der Verlustverteilung von CDO-Portfolios wird wesentlich von der Schätzung der Ausfallkorrelationen zwischen den Schuldern beeinflusst. Liegt die Korrelation nahe bei null, dann weist die Verlustverteilung eines typischen CDO eine verzerrte Glockenform auf, die am besten durch eine Binomialverteilung approximiert werden kann. Bei einer höheren Korrelation verändert sich die Form der Verlustverteilung jedoch, da sich die Wahrscheinlichkeitsmasse in die Randbereiche verlagert (Grafik 2). So lassen bei einem gegebenen erwarteten Verlust höhere Korrelationen zwischen den Schuldern im Pool Verlustverteilungen entstehen, bei denen die höherrangigen Tranchen ein höheres Risiko tragen und die letztrangige Tranche profitiert, da die Ergebnisse breiter gestreut sind.

... sowie auf Ausfallkorrelationen

Schätzungen zu Risiko und Ertrag einer Tranche reagieren deshalb recht stark gegenüber Annahmen zu den Ausfallkorrelationen von Schuldern im zugrundeliegenden Pool. Deswegen können die Schätzungen des EL und der PD von Tranchen – d.h. die Ratings – der einzelnen Rating-Agenturen voneinander abweichen, was auf Unterschiede in der Methodik und/oder den Annahmen zurückzuführen ist. Hieraus wiederum entsteht das sogenannte Modellrisiko, d.h. das Risiko, dass das spezifische Modell, das verwendet wird, um die Bonitätsverbesserung einer bestimmten Tranche und ihr Rating zu



bestimmen, das „wahre“ Risiko der Tranche möglicherweise nur ungenau wiedergibt. Anleger müssen also das Modellrisiko, dem sie ausgesetzt sind, genau kennen, um angemessene, dem Risiko entsprechende Renditen verlangen zu können.¹³

Ratings und Risikoeigenschaften der Tranchen

Basis von Ratings:
erwarteter Verlust
oder Ausfallwahrscheinlichkeit ...

In diesem Zusammenhang stellt sich überdies die Frage, ob Ratings, soweit sie EL und PD zutreffend wiedergeben, ein guter Richtwert für die Risikoeigenschaften tranchierter Instrumente sind. So können z.B. Tranchen strukturierter Finanzinstrumente je nach ihrer Position in der Rangstruktur einen stärkeren Hebeleffekt aufweisen als das Portfolio zugrundeliegender Aktiva. Das heisst: Je tiefer der Rang einer gegebenen Tranche und je geringer ihr Volumen, desto grösser ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Inhaber dieser Tranche einen beträchtlichen Teil seiner Investition verlieren wird.

Wie im Kasten auf Seite 88 erläutert, können die verschiedenen möglichen Risikoprofile, die durch die Tranchenbildung entstehen, im Hinblick auf unerwartete Verluste und den Verlustzeitpunkt zu beträchtlichen Unterschieden sowohl zwischen verschiedenen Tranchen als auch zwischen Tranchen und gewöhnlichen Anleiheportfolios führen. Zu beachten ist, dass diese Unterschiede selbst dann bestehen, wenn EL oder PD zweier Instrumente gleich sind. Daher können tranchierte Produkte Risikoeigenschaften aufweisen, die sich beträchtlich von denen gleich eingestufte Anleiheportfolios unterscheiden. Das heisst im Wesentlichen, dass Ratings bei strukturierten Finanzprodukten wegen der kombinierten Auswirkungen der Pool- und der Tranchenbildung den entsprechenden Risikogehalt wahrscheinlich weniger vollständig beschreiben als bei traditionellen Instrumenten. Insbesondere weil Kreditereignisse in den Randbereichen strukturierter Finanzprodukte oft wahrscheinlicher sind als bei traditionellen Instrumenten mit gleicher Bonitätseinstufung, kann die unangemessene Verwendung von Ratings zu ungewollten Engagements und unerwarteten Verlusten für Anleger führen.

... aber nicht
„Risiko“ im
allgemeineren
Sinne

Die Ratings von strukturierten Finanzprodukten und von Anleihen unterscheiden sich nicht nur in den oben erläuterten konzeptionellen Aspekten, sondern auch im Hinblick auf die empirisch beobachtete Rating-Stabilität im Zeitablauf. Da strukturierten Finanzprodukten ein Pool zugrunde liegt und sie deswegen stärker diversifiziert sind, ist zu erwarten, dass sie eine höhere durchschnittliche Rating-Stabilität aufweisen, was auch tatsächlich der Fall ist. Empirische Untersuchungen legen insbesondere den Schluss nahe, dass die Rating-Volatilität bei strukturierten Finanzprodukten beträchtlich geringer ist als bei Unternehmensanleihen. Allerdings ist offenbar die durchschnittliche Anzahl

¹³ Ein Vergleich der Ansätze der Rating-Agenturen für die CDO-Modellierung und eine Beschreibung der entscheidenden Bedeutung der Ausfallkorrelation für das Verständnis des Modellrisikos finden sich bei Fender und Kiff (2004); Amato und Gyntelberg (2005) zeigen, in welchem Ausmass die Preisreagibilität tranchierter Instrumente von den Ausfallkorrelationen abhängt.

Ratings und die Risikoeigenschaften strukturierter Finanzprodukte^①

Ratings sind Beurteilungen des *erwarteten Verlustes (expected loss, EL)* bzw. der *Ausfallwahrscheinlichkeit (probability of default, PD)* und entsprechen somit einer versicherungsmathematischen Vorstellung vom Kreditrisiko, die ausschliesslich auf dem ersten Moment der Verteilung möglicher Ergebnisse basiert. Bei konstantem EL birgt eine Anlage mit einer breiter gestreuten Verlustverteilung jedoch tendenziell ein grösseres Risiko. Deshalb werden die Risikoprofile von Finanzinstrumenten umfassender dargestellt, wenn Schätzungen des EL bzw. der PD durch Informationen zur *Ex-ante-Unsicherheit von Verlusten*, wie sie sich z.B. in der Varianz und höheren Momenten der Verlustverteilung widerspiegeln, ergänzt werden. Die Ex-ante-Unsicherheit von Kreditverlusten wiederum wird allgemein als *unerwarteter Verlust (unexpected loss, UL)* bezeichnet. Hinsichtlich strukturierter Finanzprodukte sind in diesem Zusammenhang zwei Überlegungen erwähnenswert:

1. Risikovergleiche zwischen Tranchen strukturierter Finanzprodukte

Infolge der Additivität des EL wird durch den Prozess der Tranchenbildung der EL des zugrundeliegenden Portfolios auf die verschiedenen Wertpapierklassen verteilt, die auf Basis des Pools emittiert werden. Obwohl die Eigenkapitaltranche vom Nominalwert her in der Regel die kleinste Tranche ist, trägt sie einen Grossteil des EL des Pools. Im Gegensatz dazu trägt die Senior-Tranche mit ihrem hohen Rating nur einen kleinen Teil des EL, obwohl sie den grössten Teil des Kapitalbetrags der Struktur beansprucht. Die Verteilung des UL auf die Tranchen folgt einem ähnlichen Muster: Im Verhältnis zum Nominalwert der Tranchen weisen die nachrangigen Tranchen tendenziell einen höheren UL auf. Und tatsächlich wird das Risikoprofil von Tranchen strukturierter Finanzprodukte im Wesentlichen von zwei Faktoren bestimmt: ihrem *Rang* (der definiert ist durch die Untergrenze der Tranche) und ihres *Volumens* („*thickness*“, d.h. dem Abstand zwischen Ober- und Untergrenze der Tranche; s. Grafik 2). Je niedriger der Rang, desto geringer ist der Schutz vor Verlusten und desto höher ist das Risiko einer bestimmten Tranche. Je „schmäler“ eine Tranche ist, desto stärker unterscheidet sich die Verlustverteilung tendenziell von der Verlustverteilung des gesamten Portfolios, da sie wahrscheinlich stärker bimodal und somit risikoreicher wird.

2. Risikovergleiche mit Vermögenswerten mit gleichem Rating

Ein weiterer Aspekt strukturierter Finanzprodukte ist, dass durch die Tranchenbildung möglicherweise Risikoprofile entstehen, die sich beträchtlich von denen gewöhnlicher Anleiheportfolios mit dem gleichen (gewichteten Durchschnitts-)Rating unterscheiden. Dies lässt sich zum einen durch die Möglichkeit erklären, dass die Eintreibungsquote bei nachrangigen Tranchen auf null sinken kann. Daher ist es bei extrem schweren Kreditausfällen möglich, dass Anleger in allen ausser den höchstrangigen Tranchen den gesamten investierten Betrag verlieren, selbst wenn die Eintreibungsquote über null liegen sollte. Je schmaler die Tranche, desto risikoreicher ist sie, da weniger Kreditausfälle ausreichen, um mit einem Durchbrechen der unteren Verlustgrenze einen Totalverlust zu verursachen. Deshalb besitzen nachrangige Tranchen eine breitere Ergebnisverteilung als Anleiheportfolios mit gleichem Rating und müssen folglich mit einer höheren Risikoprämie als herkömmliche Schuldinstrumente ausgestattet sein, um das zusätzliche Risiko abzugelten.

^① S. CGFS (2005), Gibson (2004) sowie Meli und Rappoport (2003).

von Bonitätsgraden pro Rating-Änderung bei strukturierten Finanzprodukten höher, was möglicherweise auf ihren weiter oben erwähnten stärkeren Hebeleffekt zurückzuführen ist. Die Wahrscheinlichkeit einer Rating-Änderung ist bei strukturierten Finanzprodukten also kleiner, während das Ausmass der Änderung, wenn sie eintritt, grösser ist. Gleichzeitig jedoch verbergen die Ergebnisse für strukturierte Finanzprodukte als Ganzes beträchtliche Unterschiede

zwischen verschiedenen Arten von strukturierten Instrumenten, und bestimmte Anlageklassen weisen einen merklich höheren Anteil an Bonitätsherabstufungen auf als Anleihen.¹⁴

Einige Folgerungen

Strukturierte Finanzinstrumente können zwar zu vollkommeneren Märkten und einer besseren Streuung des Kreditrisikos beitragen, doch werfen sie auch einige Fragen hinsichtlich potenzieller Auswirkungen auf die Finanzstabilität auf. Kann beispielsweise die Aufnahme strukturierter Instrumente in das Portfolio eines institutionellen Anlegers zu unerwarteten Risikokonzentrationen führen? Eine hiermit eng verbundene Frage ist, ob sich durch Anlagemandate mit vorgegebenen Ratings und ähnlichen Restriktionen die maximalen Risikoniveaus von Investitionsportfolios wirkungsvoll definieren lassen, wenn strukturierte Finanzinstrumente als Anlageklasse zulässig sind.

Die vorstehenden Erörterungen legen den Schluss nahe, dass tranchierte Wertpapiere eine besondere Herausforderung für die Anwendung rating-basierter Restriktionen darstellen, da die höhere Wahrscheinlichkeit von Kreditereignissen in den Randbereichen der Verlustverteilung von den Ratings, die den erwarteten Verlust oder die Ausfallwahrscheinlichkeit einschätzen, nicht erfasst wird. Die transaktionsspezifische Dokumentation macht die Aufgabe, den Risikogehalt tranchierter Instrumente zu bewerten, noch schwieriger, weshalb sich die Anleger bei der Ausübung von Sorgfaltspflichten („Due Diligence“) womöglich noch stärker auf Ratings verlassen. Sogar wenn Portfoliomanager die eingegangenen Risiken tatsächlich genau verstehen, sind sie möglicherweise immer noch versucht, das Portfoliorisiko durch strukturierte Wertpapiere auf ein höheres Niveau zu bringen, als von denjenigen, die ihr Anlagemandat festlegten, beabsichtigt war. Deshalb sollten sich Marktteilnehmer und Aufsichtsinstanzen nicht ausschliesslich auf Ratings verlassen, wenn sie die Risikolimits für Kreditportfolios festlegen.¹⁵

Ein weiteres Problem ist das Modellrisiko, das eng mit der Komplexität strukturierter Produkte und der Reagibilität des Tranchenrisikos auf unterschiedliche, in den Schätzungen der Verlustverteilung des Forderungspools

Übermässiges
Vertrauen in
Ratings ...

... und Modell-
risiko ...

¹⁴ Ein Beispiel hierfür sind CDO, für die Moody's das Verhältnis von Herab- zu Heraufstufungen im Zeitraum 1991–2002 mit 19,0 angibt, im Vergleich zu einem langfristigen Verhältnis von 1,2 für alle strukturierten Finanzprodukte und 2,3 für Unternehmensanleihen. Laut Marktangaben war dieses Ergebnis im Wesentlichen auf eine ungewöhnlich hohe Anzahl von Ausfällen und Herabstufungen bei in CDO-Pools enthaltenen Anleihen und auf Gemeinsamkeiten in der Konzentration auf bestimmte Schuldner zurückzuführen. S. auch Violi (2004).

¹⁵ Die Eigenkapitalvorschriften für die Verbriefungsbestände von Banken in der neuen Rahmenvereinbarung „Basel II“ können als Reflexion dieser Überlegungen angesehen werden. Diese Vorschriften berücksichtigen nicht nur das einer Tranche zugewiesene Rating, sondern beziehen auch explizit Faktoren wie etwa den Grad der Nachrangigkeit einer Tranche und die „Granularität“ des zugrundeliegenden Forderungspools mit ein. Nähere Ausführungen zu den unterschiedlichen Ansätzen für die Berechnung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals für Verbriefungen finden sich in: Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2005), Kasten 6.

enthaltene Annahmen verbunden ist.¹⁶ Namentlich wird jede Auswirkung von schlecht spezifizierten Modellparametern, wie etwa der Ausfallkorrelation, womöglich durch „Governance“-Probleme noch vergrössert, da die Inhaber der Eigenkapitaltranche Forderungspools bevorzugen, die sich aus Schuldnern mit hohen Ausfallkorrelationen zusammensetzen, zum Nachteil der Inhaber der hochrangigen Tranchen.

Zu beachten ist ferner, dass das Modellrisiko auch ein Merkmal von Preisfindungsmodellen ist, die von Arrangeuren und anderen Marktteilnehmern verwendet werden. Da diese Modelle bisher noch kaum der Belastungsprobe einer wahrhaft bedeutenden Krise unterzogen wurden, ist auch für die versiertesten Marktteilnehmer beim Handel mit strukturierten Instrumenten Vorsicht angebracht, weil durchaus die Möglichkeit von falsch bewerteten oder falsch gehandhabten Engagements besteht. Darüber hinaus kann die Aufnahme von Tranchenprodukten in ein bestehendes Portfolio Probleme der Korrelationssteuerung auf Portfolioebene hervorrufen – insbesondere für „korrelationsintensive“ Instrumente, wie etwa aus Tranchen anderer CDO bestehende CDO.

Glücklicherweise sind sich offenbar viele, wenn nicht sogar die meisten Marktteilnehmer recht gut über diese Probleme im Klaren. Markterhebungen lassen vermuten, dass sich Investoren bei Anlageentscheidungen bezüglich strukturierter Finanzprodukte nicht ausschliesslich auf Ratings verlassen, sondern die Ratings als Teil eines breiter angelegten Risikomanagement-Prozesses ansehen. Investoren, die nicht die Kapazitäten zur Analyse komplexer strukturierter Finanzinstrumente, wie etwa CDO, besitzen, meiden diese laut eigener Aussage (CGFS 2005 und EZB 2004). Wenn jedoch die Märkte für strukturierte Finanzprodukte breiter werden und auch weniger versierte institutionelle Anleger sowie Privatanleger mit einschliessen, ist das Risiko unerwarteter Verluste tatsächlich vorhanden.

... bergen das Risiko unerwarteter Verluste

Die schnelle Weiterentwicklung der strukturierten Finanzmärkte bedeutet, dass immer wieder neue Strukturen und Anlageklassen eingeführt werden. Damit eröffnen ungewohnte Strukturen neue Möglichkeiten für unerwartetes Verhalten von Investoren und anderen Marktteilnehmern, während der Mangel an historischen Daten zur Wertentwicklung von neuen Anlageklassen das Modellrisiko zusätzlich erhöht. Angesichts der in diesem Artikel erörterten Probleme und der Tatsache, dass der strukturierte Finanzmarkt bislang noch keiner wirklichen Belastungsprobe ausgesetzt war, tun sowohl politische Entscheidungsträger als auch Marktteilnehmer gut daran, die Entwicklungen an diesen Märkten genau zu verfolgen und sich zu bemühen, ihre zentralen Herausforderungen genau zu verstehen.

¹⁶ Dieses Modellrisiko ist auch bei traditionellen Anleihe-Ratings vorhanden. Da jedoch der Rating-Prozess bei Anleihen weniger quantitativ ausgerichtet ist, ist das Modellrisiko in den Ratings strukturierter Finanzprodukte zweifellos grösser, und seine Ursachen sind leichter erkennbar.

Bibliografie

Amato, J. und J. Gyntelberg (2005): „Indextranchen von Credit Default Swaps und die Bewertung der Kreditrisikokorrelationen“, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 83–98.

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

Ammer, J. M. und N. Clinton (2004): „Good news is no news? The impact of credit rating changes on the pricing of asset-backed securities“, *International Finance Discussion Paper*, Nr. 809, Federal Reserve Board, Juli (verfügbar auf www.bis.org zusammen mit CGFS 2005).

Ashcraft, A (2004): *How does tranching add economic value?*, Federal Reserve Bank of New York, Mimeo (verfügbar auf www.bis.org zusammen mit CGFS 2005).

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem/CGFS (2003): *Credit risk transfer*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, Januar (verfügbar auf www.bis.org).

——— (2005): *The role of ratings in structured finance: issues and implications*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, Januar (verfügbar auf www.bis.org).

Cousseran, P.O., K. Hall, I. von Koeppen-Mertes und Y. Nakata (2004): *Non-credit risks in structured finance*, Mimeo (verfügbar auf www.bis.org zusammen mit CGFS 2005).

Europäische Zentralbank (2004): *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, Mai.

Fender, I. und J. Kiff (2004): „CDO rating methodology: some thoughts on model risk and its implications“, *BIS Working Papers*, Nr. 163, November (verfügbar auf www.bis.org), demnächst in *Journal of Credit Risk*.

Gibson, M. (2004): „Understanding the risk of synthetic CDOs“, *Finance and Economics Discussion Series*, Nr. 36, Federal Reserve Board, Washington D.C.

Gorton, G. und G. Pennacchi (1990): „Financial intermediaries and liquidity creation“, *Journal of Finance*, Vol. 45(1), S. 49–71.

Meli, J. und P. Rappoport (2003): *Tranched credit relative value*, JPMorgan Fixed Income Quantitative Strategy, Dezember.

Mitchell, J. (2004): *Financial intermediation theory and structured finance markets*, Banque Nationale de Belgique, Mimeo (verfügbar auf www.bis.org zusammen mit CGFS 2005).

Violi, R. (2004): *Credit ratings transitions in structured finance*, Banca d'Italia, Mimeo (verfügbar auf www.bis.org zusammen mit CGFS 2005).

Marktöffnung mithilfe eines regionalen Anleihefonds: Lehren aus dem ABF2¹

Mit der Schaffung eines regionalen Anleihefonds wollen Zentralbanken in Ostasien und dem pazifischen Raum Hemmnisse an acht Märkten der Region abbauen. Darüber hinaus beinhaltet die Struktur des Fonds einen Anreizmechanismus zur weiteren Reduzierung solcher Hemmnisse.

JEL-Klassifizierung: E440, G150, G160, G180, O160.

Seit der Asien-Krise von 1997 sind die asiatischen Anleihemärkte in Landeswährung rasch gewachsen. Dennoch dürfte ihr Potenzial im Hinblick auf die Intermediation von Kapitalflüssen zwischen einheimischen Sparern und Schuldner noch immer nicht voll ausgeschöpft sein. Die seit der Krise verzeichneten Kapitalströme zeigen, dass asiatische Anleger überwiegend in niedrig verzinsten ausländischen Wertpapieren, ausländische Anleger dagegen in höher verzinslichen asiatischen Vermögenswerten investieren. In gewissem Umfang ist diese Entwicklung auf die Portfoliodiversifizierung zurückzuführen; insgesamt lässt sie jedoch darauf schließen, dass die Finanzintermediation zu einem beträchtlichen Teil ausserhalb Asiens erfolgt. Um diesen Prozess wieder nach Asien zurückzuverlagern, sind nach Auffassung der dortigen Entscheidungsträger tiefere und liquidere lokale Anleihemärkte erforderlich.

Auf dieser Grundlage wurden in der Region verschiedene länderübergreifende Projekte zur Reform der Märkte eingeleitet. Thema dieses Features ist ein solches Vorhaben, das insofern ungewöhnlich ist, als ein eigentlicher Anleihefonds unter finanzieller Beteiligung der betroffenen Institutionen aufgelegt wurde. Das Vorhaben wird vom Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP) getragen.² Der von den EMEAP-Mitgliedern aufgelegte

¹ Der Dank der Autoren gilt Claudio Borio, Pierre Cardon, Norman Chan, Guy Debelle, Már Gudmundsson, Robert McCauley, Frank Packer, Sakkapop Panyanukul, Ramona Santiago, Atsushi Takeuchi, Philip Wooldridge und Sunny Yung für hilfreiche Diskussionen. Dieser Beitrag gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Dem EMEAP gehören die folgenden 11 Zentralbanken bzw. Währungsbehörden an: die Reserve Bank of Australia, die People's Bank of China, die Hong Kong Monetary Authority, die Bank Indonesia, die Bank of Japan, die Bank of Korea, die Bank Negara Malaysia, die Reserve Bank of New Zealand, die Bangko Sentral ng Pilipinas, die Monetary Authority of Singapore und die Bank of Thailand.

Anleihefonds wird als Asian Bond Fund 2 (ABF2) bezeichnet. Nach Ansicht der Autoren haben die Reformbemühungen dieser Gruppe in beträchtlichem Masse von den mit der Auflage des Fonds erworbenen Praxiserfahrungen profitiert.

Im Folgenden werden zunächst die jüngsten Entwicklungen an den ostasiatischen Anleihemärkten in Landeswährung zusammengefasst und die grössten Hemmnisse an diesen Märkten beschrieben. Danach werden Struktur und Charakteristika des ABF2 vor dem Hintergrund verschiedener regionaler Initiativen zur Förderung der Anleihemärkte erläutert. Zuletzt stehen die Bedeutung des ABF2 für die Reform der regulatorischen Rahmenbedingungen für Anleihemärkte im Blickpunkt sowie Beispiele für Markthemmnisse, die durch die Schaffung des Fonds reduziert wurden, und Mechanismen, die künftig für Anreize zu einem weiteren Abbau dieser Hemmnisse sorgen sollen.

Ostasiatische Anleihemärkte in Landeswährung

Nach der Asien-Krise 1997 wurden anfänglich Befürchtungen laut, dass asiatische Schuldner aufgrund des Mangels an gut entwickelten Märkten für Schuldtitel in Landeswährung zur Kreditaufnahme in Fremdwährung gezwungen seien, was die Anfälligkeit dieser Länder gegenüber spekulativen Angriffen auf den Wechselkurs erhöhe. Seither haben die Volkswirtschaften der Region jedoch so umfangreiche Währungsreserven angesammelt, dass das Risiko einer erneuten Währungskrise nicht mehr unmittelbar Anlass zur Besorgnis gibt. Wichtiger für die Entscheidungsträger in der Region ist die Befürchtung, dass das Volumen der Währungsreserven auf eine mangelnde Effizienz der inländischen Finanzintermediation hindeuten könnte, da diese Reserven im Vergleich zu den Kosten einer Kreditaufnahme im Ausland offenbar deutlich weniger Zinsen einbringen.

Währungskrise kein
Thema mehr ...

Bei McCauley (2003) wird anhand der Bruttokapitalströme nachgewiesen, dass asiatische Anleger seit der Asien-Krise tatsächlich überwiegend in niedrig verzinslichen ausländischen Vermögenswerten investieren, ausländische Anleger dagegen in höher verzinslichen Vermögenswerten an den asiatischen Inlandsmärkten. Anders ausgedrückt werden asiatische Ersparnisse im Ausland angelegt und kehren in Form ausländischer Investitionen zurück. Die Finanzintermediation findet somit an den weiter entwickelten Finanzmärkten in Europa und Nordamerika statt. Eigentlich sollte dieser Prozess aufgrund der Bedeutung lokal verfügbarer Informationen an den jeweiligen inländischen Märkten stattfinden. Für die Entscheidungsträger in Asien stellt sich nun offenbar die Frage, ob die Intermediation – ordnungsgemäss funktionierende Anleihemärkte in Landeswährung vorausgesetzt – nicht im Inland gehalten und damit bis zu einem gewissen Grad Kreditkosten eingespart werden könnten.

Bestimmte wirtschaftliche Folgen der Asien-Krise hatten die Entwicklung der Anleihemärkte in Landeswährung in der Region bereits vorangetrieben. Aufgrund der Schrumpfung der Volkswirtschaften waren die Regierungen der Region mit Haushaltsdefiziten konfrontiert. Daneben erforderte die gross angelegte Sanierung des Bankensektors umfangreiche Finanzmittel. In dieser Situation bemühten sich die asiatischen Regierungen darum, den Finanzbedarf

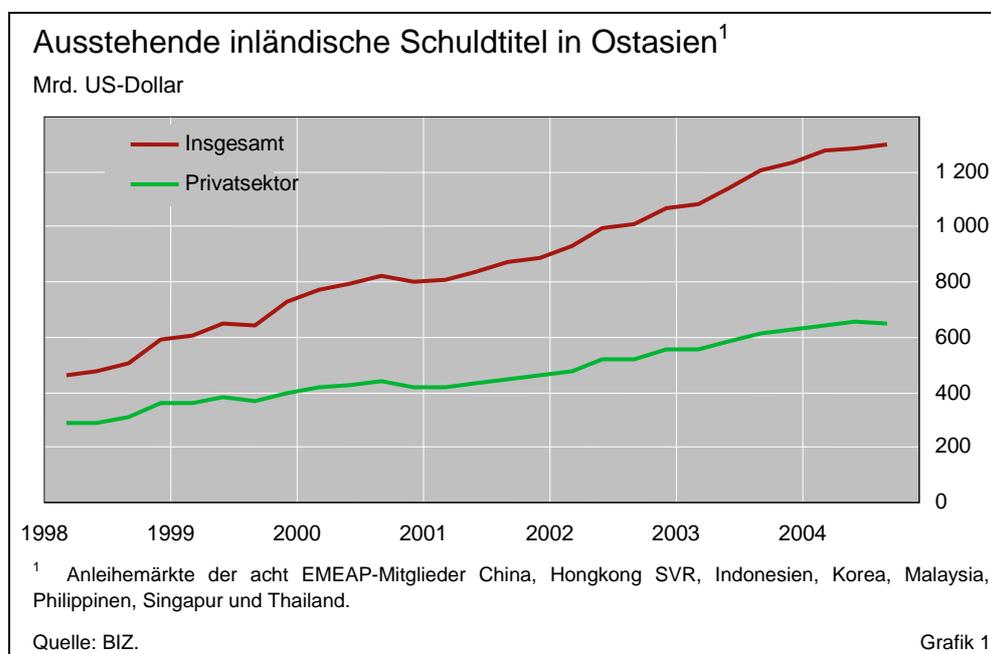
... hat allerdings
eine Rolle gespielt

durch Mittelaufnahme in der Region und in Landeswährung statt durch Auslandskredite zu decken. Infolgedessen hat sich der Gesamtbetrag der ausstehenden inländischen Verschuldung in Ostasien (ohne Japan) seit 1998 nahezu verdreifacht (Grafik 1).³ Insofern als das blosse Schuldenvolumen die Entwicklung der Märkte fördern kann, hat die Asien-Krise also einen Beitrag zur Entstehung von Anleihemärkten in Landeswährung in der Region geleistet.

Andere Faktoren jedoch scheinen sich weiterhin negativ auf die Entwicklung dieser lokalen Märkte auszuwirken. Während die lebhaftere Emissionstätigkeit die Primärmärkte stützt, sind die Sekundärmärkte unverändert durch mangelnde Liquidität geprägt. Daneben bestehen nach wie vor verschiedene grenzüberschreitende und lokale Markthemmnisse. Ein Überblick über die grenzüberschreitenden Hemmnisse in Asien findet sich bei Takeuchi (2004), und die meisten werden auch ausfuhrlieh in der Literatur zu Kapitalverkehrskontrollen behandelt; lokale Hemmnisse dagegen wurden als vergleichsweise unbedeutend angesehen und erhielten bisher nicht genügend Aufmerksamkeit.

Im Rahmen von Kapitalverkehrskontrollen ist es ausländischen Anlegern in der Regel untersagt, an lokalen Märkten zu investieren oder investiertes Kapital oder dessen Erträge zu repatriieren. Häufig wird auch der Währungsumtausch eingeschränkt, oder es werden sonstige Verbote erlassen und regulatorische Hürden errichtet, die für Emittenten und Anleger gleichermaßen gelten. Derartige Kontrollen sind in Asien nachweislich noch wirksam. So zeigen z.B. Ma und McCauley (2004), dass die Arbitragetatigkeit immer noch nicht ausreicht, um die Onshore- und Offshore-Renditen an verschiedenen asiatischen Geldmärkten auszugleichen.

Grenzüberschreitende ...



³ Für einen Überblick über die Anleihemarktentwicklung seit der Krise von 1997 s. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999), McCauley und Remolona (2000), Jiang und McCauley (2004), Battellino (2004) und Sheng (2005).

Zu den lokalen Markthemmnissen gehören Steuern, eine unzureichende Marktentwicklung und mangelhafte Einrichtungen für Clearing und Abwicklung. Quellensteuern und Steuern auf Finanztransaktionen sind an einigen lokalen Märkten nach wie vor erhebliche Kostenfaktoren für ausländische Anleger. In manchen EMEAP-Ländern gelten Steuerbefreiungen nur für gebietsfremde Anleger und in einigen Fällen nur für bestimmte Wertpapiere. Eine unzureichende Marktentwicklung zeigt sich beispielsweise durch das Fehlen einer breiten und diversifizierten Anleger-, Emittenten- und Produktbasis; dies wirkt sich ungünstig auf die Liquidität aus. Bei Jiang und McCauley (2004) wurde nachgewiesen, dass die Marktgrösse, eine diversifizierte Anlegerbasis und die Verfügbarkeit von Absicherungsinstrumenten von entscheidender Bedeutung für die Schaffung tiefer und liquider Märkte in Asien sind. Mangelhafte Einrichtungen für Verwahrung, Clearing und Abwicklung hemmen die Entwicklung der Anleihemärkte ebenfalls. An den meisten asiatischen Anleihemärkten ist es immer noch recht mühsam und zuweilen unmöglich, grenzüberschreitende Anleihetransaktionen abzuwickeln.

... und lokale
Hemmnisse

Regionale Zusammenarbeit und das ABF2-Projekt

In Ostasien wurden bereits mehrere regionale Gemeinschaftsinitiativen zur Entwicklung der inländischen Anleihemärkte eingeleitet. Diese regionalen Initiativen haben sich auf die Öffnung der inländischen Märkte für ausländische Portfolioinvestitionen durch den Abbau lokaler und grenzüberschreitender Hemmnisse konzentriert. Allerdings wurden nur im Rahmen der ABF2-Initiative eigentliche Fonds für Anlagen an den Anleihemärkten in Landeswährung aufgelegt. In diesem Abschnitt wird aufgezeigt, dass durch diesen ungewöhnlichen Ansatz die Regulierungsbehörden derart konkret mit Hemmnissen konfrontiert werden, dass ein wirksamer Mechanismus für regulatorische Reformen entsteht. Im Prinzip hätten auch die privaten Anleger bei der Auflage von Investmentfonds auf Reformen drängen können. Marktreformen sind jedoch insofern ein öffentliches Gut, als ihre Vorteile zahlreichen Anlegern zugute kommen. Einzelne Anleger dürften daher nicht bereit sein, für die mit dem Ingangbringen solcher Reformen verbundenen Kosten aufzukommen, da sie nicht allein von ihren Vorzügen profitieren würden.

Regionale Gemeinschaftsinitiativen in Asien

Mindestens drei grössere staatlich unterstützte regionale Organisationen in Asien haben Vorstösse unternommen, um die Entwicklung der Finanzmärkte in der Region voranzutreiben (Battellino 2004). Unter der Schirmherrschaft der Asia-Pacific Economic Cooperation (APEC)⁴ konzentriert sich eine Initiative auf die Entwicklung von Verbriefungen und Kreditgarantien. Innerhalb der

Drei regionale
Organisationen ...

⁴ Der APEC gehören 21 Volkswirtschaften an: Australien, Brunei Darussalam, Chile, China, Hongkong SVR, Indonesien, Japan, Kanada, Korea, Malaysia, Mexiko, Neuseeland, Papua-Neuguinea, Peru, Philippinen, Russland, Singapur, Taiwan (China), Thailand, USA und Vietnam.

Association of South East Asian Nations Plus Three (ASEAN+3)⁵ wurden sechs Arbeitsgruppen gegründet, die sich mit einer breiten Themenpalette im Zusammenhang mit den lokalen Anleihemärkten in Asien befassen. Als dritte Organisation sind die EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden zu nennen, die hinter der Auflage asiatischer Anleihefonds (ABF) stehen.

... sich ergänzende
Initiativen ...

Die Initiativen dieser drei regionalen Organisationen ergänzen einander weitgehend. So hat die „Asian Bond Market“-Initiative der ASEAN+3 dazu beigetragen, dass multilaterale Entwicklungsorganisationen in drei Ländern neu Anleihen in der jeweiligen Landeswährung emittieren können. Die Asiatische Entwicklungsbank (ADB), die International Finance Corporation (IFC) und die Weltbank haben diese Möglichkeit bereits genutzt und jeweils Anleihen in malaysischen Ringgit begeben.⁶ Die ADB hat darüber hinaus eine Emission in thailändischen Baht begeben und plant Anleihen in philippinischen Pesos und chinesischen Renminbi. Solche Aktionen erhöhen das Angebot an den lokalen Anleihemärkten, und der ABF2 verstärkt seinerseits die Nachfrage nach solchen Anleihen.

... und zwei
Anleihefonds

Im Rahmen der ABF-Initiativen hat eine regionale Organisation erstmals finanzielle Mittel zur Auflegung eines eigentlichen Anleihefonds in Asien zur Verfügung gestellt. Im Juni 2003 legten die EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden den ersten Fonds – den Asian Bond Fund 1 (ABF1) – auf; hierzu wurden Währungsreserven der 11 Mitglieder in Höhe von \$ 1 Mrd. zusammengelegt und in US-Dollar-Anleihen von staatlichen und staatsnahen Kreditnehmern aus acht EMEAP-Volkswirtschaften investiert.⁷ Dabei wurde zum ersten Mal in Asien ein gemeinsamer Pool von Währungsreserven geschaffen. Die EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden haben inzwischen den zweiten Fonds, den Asian Bond Fund 2 (ABF2), aufgelegt. Dieser soll Reserven der EMEAP-Mitglieder im Umfang von \$ 2 Mrd. in Anleihen investieren, die von staatlichen und staatsnahen Emittenten aus denselben acht EMEAP-Volkswirtschaften in Landeswährung begeben werden.⁸

Gemeinsames „learning by doing“: der ABF2

Wie oben dargelegt, besteht der wichtige Unterschied der ABF2-Initiative darin, dass hier ein eigentlicher Anleihefonds in Landeswährung aufgelegt wurde. Der zuvor emittierte ABF1 beschränkte sich auf Dollaranleihen, die überwiegend an weiter entwickelten internationalen Anleihemärkten gehandelt werden.

⁵ Der ASEAN-Gruppe gehören Brunei Darussalam, Indonesien, Kambodscha, Laos, Malaysia, Myanmar, die Philippinen, Singapur, Thailand und Vietnam an. Die „+3“-Länder sind China, Japan und Korea.

⁶ Seit Ende 2004 emittierten drei internationale Organisationen in Malaysia Anleihen in Landeswährung: die ADB (MYR 400 Mio.), die IFC (MYR 500 Mio.) und die Weltbank (MYR 760 Mio.). Im Jahr 2005 legte die ADB in Thailand eine Anleihe mit einem Gesamtvolumen von THB 4 Mrd. auf.

⁷ Die ABF investieren nicht in den drei EMEAP-Ländern Australien, Japan und Neuseeland.

⁸ Der ABF1 wird von der BIZ verwaltet; beim ABF2 nimmt sie lediglich administrative Aufgaben wahr.

Dennoch spielte dieser erste Fonds insofern eine wichtige Rolle, als er den EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden eine Möglichkeit bot, gemeinsam eine Vertrauensbasis für eine engere Zusammenarbeit und die Weiterentwicklung der lokalen Finanzmärkte zu schaffen.

Der ABF2 besteht aus insgesamt neun Einzelfonds: einem Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF; gesamtasiatischer Anleiheindexfonds) und acht Länderfonds für die einzelnen Märkte (Abb. 1). Der PAIF ist ein auf einem einzelnen Index basierender Anleihefonds, der in von staatlichen und staatsnahen Schuldnern aus acht EMEAP-Märkten emittierten Anleihen in Landeswährung investiert. Er wird ohne Währungsabsicherung in US-Dollar notiert (vgl. Kasten). Die acht Länderfonds investieren jeweils an dem entsprechenden Anleihemarkt in Landeswährung. Alle neun Fonds bilden für sich einen externen, von der International Index Company (IIC) zusammengestellten Anleiheindex nach. Die IIC war massgeblich an der Entwicklung der äusserst erfolgreichen Credit-Default-Swap-Indizes (CDS-Indizes) in Europa und Nordamerika beteiligt.⁹ Mit dem Management des PAIF und der Länderfonds für die einzelnen Märkte wurden verschiedene Fondsmanager aus dem privaten Sektor betraut, die im Rahmen einer passiven Anlagestrategie jeweils den relevanten Index nachbilden sollen.

Neun einzelne
Fonds ...

Das ABF2-Konzept wird in zwei Phasen realisiert. In Phase 1 sind die Investitionen im PAIF und in den Länderfonds auf die von den 11 EMEAP-Mitgliedern eingelegten Währungsreserven im Gesamtumfang von \$ 2 Mrd. beschränkt. Die EMEAP-Gruppe hat die Phase 1 des ABF2 vor Kurzem offiziell eingeleitet. In Phase 2 sollen der PAIF und die acht Länderfonds allmählich für andere institutionelle Investoren und Privatanleger innerhalb und ausserhalb der EMEAP-Volkswirtschaften geöffnet werden. Dabei können die neun Anleihefonds in den einzelnen Ländern in unterschiedlichem Tempo und zu unterschiedlichen Zeitpunkten für die Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden. Der PAIF dürfte ungefähr Ende Juni 2005 für andere Anleger geöffnet werden; bei einigen Länderfonds könnte sich der Prozess über einen etwas längeren Zeitraum erstrecken. Die schrittweise Umsetzung des Vorhabens ermöglicht es den Zentralbanken, Markthemmnisse nach und nach zu erkennen und sie in einem realistischen Zeitrahmen zu beseitigen.

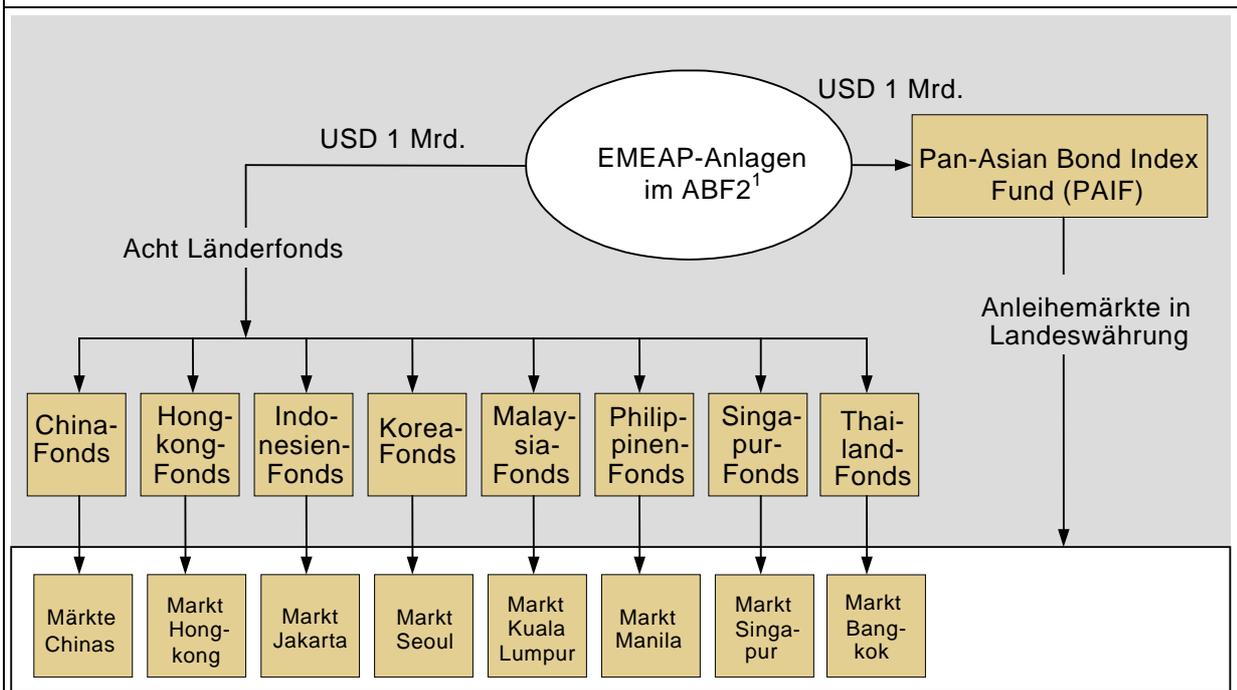
... in zwei Phasen

Wenn im Rahmen der Reformbemühungen eigentliche Fonds aufgelegt werden, hat dies den entscheidenden Vorteil, dass aus Praxiserfahrungen gelernt werden kann. Diskussionen mit den Verantwortlichen deuten darauf hin, dass die EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden bei der Schaffung des ABF2 mit unzähligen Markthemmnissen konfrontiert waren, die häufig für sich genommen zunächst geringfügig erschienen, aber doch allesamt von entscheidender Bedeutung für das Funktionieren der Fonds waren. Selbst

„Learning by doing“

⁹ CDS-Indizes sind inzwischen das am häufigsten gehandelte Instrument an den Kreditmärkten. Die wichtigsten CDS-Indizes sind der DJ iTraxx für Europa und der DJ CDX für Nordamerika. Beide wurden durch die Fusion zweier konkurrierender Indexfamilien – Trac-x und iBoxx – geschaffen. S. Amato und Gyntelberg (2005).

ABF2-Struktur für Anlagen der EMEAP-Mitglieder



¹ Die BIZ nimmt bei den Anlagen der EMEAP-Mitglieder im ABF2 administrative Aufgaben wahr.

Abb. 1

wenn die Hemmnisse bereits vor der ABF2-Initiative bekannt waren, stellten sie sich zum Teil als bedeutsamer heraus als ursprünglich angenommen. Die Tatsache, dass es sich bei dem Projekt um eine Gemeinschaftsinitiative handelte, führte zu einem besseren Verständnis der EMEAP-Mitglieder für besondere Hemmnisse an ihren jeweiligen inländischen Anleihemärkten und für mögliche Wege, diese Hemmnisse zu überwinden. So beschleunigten Währungsbehörden angesichts der bereits erfolgten Umsetzung bestimmter Marktreformen in den Nachbarländern ihre eigenen Initiativen. Häufig arbeiteten die Mitarbeiter der Zentralbanken gemeinsam mit Kollegen des Finanzministeriums oder der Wertpapieraufsicht am Abbau der jeweiligen Hemmnisse.

Die Zentralbanken haben erkannt, dass ihre Arbeit in dieser Hinsicht bei Weitem noch nicht abgeschlossen ist, und sich auf einen Anreizmechanismus zum weiteren Abbau von Markthemmnissen geeinigt. Diese Hemmnisse werden insbesondere bei der Allokation des Portfolios auf die verschiedenen inländischen Märkte berücksichtigt: Das Gewicht eines einzelnen Marktes im Portfolio des ABF2 nimmt in dem Masse zu, wie grenzüberschreitende und lokale Markthemmnisse beseitigt werden.

Die Einrichtung eines liquiden gesamtasiatischen Anleiheindexfonds

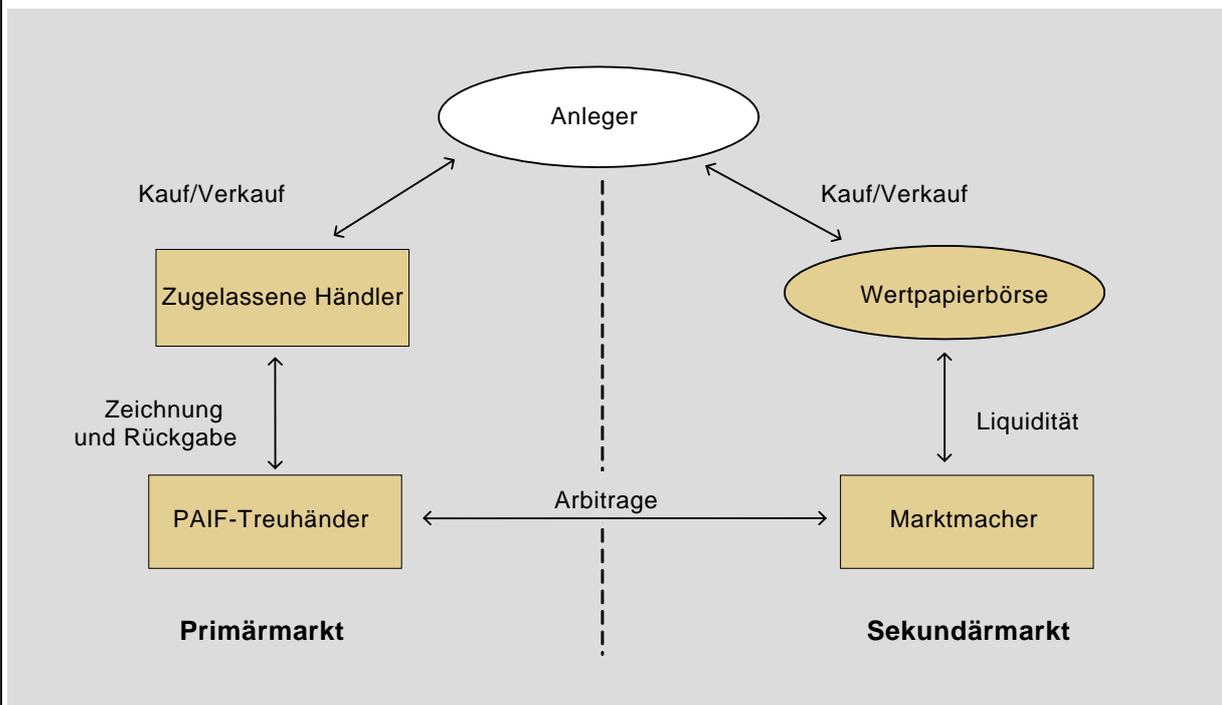
Pierre Cardon

Ziel des Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF) ist es, institutionellen Investoren und Privatanlegern einen einfachen, transparenten und kostengünstigen Zugang zu den lokalen asiatischen Anleihemärkten zu ermöglichen. Die zentrale Herausforderung bestand darin, die aus den Skaleneffekten der passiven Nachbildung eines regionalen Index gewonnenen Kostenvorteile an die Anleger weiterzugeben. Als Index wurde der ohne Währungsabsicherung in US-Dollar notierte iBoxx Pan Asia Index ausgewählt, der acht lokale asiatische Anleihemärkte über eine transparente Indexstruktur abbildet.

Aufgrund der regionalen Ausrichtung des Fonds gab es keine „natürliche“ Vorgabe für den Heimatmarkt innerhalb der EMEAP-Volkswirtschaften. Aus steuerlicher, rechtlicher und operativer Sicht sowie aus Marketingüberlegungen erschien ein in Singapur domizilierter offener Investmentfonds mit anfänglicher Börsennotierung an der Hongkonger Börse als attraktivster Lösungsansatz für alle Anleger: Diese bislang einzigartige Kombination von Heimatmarkt und Börsennotierung steht noch unter dem Vorbehalt der Genehmigung durch die zuständigen Behörden.

Der Fonds wird als offener, börsennotierter Investmentfonds ausgestaltet; diese Strukturmerkmale ermöglichen auch an relativ illiquiden lokalen Anleihemärkten eine stabile Preisbildung für einen passiv verwalteten Fonds. Anleger können beim Handel des PAIF zwischen zwei Alternativen wählen. Wie in der nachstehenden Abbildung gezeigt, können sie entweder über Händler auf Fondstreuhänder zugreifen und so Fondsanteile zum Nettoinventarwert auf Basis tagesgleicher Schlusskurse kaufen bzw. zurückgeben („Primärmarkt“) oder Anteile an der Börse kaufen bzw. verkaufen („Sekundärmarkt“). Nach dem Vorbild anderer in der Region aufgelegter Fonds unterliegt der Primärmarkthandel von PAIF-Anteilen bestimmten Einschränkungen, um so die Liquidität am Sekundärmarkt zu konzentrieren. Dessen ungeachtet kommt dem Primärmarkt nach wie vor eine wichtige Rolle in der Preisbildung zu: Durch Arbitrage zwischen Primär- und Sekundärmarkt wird sichergestellt, dass sich die Preise am Sekundärmarkt am Nettoinventarwert des Fonds orientieren.

Zwei Möglichkeiten zum Handel des PAIF



Der Primärmarkt für den PAIF wird auf einen begrenzten Kreis zugelassener Händler beschränkt, über die erst nach Abschluss einer Vereinbarung mit dem Fondsmanager täglich Zeichnungen und Rückgaben vorgenommen werden können. Hierbei gilt eine Mindesttransaktionsgrösse, die dem Fondsmanager die Handhabung von Mittelzu- bzw. -abflüssen erleichtern soll. Für Zeichnungen bzw. Rückgaben gegen Barzahlung gilt eine tägliche Volumengrenze; darüber hinaus erhebt der Fondsmanager eine Verwässerungsgebühr. Bei Zeichnungen gegen Sacheinlage oder Rückgaben gegen Sachauskehrung – also jeweils im Tausch gegen einen Korb von Anleihen – gilt keine Volumenbegrenzung, und die Verwässerungsgebühr entfällt. Die Durchführung solcher Transaktionen liegt im Ermessen des Fondsmanagers. Die Handelsmöglichkeit gegen Sacheinlage bzw. -auskehrung beim PAIF ähnelt der Struktur eines börsengehandelten Anleihefonds, bei dem dieser Mechanismus jedoch stärker formalisiert ist.

Im Sekundärmarkt ernannt der Fondsmanager Marktmacher zur Bereitstellung von Liquidität im börslichen Anteilshandel. Neben der Verpflichtung zur Notierung enger Geld-Brief-Spannen an der Börse ist es deren Aufgabe, den Nettoinventarwert des Fonds laufend gegen den Börsenpreis abzugleichen und gegebenenfalls durch Arbitrage einzugreifen. Zur Erleichterung der Liquiditätsversorgung des Marktes erhalten Marktmacher Priorität bei Primärmarkttransaktionen bis zu einem festgelegten Tagesvolumen und können sich Fondsanteile von institutionellen Anlegern ausleihen.

Der PAIF wird voraussichtlich ab Ende Juni 2005 öffentlich handelbar sein. Vor der Börsennotierung werden die EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden durch Sacheinlage von Anleihen in Landeswährung im Gegenwert von rund \$ 1 Mrd., die während Phase 1 des ABF2-Projekts erworben wurden, einen offenen Investmentfonds errichten. Das Fondsvolumen wird anschliessend über eine Privatplatzierung bei institutionellen Anlegern, zugelassenen Händlern und Marktmachern erhöht, bevor der Fonds an die Börse gebracht und somit für alle anderen Anleger am Sekundärmarkt zugänglich gemacht wird. Mit dieser Vorgehensweise sollen sowohl die Kosten niedrig gehalten werden als auch die oftmals mit einer absatzorientierten Erstnotierung verbundene Volatilität vermieden werden. Weitere Notierungen an anderen EMEAP-Börsen sind möglich, hängen jedoch von der Nachfrage lokaler Anleger sowie dem jeweiligen regulatorischen Umfeld ab.

Nach der Börseneinführung wird der PAIF der erste kostengünstige, passiv verwaltete Investmentfonds sein, der in den acht lokalen Anleihemärkten der EMEAP-Volkswirtschaften investiert. Zudem ist der PAIF der erste ausländische Fonds, dem direkter Zugang zum chinesischen Interbankanleihemarkt gewährt wurde. Vor diesem Hintergrund dürfte der PAIF besonders für Pensionsfonds und ähnliche Vorsorgevermögen interessant sein, die Diversifizierungsmöglichkeiten und attraktive langfristige Erträge suchen.

Bereits abgebaute Hemmnisse

In Anbetracht des relativ geringfügigen Anlagevolumens war die ABF2-Initiative anscheinend ungewöhnlich erfolgreich bei der Unterstützung von Reformen an den lokalen Anleihemärkten.¹⁰ Da parallel zum ABF2 weitere Initiativen eingeleitet wurden, lassen sich Änderungen im regulatorischen Umfeld nicht einfach nur auf den ABF2 zurückführen. Zahlreiche Beteiligte sind jedoch der Auffassung, dass er viel bewirkt hat. In diesem Abschnitt werden ein paar wenige Beispiele für den Abbau von Hemmnissen genannt. Eine umfassendere Übersicht soll Gegenstand künftiger Studien sein.

Der offensichtlichste Reformbedarf besteht auf dem Gebiet der Kapitalverkehrskontrollen. So hat Malaysia Massnahmen zur Liberalisierung des Devisenmarktes angekündigt, durch die im Wesentlichen der Zustand vor den während der Asien-Krise eingeführten Kapitalverkehrskontrollen wieder-

Lockerung von
Kapitalverkehrs-
kontrollen

¹⁰ In dieser Hinsicht ist das geringe Volumen insofern von Vorteil, als das Risiko einer übermässigen Absorption der am Markt verfügbaren handelbaren Papiere durch einen passiven Investor wegfällt.

hergestellt wird. Die malaysischen Behörden haben alle Einschränkungen für Absicherungsgeschäfte von Gebietsfremden aufgehoben. Von ausländischen Eigentümern kontrollierte Unternehmen haben nun uneingeschränkten Zugang zu inländischen Ringgit-Kreditfazilitäten. Gebietsansässige, die im Inland keine Kredite in Ringgit aufgenommen haben, können ohne Einschränkung im Ausland investieren. Und zuletzt wurde multilateralen Entwicklungsorganisationen gestattet, Anleihen in Landeswährung am inländischen Markt zu begeben und ihre Wechselkursrisiken bei einheimischen Banken abzusichern. Auch die aktive Beteiligung Chinas am ABF2 ist ein positives Zeichen für die Bereitschaft des Landes, seine nach wie vor umfangreichen Regelungen zu grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen zu vereinfachen und die Hürden an den weiterhin fragmentierten und von zahlreichen Behörden beaufsichtigten inländischen Anleihemärkten zu senken. Der PAIF hat als erster ausländischer institutioneller Anleger direkten Zugang zum chinesischen Interbank-Anleihemarkt erhalten.¹¹

Auch bei Quellen- und sonstigen Steuern wurden Reformen durchgeführt. Thailand hat ausländische Anleger bereits von der Quellensteuer auf Einnahmen aus in Baht denominierten Staatsanleihen und aus den meisten staatlich garantierten Anleihen am einheimischen Markt befreit. Auch Malaysia hat angekündigt, inländische Zinseinkünfte aus Ringgit-Anleihen, die von ausländischen Anlegern gehalten werden, von der Quellensteuer auszunehmen. Bisher haben fünf der acht EMEAP-Mitglieder Ausländer bei Investitionen in staatliche oder staatsnahe Anleihen in Landeswährung von der Quellensteuer befreit. Auf den Philippinen soll die Urkundensteuer mit der Einführung des philippinischen Länderfonds abgeschafft werden.

Ein unerwarteter Reformschritt war die rechtliche Klärung der Standortfrage, sodass Fondsanteile ausserhalb des jeweiligen Heimatmarktes verkauft werden können. Der PAIF z.B. soll den Heimatmarkt Singapur bekommen, um so von zahlreichen Gegebenheiten, u.a. den bilateralen Steuerabkommen zwischen Singapur und den anderen EMEAP-Mitgliedern, profitieren zu können. Die Börsennotierung soll jedoch zunächst an der Börse in Hongkong erfolgen, nicht zuletzt um die hohe Liquidität und Tiefe des dortigen Marktes auszunutzen. Diese in Asien erstmalig umgesetzte Kombination von Heimatmarkt und Börsennotierung erfordert einen beträchtlichen Lernprozess seitens der einzelnen Regulierungsbehörden.¹² Damit dies möglich wurde, mussten die beteiligten Zentralbanken und Regulierungsbehörden zusammenarbeiten, um die unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen miteinander in Einklang zu bringen. Dank der direkten Teilnahme der EMEAP-Zentralbanken und -Währungsbehörden an den Anleihemärkten in Landeswährung konnten diese somit weitere

Länderübergreifend

¹¹ Zuvor konnten zugelassene ausländische institutionelle Anleger lediglich direkt in Anleihen und Aktien investieren, die an den kleineren Börsen von Shanghai und Shenzhen gehandelt wurden.

¹² Künftig könnte der PAIF auch an anderen Börsen der Region notiert werden; auch könnten einzelne der acht Länderfonds in anderen Ländern verwaltet werden als in denjenigen, in denen sie registriert und börsennotiert sind.

Markthemmnisse erkennen, im Detail analysieren und bewerten und sich der Vielfalt der jeweiligen regulatorischen Rahmenbedingungen besser bewusst werden. Letzteres wiederum dürfte die Grundlage für eine weitere Verringerung der Marktregulierung in der Region darstellen.

Anreize zum weiteren Abbau von Hemmnissen

Die an der ABF2-Initiative beteiligten Zentralbanken haben einen Mechanismus entwickelt, der Anreize zum weiteren Abbau von Hemmnissen an den lokalen Anleihemärkten geben soll. Diese Anreize beruhen auf der Gewichtung der einzelnen Märkte im Portfolio des PAIF und der einzelnen Länderfonds.

Gewichtung der einzelnen Märkte

Gewichtung bei
der Portfolio-
allokation ...

Die Portfolioallokation des PAIF und der EMEAP-Anlagen in den acht Länderfonds hängt zu einem wesentlichen Teil von der Gewichtung der einzelnen Märkte ab, bei der eine Reihe von Faktoren berücksichtigt werden. Genauer gesagt handelt es sich um vier Faktoren: die Grösse des lokalen Marktes, den Umsatz an diesem Markt, die Bonität des Landes¹³ sowie einen Faktor für die Offenheit des Marktes. Ausgehend von einer Gleichgewichtung der Investitionen an allen lokalen Märkten wird die jeweilige Allokation auf der Grundlage dieser vier Faktoren angepasst. Sie wird erhöht, wenn die Anpassungsfaktoren für den jeweiligen Markt über dem Durchschnittswert für die acht Märkte liegen. Dabei werden Marktgrösse, Umsatz und Bonität jeweils mit 20% gewichtet. Die Offenheit des Marktes spielt für eine Anpassung der Allokation die grösste Rolle; dieser Faktor wird mit 40% gewichtet.

Faktor für die Marktoffenheit

... berücksichtigt
Marktoffenheit

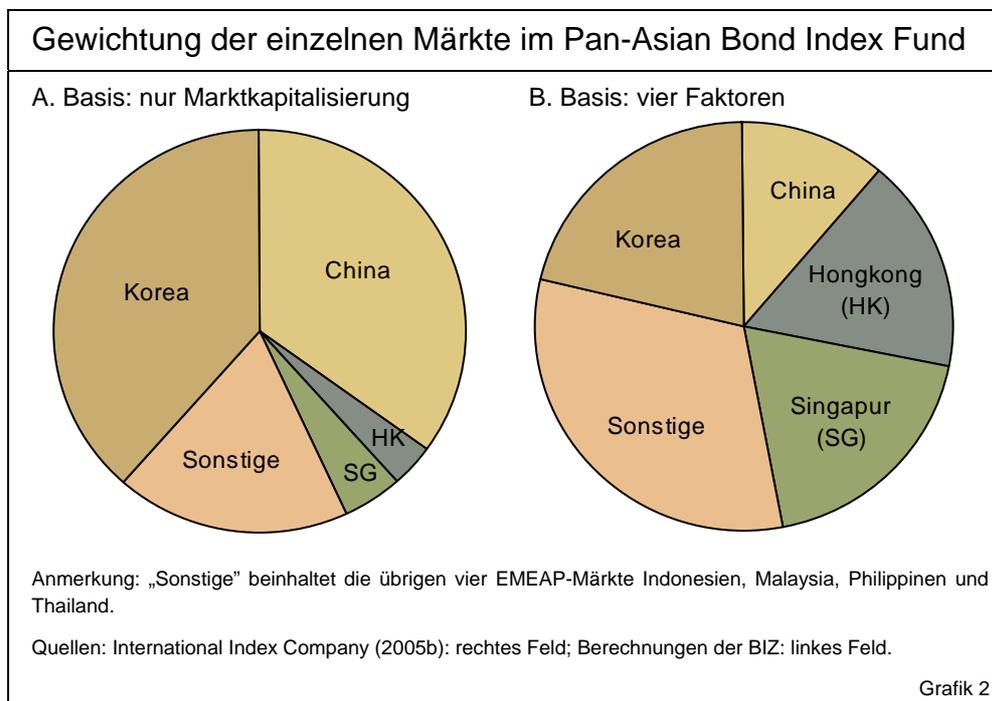
IIC, die die Anleihemarktindizes entwickelt hatte, die von den neun ABF2-Fonds nachzubilden sind, hat einen qualitativen Faktor für die relative Marktoffenheit der acht Märkte konstruiert (IIC 2005a). Dabei beriet sie sich – über ihr Asian Index Committee bzw. Asian Oversight Committee – mit einer Reihe internationaler und inländischer Marktteilnehmer, um die Glaubwürdigkeit und Marktakzeptanz der Indizes zu gewährleisten (EMEAP 2005). Wie bei einer Beurteilung der Marktoffenheit zu erwarten, werden Faktoren wie das Fehlen von Kapitalverkehrskontrollen, die Höhe der Quellensteuern, die Verfügbarkeit von Absicherungsinstrumenten, die Einrichtungen zur Bruttoabwicklung in Echtzeit und die Möglichkeiten für das internationale Clearing lokaler Anleihen berücksichtigt. Je höher der Faktor für die Marktoffenheit eines bestimmten Marktes, desto mehr Mittel aus dem Portfolio werden an diesem Markt investiert. Die Gewichtung der einzelnen Märkte, und damit der Faktor für die Marktoffenheit, wird jedes Jahr im September überprüft. Sofern Markthemmnisse abgebaut werden, dürfte dies zu einer Anpassung des regionalen Portfolios führen.

¹³ Für diesen Faktor werden die von den drei internationalen Rating-Agenturen (Fitch, Moody's und Standard & Poor's) erteilten Ratings für langfristige Verschuldung in Landeswährung verwendet.

Ein Beispiel

In Grafik 2 ist dargestellt, wie sich solche Anpassungen der Gewichte auswirken. Dabei wird die Gewichtung gemäss den Rohdaten zur Marktkapitalisierung mit der angepassten Gewichtung im PAIF-Portfolio zum Auflagezeitpunkt verglichen. Die angepasste Gewichtung unterscheidet sich wesentlich von der Gewichtung auf der Grundlage der Rohdaten zur Marktkapitalisierung. Die Allokationen des PAIF in China und Korea liegen deutlich unter der kapitalisierungsbasierten Gewichtung, wohingegen die Allokationen in den übrigen sechs Märkten über der jeweiligen kapitalisierungsbasierten Gewichtung liegen. Insbesondere die Allokationen in Hongkong und Singapur steigen auf mehr als das Vierfache an.

Die ABF2-Indizes werden die Entwicklung der asiatischen Anleihemärkte in Landeswährung zumindest in zweierlei Hinsicht vorantreiben: Erstens stellen sie einen dynamischen Mechanismus dar, der die acht EMEAP-Mitglieder motiviert, ihre Bemühungen um eine Marktliberalisierung fortzusetzen. Die Marktoffenheit ist der wichtigste Anpassungsfaktor bei der Gewichtung der einzelnen Märkte, und diese wird jährlich überprüft. Zweitens werden Transparenz, Nachbildungsfähigkeit und Glaubwürdigkeit dieser Marktindizes die Benchmarks liefern, die sich bereits in anderen Ländern bei der Entwicklung von Märkten für Unternehmensanleihen als nützlich erwiesen haben.



Zusammenfassung

Der ABF2 ist eine Gemeinschaftsinitiative zur Förderung der asiatischen Anleihemärkte in Landeswährung. Sie unterscheidet sich insofern von anderen Bemühungen, als eigentliche Anleihefonds aufgelegt wurden. Dies ist von wesentlicher Bedeutung, da die EMEAP-Mitglieder aufgrund der hieraus gewonnenen Erfahrungen wichtige Markthemmnisse im Detail ausmachen konnten, die zuvor unterschätzt worden waren. Der Prozess hat bereits dazu beigetragen, dass eine Reihe von grenzüberschreitenden und lokalen Markthemmnissen abgebaut wurden. Gleichzeitig wird für Anreize zu einem weiteren Abbau von Markthemmnissen gesorgt.

Unternehmens-
anleihen als
nächster Schritt?

Ein wichtiger Prüfstein des Konzepts besteht in der Frage, ob sich auf dieser Grundlage künftig auch Märkte für Unternehmensanleihen in Landeswährung entwickeln lassen. Der ABF2 erweitert bereits die Palette an Instrumenten, die an den lokalen Märkten zur Verfügung stehen. Als börsennotierter, offener Indexfonds ist der PAIF ein relativ preiswerter und transparenter Fonds mit kleiner Stückelung, der potenziell ein breites Spektrum an institutionellen und privaten Anlegern ansprechen sollte. Insofern könnte der PAIF dazu beitragen, sowohl die Auswahl an Anlagemöglichkeiten als auch die Anlegerbasis zu verbreitern. Für fünf der acht Länderfonds ist die Börsennotierung vorgesehen; ein weiterer Markt dürfte bald folgen. So werden z.B. der Hongkong- und der Singapur-Fonds als börsengehandelte Anleihefonds ausgestaltet. Auch China will seinen Fonds in der zweiten Phase des ABF2 als börsengehandelten Anleihefonds ausgestalten. Thailand und Malaysia arbeiten aktiv an eigenen Regelwerken für solche börsengehandelten Anleihefonds. Ihre Einführung sowie einer Reihe transparenter und nachbildungsfähiger Benchmark-Indizes für asiatische Anleihemärkte in Landeswährung dürfte die Entwicklung anderer Festzins- und Derivativprodukte wie z.B. Unternehmensanleihen und Credit Default Swaps erleichtern.

Bibliografie

Amato, J. und J. Gyntelberg (2005): „Indextranchen von Credit Default Swaps und die Bewertung von Kreditrisikokorrelationen“, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 83–98.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999): *How should we design deep and liquid markets? The case of government securities*, Oktober.

Battellino, R. (2004): „Recent developments in Asian bond markets“, Rede an der 17. Australian Finance and Banking Conference, Dezember.

Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (2005): „The Asian Bond Fund 2 has moved into implementation phase“, 12. Mai (www.emeap.org/press//12May05.htm).

International Index Company (2005a): iBoxx ABF Index Family Guide, Version 2.0, April (www.indexco.com/news/Attach/DM73/iBoxx_ABF_IndexGuide.pdf).

International Index Company (2005b): „iBoxx ABF bond indices launched“, 12. Mai (www.indexco.com/news/Attach/DM74/iBoxx_ABF2_BondIndices.pdf).

Jiang, G. und R.N. McCauley (2004): „Asiatische Märkte für Anleihen in Landeswährung“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 77–91.

Ma, G. und R.N. McCauley (2004): „Effectiveness of China’s capital controls: some empirical evidence“, Papier vorgelegt am zweiten KIEP-PRI-Seminar „Financial independence and exchange rate regimes in East Asia“, Tokio, Dezember.

McCauley, R.N. (2003): „Kapitalströme in Ostasien seit der Krise von 1997“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 45–61.

McCauley, R.N. und E. Remolona (2000): „Umfang und Liquidität der Märkte für Staatsanleihen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 56–63.

Sheng, A. (2005): „Corporate debt in Asia and Asian financial market development“, Rede an der Konferenz „Advancing East Asian Integration“, 3./4. März.

Takeuchi, A. (2004): *Study of impediments to cross-border investment and issuance in Asian countries*, Zwischenbericht der „ASEAN+3 Asian Bond Market Initiative“, November.

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

Während fast des ganzen Jahres 2004 standen die Annahme der Neuregelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung (Basel II) und Fragen in Bezug auf ihre Umsetzung im Mittelpunkt des Interesses. Im ersten Quartal 2005 dagegen gab es eine breitere Palette von Veröffentlichungen der verschiedenen in Basel ansässigen Ausschüsse und des Forums für Finanzstabilität. Einen Höhepunkt im Berichtszeitraum bildete die formelle Gründung des Public Interest Oversight Board (PIOB) im Februar 2005 – das Ergebnis multilateraler Bemühungen bei der Beaufsichtigung der internationalen Normgebung im Bereich der Rechnungslegung. In Tabelle 1 ist eine Auswahl der jüngsten Initiativen dargestellt.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht

BCBS veröffentlicht Studie über empirische Methoden zur Validierung interner Rating-Systeme ...

Im Januar informierte der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) über den aktuellen Stand bei einer der grössten Herausforderungen im Zusammenhang mit der Umsetzung der neuen Eigenkapitalvereinbarung: der Validierung der Systeme, mit denen die Eingabeparameter für den auf internen Ratings basierenden Ansatz (IRB-Ansatz) für das Kreditrisiko ermittelt werden. Diese Arbeit wird unter der Ägide der Accord Implementation Group (AIG) des Ausschusses durchgeführt; der Schwerpunkt liegt dabei auf der zentralen Rolle, die interne Ratings sowie Ausfall- und Verlustschätzungen im Kreditgenehmigungsprozess, beim Risikomanagement, bei der internen Kapitalallokation und bei der Führungsverantwortung von Banken spielen, die den IRB-Ansatz verwenden. In der Einsicht, dass die Validierung ein wesentlicher Aspekt dieses Ansatzes ist, hat die AIG eine Untergruppe eingesetzt, die eine Reihe von Fragen im Zusammenhang mit der Validierung prüfen soll. Im Februar gab der BCBS in diesem Zusammenhang ein Arbeitspapier über zentrale Aspekte des Validierungsverfahrens heraus: *Studies on the validation of internal rating systems*. Es legt die Arbeit der Validation Working Group, einer Untergruppe der Research Task Force des Ausschusses, vor. Das Papier konzentriert sich auf die Validierung der drei wichtigsten Risikokomponenten in der Berechnung des regulatorischen Eigenkapitals: Ausfallwahrscheinlichkeit (PD), Verlustausfallquote (LGD) und ausstehende Forderungen bei Ausfall (EAD).

Im März, im Rahmen einer weiteren Folgetätigkeit zu Basel II, gab der Ausschuss Pläne bekannt, im Zeitraum Oktober–Dezember 2005 eine fünfte Quantitative Auswirkungsstudie (QIS 5)¹ durchzuführen. Damit soll sichergestellt werden, dass die Überprüfung der Kalibrierung der überarbeiteten Rahmenvereinbarung, die im Frühjahr 2006 erfolgen soll, auf neusten Daten von hoher Qualität beruht. Darüber hinaus können mithilfe der QIS 5 die Auswirkungen der neuen Vorschläge des Ausschusses in folgenden Bereichen beurteilt werden: Anerkennung des Effekts, dass sowohl ein Kreditnehmer als auch ein Garantiegeber für dieselbe Verbindlichkeit ausfallen müssen, damit ein Verlust entsteht („Doppelausfall“), sowie Fragen im Zusammenhang mit dem Handelsbuch, die im April in einem Konsultationspapier veröffentlicht wurden.² In dem Papier *The application of Basel II to trading activities and the treatment of double default effects* werden Eigenkapitalanforderungen vorgeschlagen, mit denen die Reagibilität der Eigenkapitalvorschriften auf die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Risiken im Zusammenhang mit solchen Engagements in einer Weise, die mit Basel II kompatibel ist, verbessert werden soll. Insbesondere werden die folgenden fünf Problemkreise behandelt: i) Ausfallrisiko bei ausserbörslichen Derivaten und Repos; ii) der Doppelausfall-Effekt bei besicherten Krediten; iii) kurzfristige Laufzeitanpassungen für Posten im Handelsbuch im Rahmen des IRB-Ansatzes; iv) Verbesserungen der derzeitigen Handelsbuchregelungen; v) Ausarbeitung einer speziellen Eigenkapitalunterlegung für nicht abgewickelte und gescheiterte Transaktionen.

... und gibt Pläne für QIS 5 bekannt

Ebenfalls im April veröffentlichte der BCBS das Richtlinienpapier *Compliance and the compliance function in banks*. Dieses soll den Banken grundlegende Leitlinien vorgeben, die auf den Ansichten von Bankenaufsichtsinstanzen zur Compliance beruhen. Gestützt auf ein einheitliches Grundsatzgerüst veranschaulicht das Papier, wie die Einhaltung von Gesetzen, Vorschriften und Normen für das Bankgeschäft zur Wahrung des guten Rufs einer Bank bei ihren Aktionären, Kunden, Angestellten und den Märkten beiträgt.

BCBS-Papier mit Compliance-Empfehlungen

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem

Im Februar gab der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS) bekannt, dass unter seiner Ägide die EZB gemeinsam mit der Bank of Japan und dem Board of Governors des Federal Reserve System eine Konferenz über Risikomessung und Systemrisiko veranstalten wird. Diese vierte Konferenz einer Reihe zu diesem Themenkreis ist für Anfang November 2005 geplant; behandelt werden sollen Fragen über den Ursprung von Ansteckungs-

CGFS kündigt gemeinsame Zentralbankkonferenz über Risikomessung an

¹ Bisher bestand der Hauptzweck der QIS im Sammeln von Informationen, mit deren Hilfe abgeschätzt werden kann, ob der Ausschuss die gesteckten Ziele mit der überarbeiteten Rahmenvereinbarung erreicht hat.

² Eine Zusammenfassung der Antworten, die zu einer Umfrage über das Handelsbuch in Banken und Investmentgesellschaften eingingen und die Hintergrundinformationen bieten, wurde ebenfalls im April veröffentlicht (s. Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Trading book survey: a summary of responses*, 2005).

effekten im Finanzbereich und deren Beziehung zu anderen Formen des Systemrisikos, Stresstests auf Makroebene, die Auswirkungen der Übertragung von Kreditrisiken auf die Finanzstabilität sowie jüngste Fortschritte bei der Risikomessung.³

Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme

CPSS veröffentlicht
Jahresstatistiken

Im März gab der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) die endgültige Fassung seiner jährlich veröffentlichten Statistiken über Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme in den 13 Mitgliedsländern heraus.⁴ Der Bericht enthält ausführliche Tabellen zu verschiedenen Aspekten von Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssystemen jedes einzelnen Landes sowie eine Anzahl länderübergreifender vergleichender Tabellen.

Gemeinsames Forum

Gemeinsames
Forum veröffentlicht
Lagebericht zu
verschiedenen
Initiativen ...

Im Januar veröffentlichte das Gemeinsame Forum einen Lagebericht zu den verschiedenen Initiativen, die die einzelnen Sektoren (Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht) im Kampf gegen Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung ergriffen haben. Dieser war für die Sitzung vom November 2004 des Gemeinsamen Forums verfasst worden. Er soll einen Überblick über die Entwicklungen seit Veröffentlichung des Berichts *Initiatives by the BCBS, IAIS and IOSCO to combat money laundering and the financing of terrorism* im Juni 2003 geben.

... und endgültigen
Bericht über
Ausgliederungen im
Finanzdienst-
leistungsbereich ...

Im Februar und März veröffentlichte das Gemeinsame Forum die endgültige Fassung von zwei Berichten, die im zweiten Halbjahr 2004 als Konsultativpapiere herausgegeben worden waren.⁵ Der erste Bericht, *Outsourcing in financial services*, thematisiert den weltweiten Trend, 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 Mindestmasstab 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

³ Ein ausführliches Konferenzprogramm und nähere Angaben zum Einreichen von Beiträgen finden sich auf www.bis.org/cgfs/cgfsconf2005.htm.

⁴ S. Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme, *Statistics on payment and settlement systems in selected countries – Figures for 2003, 2005*. Die im Oktober 2004 veröffentlichte Vorversion enthielt einige Daten für 2003, die noch provisorisch waren.

⁵ Das Konsultativpapier *Outsourcing in financial services* wurde im August 2004 herausgegeben, *Credit risk transfer* im Oktober 2004 (s. diesen Teil im *BIZ-Quartalsbericht* vom Dezember 2004).

erarbeitet. Das Gemeinsame Forum und die internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) werden abklären, ob zusätzliche Richtlinien zum Outsourcing in Banken und Versicherungen nötig sind.

Der zweite Bericht, *Credit Risk Transfer*, war von der vom Gemeinsamen Forum eingesetzten Arbeitsgruppe über Risikoeinschätzung und Risikokapital auf Ersuchen des Forums für Finanzstabilität (FSF) verfasst worden. Der Schwerpunkt des Berichts liegt auf drei vom FSF hervorgehobenen Fragen: Wird das Kreditrisiko mit den jeweiligen Instrumenten und 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.

... sowie
endgültigen Bericht
über Kreditrisiko-
übertragung

Forum für Finanzstabilität

Im Februar gab das Forum für Finanzstabilität (FSF) gemeinsam mit der IOSCO, dem BCBS, der IAIS und der Weltbank die formelle Gründung des Public Interest Oversight Board (PIOB) bekannt. Dieses Gremium wird die Normgebung der International Federation of Accountants (IFAC) im Zusammenhang mit Revisions- und Qualitätssicherungspraktiken sowie mit den Compliance-Programmen der Mitglieder beaufsichtigen. Die Gründung des PIOB ist das Ergebnis einer gemeinsamen Initiative der internationalen Aufsichtsgremien im Finanzbereich; damit soll sichergestellt werden, dass die von der IFAC und ihren Ausschüssen festgelegten Prüfungsstandards dem öffentlichen Interesse entsprechen. Das neue Gremium wird somit die internationalen Prüfungsstandards durch eine wohlinformierte Beaufsichtigung und durch eine Verbesserung der Transparenz und der Konsultationsverfahren stärken.

Gründung des
Public Interest
Oversight Board zur
Überwachung der
Normgebung der
IFAC

Im März hielt das FSF in Tokio seine 13. Sitzung ab. Themen waren u.a.: Risiken und Schwachstellen im internationalen Finanzsystem, der Transfer von Risiken an die privaten Haushalte, Offshore-Finanzplätze, Fragen im Zusammenhang mit Finanzausweisen und Rechnungsprüfung, internationale Standards, Kodizes und Praxisempfehlungen sowie Rückversicherung.

Hinsichtlich von *Schwachstellen im internationalen Finanzsystem* stellte das FSF fest, dass die kurzfristigen Aussichten für weltweites Wachstum und Inflation sowie die derzeit soliden Bilanzen von Finanzinstituten einen positiven Hintergrund für die Finanzstabilität bilden. Die Mitglieder nannten jedoch eine Reihe von Risiken, die potenziell zu Anspannungen in den Finanzsystemen führen können, z.B.: das derzeitige Ausmass der globalen Finanzierungen und der Marktliquidität sowie die damit verbundenen tiefen Risikoprämien und langfristigen Zinssätze; der Prozess der Auflösung weltweiter Leistungsbilanzungleichgewichte; die immer noch angespannte Lage an den Rohstoffmärkten; mögliches Übergreifen von zukünftigen Entwicklungen der Kapitalverkehrsbilanz oder der Wirtschaft Chinas auf andere Volkswirtschaften. Ferner wurde

FSF befasst sich
mit Risiken für
Finanzstabilität ...

über das anhaltend rasche Wachstum der Hedge-Fonds-Branche und die systemische Bedeutung der Kontrahentenbeziehungen von Hedge-Fonds diskutiert.

Nach Ansicht der FSF-Mitglieder sind die grossen Banken und Wertpapierhäuser gut auf etwaige Veränderungen der wirtschaftlichen und finanziellen Rahmenbedingungen vorbereitet. Dennoch halten sie die Marktteilnehmer dazu an, die Risikoentwicklung genau im Auge zu behalten und entsprechend zu handeln, z.B. für ihre Engagements Stresstests mit besonders ungünstigen Szenarien durchzuführen.

In Bezug auf den *Transfer von Risiken an die privaten Haushalte* stellte das FSF das wachsende Ausmass dieses Transfers fest und erörterte Veränderungen, die bei Finanzinstrumenten und eingegangenen Risiken auf der Aktiv- und der Passivseite der Bilanzen der privaten Haushalte im Gang sind. Die FSF-Mitglieder betonten, das Wissen der privaten Haushalte in Finanzangelegenheiten sei zu fördern und es sei darauf zu achten, dass die Risiken gut gehandhabt würden.

Bezüglich der *Offshore-Finanzplätze* vereinbarte das FSF ein neues Verfahren, das auf objektiven Kriterien und formalisierten Verfahren beruht, um weitere Verbesserungen zu fördern, insbesondere in den Bereichen grenzüberschreitende Zusammenarbeit und Informationsaustausch sowie Angemessenheit der Aufsichtsressourcen. Gleichzeitig stellten die Mitglieder einhellig fest, dass die vom FSF im Jahr 2000 herausgegebene Liste der Offshore-Zentren ihren Zweck erfüllt habe und nicht mehr verwendet werde. Das neue Verfahren schliesst Initiativen der FSF-Mitglieder auf internationaler und nationaler Ebene sowie Massnahmen des FSF selbst ein. Das FSF wird eine Gruppe einsetzen, die Berichte der IOSCO, des IWF und sonstiger Gremien über den Stand ihrer Arbeiten und über das Erreichte überprüfen soll. Gestützt auf Empfehlungen dieser Gruppe wird das FSF weiteres Vorgehen je nach Notwendigkeit in Betracht ziehen, entweder um Verbesserungen anzuerkennen oder um mangelnde Kooperation in laufenden Beurteilungsverfahren hervorzuheben. Wenn nicht aus anderen Gründen eine Beschleunigung des Verfahrens notwendig scheint, wird das FSF in zwei Jahren überprüfen, wie weit diese Initiativen den derzeitigen Anliegen seiner Mitglieder gerecht werden.

Hinsichtlich der *Fragen im Zusammenhang mit Finanzausweisen und Rechnungsprüfung* begrüsst das Forum die Gründung des Public Interest Oversight Board (PIOB) im Februar 2005. Es vermerkte ferner Fortschritte in Richtung einer internationalen Konvergenz der Rechnungslegungsstandards und äusserte den Wunsch nach einem positiven Ergebnis beim Abschluss von IAS 39 und weiteren wichtigen konzeptionellen Rechnungslegungsfragen.

Betreffend *internationale Standards, Kodizes und Praxisempfehlungen* erörterte das FSF einen Bericht der Chairmen's Task Force der IOSCO über die Reaktion der IOSCO auf einige viel beachtete Fälle von Wertpapierbetrug und Marktmissbrauch in jüngster Zeit. Das FSF beschloss, die Lage in seiner nächsten Sitzung erneut zu prüfen, ebenso allgemeinere Fragen im Zusammenhang mit der Umsetzung von Standards und Kodizes. Als Beitrag zu dieser Diskussion organisierte das FSF-Sekretariat gemeinsam mit dem IWF und der

... vereinbart eine Verbesserung des grenzüberschreitenden Informationsaustauschs über Offshore-Finanzplätze ...

... erörtert einen Bericht über internationale Standards und Praxisempfehlungen ...

Weltbank im April ein Treffen von Normierungsgremien, Prüfern und weiteren Teilnehmern, die mit Standards und Verhaltenskodizes zu tun haben, um die Fragen, deren Behandlung sinnvoll wäre, genauer zu bestimmen. IWF und Weltbank führen demnächst eine eigene Überprüfung von Standards und Kodizes durch, die ebenfalls in die FSF-Debatten einfließen wird.

Betreffend die *Rückversicherung* begrüßte das FSF die Veröffentlichung des ersten Berichts der IAIS über den weltweiten Rückversicherungsmarkt im Dezember 2004. Der Bericht hob hervor, dass sich die Finanzkraft dieser Branche im Jahr 2003 insgesamt verbessert hat. Die FSF-Mitglieder ersuchen die IAIS, die Datenerhebung und die Analyse der Struktur und der Robustheit der Branche weiterzuentwickeln.

... und begrüßt
IAIS-Bericht über
Rückversicherung

Die Mitglieder sprachen auch über die *Arbeit in weiteren Bereichen*, u.a. Untersuchung der Risikomanagementpraxis von Finanzinstituten hinsichtlich des Liquiditätsrisikos durch eine Arbeitsgruppe des Gemeinsamen Forums, Entwicklung von Grundsätzen der Notfallplanung für Finanzaufsichtsbehörden und Marktteilnehmer durch eine andere Arbeitsgruppe des Gemeinsamen Forums sowie Erarbeitung allgemeiner Grundsätze für internationale Geldüberweisungen durch eine Task Force unter dem gemeinsamen Vorsitz des CPSS und der Weltbank.

Wichtigste Initiativen der in Basel beheimateten Ausschüsse und anderer Gremien			
Gremium	Initiative	Thema	Veröffentlicht
BCBS	<i>Untersuchungen zur Validierung von internen Rating-Systemen</i>	<ul style="list-style-type: none"> Bedeutung der Validierung von Systemen, mit denen die Parameter für den IRB-Ansatz ermittelt werden Empirische Validierungsmethoden betreffend Ausfallwahrscheinlichkeit (PD), Verlustausfallquote (LGD) und ausstehende Forderungen bei Ausfall (EAD) 	Februar 2005
	Zeitplan für QIS 5	<ul style="list-style-type: none"> Wichtigste Rückmeldungen für Überprüfung der Kalibrierung von Basel II Beurteilung der Auswirkungen der neuen Vorschläge (Handelsbuchfragen und Doppelausfall) 	März 2005
	<i>Die Anwendung von Basel II auf das Handelsgeschäft und die Behandlung des „Doppelausfall-Effekts“</i>	<ul style="list-style-type: none"> Konsultationspapier einer gemeinsamen BCBS-IOSCO-Arbeitsgruppe Skizzierte Vorschläge für Eigenkapitalanforderungen im Zusammenhang mit dem Handelsbuch, Behandlung des Doppelausfall-Effekts 	April 2005
	<i>Compliance und Compliance-Funktion in Banken</i>	<ul style="list-style-type: none"> Grundlegende Empfehlungen für Banken Rahmenwerk, das Praxisempfehlungen für Gestaltung, Umsetzung und Arbeit der Compliance-Funktion zusammenfasst 	

CGFS	Vierte gemeinsame Zentralbankkonferenz über Risikomessung und Systemrisiko	<ul style="list-style-type: none"> • Ankündigung der Konferenz und Einladung zum Einreichen von Beiträgen • Ansteckungseffekte im Finanzbereich, Stresstests auf Makroebene, Auswirkungen von Kreditrisikoübertragungen auf Finanzstabilität, Fortschritte bei Risikomessverfahren 	Februar 2005
CPSS	<i>Statistiken über Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme in ausgewählten Ländern – Zahlen 2003</i> (endgültige Fassung)	<ul style="list-style-type: none"> • Jährliche Veröffentlichung von länderspezifischen und vergleichenden Tabellen 	März 2005
Gemeinsames Forum ¹	Lagebericht zu Initiativen im Kampf gegen Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung	<ul style="list-style-type: none"> • Bericht über die Tätigkeit von BCBS, IAIS und IOSCO 	Januar 2005
	Empfehlungen zum Outsourcing im Finanzsektor (endgültige Fassung)	<ul style="list-style-type: none"> • Praxisempfehlungen, aktuelle Trends • Regulatorische Entwicklungen, wichtigste Risiken 	Februar 2005
	Bericht zur Übertragung von Kreditrisiken (endgültige Fassung)	<ul style="list-style-type: none"> • Ausmass der mit Instrumenten/Transaktionen erzielten Übertragung von Kreditrisiken • Bewusstsein der Marktteilnehmer für vorhandene Risiken • Risikokonzentration aufgrund der Übertragung von Kreditrisiken 	März 2005
FSF	Gründung des PIOB	<ul style="list-style-type: none"> • Gemeinsame Initiative von BCBS, FSF, IAIS, IOSCO und Weltbank • Überwachung der im öffentlichen Interesse stehenden Aktivitäten der International Federation of Accountants (IFAC) 	Februar 2005
	13. Sitzung und Lagebericht	<ul style="list-style-type: none"> • Schwachstellen im Finanzsystem • Transfer von Risiken an private Haushalte • Fragen im Zusammenhang mit früheren Themen • Neues Verfahren zur Förderung von Verbesserungen an Offshore-Finanzplätzen 	März 2005
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. Quellen: www.bis.org; www.fsforum.org.			Tabelle 1