

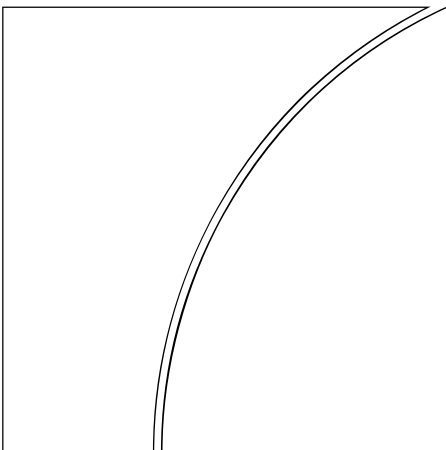


BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

BIZ-Quartalsbericht

Juni 2001

Internationales
Bankgeschäft
und internationale
Finanzmärkte



BIZ-Quartalsbericht
Währungs- und Wirtschaftsabteilung

Redaktionskomitee:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
Renato Filosa

Robert McCauley
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

Bei Fragen zu diesem Bericht:

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

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

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

Bezug von Publikationen oder Aktualisierung der Versandliste:

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
Information, Presse & Bibliothek
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 2001. Alle Rechte vorbehalten.
Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle genannt wird.*

ISSN 1021-2531

Auch in Englisch, Französisch und Italienisch veröffentlicht.

BIZ-Quartalsbericht 2001

Juni 2001

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

1. Überblick: Blicken die Märkte schon auf die Zeit nach dem Abschwung?	1
<i>Stimmungsumschwünge erschüttern Aktienmärkte</i>	2
<i>Renditenstrukturkurven deuten auf wachsenden Optimismus hin</i>	6
<i>Anleger in Unternehmensanleihen schauen über Abschwächung hinaus, aber Banken bei Kreditvergabe vorsichtig</i>	7
<i>Neuverschuldung aufstrebender Volkswirtschaften belebt sich an facettenreichem Markt</i>	11
2. Das internationale Bankgeschäft	14
<i>Aufschwung des Interbankgeschäfts</i>	15
<i>Grosse Einlagenströme aus den aufstrebenden Volkswirtschaften</i>	16
<i>Forderungen gegen aufstrebende Volkswirtschaften wieder rückläufig</i>	18
<i>Mittelströme in die USA</i>	20
<i>Anhaltender Rückgang der Forderungen gegen Nichtbanken in Japan</i>	22
<i>Abkehr von Wertpapieren von Nichtbankemittenten des Euro-Raums</i>	22
Kasten: <i>Konsortialkredite: Umfangreiche Telekomfazilitäten 2001 fällig</i>	24
3. Die internationalen Märkte für Schuldtitel	26
<i>Bessere Marktbedingungen begünstigen langfristige Mittelaufnahme</i>	26
<i>Rückkehr der Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften</i>	30
<i>Wachsende Bedeutung von Euro-Emissionen</i>	30
4. Märkte für derivative Instrumente	32
<i>Überraschende Senkung der US-Notenbanksätze fördert Geldmarktgeschäfte</i>	32
<i>Börsen lancieren Instrumente auf Swapsätze, Schuldtitel staatlicher Körperschaften und einzelne Aktien</i>	35
Kasten: <i>Anatomie eines Engpasses</i>	36
<i>Verlangsamtes Wachstum des weltweiten ausserbörslichen Marktes im zweiten Halbjahr 2000</i>	38
<i>Kräftiger Anstieg des Bruttomarktwertes</i>	42
Kasten: <i>Vergleich von Quellen für Daten zum Markt für ausserbörsliche Derivate</i>	43

Features

Gibt es einen „Nasdaq-Effekt“ an den Aktienmärkten aufstrebender Volkswirtschaften?	45
<i>Grundlegende Sachverhalte</i>	46
<i>Methodik zur Berechnung des Nasdaq-Effekts</i>	48
<i>Hinweise auf einen Nasdaq-Effekt</i>	50
<i>Schlussbemerkungen</i>	53
Wird der US-Anleihemarkt noch von Meldungen aus der Gesamtwirtschaft bestimmt?	55
<i>Die 5jährige Schatzanweisung im Jahr 1999</i>	56
<i>Die grössten Kursausschläge des Jahres</i>	57
<i>Meldungen und Kursvolatilität</i>	58
<i>Wie aussagekräftig sind die Meldungen?</i>	59
<i>Überraschende Meldungen und Kursentwicklung</i>	60
<i>Beeinflussen Aktiengeschäfte den Anleihemarkt?</i>	63
<i>Schlussbemerkungen</i>	63

Stresstests in der Praxis: Eine Umfrage unter 43 grossen Finanzinstituten	65
<i>Eine Umfrage über Stresstestszenarien</i>	65
<i>Stresstestszenarien und ihre Verwendung im Risikomanagement</i>	66
<i>Implikationen der Umfrage</i>	69
Strukturelle und regulatorische Entwicklungen	70
<i>Initiativen und Berichte zu Finanzinstituten</i>	70
<i>Initiativen und Berichte zu den Finanzmärkten und ihrer Infrastruktur</i>	72
Kasten: <i>Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte</i>	77

Statistischer Anhang

Verzeichnis kürzlich herausgegebener BIZ-Publikationen

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: Blicken die Märkte schon auf die Zeit nach dem Abschwung?

Die Stimmungsumschwünge an den Märkten waren in den ersten Monaten 2001 besonders ausgeprägt. Zwar hatte sich das Wirtschaftswachstum in den USA offensichtlich beträchtlich verlangsamt, doch schwankten die Marktteilnehmer in ihrer Einschätzung, wie lang und tief der Abschwung voraussichtlich sein würde, inwieweit er auf Europa und andere Regionen übergreifen würde und wie er sich auf die Unternehmensgewinne und die Kreditqualität auswirken würde. Zinssenkungen der Federal Reserve in den USA, die jeweils zwischen zwei Sitzungsterminen erfolgten, gaben den Märkten im allgemeinen Auftrieb, während sich Gewinnwarnungen von Unternehmen tendenziell dämpfend auf die Aktienmärkte auswirkten. Im April gingen die Anleger offenbar schon von einer kurzen Abschwächung aus und rechneten mit einer kräftigen Erholung der Unternehmensgewinne.

Verglichen mit Aktienanlegern schienen die Anleger in festverzinslichen Instrumenten weniger anfällig für Meinungsänderungen. Als die kurzfristigen Zinssätze sanken und zuversichtlich mit einer baldigen Erholung gerechnet wurde, wurden die Renditenstrukturkurven sowohl für den US-Dollar als auch für den Euro allmählich steiler und die Zinsaufschläge auf Krediten kleiner. Bei den sich daraus ergebenden günstigen Bedingungen am Markt für langfristige Schuldtitel kehrten Schuldner mit niedriger und mittlerer Bonitätseinstufung in Scharen an den Markt zurück. Auch einige Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen den Markt wieder in Anspruch. Ein grosser Teil der am Markt aufgenommenen Mittel diente der Tilgung von Bankverbindlichkeiten und Commercial Paper aus dem vierten Quartal 2000.

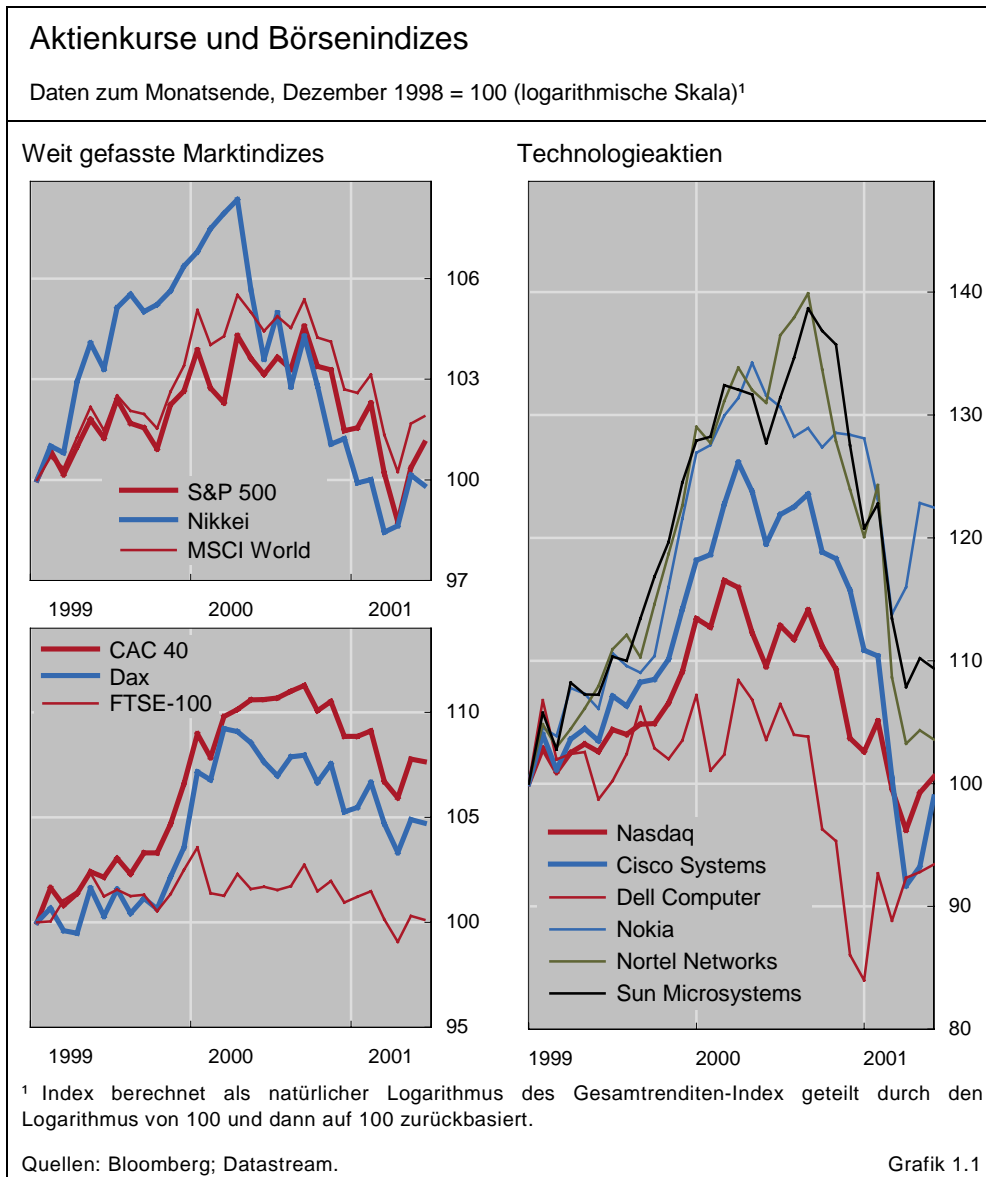
Die internationalen Banken lenkten diese Tilgungszahlungen in den meisten Fällen nicht in neue Kreditvergaben. Nachdem die Banken dem kurzfristigen Finanzierungsbedarf von Schuldnern mit niedrigerer Bonität Ende 2000 zögernd entsprochen hatten, verringerten sie im ersten Quartal 2001 ihre Kreditvergabe. Insbesondere das Konsortialkreditgeschäft ging deutlich zurück. Der Nettoabsatz von Commercial Paper, der in der Regel eine Backup-Fazilität einer Bank erfordert, war am internationalen Markt schwach und am US-Markt negativ.

Stimmungsumschwünge erschüttern Aktienmärkte

In den ersten Monaten des Jahres 2001 dauerten die weltweiten Aktienkurskorrekturen an, die rund ein Jahr zuvor begonnen hatten. Nach einem Rückgang um 13 % von April bis Dezember 2000 rutschte der MSCI World Index von Januar bis Mai 2001 um weitere 5 % ab (Grafik 1.1). Am meisten betroffen waren die Technologiewerte; der Nasdaq fiel in den ersten fünf Monaten 2001 um 15 % und ist damit seit April 2000 um 45 % zurückgegangen.

Weitere Aktienkurskorrekturen ...

Während sich die meisten grossen Aktienmärkte der Welt in den ersten Monaten 2001 im Gleichklang bewegten, folgte der Markt in Tokio einem eigenen Weg. Die De-facto-Rückkehr zur Nullzinspolitik im März und die neue Regierung im April verliehen dem Markt wieder Auftrieb. Der Nikkei-Durchschnitt stieg im März und April sprunghaft um 15 % und übertraf damit die Entwicklung der anderen nationalen Indizes.

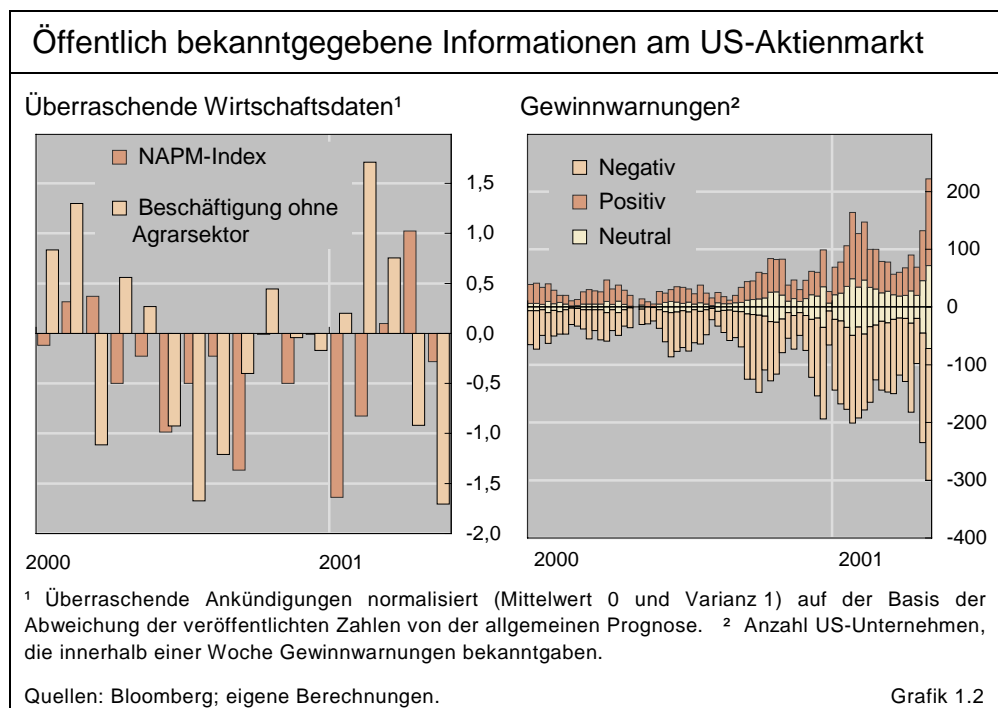


... phasenweise von Optimismus unterbrochen

Der weltweite Rückgang der Aktienkurse setzte sich nicht ununterbrochen fort. Die Kursentwicklung war durch scharfe und plötzliche Umschwünge gekennzeichnet. Nach einer optimistischen Phase im Januar schlug die Stimmung der Anleger im Februar und März in Pessimismus um; im April kehrte sie zum Optimismus zurück, und Mitte Mai waren die Aussichten wieder düsterer. Die optimistischen Phasen standen im Zusammenhang mit überraschenden Notenbankzinssenkungen, die pessimistischen mit Nachrichten über Unternehmensgewinne und gesamtwirtschaftliche Entwicklungen.

Die Baissephasen an den Aktienbörsen waren dadurch gekennzeichnet, dass die Anleger angesichts der augenscheinlichen Reagibilität der Unternehmensgewinne gegenüber der Entwicklung in der Weltwirtschaft verunsichert waren. Eine Flut von Gewinnwarnungen im Februar und März liess darauf schliessen, dass die Unternehmensgewinne stärker zurückgegangen waren, als die Anleger erwartet hatten, insbesondere im Technologiebereich (Grafik 1.2). Im Mai leitete eine Gewinnwarnung von Sun Microsystems eine Runde von Kursrückgängen ein. Die konjunkturelle Verlangsamung legte zwei Schwachstellen dieser Unternehmen bloss. Erstens hatten sie die Nachfrage nach ihren Produkten überschätzt und überhöhte Investitionen in Entwicklung, Ausrüstung und Lagerhaltung vorgenommen. Zweitens sind ihre Produktionsprozesse stark durch hohe Fixkosten und niedrige variable Kosten geprägt. Bedingt durch dieses hohe operative Verhältnis führten Kürzungen der Produktion infolge hoher Absatzeinbussen nicht zu entsprechenden Kostensenkungen. Aus diesen beiden Gründen brachen die Gewinne bei den Technologieunternehmen in der Regel stärker ein als bei anderen Unternehmen.

Gewinne durch hohes operatives Verhältnis beeinträchtigt ...



Senkung von Leitzinssätzen und Aktienkurse 2001				
Datum	Währungsbehörde	Leitzinssenkung (Basispunkte)	Börsenindex	Kursänderung innerhalb eines Tages (in %)
03. Januar	Federal Reserve	50	Nasdaq	14,2
31. Januar	Federal Reserve	50	Nasdaq	- 2,3
08. Februar	Bank of England	25	FTSE 100	- 0,3
01. März	Bank of Japan	10	Nikkei	- 3,3
19. März	Bank of Japan	15	Nikkei	7,5
20. März	Federal Reserve	50	Nasdaq	- 4,8
05. April	Bank of England	25	FTSE 100	1,6
18. April	Federal Reserve	50	Nasdaq	8,1
10. Mai	Bank of England	25	FTSE 100	1,2
10. Mai	Europäische Zentralbank	25	DJ Euro Stoxx	1,9
15. Mai	Federal Reserve	50	Nasdaq	0,2

Tabelle 1.1

Die dynamischen Phasen an den Märkten liessen den grossen Einfluss überraschender Senkungen der Notenbankzinssätze sichtbar werden. Die Federal Reserve in den USA kündigte zweimal eine Herabsetzung des Ziels für ihren Tagesgeldsatz um 50 Basispunkte ausserhalb einer planmässigen Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) an. Beide Massnahmen, die erste am 3. Januar, die zweite am 18. April, kamen für die Marktteilnehmer überraschend und führten weltweit zu Erholungen an den Märkten (Tabelle 1.1). Die Ankündigungen dreier weiterer Senkungen von Notenbankzinsen unterschieden sich hiervon insofern, als sie zum Zeitpunkt von FOMC-Sitzungen kamen und den Märkten keinen Auftrieb verleihen konnten. Die Bank of Japan erklärte am 19. März, sie werde zu einer Strategie der „quantitativen Lockerung“ übergehen, womit sie ihren Notenbankzinssatz praktisch wieder auf null drückte. Am ersten Handelstag nach dieser unerwarteten Änderung legte der Nikkei-Index um 7 % zu. Die Anleger interpretierten diese überraschenden Massnahmen offenbar als Signale, dass die betreffenden Zentralbanken entschlossen waren, die Wirtschaft wieder anzukurbeln. Von anderen Notenbankzinssenkungen, die von den Marktteilnehmern nicht erwartet worden waren, ging anscheinend keine solche Signalwirkung aus, und sie wirkten sich daher an den Aktienmärkten weniger stark aus. Beispielsweise reduzierten sowohl die Europäische Zentralbank als auch die Bank of England am 10. Mai ihre Zinssätze beinahe ohne Vorwarnung, aber für die Aktienmarktteilnehmer blieben diese Massnahmen anscheinend ohne grosse Wirkung. Allerdings gab es keinen Hinweis darauf, dass die Zentralbanken beabsichtigten, die Preise von Vermögenswerten zu beeinflussen.

Die Haussephasen an den Märkten liessen auch einen anhaltenden Optimismus hinsichtlich der Aussichten für die Unternehmen über die derzeitige Abschwächung hinaus erkennen, denn die Anleger zeigten ein grosses Interesse daran, durch die Abschwächung „hindurch“ auf eine erwartete künftige

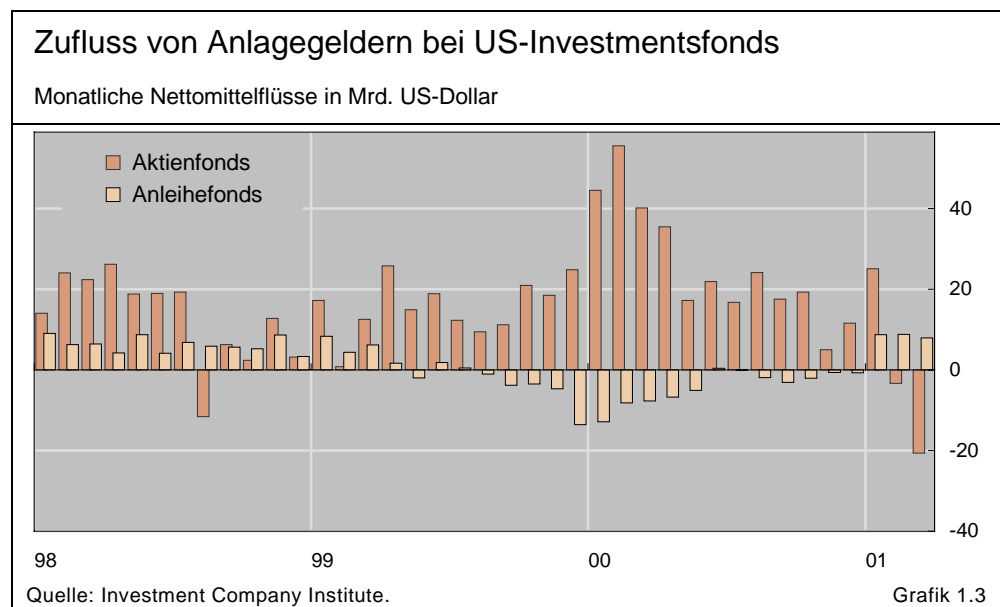
Geldpolitische Überraschungsschritte von den Aktienmärkten begrüsst ...

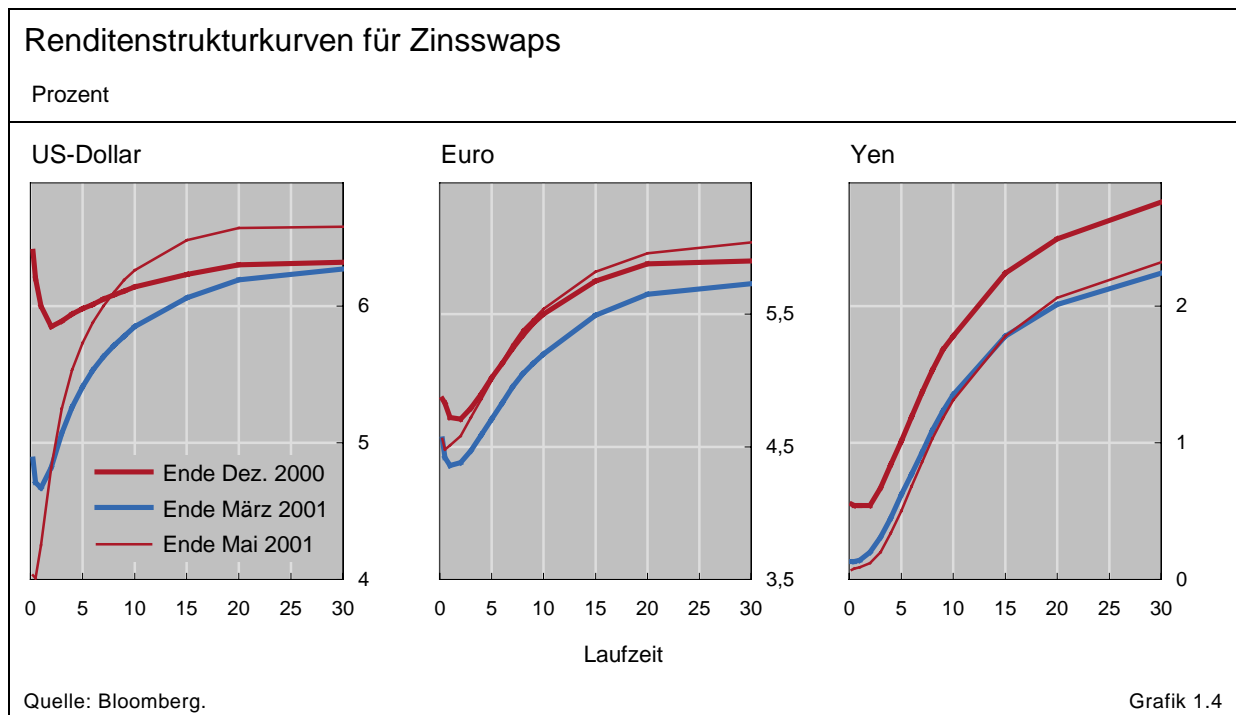
... andere dagegen skeptisch aufgenommen

Erwartung einer raschen Erholung treibt Kurs/Gewinn-Verhältnisse nach oben

Gewinnerholung zu schauen. Dieser Optimismus zeigte sich daran, dass die Aktienanleger bereits das Ausbleiben schlechter Nachrichten als gutes Zeichen werteten. Am 4. April beispielsweise liess die Nachricht, dass Dell Computer ihre stark verringerte Gewinnschätzung einhalten würden, an einem einzigen Tag den Nasdaq Composite um 9 % und den MSCI World Index um 3 % nach oben schnellen. Früher hätten solche Nachrichten die Aktienkurse gedrückt, denn die Anleger hätten erwartet, dass das Unternehmen seine Gewinnschätzungen übertreffen würde. Im April 2001 waren die Anleger zunehmend überzeugt, dass die weltweite Abschwächung von kurzer Dauer sein würde und dass die Unternehmensgewinne mit der Konjunkturerholung wieder kräftig wachsen würden. So stiegen die Aktienkurse im S&P-500-Index mit der Kursrallye im April auf das 27fache der tatsächlich erzielten Gewinne; dieses Kurs/Gewinn-Verhältnis war fast doppelt so hoch wie der historische Durchschnitt. Bei den Technologieaktien war der Optimismus noch grösser; das Kurs/Gewinn-Verhältnis des Nasdaq Composite war sechsmal so hoch wie das des S&P 500.

Besonders interessant war, dass die Anleger in US-Investmentfonds im Berichtszeitraum ungewöhnlich rasch auf die Marktentwicklung reagierten. Erstmals seit dem russischen Schuldenmoratorium im August 1998 zogen sie Mittel aus US-Aktienfonds ab. Angesichts des Aktienkursrückgangs im Februar und März 2001 betrug der Nettoabfluss aus diesen Fonds in diesen beiden Monaten \$ 24 Mrd. (Grafik 1.3). Ein Teil davon wurde in Anleihefonds, ein anderer Teil in Geldmarktfonds angelegt.





Renditenstrukturkurven deuten auf wachsenden Optimismus hin

Die Dollar- und die Euro-Renditenstrukturkurve wurden Anfang 2001 immer steiler, was nicht in erster Linie auf eine Zunahme am langen Ende, sondern auf Rückgänge der kurzfristigen Zinssätze zurückzuführen war (Grafik 1.4). Zwar gingen die langfristigen Sätze sowohl in Dollar als auch in Euro im März etwas zurück, als die düstere Stimmung am Aktienmarkt auch den Anleihemarkt zu belasten begann, doch kehrte sich dies im April um, als sich an den Anleihemärkten wieder die Überzeugung durchsetzte, dass eine Abschwächung in den USA oder Europa von relativ kurzer Dauer sein würde. Wie aus dem steilen Verlauf der US-Dollar-Kurve für Laufzeiten von über einem Jahr zu schliessen, waren die Märkte zuversichtlich, dass die Notenbankzinsenkungen das Wirtschaftswachstum erfolgreich wieder ankurbeln würden. Der Zinsanstieg am langen Ende dürfte andererseits auch auf gewisse Inflationsbefürchtungen hindeuten.

Die sich verändernde Form der Renditenstrukturkurve am kurzen Ende folgte recht genau der Entwicklung der Marktauffassungen über die Reaktionen der Währungsbehörden auf die Abschwächung. Die ausgeprägte Absenkung der Renditenstrukturkurven im Bereich der mittleren Laufzeiten war insofern ungewöhnlich, als die Kurve in früheren Phasen geldpolitischer Lockerungen infolge von Risikoprämien meist relativ flach geblieben war. Die Absenkung deutete darauf hin, dass es keine solchen Prämien gab, d.h. dass die Marktteilnehmer mit grosser Zuversicht an ihren Erwartungen festhielten. Im Januar und Februar wurde in den Kurven sichtbar, dass mit einer geldpolitischen Lockerung sowohl in den USA als auch im Euro-Raum gerechnet wurde, wobei davon ausgegangen wurde, dass die Notenbanksätze Ende 2001 ihren Tief-

Niedrige Risikoprämien in Renditenstrukturkurven deuten auf Zuversicht hin

punkt erreichen würden. Mitte Mai war die Abwärtsneigung der Kurve nahe dem kurzen Ende so gut wie verschwunden. Bei der Dollarkurve war dies darauf zurückzuführen, dass die Fed die Sätze sehr engagiert gekürzt hatte, so dass der Markt bereit war, die Entwicklung der makroökonomischen Indikatoren abzuwarten, bevor er weitere Zinssenkungen in die Renditenstrukturkurve einpreiste.

In der Kurve für die Euro-Zone, wo die Tendenz zum steileren Verlauf ohnehin weniger ausgeprägt gewesen war, lassen sich zwei Phasen unterscheiden. Von Februar bis Anfang Mai ging der Markt allmählich von der Erwartung ab, dass das Eurosystem eine ähnliche Strategie verfolgen würde wie die Fed, so dass sich die kurzfristige Terminkurve immer mehr an hob und flacher wurde. Nach der überraschenden Zinssenkung am 10. Mai korrigierte der Markt seine Erwartungen für die kurzfristigen Euro-Sätze nach unten, aber die langfristigen Sätze veränderten sich kaum.

An den Devisenmärkten stützten die Händler den US-Dollar unabhängig davon, ob sie von einem optimistischen oder einem pessimistischen Szenario ausgingen. Es wurde erwartet, dass bei einer raschen V-förmigen Erholung das BIP-Wachstum und das Produktivitätswachstum in den USA wieder kräftig anziehen und sich die US-Aktienkurse beleben würden, so dass die beiden Bedingungen wieder gegeben wären, die den Dollar in den letzten beiden Jahren gegenüber anderen Währungen stützten. Ironischerweise dürfte auch eine langwierigere Abschwächung in den USA als positiv für den Dollar eingeschätzt worden sein, begründet durch die Funktion des Dollars als sicherer Hafen sowie die Auffassung, dass dies ein wesentlich langsames Wachstum und niedrigere Anlageerträge in anderen Ländern bedeuten würde. So festigte sich der Dollar gegenüber dem Euro im März von 0,94 auf unter 0,88, während die Aktienmärkte in den USA (und anderen Ländern) auf ihre jüngsten Tiefstände fielen. Als sich jedoch die weltweiten Aktienmärkte im April und Mai erholten, blieb der Dollar gegenüber dem Euro im Bereich von 0,88-0,90, um später weiter aufzuwerten.

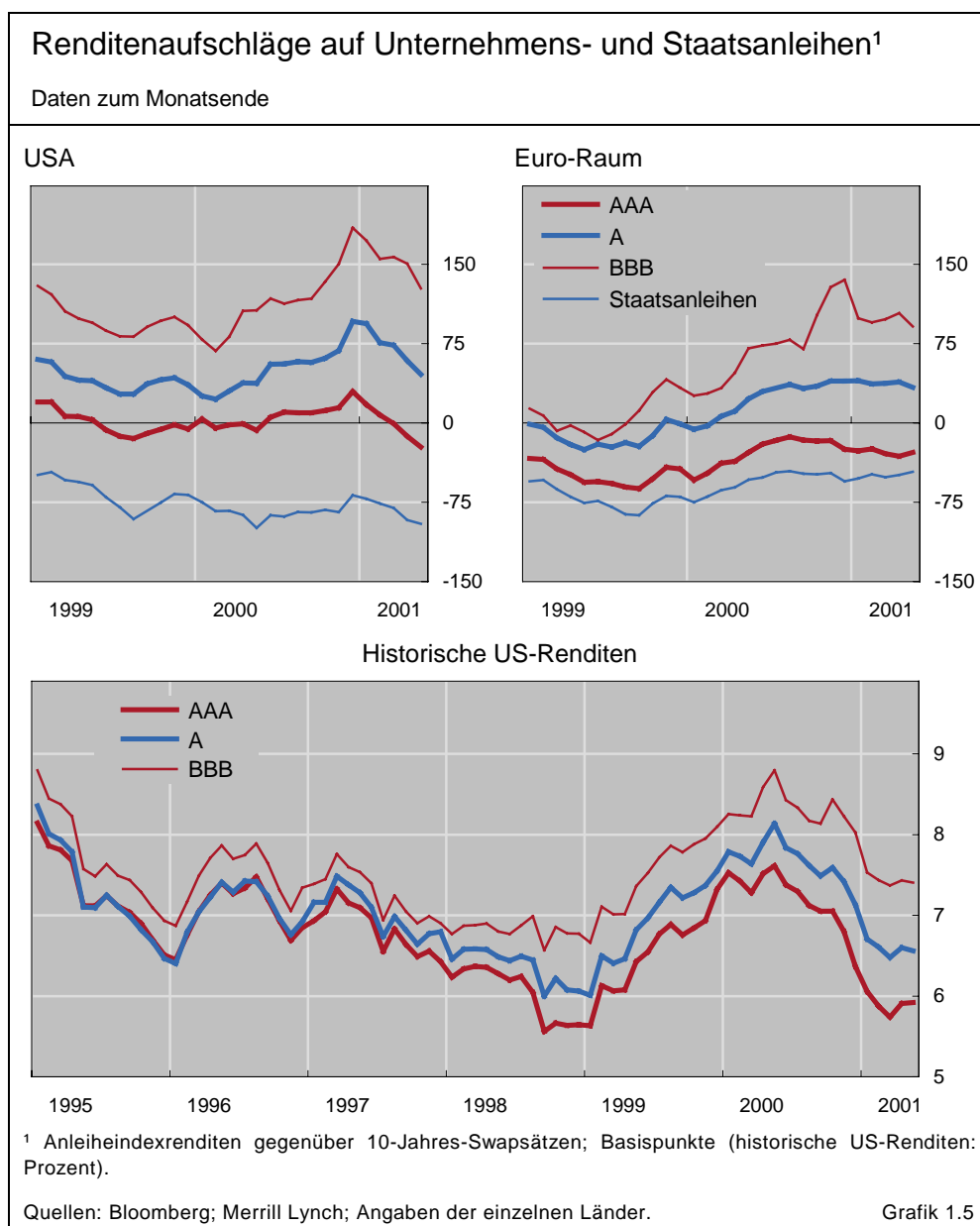
Devisenmärkte unterstützen den Dollar unabhängig von Wachstums-szenarien

Anleger in Unternehmensanleihen schauen über Abschwächung hinaus, aber Banken bei Kreditvergabe vorsichtig

Während die Aktienanleger Schwierigkeiten hatten, die Aussichten hinsichtlich der Rentabilität abzuschätzen, schienen die Anleger in Unternehmensanleihen weniger anfällig für Stimmungsschwankungen zu sein und zeigten sich in bezug auf das Wachstum und die Kreditbedingungen relativ optimistisch. Darin spiegelte sich zum Teil wider, dass die Anleihemärkte in den letzten Monaten des Jahres 2000 in stärkerem Masse von negativen Wachstumsaussichten ausgegangen waren. Längerfristig betrachtet hatten die Anleihemärkte seit der Finanzkrise vom Herbst 1998 begonnen, ein höheres Unternehmenskreditrisiko zu antizipieren. Die schlechteren Ertragsaussichten Ende 2000 und Anfang 2001 schlugen sich daher an den Anleihemärkten weniger stark nieder als an den Aktienmärkten, selbst wenn sie durch Gewinnwarnungen verstärkt wurden.

Die Zinsaufschläge auf Unternehmenskrediten verringerten sich für die meisten Schuldenkategorien im Januar stark und sanken in den darauffolgenden Monaten weiter, jedoch langsamer (Grafik 1.5). Die Aufschläge bei hochverzinslichen Schulden verringerten sich nicht so einheitlich, und bei anderen Schuldenkategorien wurde lediglich der Stand von Mitte 2000 wieder erreicht, doch weil die zugrundeliegenden risikofreien Sätze ebenfalls sanken, reduzierte sich der Gesamtpreis von Unternehmensschulden im ersten Quartal 2001 deutlich. Die Merrill-Lynch-Renditenindizes für A- und BBB-Ratings sanken auf rund 6,5 % bzw. 7,5 % und damit so tief wie zuletzt im ersten Halbjahr 1999. Für einige Schuldner, insbesondere Telekommunikationsunternehmen, waren die Sekundärmarktrenditen jedoch erheblich höher als für andere Schuldner mit demselben Rating. Im langfristigen Vergleich waren die Spreads

Niedrigere Kreditaufschläge, dadurch Rückgang der Kreditkosten insgesamt ...



zudem sehr hoch. Die Spreads von A- und BBB-Renditen gegenüber US-Dollar-Swaps blieben auf einem Stand, der in den letzten zehn Jahren nur zweimal erreicht wurde, nämlich Anfang 1991 und nochmals kurz im Herbst 1998.

... trotz rückläufiger Aktienkurse und steigender Ausfallquoten ...

Ungewöhnlich war, dass den geringeren Spreads fast das ganze erste Quartal über anhaltende Aktienkursrückgänge gegenüberstanden. Das heisst jedoch nicht unbedingt, dass der Anleihemarkt zur selben Zeit mit niedrigeren Ausfallwahrscheinlichkeiten rechnete, wie der Aktienmarkt die Prognosen für die Unternehmensgewinne nach unten korrigierte. Nach Angaben von Moody's kam es zwischen Mai 2000 und April 2001 bei rund 7,5 % der Emittenten spekulativer Titel zu Ausfällen, während die Zahl der heruntergestuften Emittenten die der heraufgestuften um etwa 2 % überstieg. Moody's gehen jetzt davon aus, dass die Ausfallquote im spekulativen Bereich für 2001 insgesamt 10 % erreichen wird. Bewahrheitet sich dies, entspräche es der höchsten Quote seit 1991, als knapp über 10 % der Emittenten in dieser Kategorie ausfielen.

... bei erhöhter Toleranz der Anleger für das Kreditrisiko der Unternehmen

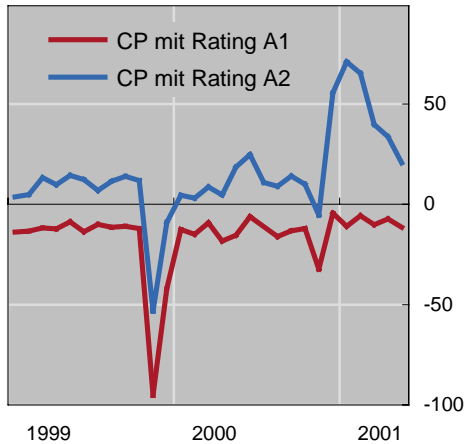
Die niedrigeren Spreads bei Unternehmenstiteln waren zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Anleger eher bereit waren, ihr Engagement gegenüber dem Kreditrisiko der Unternehmen zu erhöhen. In den USA trug möglicherweise noch ein weiterer Faktor zu geringeren Spreads bei: Die Knappheitsprämie für Staatstitel verringerte sich mit den Fortschritten der neuen Regierung bei der Einführung einer Fiskalpolitik, von der erwartet wurde, dass sie zu einer langsameren Verringerung der umlaufenden Schuld führen würde, als der Markt zuvor angenommen hatte. Die Abschwächung der Aktienmärkte im Februar und März ging daher nicht mit einer „Flucht in die Qualität“ einher, wie sie im Herbst 1998 oder, in geringerer Masse, im Vorfeld der Datums- umstellung zum Jahrtausendwechsel zu beobachten gewesen war. In der Vergangenheit hatte zumeist ein Wechsel von risikoreichen Wertpapieren aller Kategorien zu Staatsanleihen stattgefunden; diesmal jedoch wechselten viele Anleger, darunter auch Anleger in US-Investmentfonds, anscheinend von Aktien in Unternehmensanleihen (Grafik 1.3).

Schuldner ohne AAA-Rating reagieren rasch mit höherem langfristigen Absatz

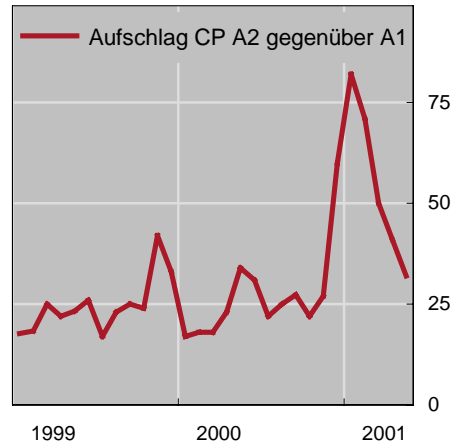
Das Wiedererwachen des Anlegerinteresses trug zu einem starken Anstieg des langfristigen Wertpapierabsatzes durch Unternehmen ohne AAA-Rating im ersten Quartal bei (s. Kapitel 3). Die Unternehmen waren besonders bestrebt, Anleihen zu begeben, da das Interesse der Anleger an neuen Zeichnungsangeboten für Aktien nachgelassen hatte. Angesichts hartnäckig hoher und volatiler Spreads für Commercial Paper (Grafik 1.6) und einer skeptischen Haltung der Banken bei der Kreditvergabe, nutzten viele Unternehmen den wieder offenen Zugang zu den Märkten für Schuldtiteln, um ihre Commercial-Paper-Verbindlichkeiten und ihre Bankschulden zu reduzieren. Angesichts ihrer hohen Verschuldung, bedingt durch Lizenzgebühren und die Notwendigkeit, ihre Netzwerke auf- bzw. auszubauen, machten sich die Telekommunikationsgesellschaften die verbesserten Finanzierungsbedingungen besonders rasch zunutze.

Zinsaufschläge auf US-Commercial-Paper¹

Aufschlag gegenüber Libor



Relativer Aufschlag



¹ Gegenüber 30-Tages-Rendite; Basispunkte; Monatsende.

Quellen: Bloomberg; Datastream; eigene Berechnungen.

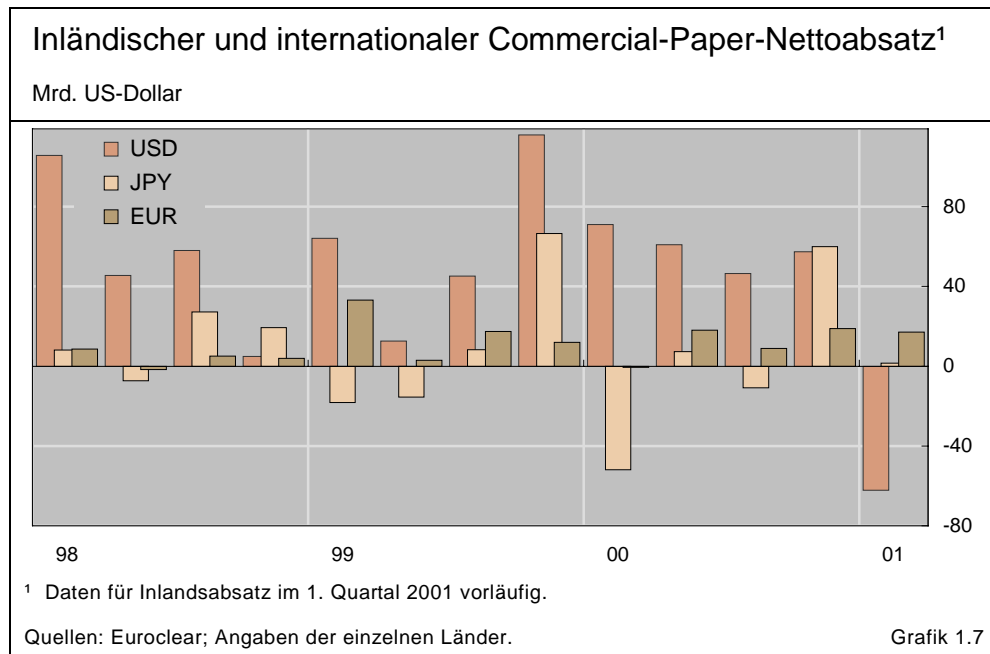
Grafik 1.6

Anders als die Anleiheinvestoren scheinen die Banken beim Eingehen neuer Kreditengagements Anfang 2001 vorsichtig gewesen zu sein. Die Banken waren gegen Ende 2000 unbeabsichtigt Engagements eingegangen, als viele Schuldner nicht in der Lage waren, Überbrückungskredite am Anleihe Markt zu refinanzieren, oder Backup-Kreditlinien bei den Banken in Anspruch nahmen. Mit der Wiederbelebung der Märkte für Unternehmensanleihen konnten diese Verbindlichkeiten im Jahr 2001 zwar zum Teil getilgt werden, doch wegen Bedenken über eine sinkende Kreditqualität bei den Unternehmen zögerten die Banken, neue Kredite zu gewähren. Die neuen internationalen Konsortialkreditfazilitäten verringerten sich im ersten Quartal saisonbereinigt um 20 %, wobei die Backup-Fazilitäten für Commercial Paper besonders stark zurückgingen (s. „Konsortialkredite: umfangreiche Telekomfazilitäten 2001 fällig“, S. 24f.). Nach Umfragen bei hochrangigen Bankmitarbeitern durch die Federal Reserve in Januar, März und Mai hatten rund die Hälfte der Befragten ihre Standards für Handels- und Industriekredite an grosse Unternehmen im ersten Halbjahr 2001 gestrafft; dieser Anteil ist seit dem letzten Jahr erheblich gestiegen. Parallel zu den oben erwähnten Spreads auf Unternehmenskrediten hatte dieser Indikator für die Bedingungen an den Kreditmärkten zuletzt Ende 1990 und Anfang 1991 einen vergleichbaren Stand erreicht.

Vielleicht infolge der erhöhten Aufmerksamkeit der Banken hinsichtlich des Kreditrisikos verlangsamte sich im ersten Quartal der Absatz von Commercial Paper, der in der Regel eine Backup-Kreditlinie von Banken erfordert. Der Nettoabsatz von Commercial Paper am internationalen Markt („Euro-CP“) sank von \$ 27 Mrd. im vierten Quartal 2000 auf \$ 16 Mrd. im ersten Quartal 2001 (Grafik 1.7), während der zusammengefasste Nettoabsatz an den grössten Inlandsmärkten negativ war. Die Zinsabstände zwischen Commercial Paper höherer und geringerer Bonität, die gegen Ende 2000 sprunghaft gestiegen

Banken vorsichtiger bei der Kreditvergabe ...

... was zu schwachem Commercial-Paper-Absatz beiträgt



waren, entwickelten sich im ersten Quartal weiter turbulent, nachdem zwei kalifornische Elektrizitätsunternehmen ihren Verpflichtungen nicht nachgekommen waren und andere grosse Schuldner Rückzahlungsschwierigkeiten hatten. Am Quartalsende waren diese Spreads jedoch zu ihrer üblichen Grösse zurückgekehrt.

Neuverschuldung aufstrebender Volkswirtschaften belebt sich an facettenreichem Markt

Die Finanzierungsströme an die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften profitierten im ersten Quartal 2001 von dem wiedererwachten Interesse der Anleiheanleger in den Industrieländern. Der Nettoabsatz von Wertpapieren war im ersten Quartal wieder positiv, nachdem er sich im vierten Quartal 2000 ins Negative gekehrt hatte (Grafik 1.8). Die Wertpapierströme blieben im Vergleich zu den ersten drei Quartalen 2000 jedoch moderat. Mit den geringen Strömen setzte sich das Verlaufsmuster der letzten Monate fort. Im vierten Quartal 2000 ebenso wie für das Jahr als Ganzes hatten die aufstrebenden Volkswirtschaften netto Bankverbindlichkeiten getilgt (s. Kapitel 2). Darüber hinaus tätigten die öllexportierenden Länder und die ostasiatischen Volkswirtschaften hohe Einlagen bei Banken im Berichtsgebiet.

Es gibt mehrere Gründe, weshalb die Ströme in aufstrebende Volkswirtschaften relativ gedämpft blieben. Erstens profitierten viele Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin von Leistungsbilanzüberschüssen und hatten daher keinen Bedarf an internationalen Finanzierungen. Zweitens fürchteten die Anleger die Auswirkungen einer Konjunkturverlangsamung in den USA und einer anhaltenden Schwäche in Japan auf das Wachstum in den

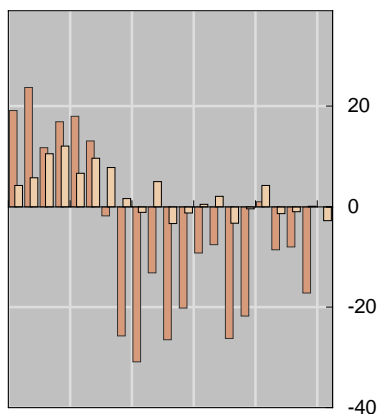
Mittelströme an aufstrebende Volkswirtschaften grösser ...

... doch weiterhin gedämpft

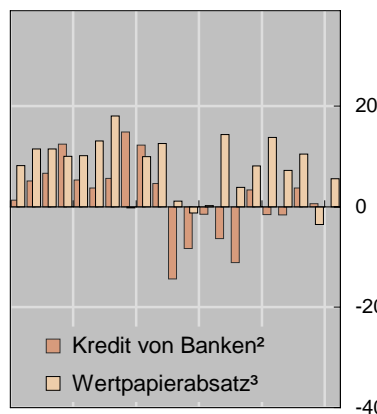
Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebenden Volkswirtschaften¹

Mrd. US-Dollar

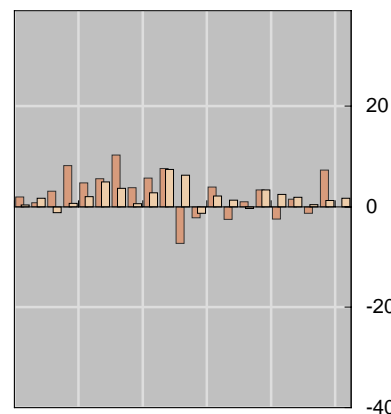
Asien und Pazifik



Lateinamerika und Karibik



Europa



¹ Länder der einzelnen Regionen: s. Anhang Tabelle 7A. ² Veränderung der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken, wechselkursbereinigt. Daten über Bankkredite für das 1. Quartal 2001 noch nicht verfügbar. ³ Nettoabsatz internationaler Geldmarktinstrumente, Anleihen und Notes.

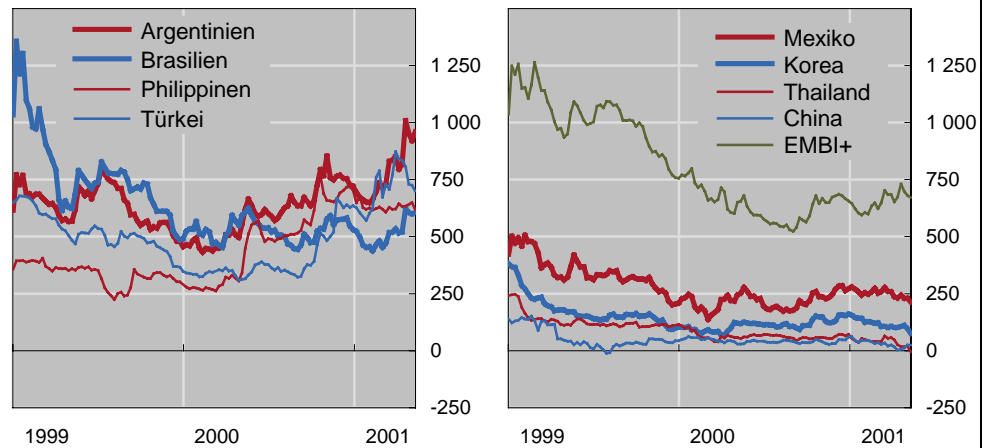
Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; Angaben der einzelnen Länder; standortbezogene BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft. Grafik 1.8

aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere jenen, die vom Export elektronischer Ausrüstungsgüter abhängen. Die Märkte schätzen die asiatischen Länder offenbar als anfällig gegenüber den Aussichten für die Technologiebranchen in den USA ein, während für die lateinamerikanischen Länder eine breitere Stimmungsverlagerung an den Aktienmärkten eine potentielle Gefahr darstellt. Eine weitere Abschwächung des Yen wird ebenfalls als wesentliches Risiko in Asien angesehen. Drittens gehen Banken in den Industrieländern Kreditengagements in aufstrebenden Ländern immer häufiger durch den Erwerb inländischer Banken statt durch internationale Kreditvergabe ein.

Viertens schliesslich dürften die anhaltenden wirtschaftlichen Turbulenzen in gewissen Ländern, insbesondere in Argentinien und der Türkei, die Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften gedämpft haben. Ein Vergleich der Sekundärmarktspreids lässt darauf schliessen, dass die Anleger zwar auf Schuldner mit Anlagerating, wie z.B. Mexiko, Korea und Thailand, weiterhin relativ niedrige Risikoprämien anwenden, bei Schuldnern mit niedrigerem Rating, darunter Brasilien und die Philippinen, jedoch vorsichtiger geworden sind (Grafik 1.9). Wie bereits festgehalten, hat sich dies auf den Marktzugang bisher noch nicht spürbar ausgewirkt, wenn auch nur deshalb, weil der Auslandsfinanzierungsbedarf zumeist gering war. Bleiben die Anleger und Banken gegenüber dieser Risikokategorie jedoch weiterhin vorsichtig, dürfte das für diese Schuldner zum Problem werden, wenn sie das nächste Mal auf einen reibungslosen Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten angewiesen sind.

Zinsaufschläge von US-Dollar-Staatsanleihen gegenüber 10-Jahres-Swapsätzen

Wochendurchschnitt; Basispunkte



Quellen: Bloomberg; Datastream.

Grafik 1.9

2. Das internationale Bankgeschäft

Durch die beachtliche Zunahme der Interbanktätigkeit im vierten Quartal 2000 ergab sich fast ein Rekordjahr im internationalen Bankgeschäft. Nach den standortbezogenen Bankenstatistiken erhöhten sich die Auslandsforderungen um \$ 400 Mrd., von denen \$ 302 Mrd. auf das Interbank-Kreditgeschäft entfielen.¹ Dahinter standen vor allem Bemühungen, grosse Mittelzuflüsse aus aufstrebenden Volkswirtschaften bei Schuldnern in den Industrieländern wiederanzulegen. Die erdölexportierenden Länder und aufstrebende Volkswirtschaften in Ostasien waren die wichtigsten Mittelgeber, während Schuldner in den USA zu den wichtigsten Empfängern zählten.

Infolge des massiven Anstiegs im vierten Quartal erhöhten sich die Auslandsforderungen für das Jahr 2000 um \$ 1,2 Bio., das Vierfache des Zuwachses von 1999 und nur geringfügig weniger als 1997. Dieser Gesamtwert wird vom Interbankgeschäft, in dem meist ein Multiplikatorprozess wirkt, aufgebläht. Die zusätzliche Kreditvergabe an Nichtbankschuldner ging demgegenüber im Jahr 2000 auf \$ 55 Mrd. zurück (1999: \$ 107 Mrd.). Bei den internationalen Wertpapierkäufen hielt der Aufwärtstrend an; insbesondere versechsfachten sich die Käufe von Wertpapieren, die von US-Emittenten begeben wurden. Ende des Jahres 2000 entfielen 23 % der ausstehenden Auslandsforderungen der Banken auf Wertpapiere, verglichen mit 15 % im Jahr 1997.

Die Wertpapierkäufe waren ein Lichtblick in einem Jahr, das sich ansonsten durch schwache internationale Bankkredite an in die aufstrebenden Volkswirtschaften auszeichnete. Die Wertpapierströme erreichten nach \$ 6 Mrd. im Jahr 1999 im Folgejahr \$ 26 Mrd., eine Entwicklung, die durch Übernahme örtlicher Finanzinstitute, vor allem lateinamerikanischer Banken, durch Auslandsbanken gefördert wurde. Die Kredite an aufstrebende Volkswirtschaften, insbesondere an Asien, nahmen jedoch um weitere \$ 36 Mrd. ab.

¹ Die nachfolgende Erörterung der internationalen Bankmittelströme bezieht sich überwiegend auf die wechselkursbereinigte standortbezogene Bankenstatistik der BIZ. Diese Daten sind von der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ zu unterscheiden, die zuletzt in einer gesonderten Pressemitteilung der BIZ am 7. Mai 2001 veröffentlicht wurde. Eine Erläuterung der Unterschiede zwischen den beiden Statistiken findet sich in „Introduction to the BIS locational and consolidated international banking statistics“ im Statistischen Anhang zu dieser Veröffentlichung.

Wenn auch der Rückgang der Gesamtforderungen sehr viel langsamer war als in den vorangegangenen Jahren, lagen die Nettomittelströme von den aufstrebenden Volkswirtschaften zu den internationalen Banken 2000 aufgrund der umfangreichen Einlagenströme aus den aufstrebenden Volkswirtschaften dennoch über den durchschnittlichen jährlichen Mittelabflüssen während der Finanzkrisen von 1997-99.

Aufschwung des Interbankgeschäfts

Deutliche Ausweitung der Interbankbilanzen ...

Im vierten Quartal 2000 kam es zu einer deutlichen Ausweitung der Interbankbilanzen. Die grenzüberschreitenden Kredite an Banken in Industrieländern und an Offshore-Finanzplätzen erhöhten sich um \$ 291 Mrd., und bei den Interbankverbindlichkeiten zeigte sich ein Anstieg gleicher Höhe (Tabelle 2.1). Der Schub beim Interbankgeschäft im vierten Quartal war in seiner Grössenordnung ähnlich dem Aufschwung, der im letzten Quartal von 1997 und im ersten Vierteljahr von 2000 beobachtet wurde.

Zusammensetzung der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken								
Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar								
	1999	2000	1999	2000				Stand Ende Dez. 2000
	Jahr	Jahr	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Forderungen insgesamt	276,1	1 171,8	125,7	445,1	116,9	210,1	399,7	10 764,4
Interbankkredite ¹	-214,3	658,7	- 1,1	285,2	-23,4	94,7	302,2	6 262,8
Kredite an Nichtbanken	106,7	55,0	34,4	26,5	- 1,4	17,7	12,2	2 069,9
Schuldtitel ²	383,7	458,0	92,4	133,3	141,8	97,7	85,2	2 431,7
An entwickelte Länder	467,6	1 114,1	112,9	486,1	116,8	177,7	333,5	8 394,2
<i>darunter: innerhalb des Euro-Raums³</i>	258,7	140,7	- 1,7	108,1	- 13,5	26,2	19,8	1 573,4
Interbankkredite ¹	33,4	674,9	- 0,5	337,6	8,4	86,1	242,8	4 990,5
Kredite an Nichtbanken	117,0	69,1	39,6	41,5	-13,2	23,5	17,4	1 395,1
Schuldtitel ²	317,2	370,1	73,9	107,0	121,7	68,2	73,2	2 008,6
An Offshore-Finanzplätze	-102,6	50,4	32,0	-50,1	5,5	27,5	67,5	1 257,6
Interbankkredite ¹	-139,7	- 18,8	35,9	-63,5	-17,6	13,6	48,6	843,3
Kredite an Nichtbanken	9,3	18,4	-11,0	- 0,9	12,6	- 2,0	8,7	247,0
Schuldtitel ²	27,7	50,8	7,1	14,3	10,4	15,8	10,3	167,3
An Entwicklungsländer	- 69,1	- 10,0	- 6,3	1,3	- 3,8	- 1,3	- 6,3	905,5
Interbankkredite ¹	- 58,6	- 8,9	- 6,7	6,1	- 9,9	- 6,9	1,9	354,1
Kredite an Nichtbanken	- 16,6	- 27,5	- 2,9	-16,2	- 0,1	- 0,5	-10,7	399,2
Schuldtitel ²	6,1	26,3	3,3	11,4	6,3	6,2	2,5	152,1
Nicht aufgliederbar	- 19,8	17,3	-12,9	7,7	- 1,6	6,1	5,0	207,2
<i>Nachrichtlich: Konsortial- kredite⁴</i>	1 025,9	1 465,7	286,2	261,8	373,9	424,3	405,7	

¹ Einschl. Geschäfte zwischen verbundenen Niederlassungen. ² Teilweise geschätzt. In den Daten sind noch andere Aktiva enthalten, die aber weniger als 5 % der gesamten Forderungen ausmachen. ³ Auslandsforderungen von berichtenden Banken im Euro-Raum an Gebietsansässige des Euro-Raums. ⁴ Neu bereitgestellte Fazilitäten.

Quellen: Capital DATA; standortbezogene BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft. Tabelle 2.1

Bei den Nettomittelströmen zwischen den Banken zählten im vierten Quartal das Vereinigte Königreich sowie Japan und Frankreich zu den grössten Empfängern und die Banken an Offshore-Finanzplätzen und in den USA zu den unmittelbaren Mittelgebern. Diese Nettoströme stellen in der Regel nur einen Bruchteil der Veränderung bei den Interbankaktiva dar, da durch die Verteilung von Grosskundeneinlagen an andere Banken sowohl die Aktiva als auch die Passiva in der Bilanz anwachsen. Die Banken auf den Kaimaninseln, in Hongkong und den USA leiteten Mittel in das Vereinigte Königreich, von wo aus die Interbankmittel an Banken im Euro-Raum und in Japan verteilt wurden. Die japanischen Banken erhielten auch bedeutende Beträge aus dem Euro-Raum und Singapur, während den Banken im Euro-Raum, insbesondere in Frankreich, wiederum Geld aus den USA zufloss. Die Abfolge der Mittelströme wurde durch umfangreiche Transaktionen zwischen Schweizer Banken und ihren Tochtergesellschaften in Japan und den USA sowie zwischen US-Banken und ihren Geschäftsstellen auf den Kaimaninseln weiter kompliziert.

Grosse Einlagenströme aus den aufstrebenden Volkswirtschaften

Während hinter der Ausweitung des Interbankgeschäfts 1997 vor allem Bemühungen standen, umfangreiche Tilgungszahlungen von Schuldern in Asien wiederanzulegen und die Expansion im ersten Quartal 2000 auf die Finanzierungsnachfrage von Nichtbanken im Euro-Raum zurückzuführen war, scheint die jüngste Zunahme zumindest teilweise die Wiederanlage von umfangreichen Einlagenströmen aus aufstrebenden Volkswirtschaften widerzuspiegeln. Diese legten im vierten Quartal \$ 28 Mrd. bei den internationalen Banken an, was die Einlagen für das ganze Jahr 2000 auf \$ 145 Mrd. anwachsen liess. Das bedeutet, dass sich die Einlagenströme gegenüber 1999 nahezu verfünffacht haben. In Prozent des BIP der aufstrebenden Volkswirtschaften ausgedrückt wurden 2000 die umfangreichsten Einlagenströme (2 %) seit 1979-80, als die erdölexportierenden Länder unerwartet hohe Einkünfte bei den internationalen Banken plazierten, verzeichnet.

Die Einlagenströme aus Taiwan, China (im folgenden Taiwan genannt) stiegen gegen Ende 2000 stark an. In der ersten Jahreshälfte veränderten sich die Verbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber Taiwan nur geringfügig (Tabelle 2.2). Im zweiten Halbjahr jedoch plazierten die Gebietsansässigen mehr als \$ 19 Mrd. bei internationalen Banken –\$ 12,6 Mrd. davon allein im vierten Quartal. Diese Mittel lauteten grösstenteils auf US-Dollar und bestanden aus Einlagen bei Banken an Offshore-Finanzplätzen und in den USA. Dabei ist bemerkenswert, dass mehr als drei Viertel dieser Mittel von Banken und nicht von Unternehmen und anderen Nichtbanken kamen. Taiwans Nichtbanken intensivierten im letzten Jahr ihre Käufe von Devisen, investierten diese jedoch nicht an den Offshore-Finanzplätzen, sondern im eigenen Finanzsystem. Die örtlichen Banken plazierten dann die überschüssigen Devisen bei internationalen Banken. Die Präferenz der Nichtbanken für Konten im Inland legt nahe, dass weder das politische Risiko noch das Kreditrisiko der

... wegen Einlagen aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Beschleunigter Anstieg der Einlagen Taiwans

örtlichen Banken eine wesentliche Motivation für die Erhöhung der Auslands- einlagen darstellte.

Anhaltende Ein-
lagenströme aus
Festland-China ...

Die Zinsdifferenzen und die schwache Nachfrage nach Fremdwährungs- krediten erklären die anhaltenden Einlagenströme aus Festland-China.² Ein- leger aus Festland-China, wiederum überwiegend Banken, plazierten im vier- ten Quartal \$ 8,1 Mrd. bei internationalen Banken und im gesamten Jahr 2000

Auslandspositionen der Banken gegenüber Entwicklungsländern								
Veränderung der ausstehenden Beträge, wechselkursbereinigt; Mrd. US-Dollar								
	1999	2000	1999	2000				Stand Ende Dez. 2000
	Jahr	Jahr	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Forderungen insgesamt	- 69,1	- 10,0	- 6,3	1,3	- 3,8	- 1,3	- 6,3	905,5
Afrika und Naher Osten	0,2	- 7,7	5,2	- 6,3	- 1,0	- 1,4	1,0	151,8
Saudi-Arabien	2,0	0,0	0,9	- 1,2	- 0,1	0,1	1,3	26,2
Asien und Pazifikraum	- 61,9	- 28,6	- 19,9	3,0	- 7,3	- 6,0	- 18,3	284,8
Festland-China	- 17,1	- 5,3	- 5,7	0,1	- 3,4	- 1,5	- 0,5	59,8
Taiwan, China	- 3,3	- 3,9	0,7	1,3	- 0,1	- 0,8	- 4,3	15,4
Europa	8,9	12,2	4,9	- 0,4	2,6	1,8	8,3	173,8
Russland	- 6,5	- 6,6	- 1,3	- 1,4	- 1,4	- 3,2	- 0,6	36,0
Türkei	5,8	11,4	1,4	2,7	2,7	2,6	3,4	49,5
Lateinamerika	- 16,2	14,0	3,5	5,0	2,0	4,4	2,7	295,2
Argentinien	0,6	1,3	1,0	- 1,2	- 0,1	2,4	0,2	49,1
Brasilien	- 8,9	10,0	3,2	1,5	0,1	3,8	4,6	96,3
Verbindlichkeiten insge- samt ¹	31,8	145,1	27,8	42,2	20,7	53,9	28,2	1 051,0
Afrika und Naher Osten	- 6,8	47,8	16,7	7,6	8,4	21,7	10,1	315,4
Saudi-Arabien	- 17,9	10,8	1,2	- 0,4	- 0,9	7,2	4,9	60,1
Asien und Pazifikraum	4,9	65,8	- 0,6	26,6	9,5	12,8	16,9	360,0
Festland-China	- 3,9	35,8	- 0,1	12,0	10,4	5,3	8,1	102,3
Taiwan, China	7,5	19,6	2,8	0,0	0,6	6,5	12,6	64,6
Europa	20,3	21,0	7,3	1,8	4,9	9,2	5,1	123,6
Russland	3,8	7,3	0,8	2,4	3,4	3,2	- 1,8	23,4
Türkei	3,3	2,3	2,0	0,0	- 0,6	0,3	2,6	20,7
Lateinamerika	13,4	10,6	4,4	6,2	- 2,1	10,2	- 3,7	252,1
Argentinien	0,1	3,2	3,7	0,4	0,1	3,7	- 1,0	40,9
Brasilien	2,2	- 4,1	- 2,6	1,2	- 8,9	2,8	0,7	49,1
Nettoströme ²	- 100,9	- 155,1	- 34,1	- 40,9	- 24,5	- 55,2	- 34,5	- 145,5
<i>Nachrichtlich:</i> <i>Einlagen von OPEC-</i> <i>Staaten</i>	- 19,8	37,8	13,3	1,9	9,5	18,0	8,5	233,2

¹ Hauptsächlich Einlagen. Die übrigen Verbindlichkeiten entsprechen weniger als 1 % der ausstehenden Verbindlichkeiten insgesamt. ² Sämtliche Aktiva (Forderungen) abzüglich der gesamten Verbindlichkeiten.

Quelle: Standortbezogene BIZ-Statistik zum Bankgeschäft. Tabelle 2.2

² Eine Diskussion des Wachstums der Fremdwährungseinlagen im Bankensektor Chinas findet sich im Feature „Fremdwährungseinlagen von Unternehmen und Privatpersonen bei Banken in China“ von R.N. McCauley und Y.K. Mo in der Ausgabe vom August 2000 des *BIZ-Quartalsberichts*.

\$ 35,8 Mrd. (25 % der Gesamteinlagen der aufstrebenden Volkswirtschaften). Etwas mehr als die Hälfte der Einlagen im vierten Quartal lauteten auf Hongkong-Dollar. Für das Jahr insgesamt war jedoch der US-Dollar die bevorzugte Währung. China legte praktisch seine sämtlichen Einlagen bei Banken an Offshore-Finanzplätzen und in Europa an.

Nach China und Taiwan waren die erdölexportierenden Länder der wichtigste Ursprung von Einlagenströmen im Jahr 2000. Die OPEC-Länder deponierten im vierten Quartal \$ 9 Mrd. bei Banken im Berichtsgebiet; insgesamt plazierten sie im Jahr 2000 \$ 38 Mrd. (26 % der Gesamteinlagen). Der Großteil dieser Einlagen lautete auf US-Dollar und ging an Banken im Vereinigten Königreich. Unter den OPEC-Staaten wuchsen die Einlagen Saudi-Arabiens mit \$ 10,8 Mrd. und Irans mit \$ 8,1 Mrd. am stärksten. Bei den erdölexportierenden Ländern, die nicht der OPEC angehören, waren Mexiko mit \$ 7,1 Mrd. und Russland mit \$ 7,3 Mrd. die grössten Einleger. Beide Länder zogen im vierten Quartal Mittel ab.

Die Zentralbanken haben offenbar nicht in grösserem Masse zu den Einlagenströmen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften beigetragen. Die Devisenreserven der Zentralbanken dieser Volkswirtschaften erhöhten sich im Jahr 2000 um \$ 76 Mrd., und auf den ersten Blick scheint es plausibel, dass dieser Zuwachs hinter den umfangreichen Einlagenströme zu den Banken im Berichtsgebiet stand.³ Die verfügbaren Daten lassen jedoch diesen Schluss nicht zu. Die grenzüberschreitenden Einlagenströme von Währungsbehörden – hauptsächlich Zentralbanken – an die Banken im Berichtsgebiet gingen im Jahr 2000 auf \$ 43 Mrd. zurück, gegenüber \$ 60 Mrd. im Vorjahr. Darin sind die Einlagen von Zentralbanken weltweit eingeschlossen, und daher ist es durchaus vorstellbar, dass die Entnahmen von Zentralbanken der Industrieländer die Einlagen der Zentralbanken der aufstrebenden Volkswirtschaften hätten ausgleichen können. Da jedoch die Reserven der Zentralbanken der Industrieländer 2000 ebenfalls zunahmen, nämlich um \$ 55 Mrd., ist dies unwahrscheinlich.⁴

... und den OPEC-Ländern

Wachsende Zentralbankreserven keine Erklärung für die grossen Einlagenströme

Forderungen gegen aufstrebende Volkswirtschaften wieder rückläufig

Anders als in den siebziger Jahren wurden die jüngsten Einlagenströme aus den aufstrebenden Volkswirtschaften nicht zu ihnen zurückgeleitet. Unter

³ Die Verbindlichkeiten gegenüber den Banken der aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhten sich 2000 um \$ 123 Mrd. In den standortbezogenen Bankenstatistiken der BIZ zählen sowohl Zentralbanken als auch Geschäftsbanken zu den Bankadressen. Die Banken im Berichtsgebiet weisen ihre Verbindlichkeiten gegenüber Währungsbehörden als eine globale Zahl aus, die nach Währungen, aber nicht nach Ländern aufgliedert ist (s. Tabelle 5c im Statistischen Anhang).

⁴ Für eine Erörterung der Instrumente, aus denen sich die US-Dollar-Reserven von Zentralbanken zusammensetzen, sei auf den Artikel „Zusammensetzung der US-Dollar-Reserven nach Instrumenten“ von B. Fung und R.N. McCauley verwiesen, der im *BIZ-Quartalsbericht* vom November 2000, S. 64f., erschien.

Nettoabflüsse aus allen aufstrebenden Regionen ausser Lateinamerika

Berücksichtigung von Änderungen sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite der Bilanzen war Lateinamerika die einzige Region, die 2000 Nettoempfänger von Bankmitteln war (Grafik 2.1). Mit \$ 3 Mrd. übersteigen diese Mittelströme trotzdem die Aufnahme neuer Kredite bei internationalen Banken, da grosse Leistungsbilanzüberschüsse eine externe Finanzierung überflüssig machten. Das Bankenengagement in Lateinamerika konzentrierte sich auch im vierten Quartal auf Brasilien. Die Forderungen gegenüber Brasilien erhöhten sich um \$ 4,6 Mrd. (Tabelle 2.2), was in erster Linie auf den Kauf der Banespa, einer im November privatisierten staatlichen Bank, durch die Banco Santander Central Hispano von Spanien zurückzuführen war. Im Verlauf des Jahres hing mehr als die Hälfte der Zunahme der Forderungen gegenüber Brasilien um \$ 10 Mrd. mit ausländischen Akquisitionen von brasilianischen Banken zusammen. Ausländische Banken gewährten Argentinien im vierten Quartal Kredite in Höhe von \$ 1,1 Mrd., glichen diesen Anstieg jedoch durch den Verkauf von argentinischen Wertpapieren im Wert von \$ 0,9 Mrd. weitgehend aus. Die Banken reduzierten ferner ihre Bestände an mexikanischen Wertpapieren und trugen so zu dem im vierten Quartal verzeichneten Rückgang der Forderungen gegen Mexiko um \$ 3,9 Mrd. bei.

Brasilien und die Türkei Hauptempfänger neuer Mittel

Unter den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas war die Türkei bei weitem der grösste Empfänger von Bankmitteln. Im Laufe des Jahres 2000 wuchsen die Auslandsforderungen gegen die Türkei um \$ 11,4 Mrd. und damit stärker als die Forderungen gegen irgendeine andere aufstrebende Volkswirtschaft. Allein im vierten Quartal erhielt die Türkei Bankkredite in Höhe von \$ 3,4 Mrd. Zwei Drittel dieses Betrags wurden in Form von Darlehen an Nichtbanken, überwiegend als Projektfinanzierungen und als Kredit an zentralstaatliche Stellen, zur Verfügung gestellt. Der verbleibende Betrag ging an die Banken, trotz auftretender Anspannungen im Bankensystem des Landes. Neuere Daten über Konsortialkredite lassen vermuten, dass die Banken ihre Kreditvergabe an die Türkei Anfang 2001 stark reduzierten (vgl. S. 24).

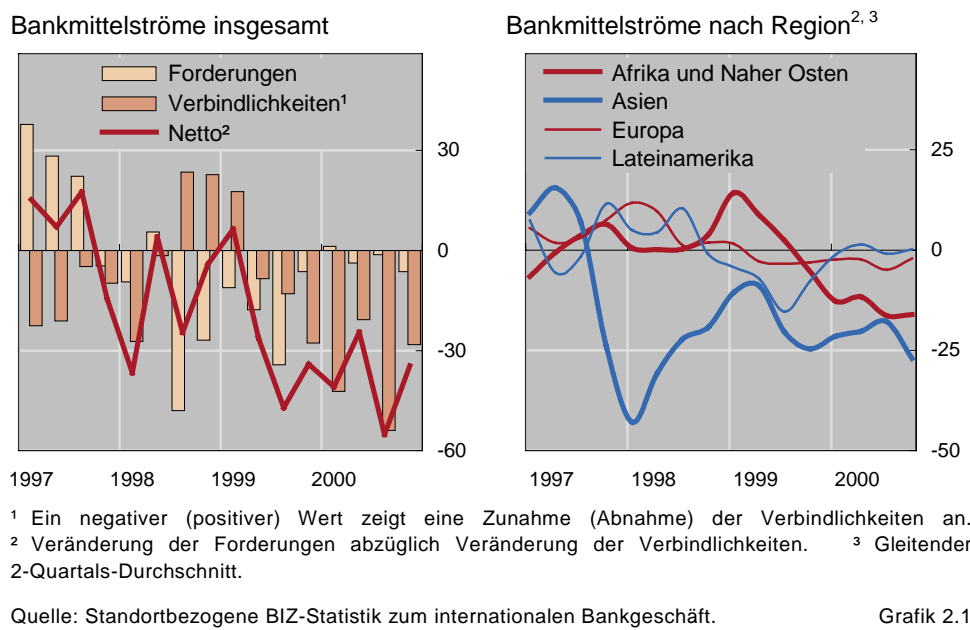
Die Tilgungen asiatischer Schuldner, die im ersten Halbjahr 2000 beendet schienen, zogen im vierten Quartal wieder leicht an. Die Bankforderungen gegen die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens gingen um \$ 18 Mrd. zurück, im Jahr 2000 insgesamt um \$ 29 Mrd. Auf den ersten Blick scheint sich darin ein wesentlich langsames Tempo der Mittelabflüsse als 1999 zu zeigen, als die Forderungen um \$ 62 Mrd. abnahmen. Berücksichtigt man jedoch Änderungen bei den Einlagen, erhöhten sich die Nettomittelabflüsse von den aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien zu den Banken im Berichtsgebiet im Jahr 2000 sogar, von \$ 67 Mrd. im Jahr 1999 auf \$ 94 Mrd.

Stärkster Forderungsrückgang gegenüber Korea und Taiwan

Die Hälfte der Abnahme der Forderungen gegenüber Schuldnern in Asien entfiel auf einen Rückgang von \$ 9,2 Mrd. bei den Krediten für koreanische Schuldner. Früher im Jahr 2000 hatten Banken in den USA umgekehrte Pensionsgeschäfte mit Schuldnern in Korea abgeschlossen, und ein Teil des Forderungsrückgangs im vierten Quartal war auf die Auflösung dieser Transaktionen zurückzuführen. Die Auslandsforderungen gegen Gebietsansässige in

Auslandspositionen der Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften

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



Taiwan nahmen im vierten Quartal um \$ 4,3 Mrd. ab: der bedeutendste solche Rückgang, der jemals verzeichnet wurde. Mit dem schnellen Wachstum der Fremdwährungseinlagen im inländischen Finanzsystem verringerte sich die Nachfrage der örtlichen Banken nach Fremdwährungskrediten aus dem Ausland. Ausserdem wurde der Verfassung des taiwanesischen Finanzsystems während des Jahres 2000 grössere internationale Aufmerksamkeit zuteil, was viele ausländische Banken veranlasste, ihr Engagement zu reduzieren.

Mittelströme in die USA

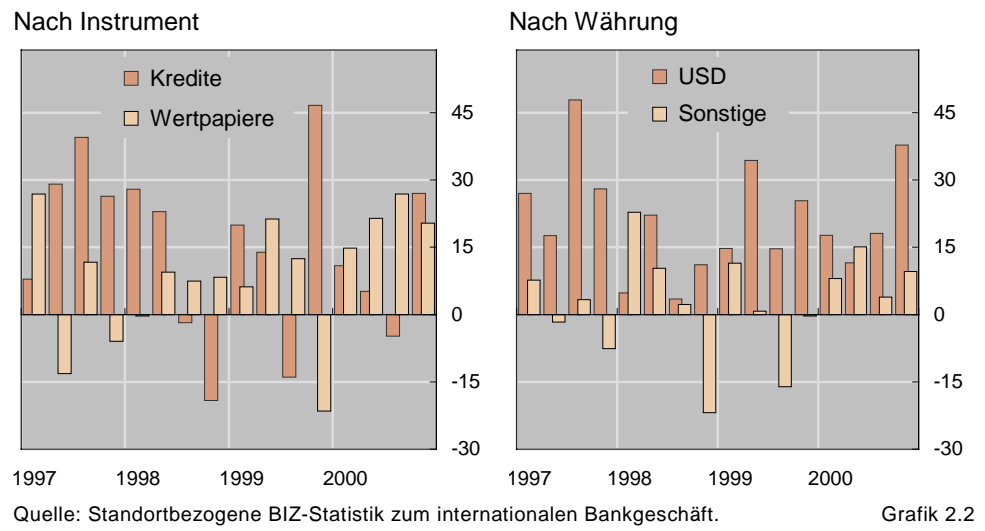
Anstatt in aufstrebende Volkswirtschaften geleitet zu werden, förderten die über den Interbankmarkt verfügbaren Mittel die Zunahme der Vergabe von Krediten an Nichtbankschuldner in den Industrieländern, besonders den USA. Die Banken im Berichtsgebiet investierten auch nach wie vor beträchtliche Summen in Wertpapiere, die von Emittenten aus den USA und Europa begeben wurden.

Nach einigen schwachen Quartalen nahmen die Kredite an Nichtbanken in den USA im vierten Quartal um \$ 27 Mrd. zu (Grafik 2.2). Teilweise waren saisonale Faktoren für diesen Anstieg verantwortlich: Der Absatz von Commercial Paper des Unternehmenssektors in den USA geht in der Regel zum Jahresende zurück, und die Emittenten nehmen statt dessen die Backup-Fazilitäten der Banken in Anspruch. Auftrieb erhielt die Kreditvergabe auch durch die Nachfrage von US-Telekommunikationsunternehmen, die im vierten Quartal \$ 38 Mrd. am internationalen Markt für Konsortialkredite aufnahmen.

CP-Emittenten und Telekomfirmen in den USA wenden sich Banken zu

Auslandsforderungen der Banken gegenüber US-Nichtbanken

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



Trotz der Intensivierung der Direktkreditvergabe kauften die internationalen Banken weiterhin in grossem Umfang Wertpapiere von US-Emittenten. Infolgedessen erhöhten sich die grenzüberschreitenden Mittelströme – Wertpapierkäufe zuzüglich Kredite – an Nichtbankschuldner in den USA 2000 gegenüber 1999 um 43 % auf \$ 121,8 Mrd. Überraschenderweise lauteten 30 % dieser Mittel auf andere Währungen als den US-Dollar. Die US-Schuldner, einschliesslich der staatlichen Körperschaften, erhöhten im Jahr 2000 ihre Emissionen von Euro-Anleihen, was dazu beitrug, dass die Euro-Mittel, die von internationalen Banken an US-Nichtbanken flossen, von Null im Jahr 1999 auf \$ 16,2 Mrd. im Jahr 2000 hochschnellten. Die Yen-Mittelströme stiegen ebenfalls, von –\$ 0,5 Mrd. auf \$ 9,8 Mrd., möglicherweise weil US-Nichtbanken sich die niedrigen Yen-Zinssätze zunutze machen wollten.

Die standortbezogenen Bankenstatistiken zeigen, dass im Laufe des Jahres mehr als die Hälfte der grenzüberschreitenden Mittelströme an die US-Nichtbanken von Banken im Vereinigten Königreich bereitgestellt wurde. Ein beträchtlicher Teil dieser Mittel stammte jedoch von Niederlassungen von Banken aus dem Euro-Raum und Japan im Vereinigten Königreich und nicht von Banken mit britischen Hauptsitz. Nach der konsolidierten Bankenstatistik, die auf der Basis der Nationalität erstellt wird, nahmen die konsolidierten Forderungen der deutschen Banken gegen Schuldner des öffentlichen Sektors und Nichtbanken aus dem privaten Sektor in den USA 2000 um \$ 49 Mrd. zu. Die Forderungen der japanischen Banken erhöhten sich um \$ 41 Mrd. Die japanischen Banken waren besonders aktive Käufer von Wertpapieren der staatlich geförderten US-Körperschaften. Die konsolidierten Forderungen der britischen Banken gegen US-Nichtbanken stiegen im gleichen Zeitraum um \$ 15 Mrd.

Forderungsanstieg gegenüber US-Nichtbanken vor allem dank deutscher und japanischer Banken

Anhaltender Rückgang der Forderungen gegen Nichtbanken in Japan

Im Gegensatz zum Forderungszuwachs gegenüber den US-Nichtbanken gingen die Auslandsforderungen gegen Nichtbanken in Japan im vierten Quartal um \$ 32,7 Mrd. zurück. Die europäischen Banken waren mehrheitlich für diesen Rückgang verantwortlich.

Für das Jahr insgesamt nahmen die Kredite an Nichtbanken in Japan um \$ 66,9 Mrd. ab; 2000 war damit das fünfte Jahr in Folge mit rückläufigem Geschäft. Die Hauptursache war die anhaltende Liquidierung von Krediten, die an japanische Gebietsansässige vergeben und über japanische Bankniederlassungen an Offshore-Finanzplätzen verbucht worden waren. Aufgrund der finanziellen Belastungen, denen Japan 1997-98 ausgesetzt war, hatten viele japanische Banken ihre Geschäftstätigkeit im Ausland eingestellt oder zurückgefahren. In den letzten Jahren nahm der Finanzierungsbedarf der Unternehmen bedingt durch die Schwäche der japanischen Wirtschaft ab. Diese Veränderungen beeinträchtigten besonders das internationale Bankgeschäft in Hongkong. Von Ende 1997 bis Ende 2000 gingen die Forderungen der Banken in Hongkong gegen Nichtbanken in Japan um 80 % auf \$ 39 Mrd. zurück. Die Interbankforderungen Japans gegen Hongkong, durch die viele der Kredite refinanziert worden waren, nahmen parallel dazu ebenfalls ab.⁵

Liquidierung von Offshore-Krediten durch japanische Banken

Abkehr von Wertpapieren von Nichtbankemittenten des Euro-Raums

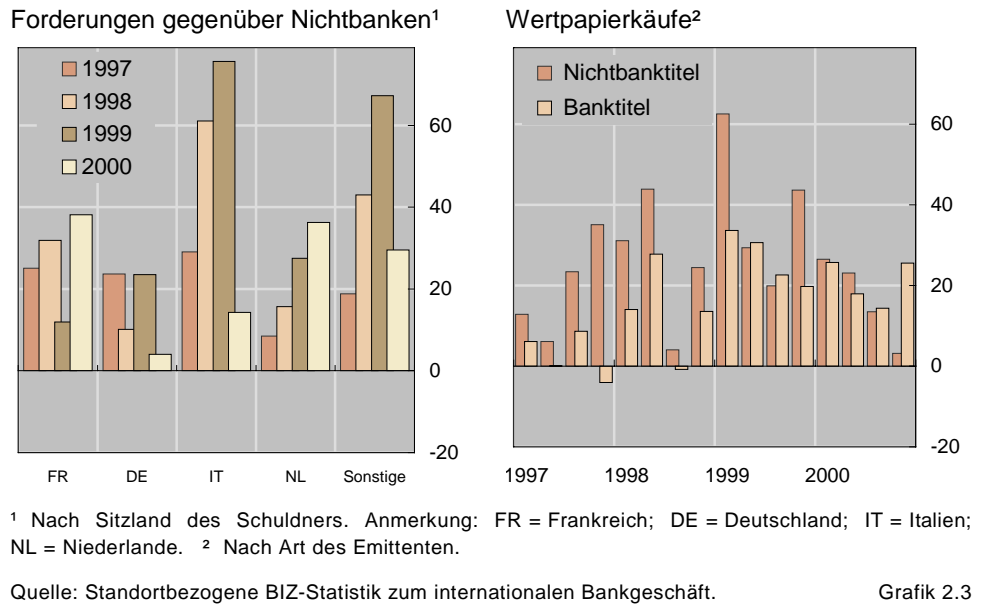
Im Euro-Raum verringerten sich die grenzüberschreitenden Mittelströme an Nichtbanken im vierten Quartal auf \$ 9,8 Mrd., den niedrigsten Wert seit Beginn der Währungsunion. Zumindest ein Teil dieses Rückgangs kann durch die nachlassende Risikoneigung der Anleger erklärt werden. Wie in der vorangehenden Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts* diskutiert, sahen sich die niedriger bewerteten Schuldner im vierten Quartal 2000 wesentlich breiteren Kreditzinsspannen gegenüber und schränkten daher ihre Anleiheemissionen ein. Gleichzeitig behielten Schuldner mit einem hohen Rating ihren begünstigten Zugang zu den Märkten für Schuldtitel. Die standortbezogenen Bankenstatistiken zeigen deutlich die Nachfrageverlagerungen, welche dieser Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zugrunde lagen. Obgleich die Banken im Berichtsgebiet ihre Käufe von Unternehmensanleihen und anderen Wertpapieren von Nichtbanken, die in der Regel ein Rating unter AAA haben, zurückschraubten, erhöhten sie ihre grenzüberschreitenden Käufe von Bankwertpapieren (Grafik 2.3). Im Euro-Raum erhalten eine Vielzahl der Bankwertpapiere wie etwa Pfandbriefe äusserst gute Bonitätsbewertungen und werden damit als sichere Anlage betrachtet.

Banktitel mit geringerem Risiko bevorzugt

⁵ Zum internationalen Bankgeschäft in Hongkong s. den Kasten „Jüngste Entwicklungen des internationalen Bankgeschäfts von Hongkong“ von R.N. McCauley und Y.K. Mo im *BIZ-Quartalsbericht* vom Juni 1999.

Auslandsforderungen der Banken gegenüber Schuldern des Euro-Raums

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



Auslandsmittel für Nichtbanken im Euro-Raum 2000 halbiert

Trotz der Rekordbeträge, die von Telekommunikationsunternehmen im Euro-Raum im Jahr 2000 am internationalen Markt für Konsortialkredite aufgenommen wurden, halbierten sich die Mittelströme an Nichtbanken im Euro-Raum 2000 beinahe, von \$ 206 Mrd. im Jahr 1999 auf noch \$ 122 Mrd. In einigen Ländern des Euro-Raums, insbesondere in Frankreich und den Niederlanden, erholten sich die Auslandskredite an Nichtbankschuldner im Jahr 2000 leicht (Grafik 2.3). Doch die Zuflüsse in die meisten Länder nahmen ab. Der Rückgang in Italien war besonders stark: Die Auslandsforderungen gegen Nichtbanken erhöhten sich 2000 nur um \$ 14,3 Mrd., nach \$ 75,6 Mrd. im Vorjahr.

Der Rückgang der grenzüberschreitenden Mittelströme an Nichtbanken im Euro-Raum war ausschliesslich den Banken im Euro-Raum zuzuschreiben. Durch die Einführung der Einheitswährung wurden bankenaufsichtliche und behördliche Kontrollen bezüglich Währungsinkongruenzen effektiv gelockert, was die Finanzinstitute ermutigte, ihre Portfolios durch Investitionen im gesamten Euro-Raum zu diversifizieren. Infolgedessen hatten die Banken unmittelbar vor und nach Einführung der Währungsunion ihre grenzüberschreitenden Käufe von Wertpapieren intensiviert und dadurch die Mittelströme an Nichtbanken im Euro-Raum erhöht. Diese Portfolio-Anpassung scheint nun abgeschlossen zu sein.

Konsortialkredite: Umfangreiche Telekomfazilitäten 2001 fällig

Blaise Gadanez

Nach einem aussergewöhnlich aktiven zweiten Halbjahr 2000 gab das Geschäft am internationalen Markt für Konsortialkredite im ersten Quartal 2001 stark nach: Die bereitgestellten Fazilitäten sanken von \$ 406 Mrd. im vierten Quartal 2000 auf \$ 253 Mrd. Das erste Quartal ist seit jeher schwach, doch selbst nach saisonaler Bereinigung war immer noch ein Rückgang des Zeichnungsvolumens um 20 % zu verzeichnen.

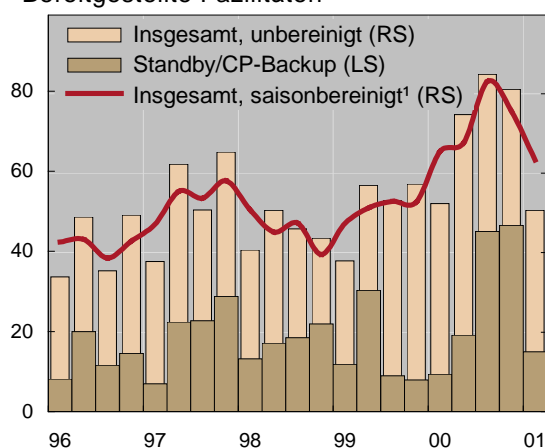
Vor allem grosse US-Unternehmen gaben im ersten Quartal dem Geschäft Auftrieb. So nahmen Kellogg und American Home Products je \$ 6 Mrd. auf. Fazilitäten über insgesamt \$ 6 Mrd. wurden für Lucent Technologies bereitgestellt, damit das Unternehmen seinen Verpflichtungen nachkommen konnte, nachdem es den Zugang zum Markt für Commercial Paper (CP) verloren hatte. Die allgemeine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen am CP-Markt um die Jahreswende und die deshalb grössere Wahrscheinlichkeit, dass Emittenten ihre Backup-Fazilitäten bei den Geschäftsbanken in Anspruch nehmen würden, veranlasste die Banken, die Konditionen neuer Standby- oder Auffangfazilitäten für CP zu verschärfen. Infolgedessen verringerte sich das Volumen in diesem Segment des Konsortialkreditmarktes auf \$ 15 Mrd. im ersten Quartal, nach \$ 45 Mrd. in jedem der beiden Vorquartale.

Ein wichtiger Faktor bei dieser allgemeinen rückläufigen Entwicklung im ersten Vierteljahr war das mässigere Tempo der Kreditvergabe an Telekommunikationsunternehmen. Im zweiten Halbjahr 2000 waren für sie beträchtliche Summen bereitgestellt worden, doch dieses Geschäft brach im ersten Quartal ein. Statt dessen wandten sich die Telekomunternehmen den Anleihemärkten zu (s. S. 27). Viele der im Jahr 2000 bereitgestellten Telekomfazilitäten waren kurzfristig und werden folglich 2001 refinanziert werden müssen. Das Geschäft im ersten Quartal spiegelte bereits die Erneuerung fällig werdender Fazilitäten wider. Pacific Century Cyberworks vereinbarte einen mittelfristigen Kredit über \$ 4,7 Mrd. zur Refinanzierung eines Teils einer Anfang 2000 eingerichteten Fazilität, mit der der Erwerb von Hong Kong Telecom finanziert werden sollte. Geht man davon aus, dass die zuvor eingerichteten Fazilitäten voll in Anspruch genommen und nicht vorzeitig getilgt werden, dann werden die Tilgungen im dritten und vierten Quartal von 2001 mit \$ 60 Mrd. Höchstwerte erreichen.

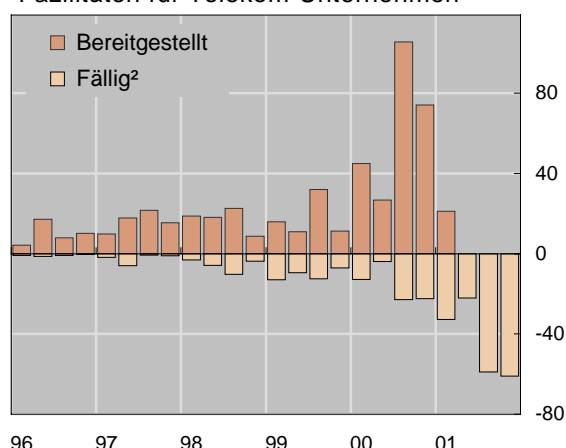
Geschäft am internationalen Konsortialkreditmarkt

Mrd. US-Dollar

Bereitgestellte Fazilitäten



Fazilitäten für Telekom-Unternehmen



¹ Saisonbereinigung gemäss US Census Board X11 Arima. ² Geschätzt. Fällige Kredite: Angaben beruhen auf Bereitstellungen ab Januar 1993 und auf der Annahme, dass die Fazilitäten vollständig beansprucht und nicht vorzeitig getilgt wurden.

Quellen: Capital DATA; BIZ.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen im ersten Quartal \$ 13 Mrd. am Markt für Konsortialkredite auf. Die Türkei, grösster Schuldner im Jahr 2000, blieb dem Markt praktisch fern. Die türkischen Banken nahmen \$ 0,3 Mrd. auf und lagen somit unter dem Durchschnitt von \$ 1,4 je Quartal im Jahr 2000, und türkische Unternehmen nahmen weitere \$ 0,2 Mrd. auf. Mexiko erhielt \$ 2,3 Mrd. und war somit der grösste Empfänger von Krediten. Diese wurden grösstenteils von CEMEX, einem Zementhersteller, aufgenommen, der damit eine Übernahme in den USA finanzieren wollte.

3. Die internationalen Märkte für Schuldtitel

Bei enger werdenden Kreditzinsspannen und allgemein günstigen Bedingungen an den Schuldtitelmärkten stieg der Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und mittelfristiger Notes im ersten Quartal 2001 sprunghaft an (Tabelle 3.1). Während desselben Zeitraums fiel jedoch der Gesamt Nettoabsatz am internationalen Schuldtitelmarkt von \$ 323 Mrd. auf \$ 298 Mrd.; der Grund dafür war ein massiver Rückgang des Absatzes bei Geldmarktinstrumenten. Der angekündigte Bruttoabsatz bei Anleihen und Notes stieg im ersten Quartal 2001 auf \$ 578 Mrd. im Vergleich zu \$ 438 Mrd. im Vorquartal, aber auch die Tilgungen erhöhten sich im selben Zeitraum von \$ 197 Mrd. auf \$ 269 Mrd. (Tabelle 3.2).

Die Verlagerung von kurz- zu langfristigen Mitteln entsprach einer Rückkehr zur Normalität. Der Nettoabsatz bei den Geldmarktinstrumenten gab nach den ungewöhnlich hohen Beträgen des Vorquartals wieder nach, da die Schuldner die günstigen Marktbedingungen zum Anlass nahmen, die Laufzeiten ihrer Schuldtitel zu verlängern. Die aufstrebenden Volkswirtschaften kehrten an den Anleihemarkt zurück, und der öffentliche Sektor setzte ein erhöhtes Titelvolumen ab. Auch der Absatz von Schuldtiteln von Unternehmen stieg im ersten Quartal, was möglicherweise auf eine Abkehr von Aktienemissionen aufgrund der sinkenden Nachfrage nach Erstzeichnungen (IPO) zurückzuführen ist. In einigen Fällen wandten sich niedriger bewertete Schuldner dem internationalen Anleihemarkt zu, weil sie wegen Bonitätsrückstufungen kein Commercial Paper mehr absetzen konnten und die Banken nicht mehr bereit waren, Backup-Fazilitäten bereitzustellen.

Bessere Marktbedingungen begünstigen langfristige Mittelaufnahme

Auf Grund der verbesserten Marktsituation kam es im ersten Quartal 2001 zu einem starken Wiederanstieg bei der Ausgabe langfristiger Schuldtitel. Wie im „Überblick“ (Kapitel 1) bereits erwähnt, ging mit den enger werdenden Kreditzinsspannen an den Märkten für langfristige Schuldtitel ein allgemeiner Zinsrückgang einher, so dass die Emittenten an den Markt zurückkehrten. Der Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und mittelfristiger Notes stieg von

Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und Notes in Rekordhöhe ...

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel

Mrd. US-Dollar

	1999	2000	2000				2001	Stand Ende März 2001
	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
Nettoabsatz insgesamt	1 230,3	1 234,6	286,7	319,8	304,8	323,4	298,4	6 514,7
Geldmarktinstrumente ¹	66,4	86,5	1,3	24,4	14,9	45,9	14,6	346,1
<i>Commercial Paper</i>	44,3	49,3	- 0,6	10,6	12,1	27,1	16,1	238,5
Anleihen und Notes ¹	1 163,9	1 148,2	285,4	295,4	289,9	277,4	283,8	6 168,7
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	334,1	386,6	84,0	110,1	90,0	102,6	73,8	1 607,9
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	798,7	743,9	198,6	181,5	199,0	164,9	204,4	4 317,5
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	31,1	17,6	2,8	3,8	1,0	10,0	5,6	243,3
Entwickelte Länder	1 152,9	1 151,7	257,1	303,2	282,2	309,1	283,9	5 602,7
<i>Euro-Raum</i>	507,9	555,0	131,1	149,2	129,7	144,9	133,4	2 288,6
<i>Japan</i>	2,7	- 29,9	- 13,2	- 1,3	- 9,1	- 6,3	- 6,5	268,0
<i>USA</i>	482,2	465,7	91,4	111,8	138,5	124,0	145,7	1 894,2
Offshore-Finanzplätze	12,0	19,1	1,4	3,7	6,8	7,2	7,3	83,0
Entwicklungsländer	40,8	42,1	23,3	6,3	13,4	- 0,9	6,0	458,5
Internationale Organisationen	24,6	21,7	4,9	6,7	2,2	7,9	1,3	370,6
Privater Sektor	1 010,4	970,3	203,2	276,6	228,7	261,8	237,8	4 849,3
<i>Finanzinstitute²</i>	656,7	670,7	164,7	185,3	136,1	184,6	146,5	3 189,6
<i>Unternehmen</i>	353,7	299,6	38,5	91,3	92,6	77,2	91,3	1 659,7
Öffentlicher Sektor ³	195,3	242,6	78,6	36,6	73,8	53,6	59,3	1 294,8
<i>Zentralstaatl. Stellen</i>	37,2	50,5	33,1	12,7	8,3	- 3,5	6,4	483,3
<i>Andere staatl. Stellen</i>	158,1	192,0	45,5	23,9	65,5	57,2	52,9	811,5
<i>Nachrichtlich: CP Inland⁴</i>	341,2	254,3	29,8	72,1	40,2	112,2	- 56,5	1 983,0
<i>darunter: USA</i>	232,8	208,3	75,3	54,9	35,6	42,5	- 63,1	1 539,0

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. ³ Ohne internationale Organisationen. ⁴ Vorläufige Daten für 1. Quartal 2001.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.1

\$ 165 Mrd. im vierten Quartal 2000 auf den Rekordbetrag von \$ 204 Mrd. im ersten Quartal 2001. Gleichzeitig stieg auch der Bruttoabsatz um 60 % auf \$ 422 Mrd. (Tabelle 3.2).

... infolge Rückkehr von Schuldnern mit niedrigerem und mittlerem Rating an den Markt ...

Die Zunahme des Absatzes langfristiger Schuldtitel war ausschliesslich auf die Aktivitäten niedrig und mittel eingestufte Schuldner zurückzuführen. Bei den Emissionen mit Rating stieg der Bruttoabsatz in den Bonitätsklassen ausserhalb der Triple-A-Kategorie von \$ 64 Mrd. im letzten Quartal 2000 auf \$ 126 Mrd. im ersten Quartal 2001 (Grafik 3.1, rechtes Feld), wodurch der zuvor von Quartal zu Quartal verzeichnete Rückgang mehr als aufgeholt wurde. Ein grosser Teil des Gesamtanstiegs der Emissionen ausserhalb der Triple-A-Kategorie entfiel auf Aktivitäten der Telekommunikationsbranche, deren

Bruttoabsatz im selben Zeitraum von \$ 19 Mrd. auf \$ 49 Mrd. hochschnellte. In dieser Summe ist auch die grösste je ausgegebene Unternehmensanleihe enthalten: eine in sechs Tranchen ausgegebene Emission der France Telecom in Höhe von \$ 16 Mrd. Einigen Unternehmen, deren Zugang zum Commercial-Paper-Markt erschwert war (s. unten), konnten am Markt für langfristige Schuldtitel Mittel aufnehmen. DaimlerChrysler beispielsweise, ein Schuldner der Kategorie Single-A, legte im ersten Quartal eine längerfristige Anleihe von \$ 7,5 Mrd. auf. Eine Belebung der Emissionstätigkeit war auch bei den als spekulativ geltenden Kategorien zu verzeichnen, bei denen im ersten Quartal 2001 die Ankündigungen gegenüber dem Vorquartal (\$ 3 Mrd.) auf \$ 7 Mrd. stiegen. Dagegen ging der Bruttoabsatz in der Triple-A-Kategorie von \$ 100 Mrd. auf \$ 94 Mrd. zurück, und dies trotz eines massiven Anstiegs des Bruttoabsatzes der öffentlichen Hand auf \$ 128 Mrd., eine Zunahme von 70 %, die grösstenteils auf den Rekordabsatz der staatlich geförderten US-Körperschaften in Höhe von \$ 98,5 Mrd. zurückzuführen ist.

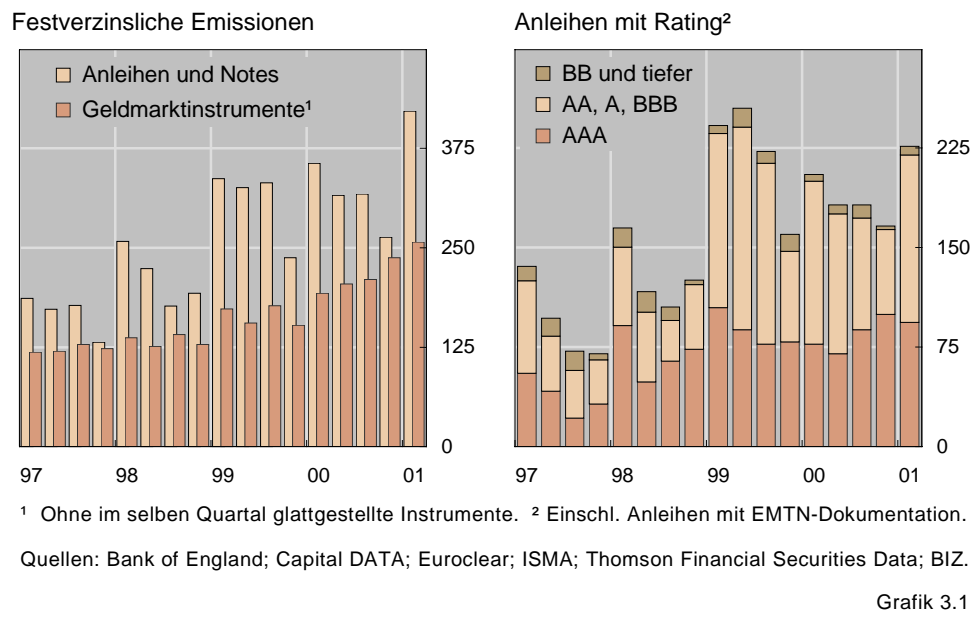
Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	1999	2000	2000				2001
	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Angekündigte Emissionen insgesamt	1 766,8	1 933,5	508,3	484,6	502,4	438,3	578,2
Zinsvariable Emissionen	483,8	624,3	138,0	157,0	168,3	161,0	142,6
Festverzinsliche Emissionen	1 230,9	1 252,7	356,0	315,7	317,6	263,5	421,7
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	52,1	56,5	14,3	11,9	16,5	13,8	13,8
US-Dollar	775,4	859,3	216,9	206,6	240,8	194,9	264,8
Euro	677,9	647,8	186,8	153,1	150,7	157,2	221,2
Yen	118,9	204,6	49,2	76,1	51,2	28,1	34,8
Sonstige Währungen	194,6	221,8	55,3	48,7	59,8	58,1	57,4
Privater Sektor	1 374,3	1 499,9	374,4	397,5	380,3	347,8	429,2
<i>Finanzinstitute</i> ²	897,7	1 021,4	276,0	251,5	249,8	244,1	278,1
<i>Unternehmen</i>	476,6	478,5	98,3	146,0	130,5	103,7	151,2
<i>davon: Telekommunikation</i>	84,3	115,7	24,7	46,7	25,0	19,3	48,7
Öffentlicher Sektor	314,7	363,0	113,4	66,7	107,7	75,2	127,6
<i>Zentralstaatliche Stellen</i>	94,2	93,0	46,0	18,7	23,7	4,7	29,1
<i>Andere staatliche Stellen</i>	220,5	269,9	67,5	48,0	84,0	70,5	98,5
Internationale Organisationen	77,8	70,7	20,5	20,4	14,5	15,3	21,3
Bruttoabsatz	1 771,2	1 935,3	474,9	485,2	501,0	474,2	552,9
Tilgungen	607,3	787,2	189,5	189,8	211,1	196,7	269,1

¹ Wandel- und Optionsanleihen. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle 3.2

Angekündigte Emissionen nach Laufzeit und Rating

Internationale Emissionen; Mrd. US-Dollar



... und wegen des rückläufigen Nettoabsatzes von Geldmarktinstrumenten

Gleichzeitig sank bei den Geldmarktinstrumenten der Nettoabsatz an den internationalen Schuldtitelmärkten vom aussergewöhnlichen Betrag von \$ 46 Mrd. auf \$ 15 Mrd., wobei der Absatz von Commercial Paper, dem bedeutendsten Segment der Geldmarktinstrumente, einen Rückgang von \$ 27 Mrd. auf \$ 16 Mrd. erlebte. Diese Entwicklungen waren von einem noch bedeutenderen Rückgang des Nettoabsatzes an den inländischen CP-Märkten begleitet. Nach mehreren Jahren schnellen Wachstums nahm der inländische Nettoabsatz in den drei grössten Märkten (USA, Japan und Kanada) im ersten Quartal 2001 abrupt einen negativen Verlauf. Zum rückläufigen CP-Absatz trugen verschiedene Faktoren bei, u.a. die Herabsetzung einzelner Kreditratings und die schwindende Bereitschaft der Banken, neue Emissionen zu übernehmen. Geldmarktfonds sind die Hauptabnehmer für CP, doch der Anteil solcher Papiere mit niedrigen Bonitätseinstufungen, den sie halten dürfen, unterliegt Beschränkungen der Securities Exchange Commission (SEC). Durch Bonitätsrückstufungen unter einen bestimmten Schwellenwert geht die Nachfrage nach dem Commercial Paper eines bestimmten Emittenten unter Umständen massiv zurück. Bonitätsrückstufungen dieser Art haben Meldungen zufolge manchen Unternehmen den Zugang zum CP-Markt erschwert. Die Kurzfristeinstufung von DaimlerChrysler beispielsweise fiel Ende Februar auf A2/P2. Gleichzeitig zogen die Gläubigerbanken Kreditverlängerungen zurück (s. den Kasten über Konsortialkredite auf S. 24f.), und gewährten keine Backup-Fazilitäten mehr.

Im ersten Quartal 2001 war auch ein Rückgang beim Nettoabsatz der Finanzinstitute zu verzeichnen. Ein denkbarer Grund dafür war das im Vergleich zum ersten Quartal 2001 grosse Absatzvolumen von forderungsunter-

legten Wertpapieren im vierten Quartal 2000. ABN AMRO beispielsweise führte im letzten Quartal 2000 eine forderungsunterlegte Wertpapieremission in Höhe von € 7,8 Mrd. durch.

Rückkehr der Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Die allgemein günstigeren Bedingungen an den Märkten für festverzinsliche Instrumente übertrugen sich auch auf die Nachfrage nach Emissionen der aufstrebenden Volkswirtschaften, obwohl die Marktteilnehmer klar nach Kreditrisiken differenzierten. Wie im „Überblick“ (Kapitel 1) bereits angesprochen, sanken die Sekundärmarktspannen bei den Emissionen erstklassiger Schuldner wie Mexiko, Korea und China im ersten Quartal 2001, während sie bei den niedriger eingestuften Emissionen der Türkei, Brasiliens und Argentiniens stiegen. Dabei erholte sich der Gesamtnettoabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften am internationalen Schuldtitelmarkt während des ersten Quartals 2001 und stieg auf \$ 6 Mrd., gegenüber dem gedrückten Geschäft im Vorquartal mit einem Rückgang um \$ 1 Mrd. Der Nettoabsatz stieg, obwohl gleichzeitig auch die Tilgungen von \$ 15,1 Mrd. im vierten Quartal 2000 auf \$ 17 Mrd. im ersten Quartal 2001, den höchsten Betrag seit zwei Jahren, zu nahmen.

Erholung des Nettoabsatzes vom gedrücktem Niveau des 4. Quartals 2000

Die Erholung des Nettoabsatzes verteilte sich nicht gleichmässig auf alle Regionen. Der Nettoabsatz in Lateinamerika erhöhte sich von –\$ 2,5 Mrd. im Vorquartal auf \$ 6,3 Mrd. im ersten Quartal 2001; auch in den europäischen Ländern, die nicht zu den Industrieländern zählen, stieg der Nettoabsatz von \$ 1,1 Mrd. auf \$ 2,3 Mrd. In der letztgenannten Zahl enthalten sind neue Ankündigungen der Türkei in Höhe von € 750 Mio. Dagegen sank der Nettoabsatz in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens von \$ 0,3 Mrd. auf –\$ 3,4 Mrd. infolge eines kräftigen Rückgangs des Bruttoabsatzes von \$ 4,9 Mrd. auf \$ 1,9 Mrd. Dieser war teilweise auf rückläufige Neuankündigungen in der Telekommunikationsbranche zurückzuführen, die im vierten Quartal 2000 namentlich für China und Malaysia besonders hoch waren.

Wie bereits im letzten *BIZ-Quartalsbericht* erwähnt, besteht für Länder, die mit hohen Zinsspannen konfrontiert sind, eine Möglichkeit zur Senkung ihrer Finanzierungskosten darin, die Mittel in einer Währung mit niedrigen Zinsen aufzunehmen, zum Beispiel dem Yen. Im ersten Quartal 2001 wurden am Samurai-Markt laufend Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften aufgelegt. Brasilien begab in diesem Zeitraum Yen-Wertpapiere im Wert von \$ 669 Mio.; Tunesien und Uruguay legten Yen-Papiere im Wert von \$ 294 Mio. bzw. \$ 260 Mio. auf.

Wachsende Bedeutung von Euro-Emissionen

Im ersten Quartal 2001 wurde im internationalen Markt für Schuldtitel vermehrt der Euro als Emissionswährung eingesetzt. Der Nettoabsatz von Euro-Papieren kletterte in dieser Zeit von \$ 128 Mrd. auf \$ 141 Mrd. (Tabelle 3.3).

Nettoabsatz internationaler Schultitel nach Währung und Region¹

Mrd. US-Dollar

		1999	2000	2000				2001
		Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Europa	US-Dollar	58,2	174,5	37,9	39,3	42,9	54,4	22,7
	Euro	503,0	406,7	113,3	106,8	74,2	112,5	117,6
	Yen	6,4	39,0	4,0	31,0	7,5	- 3,5	- 9,2
	Sonstige Währungen	75,2	87,3	20,8	16,0	24,5	25,9	15,6
Nordamerika	US-Dollar	434,5	380,7	73,1	91,1	116,4	100,1	118,1
	Euro	46,3	45,3	7,9	8,7	16,0	12,7	19,2
	Yen	- 1,3	16,7	5,4	4,9	3,4	3,0	2,8
	Sonstige Währungen	16,5	15,4	2,5	1,0	3,5	8,4	4,1
Sonstige	US-Dollar	53,3	63,7	23,7	17,5	14,2	8,3	7,1
	Euro	38,1	14,0	5,5	4,6	1,6	2,3	4,7
	Yen	- 12,2	- 22,4	- 10,3	- 3,8	- 2,9	- 5,4	- 4,6
	Sonstige Währungen	12,3	13,7	2,9	2,7	3,4	4,6	0,2
Insgesamt	US-Dollar	546,0	618,9	134,7	147,9	173,5	162,7	148,0
	Euro	587,4	466,1	126,6	120,1	91,8	127,5	141,4
	Yen	- 7,0	33,3	- 0,9	32,1	8,0	- 5,9	- 11,0
	Sonstige Währungen	104,0	116,4	26,3	19,8	31,4	39,0	19,9

¹ Gestützt auf Nationalität des Schuldners.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.3

Euro-Emissionen in allen Weltregionen

Zunahmen von Euro-Emissionen waren in allen Regionen zu verzeichnen. Mit \$ 19 Mrd., einem Rekordbetrag, war der Nettoabsatz auf Euro lautender Wertpapiere in Nordamerika besonders hoch. Gleichzeitig nahm der Nettoabsatz in US-Dollar ab, und der Yen-Nettoabsatz gab von -\$ 6 Mrd. auf -\$ 11 Mrd. nach, ein ungewöhnlich starker Rückgang. Sowohl Dollar- als auch Yen-Emissionen waren in Europa besonders schwach.

Längerfristig betrachtet war der Aufschwung bei den Emissionen im ersten Quartal eine Fortsetzung der Erholung, die bereits im vierten Quartal 2000 begonnen hatte. Dort schon hatte sich die rückläufige Tendenz der ersten drei Quartale 2000 umgedreht, die nach einem aussergewöhnlich positiven Jahr 1999 eingetreten war. Wie schon 1999 und im Gegensatz zum Vorquartal setzte die Erholung zu einem Zeitpunkt ein, als der Euro gegenüber dem Dollar an Wert verlor. Dies weicht von dem seit langem beobachteten Verhaltensmuster ab, wonach bei Emissionen stets die stärkere Währung bevorzugt wurde.

4. Märkte für derivative Instrumente

Die jüngsten Daten zum Geschäft mit börsengehandelten und ausserbörslichen Derivaten deuten darauf hin, dass die beiden Marktsegmente möglicherweise ihren Rang vertauscht haben. Das Wachstum des Nominalwertes der ausstehenden ausserbörslichen Kontrakte verlangsamte sich im zweiten Halbjahr 2000 deutlich, während der Wert des Börsenumsatzes im ersten Quartal 2001 um einen Rekordbetrag stieg. Wenn diese Entwicklung anhält, wäre dies eine erhebliche Abweichung vom bisherigen Muster. In den letzten Jahren hatte der ausserbörsliche Markt nämlich stets stärker expandiert als das Börsengeschäft. Besonders auffallend an diesem mässigeren ausserbörslichen Geschäft war der Rückgang der Transaktionen zwischen Händlern, insbesondere bei den Euro-Zinsswaps. Die rasante Umsatzsteigerung an den Börsen wurde von den kurzfristigen Zinskontrakten angeführt, wobei die überraschende Senkung der US-Notenbankzinsen im Januar offenbar den Handel begünstigte.

Überraschende Senkung der US-Notenbanksätze fördert Geldmarktgeschäfte

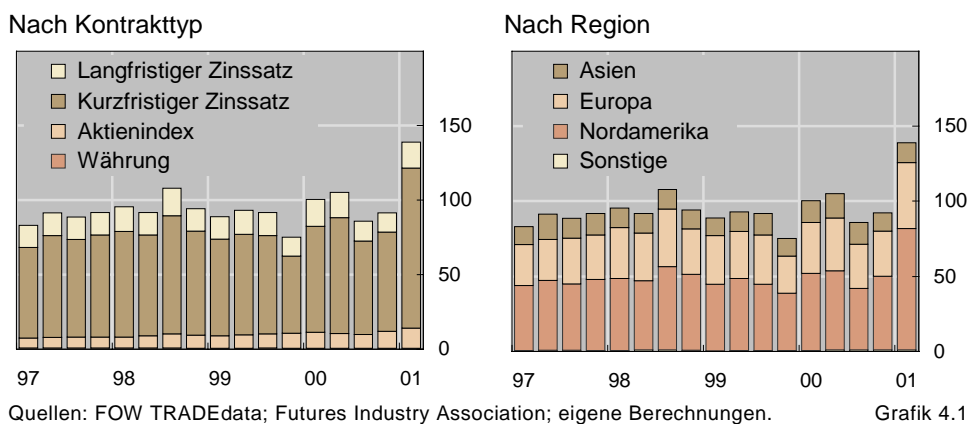
Das Geschäft an den Derivatbörsen expandierte im ersten Quartal 2001 kräftig; der Dollarwert der von der BIZ erfassten Kontrakte erhöhte sich um 50 % auf \$ 138,9 Bio. Bei den Zinskontrakten betrug das Wachstum 55 % (auf \$ 124,8 Bio.), bei den Aktienkontrakten 16 % (auf \$ 13,4 Bio.).

Im Vordergrund stand die Entwicklung an den Märkten für kurzfristige festverzinsliche Instrumente: Die Geldmarktkontrakte erzielten eine Umsatzsteigerung von 61 % (auf \$ 107,3 Bio.). Besonders lebhaft war das Geschäft mit Kontrakten auf die kurzfristigen US-Dollar-Zinssätze (Steigerung um 76 %) und den Euribor (50 %). Der Höhenflug der kurzfristigen US-Kontrakte war offenbar vor allem der überraschenden Senkung des Zielsatzes für Tagesgeld um 50 Basispunkte Anfang Januar, zwischen zwei Sitzungsterminen, und der Möglichkeit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik zuzuschreiben. In Europa wich das Eurosystem im ersten Halbjahr 2000 nicht von seinem restriktiven geldpolitischen Kurs ab, aber die Marktteilnehmer rechneten offenbar mit niedrigeren kurzfristigen Sätzen, was den Umsatz von Euribor-Kontrakten förderte. Einen weiteren Impuls erhielt der Umsatz kurzfristiger Kontrakte möglicher-

Expansion der kurzfristigen Kontrakte dank überraschender US-Zinssenkung

Umsatz börsengehandelter Futures und Optionen

Quartalsdaten; Bio. US-Dollar



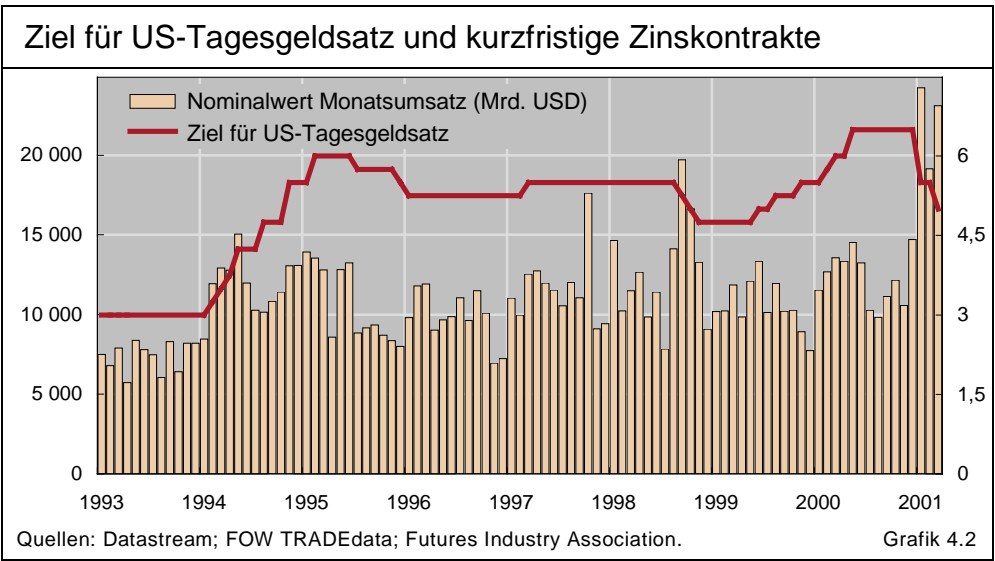
weise durch Sekundäreffekte, die über andere Marktsegmente wirksam wurden. Beispielsweise folgte auf die Zinssenkung der Federal Reserve eine kräftige Erholung beim Absatz von US-Dollar-Unternehmensschuldtiteln (s. Kapitel 3). Dieser Absatz löste wahrscheinlich auch Geschäfte am Zinsswapmarkt aus, da die Emittenten Swaps zwischen fest- und variabel verzinslichen Verbindlichkeiten abschlossen. Die Zunahme der Swapgeschäfte wiederum hing möglicherweise mit der erhöhten Aktivität am Geldmarkt zusammen, insbesondere bei den Eurodollarfutures, da diese Instrumente häufig für die Absicherung von Swaps verwendet werden.

Die weltweite Anpassung an die Senkung des US-Notenbankzinssatzes förderte auch das Gesamtgeschäft mit längerfristigen Instrumenten; der Umsatz stieg um 29 % auf \$ 17,5 Bio. Die geographische Verteilung war jedoch anders als im kurzfristigen Segment, d.h. die Instrumente auf europäische Staatsanleihen verzeichneten eine stärkere Umsatzsteigerung als die Instrumente auf US-Staatsanleihen (49 % bzw. 21 %).

Eine besonders erwähnenswerte Entwicklung in Europa war die rasante Zunahme der Transaktionen mit Kontrakten auf Staatsanleihen an der Eurex. Der langfristige Kontrakt („Bund“) verzeichnete eine rasche Umsatzsteigerung und blieb mit Abstand der umsatzstärkste Anleihekontrakt der Welt (Steigerung um 51 % auf \$ 4,3 Bio.); noch rascher wuchs jedoch der Umsatz der mittelfristigen Kontrakte („Schatz“ und „Bobl“). Der Gesamtwuchs beim Umsatz deutscher Kontrakte entsprach vermutlich der Erwartung, dass die Geldpolitik gelockert würde. Die noch raschere Umsatzsteigerung bei den mittelfristigen Kontrakten hingegen dürfte mit der wachsenden Akzeptanz der mittelfristigen deutschen Staatspapiere als europäische Referenzwerte verbunden gewesen sein. Das Geschäft mit dem „notionnel“-Kontrakt am Matif/Euronext, zur Zeit die einzige Alternative zum Bund-Kontrakt der Eurex, verzeichnete ebenfalls einen recht kräftigen Zuwachs (25 %), sein Umsatz ist jedoch nach wie vor viel kleiner als der des Bund-Kontrakts.

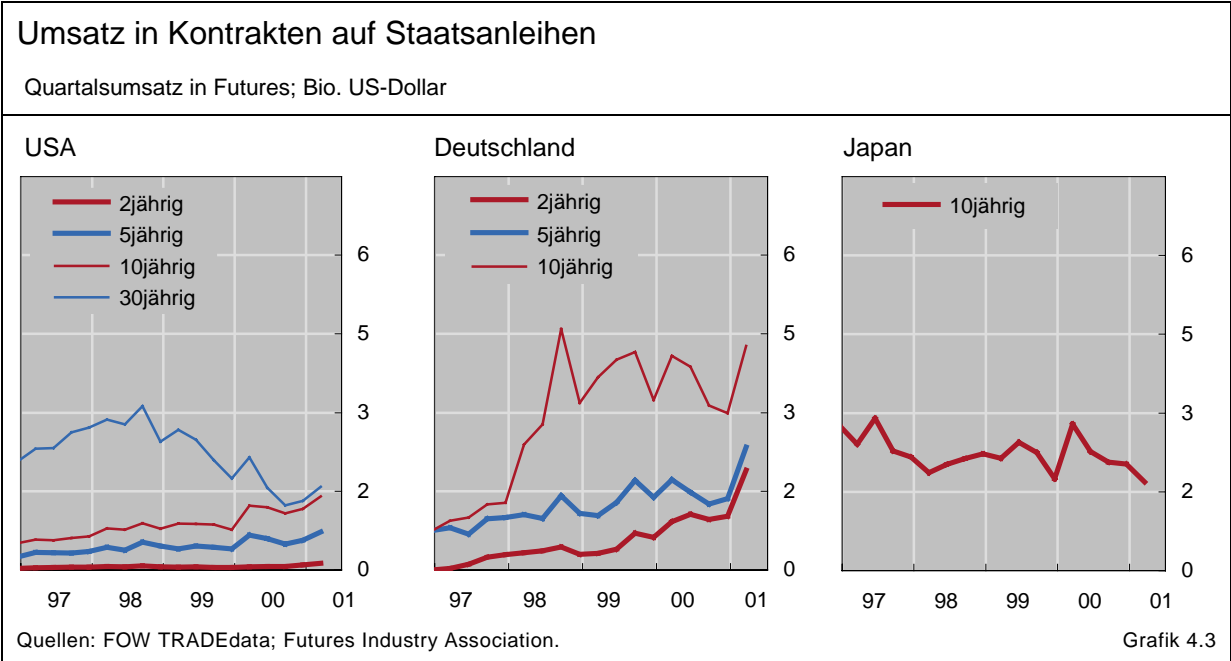
Längerfristige Instrumente von veränderten Marktbedingungen ebenfalls betroffen

Kräftige Umsatzsteigerung bei Anleihekontrakten an der Eurex



Die Senkung der Notenbankzinsen durch die Federal Reserve Anfang Januar sowie unterschiedliche Angaben zur Dauer der konjunkturellen Abkühlung in den USA förderten eine allgemeine Erholung des Umsatzes von US-Staatsanleihe-Kontrakten (Grafik 4.3). Erwähnenswert ist, dass der Futures-Kontrakt auf 10jährige Schatzanweisungen, bei dem einige Marktteilnehmer stärkere Umsätze als beim Kontrakt auf Schatzanleihen erwartet hatten, letztlich dicht hinter diesem etwas umsatzstärkeren Kontrakt rangierte. Nettotilgungen von US-Staatsschulden sowie eine Verlagerung des Absatzes zu den mittelfristigen Laufzeiten beeinträchtigten in den jüngsten Quartalen die Liquidität des US-Schatzanleihe-Kontrakts, so dass einige Kommentatoren schon sein Verschwinden prophezeien.

Weitere Erholung bei US-Anleihekontrakten



Erholung bei Index-
Kontrakten infolge
weltweit volatiler
Aktienmärkte

Wechselnde Einschätzungen der Tiefe und Dauer des weltweiten Konjunkturabschwungs verstärkten an den meisten grossen Aktienmärkten die Volatilität, was zu einer weiteren Erholung des Geschäfts mit Aktienindexkontrakten führte. Der Umsatzwert erhöhte sich um 16 % auf \$ 13,4 Bio. Wie schon im Vorquartal war das Wachstum bei den Optionen stärker als bei den Futures (21 % bzw. 12 %). Die Umsatzsteigerung entfiel grösstenteils auf die nordamerikanischen Börsen (um 23 % auf \$ 8,2 Bio.). Besonders rasant nahm das Geschäft an der CBOE zu (um 38 % auf \$ 3,7 Bio.), das sich damit dem Geschäftsvolumen der CME mit Indexkontrakten näherte (\$ 4,3 Bio.). Auch die europäischen Märkte verzeichneten eine recht rasche Expansion (um 12 % auf \$ 3,1 Bio.). Im Asien-Pazifik-Raum dagegen blieb das Geschäft gedämpft.

Börsen lancieren Instrumente auf Swapsätze, Schuldtitel staatlicher Körperschaften und einzelne Aktien

Einführung alter-
nativer Instrumente
wegen Engpasses
an Eurex

Die Börsen führten im Berichtsquartal eine Reihe neuer Kontrakte ein. Damit reagierten sie auf erwartete neue Bedürfnisse oder auf Änderungen an den Märkten der Basiswerte. Beispielsweise kam es an der Eurex kürzlich zu einem Engpass bei ihrem mittelfristigen Staatsanleihekonzert, was die LIFFE veranlasste, im März wieder Futures auf Euro-Swapsätze einzuführen (s. den Kasten auf S. 36f.). Die SwapNotes-Kontrakte dürften weniger anfällig für Engpässe sein, da der Markt der auf Euro lautenden Swaps wesentlich grösser ist als der Bestand der Staatspapiere, die den Futures-Kontrakten zugrunde liegen. Die wachsende Bedeutung der Swapkurve als homogener Referenzwert des Euro-Raums dürfte die Akzeptanz dieser neuen Kontrakte am Markt ebenfalls fördern.

Gleichzeitig wollten sich einige US-Börsen den steigenden Trend bei der Mittelaufnahme staatlich geförderter Körperschaften („agencies“) und dem Absatz forderungsunterlegter Wertpapiere zunutze machen und lancierten Kontrakte auf US-„agencies“-Referenzwerte und auf hypotheckenunterlegte Wertpapiere. Das CBOT beispielsweise führte Anfang Januar Futures und Optionen auf 5jährige Notes von „agencies“ ein, und Ende März folgten Futures und Optionen auf hypotheckenunterlegte Wertpapiere.

Bei den Aktienkontrakten erregten die LIFFE und die Börse von Montreal Aufsehen, als sie Futures auf einzelne Aktien einführten. Die „Universal Stock Futures“ der LIFFE, die es auf die Aktien von 25 grossen europäischen und US-Firmen gibt, wurden freundlich aufgenommen und erzielten einen Umsatz, der nahezu 10 % des Umsatzes der Börse mit Optionen auf einzelne Aktien entsprach. Die grossen US-Börsen zeigen sich an solchen Instrumenten ebenfalls sehr interessiert und beabsichtigen, sie anzubieten, sobald sie im weiteren Verlauf dieses Jahres die erforderliche Bewilligung erhalten. Im März hatten die LIFFE und die Nasdaq schon angekündigt, sie würden den elektronischen Handel mit US-Aktien-Futures über ein Gemeinschaftsunternehmen unter US-Aufsicht einführen.

Anatomie eines Engpasses

Serge Jeanneau und Robert Scott

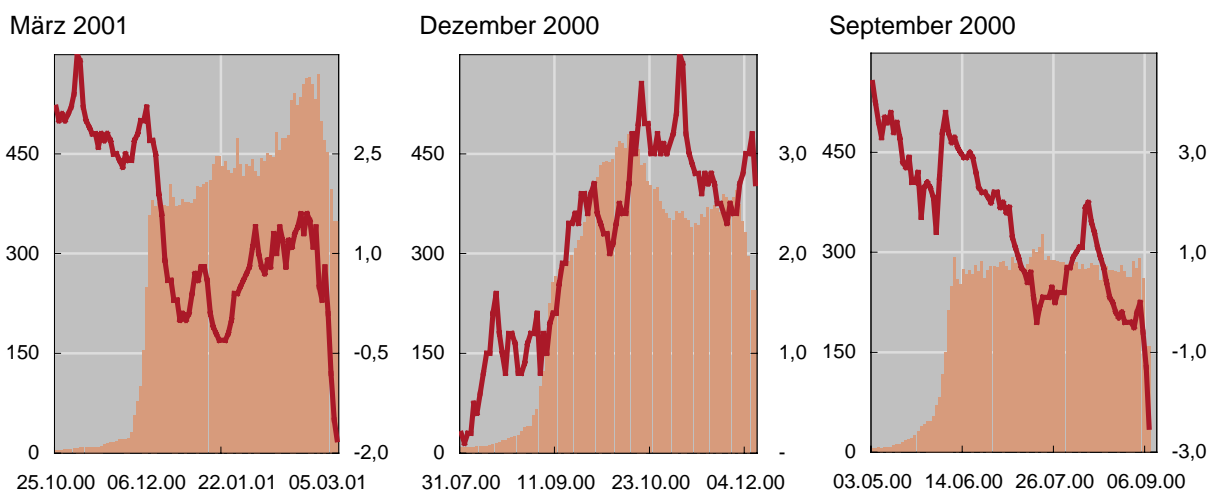
Der bemerkenswerte Erfolg der Kontrakte auf deutsche Staatsanleihen hat in den letzten Jahren manchmal zu Problemen geführt. Vor kurzem, im ersten Quartal 2001, wurde ein Marktengpass für den „Bobl“-Kontrakt gemeldet.^① Die „Bobl“ ist die 5jährige deutsche Bundesobligation, die als Basiswert für die entsprechenden an der Eurex gehandelten Futures und Optionen verwendet wird. Offenbar kaufte eine kleine Gruppe europäischer Banken die günstigste lieferbare Obligation für den im März 2001 fällig werdenden Kontrakt auf, so dass Händler mit Leerpositionen bedeutende Verluste erlitten. Dies war nicht der erste solche Zwischenfall an der Eurex. Ähnliche Engpässe gab es auch beim Kontrakt auf langfristige Anleihen („Bund“); die bedeutendsten Fälle traten hier im September 1998 und im Juni 1999 auf.^② In diesem Kasten wird der „Bobl“-Engpass vom März 2001 untersucht.

Die Verwendung von Futures und Optionen auf deutsche Staatsanleihen breitete sich in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre rasch aus, da die Basiswerte sich als Referenzwerte für Absicherungen und das Eingehen von Positionen auf die Zinssätze des Euro-Raums durchsetzten. Infolgedessen ist der Umfang der Engagements in diesen Kontrakten beträchtlich grösser geworden als in den Basiswerten. Der Aufbau von – gemessen am verfügbaren Bestand lieferbarer Wertpapiere – grossen offenen Futures-Positionen ermöglichte es bisweilen einigen Händlern, andere Marktteilnehmer zu „verdrängen“.

An den Futures-Märkten kommt es zu Engpässen, wenn die Inhaber von Leerpositionen die Wertpapiere, die sie für die kontraktkonforme Lieferung benötigen, nicht erwerben oder ausleihen können. Normalerweise stellt die Lieferung für die Händler kein Problem dar, denn die meisten von ihnen stellen ihre Positionen vor Ablauf des Kontrakts mit gegenläufigen Transaktionen glatt. Ein Händler, der am Fälligkeitstermin des Kontrakts eine ungedeckte Short-Position hat, muss jedoch die vereinbarten Wertpapiere liefern, ebenso wie ein Händler mit einer Long-Position sie entgegennehmen muss. Da es schwierig ist, an den Anleihemärkten transparente Preise zu

Offene Positionen 5-Jahr-Bobl und Differenz zwischen günstigstem und zweitgünstigstem lieferbarem Wertpapier

Offene Positionen: Tausend Kontrakte (Balken, LS) und Basispunkte (Linien, RS)



Quellen: Datastream; Reuters; eigene Berechnungen.

^① S. „Le marché est confronté au ‘squeeze’ des titres allemands admis sur Eurex“, *L’Agefi*, 9. März 2001, und „Bobl squeeze may help Eurex rivals“, *Wall Street Journal Europe*, 9. April 2001. ^② Wolfgang Schulte analysiert diese Engpässe in „Interactions between cash and derivatives bond markets: some evidence for the euro area“, in „The changing shape of fixed income markets“, *BIS Papers Nr. 8* (erscheint demnächst).

erhalten, ist in den meisten Kontrakten auf Staatsanleihen eine physische Lieferung vorgesehen. Demgegenüber können Kontrakte auf Interbanksätze und Aktienindizes aufgrund transparenter Preisindizes in bar abgewickelt werden. Die physische Lieferung erfordert die genaue Angabe, welche Wertpapiere akzeptiert werden, sowie einen Preisfindungsmechanismus, mit dessen Hilfe die verschiedenen Wertpapiere in gleichwertige Aktiva umgewandelt werden können. Im Falle des „Bobl“-Future sind die lieferbaren Wertpapiere die deutschen Bundesobligationen mit Laufzeiten von 4,5 bis 5,5 Jahren. Um unterschiedlichen Kupons und Laufzeiten Rechnung zu tragen, wird der Preis dieser Anleihen mit einem Umwandlungsfaktor multipliziert, der auf einer Bewertung der Kupons und des Kapitals zu einer Jahresrendite von 6 % für alle Zahlungstermine beruht. Da diese Anpassung jedoch Mängel aufweist, ist letztlich immer ein bestimmtes Wertpapier das am günstigsten lieferbare, je nach der Höhe der Marktzinssätze und der Neigung der Renditenstrukturkurve. Sind die Zinssätze im Vergleich zum nominalen Kupon niedrig, wäre die Lieferung eines Wertpapiers mit hohem Kupon und kurzer Laufzeit vorteilhaft.

Die Wahrscheinlichkeit eines Engpasses wächst, wenn das Angebot des günstigsten lieferbaren Wertpapiers klein ist, wenn ziemlich klar ist, welche Anleihe die günstigste lieferbare ist, und wenn der Wechsel zu anderen lieferbaren Wertpapieren durch das Fehlen von Emissionen mit ähnlicher Preisreagibilität verhindert wird. Bei früheren Engpässen beim „Bund“-Kontrakt bestand denn auch der lieferbare Korb aus einigen wenigen Wertpapieren mit sehr unterschiedlichen Durationsmerkmalen, was einen Wechsel des günstigsten lieferbaren Papiers unwahrscheinlich machte. Die Verzerrung im Umwandlungsfaktor machte es den Marktteilnehmern überdies leicht, vorauszu sehen, welches Wertpapier das günstigste lieferbare sein würde, und daher Ziel eines Monopolisierungsversuchs sein könnte, und der geringe Umfang dieses Wertpapiers bildete einen Anreiz, den Kontrakt tatsächlich in einen Engpass zu führen.

Im Februar 2001 boten die Marktverhältnisse offenbar eine gute Gelegenheit, einen Engpass herbeizuführen. Das günstigste lieferbare Wertpapier war die Obligation mit Kupon 6,5 %, die im Oktober 2005 fällig wird. Bis zum 22. Februar erhöhten sich die offenen Positionen im „Bobl“-Future auf über 565 000 Kontrakte im Nominalwert von €57 Mrd. Dies entsprach mehr als dem Fünffachen des Umlaufs der günstigsten Obligation und etwa dem Anderthalbfachen des Gesamtumfangs des lieferbaren Korbs. Dagegen waren bei den Kontrakten vom Dezember und September 2000 zwei Wochen vor dem Fälligkeitstermin lediglich 384 000 bzw. 281 000 Futures offen. Die vorstehende Grafik illustriert die Marktverhältnisse vor dem Fälligkeitstermin des Kontrakts vom März 2001 und vergleicht sie mit den Verhältnissen an den vorherigen Fälligkeitsterminen. Sie zeigt, dass die Zunahme der offenen Positionen des März-2001-Kontrakts ungewöhnlich gross war. Dieser Aufbau von Positionen fiel überdies mit einem relativ kleinen Bestand des günstigsten lieferbaren Papiers zusammen. Darüber hinaus wäre die Lieferung des zweitgünstigsten Wertpapiers, der 6%-Obligation, die im Januar 2006 fällig wird, wesentlich teurer gewesen.

Eine kleine Gruppe europäischer Banken sah dies offenbar als eine Gelegenheit an, die günstigste lieferbare Obligation für sich zu monopolisieren. Da diese Banken die Obligation in grossem Umfang aufkauften, sahen sich Leerverkäufer, die ihre Positionen ausgleichen wollten, mit einem hochschnellenden Preis des Kontrakts konfrontiert. Die implizite Futures-Rendite sank in den zwei Wochen vor dem Fälligkeitstermin um fast 30 Basispunkte. Am letzten Handelstag, dem 8. März, hätte ein Marktteilnehmer, der während des Höhepunkts der offenen Positionen einen Leerkontrakt hatte, 17 Basispunkte der impliziten Rendite des Futures-Kontrakts verloren.

Die Erfahrung mit dem März-2001-Kontrakt hat die Händler offenbar veranlasst, eine defensive Haltung einzunehmen. Meldungen zufolge werden die lieferbaren Wertpapiere für die nächsten fällig werdenden Bobl-Kontrakte (Juni und September) gehortet, was sich negativ auf die Marktliquidität auswirken könnte. Die fehlende Bereitschaft der Händler, Short-Positionen auf deutsche Staatsanleihen einzugehen, könnte ausserdem die Rendite auf die lieferbaren Wertpapiere im Vergleich zu anderen Wertpapieren herunterdrücken.

Diese Probleme könnten sich verschärfen, wenn abnehmende Haushaltsdefizite Deutschlands einen kleineren Korb lieferbarer Wertpapiere mit erheblichen Unterschieden bei Kupon und Laufzeit zur Folge hätten. Die deutsche Regierung hat jedoch damit begonnen, den Absatz auf ein kleineres Spektrum von Referenzwerten zu konzentrieren. Ein höheres Emissionsvolumen bei den 2-, 5- und 10jährigen Anleihen sollte dazu beitragen, dass sich der Umfang von Basiswerten für Eurex-Kontrakte vergrössert.

Die Eurex wiederum gab Anfang Juni die Einführung von Positionslimits auf die offenen Positionen der einzelnen Marktteilnehmer sowie niedrigere Strafzahlungen bei Nichtlieferung bekannt. Die Marktteilnehmer hatten eine Reihe weiterer Massnahmen angeregt, u.a. eine Ausweitung des Korbes lieferbarer Wertpapiere auf andere europäische Staatsanleihen, Barabwicklung und eine Verlängerung der Frist für die physische Lieferung. Ferner wurden Schritte zur Verbesserung der Abläufe am Repo-Markt vorgeschlagen. Ein effizienterer Repo-Markt würde eine wirksamere Arbitrage zwischen Kassa- und Futures-Märkten ermöglichen, so dass Engpässe schwieriger herbeizuführen wären.

Verlangsamtes Wachstum des weltweiten ausserbörslichen Marktes im zweiten Halbjahr 2000

Die neuesten Daten aus der halbjährlichen BIZ-Erhebung zu Positionen am weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate zeigen ein verlangsamtes Wachstum im zweiten Halbjahr 2000. Der gesamte geschätzte Nominalwert offener ausserbörslicher Kontrakte betrug Ende Dezember 2000 \$ 95,2 Bio.; dies entspricht einem Anstieg von 1 % seit Ende Juni 2000 und von 8 % seit Ende Dezember 1999. Gleichzeitig erhöhte sich jedoch der Bruttomarktwert um 24 % auf \$ 3,2 Bio.

Bei den grossen Marktrisikokategorien nahmen die beiden grössten Marktsegmente – Zins- und Devisenkontrakte – am langsamsten zu (1 %), während die Aktien- und die Rohstoffkontrakte einen starken Zuwachs verzeichneten (15 % bzw. 13 %).⁶ Drei weitere bedeutende Entwicklungen sind erwähnenswert. Erstens nahm der Umlauf der Kontrakte, die in der Regel Kurzläufer sind (insbesondere Devisenterminkontrakte und Devisenswaps, aber auch Forward Rate Agreements), sogar ab. Zweitens war die Verlangsamung des Wachstums bei den Zinsswaps – dem grössten Segment des ausserbörslichen Marktes – besonders ausgeprägt. Drittens gingen die Transaktionen zwischen Händlern sowohl bei den Zins- als auch bei den Deviseninstrumenten zurück.

Die Konsolidierung im Finanzgewerbe war möglicherweise einer der Gründe für den Rückgang bei den Gesamtzahlen, da Fusionen und Übernahmen unter den berichtenden Finanzinstituten jeweils eine Konsolidierung der bilateralen Transaktionen und damit eine Verminderung der offenen Kontrakte zur Folge haben. In den Zahlen nicht niedergeschlagen hat sich jedoch die im September 2000 angekündigte Fusion zwischen J.P. Morgan und Chase, da die beiden Institute bis zum Ende des Berichtszeitraums noch getrennte Rechnungsabschlüsse veröffentlichten.

Rückgang teilweise als Folge von Fusionen

Das *Zinssegment* wuchs im zweiten Halbjahr 2000 um lediglich 1 % auf \$ 64,7 Bio. Während die Forward Rate Agreements (FRA) um 5 % ab- und die Optionen um 1 % zunahmen, wuchs der Swapmarkt um 2 % auf \$ 48,8 Bio.

⁶ Kreditderivate, die Marktkreisen zufolge in jüngster Zeit kräftig wuchsen, werden in dieser Erhebung nicht erfasst.

Märkte für ausserbörsliche Derivate weltweit¹

Ausstehende Beträge in Mrd. US-Dollar

	Nominalwert				Bruttomarktwert			
	Ende Juni	Ende Dez.	Ende Juni	Ende Dez.	Ende Juni	Ende Dez.	Ende Juni	Ende Dez.
	1999		2000		1999		2000	
Gesamtsumme	81 458	88 201	94 008	95 199	2 628	2 813	2 572	3 180
A. Devisenkontrakte	14 899	14 344	15 494	15 666	582	662	578	849
Devisenterminkontrakte und Devisenswaps	9 541	9 593	10 504	10 134	329	352	283	469
Währungsswaps	2 350	2 444	2 605	3 194	192	250	239	313
Optionen	3 009	2 307	2 385	2 338	61	60	55	67
B. Zinskontrakte ²	54 072	60 091	64 125	64 668	1 357	1 304	1 230	1 426
FRA	7 137	6 775	6 771	6 423	12	12	13	12
Swaps	38 372	43 936	47 993	48 768	1 222	1 150	1 072	1 260
Optionen	8 562	9 380	9 361	9 476	123	141	145	154
C. Aktienbezogene Kontrakte	1 511	1 809	1 645	1 891	244	359	293	289
Termingeschäfte und Swaps	198	283	340	335	52	71	62	61
Optionen	1 313	1 527	1 306	1 555	193	288	231	229
D. Rohstoffkontrakte ³	441	548	584	662	44	59	80	133
Gold	189	243	261	218	23	23	19	17
Sonstige	252	305	323	445	22	37	61	116
Termingeschäfte und Swaps	127	163	168	248	..	..	..	..
Optionen	125	143	155	196	..	..	..	..
E. Sonstige ⁴	10 536	11 408	12 159	12 313	400	429	392	483
Bruttokreditengagement ⁵					1 119	1 023	937	1 080
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Börsengehandelte Kontrakte⁶</i>	15 501	13 522	13 918	14 302	.	.	.	.

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 absoluten Betrags des negativen Bruttomarktwerts von Kontrakten mit nichtberichtenden Gegenparteien. ² Nur Kontrakte in einer einzigen Währung. ³ Bereinigung um Doppelzählungen geschätzt. ⁴ Geschätzte Positionen der nicht regelmässig berichtenden Institute. ⁵ Bruttomarktwert nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen. ⁶ Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen. Tabelle 4.1

Zwei weitere Entwicklungen fallen bei den Zinsinstrumenten auf. Erstens gingen die Kontrakte mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr um 7 % zurück, während die längerfristigen Instrumente weiterhin ein robustes Wachstum verzeichneten (rund 5 %). Zweitens nahmen die auf Euro lautenden Kontrakte um 7 % ab, während die US-Dollar-Kontrakte ihr rasches Wachstum fortsetzten.

Im besonderen Fall des Zinsswapmarktes stand das verlangsamte Wachstum in markantem Gegensatz zu der sehr dynamischen Entwicklung, die seit Ende 1998 zu beobachten war. Die Hauptursache dafür war ein Rückgang

Rückgang der Euro-Zinsswaps

der Euro-Swaps um 5 %. Dieser Rückgang verteilte sich auf die drei Kategorien von Gegenparteien, am bedeutendsten war er aber bei den Geschäften zwischen Händlern. Hinter dieser Entwicklung dürften verschiedene Faktoren stehen, u.a. die Konsolidierung im Finanzsektor, der verringerte Absatz bestimmter „inländischer“ Wertpapiere (z.B. Pfandbriefe, die oft mit Swaps abgesichert werden) sowie verspätete Bemühungen von Banken, ihre Portfolios in den im Euro aufgegangenen Währungen zu bereinigen.⁷ Die US-Dollar-Swaps dagegen verzeichneten weiterhin ein stetiges Wachstum (10 %). Nettotilgungen von US-Staatsschulden beeinträchtigten die Liquidität des US-Staatsanleihemarktes und die Wirksamkeit von traditionellen Absicherungen wie Kassamarkt-Wertpapieren oder Staatsanleihefutures. Dies veranlasste die Marktteilnehmer, zu effizienteren Absicherungsinstrumenten wie Zinsswaps zu wechseln.⁸

Anhaltendes Wachstum der US-Dollar-Swaps

Bei den *Währungsinstrumenten* erhöhte sich der Wert der offenen Kontrakte nach einem ziemlich kräftigen Zuwachs im vorhergehenden Berichtszeitraum um 1 % auf \$ 15,7 Bio. Während die offenen Devisentermin- und Devisenswap-Kontrakte um 4 %, die Währungsoptionen um 2 % zurückgingen, verzeichneten die Währungsswaps einen Zuwachs von 23 %. Instrumente mit Einbezug des US-Dollars und des Euro expandierten geringfügig, was aber teilweise durch einen Rückgang bei den Yen-Kontrakten ausgeglichen wurde. Dies scheint der im zweiten Halbjahr 2000 beobachteten impliziten Volatilität zu entsprechen, als die Volatilität des Währungspaares Dollar/Yen stark abnahm, während die des Paares Dollar/Euro hoch blieb.

Verlangsamung bei den meisten Währungsinstrumenten

Der niedrigere Wert der offenen Devisentermingeschäfte, Devisenswaps und -optionen dürfte längerfristige Einflüsse am zugrundeliegenden Kassamarkt widerspiegeln. Neue Umsatz- und Bestandsdaten der Devisen- und Derivatmärkte werden zwar von der BIZ erst im vierten Quartal 2001 publiziert werden, doch gibt es Hinweise darauf, dass der Interbankhandel mit Währungen in den letzten Jahren rückläufig war. Dies könnte auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen sein, u.a. die Konsolidierung im Finanzsektor, den Übergang zu elektronischem Handel und den Abbau fremdfinanzierter Positionen nach den Finanzkrisen in Asien und Russland.

Der Währungsswapmarkt bildete die wichtigste Ausnahme von dem rückläufigen Trend bei den Deviseninstrumenten. Dieses Segment verzeichnet seit Beginn der Datenerhebung der BIZ zum ausserbörslichen Markt ein stetiges Wachstum. Das Geschäft dürfte durch umfangreiche Konsortialkredite und Wertpapieremissionen, insbesondere jene der Telekommunikationsunternehmen, gefördert worden sein. Dagegen hatte die Einführung neuer Bestim-

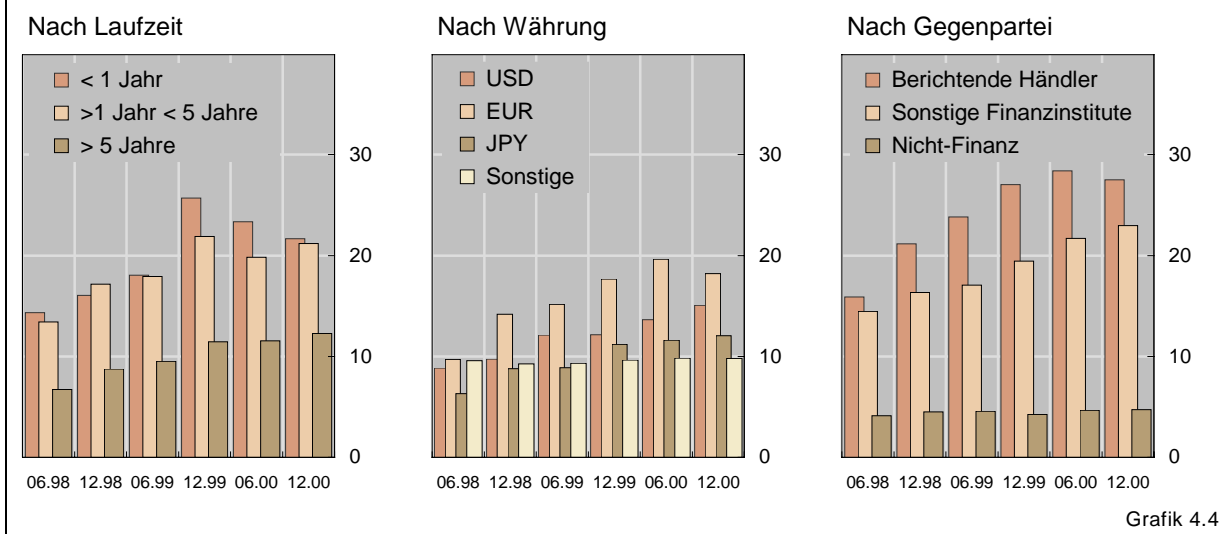
Währungsswaps wichtigste Ausnahme

⁷ Die Euro-Übergangsregelungen gestatteten es den Marktteilnehmern, Netting-Verfahren auf Kontrakte anzuwenden, die ursprünglich in den bisherigen Währungen eingegangen worden waren.

⁸ S. das Feature „Wandel bei den Referenzwerten am Geld- und Anleihemarkt“ von R.N. McCauley im *BIZ-Quartalsbericht* vom März 2001, S. 45-52.

Zinsswaps und Forward Rate Agreements

Offener Nominalwert; Bio. US-Dollar



mungen des Financial Accounting Standards Board (FASB) in den USA über die Rechnungslegung für Derivate und Absicherungsgeschäfte für sämtliche US-Publikumsgesellschaften, deren Finanzjahr am 15. Juni 2000 endete, bisher offenbar keine dämpfende Wirkung.⁹ Zwar haben möglicherweise einige Unternehmen mit Blick auf die neuen Vorschriften ihre Positionen verringert, doch könnte dies durchaus durch neue Geschäfte infolge der Ablösung komplexer Absicherungen durch einfachere Strukturen wettgemacht worden sein.

Kräftiges Wachstum bei den Aktienprodukten

Im Segment der *Aktienprodukte* expandierte das Geschäft kräftig (auf \$ 1,9 Bio.), wobei der gesamte Zuwachs auf das Optionssegment entfiel. Das zweite Halbjahr 2000 war eine Zeit erneuter Unsicherheit an den weltweiten Aktienmärkten, mit starken Kurskorrekturen insbesondere bei den Technologiewerten, was die Volatilität hochschnellen liess. Am lebhaftesten war das Geschäft mit Optionen auf europäische Aktien; auf dieses Segment entfallen daher jetzt fast 60 % der umlaufenden Aktieninstrumente. Obwohl es vielleicht noch zu früh für eindeutige Schlussfolgerungen über die längerfristigen Trends ist, könnte die Zunahme des europäischen Optionsgeschäfts im zweiten Halbjahr 2000 auch tiefere Ursachen haben. Eine davon ist möglicherweise, dass sich Aktienanlageprodukte wie Aktieninvestmentfonds, auf Privatanleger ausgerichtete Aktienindexprodukte, Wandelanleihen und Optionsscheine zum Bezug von Aktien in Europa grösserer Beliebtheit erfreuen.

⁹ Nach FASB-Statement Nr. 133 müssen die Gesellschaften Derivate in ihrer Bilanz als Forderungen oder Verbindlichkeiten verbuchen, die mit ihrem „fair value“ angesetzt sind. Jegliche Wertveränderungen solcher zur Absicherung bestimmter Instrumente, denen nicht ganz ähnliche Wertveränderungen der zugrundeliegenden Vermögenswerte gegenüberstehen, müssen die Gesellschaften in ihrer Gewinn- und Verlustrechnung bzw. unter „Other comprehensive income“ verbuchen.

Kräftiger Anstieg des Bruttomarktwertes

Der geschätzte Bruttomarktwert stieg um 24 % auf \$ 3,2 Bio.; dies ist der grösste Zuwachs, seit die BIZ mit der Erhebung von Daten zum ausserbörslichen Markt begonnen hat. Er ist insofern etwas ungewöhnlich, als der Nominalwert der offenen Kontrakte im Berichtszeitraum kaum zunahm. Infolgedessen stieg die Verhältniszahl zwischen Bruttomarktwert und ausstehendem Nominalwert Ende Dezember 2000 auf 3,3 %, gegenüber 2,7 % Ende Juni 2000; damit kehrte sich der seit dem zweiten Halbjahr 1998 beobachtete Abwärtstrend um. In Prozent des Nominalwertes erhöhte sich der Bruttomarktwert der Devisenkontrakte deutlich von 3,7 % auf 5,4 %, bei den Zinskontrakten stieg er von 1,9 % auf 2,2 %. Eine mögliche Ursache dafür war die stetige Verlängerung der Durchschnittslaufzeit von Zins- und Devisenkontrakten.

Höherer Bruttomarktwert
möglicherweise
eine Folge längerer
Laufzeiten

Vergleich von Quellen für Daten zum Markt für ausserbörsliche Derivate

Robert Scott

Das Interesse an Statistiken zum weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate ist entsprechend der Entwicklung des Marktes gewachsen. Mehrere Organisationen veröffentlichen regelmässig Statistiken über den Gesamtumfang und die Zusammensetzung des Marktes. Es ist wichtig, dass die Benutzer über die wesentlichen Merkmale jeder Datenreihe informiert sind. Die halbjährlich sowie alle drei Jahre von den G10-Zentralbanken durchgeführten und von der BIZ koordinierten Erhebungen zum Geschäft an den Märkten für ausserbörsliche Derivate, die ISDA-Erhebung und die Erhebung von Swaps Monitor liefern alle recht umfassende Gesamtwerte zum ausserbörslichen Markt, basieren jedoch auf unterschiedlichen Methoden und berichtenden Kreisen. Im folgenden werden diese Erhebungen kurz erörtert.

Merkmale der Statistiken über ausserbörsliche Derivate

Daten	BIZ	ISDA	Swaps Monitor
Erfasste Instrumente:			
Zinssätze:	FRA, Swaps und Optionen	Swaps und Optionen	FRA, Swaps und Optionen
Währungen:	Devisenswaps, Währungsswaps, Optionen	Währungsswaps	Devisenswaps, Währungsswaps, Optionen
Aktien:	Swaps, Optionen	..	Swaps, Optionen
Sonstige:	Rohstoffkontrakte	..	Rohstoffkontrakte
Häufigkeit	Halbjährlich	Halbjährlich	Halbjährlich
Zeitlicher Rückstand der Meldungen	4-5 Monate	5 Monate	5-6 Monate
Bereinigung um Doppelzählungen	Ja	Nein	Lediglich geschätzt
Beginn der Datenerhebung	1998	1987	1992
Datenquellen	Berichtende Banken via G10-Zentralbanken	ISDA-Mitglieder	Veröffentlichte Finanzausweise der Banken
Offene Kontrakte insgesamt (Juni 2000)	\$ 94 Bio.	\$ 60 Bio.	\$ 103 Bio.
Darunter: Zinskontrakte (Juni 2000)	\$ 64 Bio.	\$ 60 Bio.	\$ 79 Bio.

Erhebung der International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

Die ISDA war die erste Organisation, die Daten zum Markt für ausserbörsliche Derivate veröffentlichte, und zwar mit einer detaillierten Erhebung, die erstmals 1987 durchgeführt wurde. 1998 wurde die detaillierte Erhebung jedoch eingestellt und durch eine halbjährliche „Blitzerhebung“ ersetzt, in der nur die gesamten offenen Nominalwerte von Zinsswaps, Zinsoptionen und Währungsswaps gemeldet wurden. Diese Erhebung beruht auf Meldungen der ISDA-Mitglieder über ihre Derivatpositionen. Die daraus hervorgehenden offenen Beträge liegen in einer sehr ähnlichen Grössenordnung wie die aus der BIZ-Erhebung zu Währungsswaps, Zinsswaps und Zinsoptionen. Devisenswaps, Forward Rate Agreements und eine Reihe weiterer derivativer Instrumente wie Aktien- und Rohstoffderivate werden jedoch nicht erfasst.

Erhebung von Swaps Monitor

Swaps Monitor verwendet für ihre Erhebungen eine ganz andere Methodik als die BIZ und die ISDA und fasst Daten aufgrund der offengelegten Positionen in den Finanzausweisen grosser Händler zusammen. Diese Gesamtgrössen sind den von der BIZ wie der ISDA ermittelten Grössen recht ähnlich. Wegen fehlender Detailangaben in den Finanzausweisen wird die Aufgliederung nach Instrument und Gegenpartei geschätzt. Dabei wären die Informationen über die Kontraktparteien sehr wichtig, da Positionen zwischen Händlern halbiert werden müssen, um Doppelzählungen zu vermeiden. Swaps Monitor besitzt die längste durchgehende Zeitreihe zum ausserbörslichen Markt. Erfasst werden Zins-, Währungs-, Aktien- und Rohstoffkontrakte.

Erhebungen der G10-Zentralbanken/BIZ

Die halbjährliche Erhebung über die Märkte für ausserbörsliche Derivate liefert weltweit konsolidierte Daten zu den Nominalwerten und Marktwerten der 60 grössten Händler in den G10-Ländern. Ausführliche Daten sind nach Marktrisikokategorie, Kontrakttyp, Laufzeit, Währung und Art der Kontraktpartei verfügbar. Die Statistik schliesst Schätzungen über die Geschäfte nicht berichtender Händler ein, die sich auf die alle drei Jahre durchgeführte BIZ-Erhebung stützen. Diese ist in ihrem Aufbau recht ähnlich, ihr Erfassungsbereich ist mit fast 50 Ländern aber viel grösser. Die Daten werden um Doppelzählungen bereinigt, indem Positionen zwischen berichtenden Händlern halbiert werden; diese werden in der Statistik gesondert ausgewiesen. Die G10-Zentralbanken und die BIZ sind die einzigen Anbieter von Daten zu den Umsätzen am Markt für ausserbörsliche Derivate. Derzeit werden solche Daten im Rahmen der 3jährigen Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten gesammelt. Die 3jährige Erhebung umfasst darüber hinaus globale Daten zu Kreditderivaten. Da die Nachfrage nach Informationen über das Kreditderivategeschäft wächst, erwägen die Zentralbanken zur Zeit ein häufigeres Zusammenstellen der Daten im Rahmen der halbjährlichen Erhebung.

Gibt es einen „Nasdaq-Effekt“ an den Aktienmärkten aufstrebender Volkswirtschaften?

Der Nasdaq-Composite ist zum Symbol der New Economy geworden. Als Index von Technologiewerten bildete er mit seiner Entwicklung die Wahrnehmung der durch die neuen Technologien und das Internet bewirkten Veränderungen des Produktivitätswachstums ab. Sowohl der ausserordentliche Aufschwung des Index als auch sein gleichermassen spektakulärer Verfall erregten die allgemeine Aufmerksamkeit. Der Gipfel, den der Nasdaq im März 2000 erreichte, markierte den Höhepunkt der New-Economy-Euphorie, ebenso wie der darauffolgende Wertverlust um 60 % zeigte, dass die vorherigen Bewertungen auf übermässig optimistischen Erwartungen einer neuen Wachstumsära beruht hatten. Vor diesem Hintergrund erregte auch die enge Parallelität zwischen den Aktienmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften und dem Nasdaq bei der Finanzpresse und in Kreisen finanzpolitischer Entscheidungsträger Aufmerksamkeit.¹⁰

Zu den Aktien der aufstrebenden Volkswirtschaften wies der Nasdaq einen stärker ausgeprägten positiven Zusammenhang auf als zu den allgemeineren Aktienindizes der Industrieländer. Dies könnte ganz einfach Ausdruck der unterschiedlichen Zusammensetzung dieser Indizes sein. Insbesondere die Aktienindizes für Länder mit grossen Technologiesektoren müssten mit dem technologielastigen Nasdaq hoch korreliert sein, zumal an anderer Stelle argumentiert wurde, dass Brancheneffekte für das Verhalten von Aktienindizes in aller Welt heute grössere Bedeutung hätten.¹¹ Die relativ höheren Korrelationen der Aktien aufstrebender Volkswirtschaften mit dem Nasdaq können jedoch auch auf andere Faktoren zurückzuführen sein, wie z.B. auf den Eindruck, dass diese Anlagen gemeinsame Risikomerkmale haben oder dass sie eine ähnliche Kategorie von Anlegern anziehen.

In diesem Feature wird untersucht, ob es einen „Nasdaq-Effekt“ in dem Sinne gibt, dass Veränderungen dieses Index die Hauptaktienindizes aufstrebender Volkswirtschaften beeinflussen, nach Berücksichtigung gemeinsamer

¹⁰ S. beispielsweise The Economist (2000), The Wall Street Journal (2001), Internationaler Währungsfonds (2000, 2001) sowie für den Euro-Raum Tsatsaronis (2001).

¹¹ S. Brooks und Catão (2000), Baca et al. (2000) sowie Sinha et al. (2001).

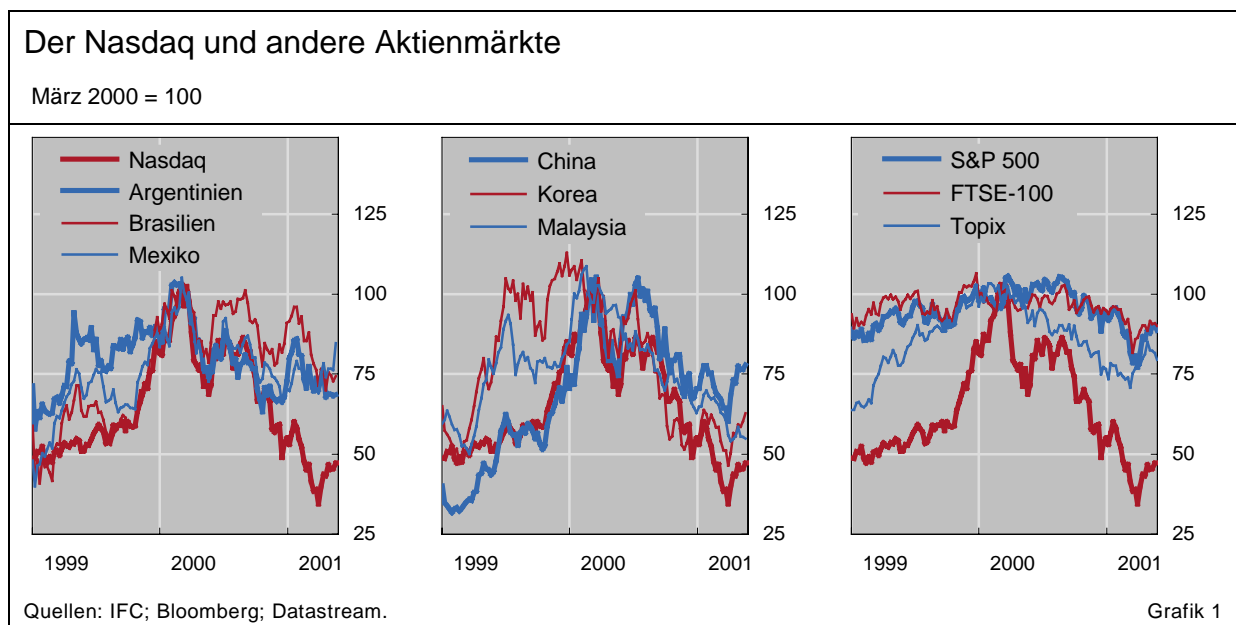
globaler und branchenspezifischer Komponenten. Die Analyse lässt darauf schliessen, dass Veränderungen im Nasdaq, ausser in einigen wenigen Fällen, über diese Komponenten hinaus kaum zusätzliches Erklärungspotential bieten. Die Analyse weist indes auch auf eine mögliche Instabilität der untersuchten Beziehungen, insbesondere im Jahr 2000, hin.

Grundlegende Sachverhalte

Grafik 1 zeigt die Parallelität zwischen dem Nasdaq und den Aktienkursen in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften.¹² Nicht nur stiegen die Aktienkurse in den meisten dieser Volkswirtschaften im Verlauf des Jahres 1999 und Anfang 2000 tendenziell mit dem Nasdaq, sie fielen im vergangenen Jahr zumeist auch zeitnah mit dem Nasdaq. Dagegen scheint der Zusammenhang mit den allgemeineren Aktienindizes in den USA und anderen Industrieländern viel geringer zu sein (rechtes Feld).

Tabelle 1 ergibt ein genaueres Bild vom Grad der Parallelität zwischen Aktienindizes aufstrebender Aktienmärkte und dem Nasdaq sowie ihrer Intensivierung in den letzten Jahren. Die erste Spalte zeigt die Korrelation der wöchentlichen Renditen im Zeitraum von Januar 1996 bis März 2001, während die übrigen Spalten die Korrelation für jeweils dem Kalenderjahr entsprechende Teilperioden von 12 Monaten wiedergeben.¹³ Diese Korrelationen sind

Hohe positive
Bruttokorrelationen



¹² Zu beachten ist, dass die Indizes im März 2000 auf 100 umbasiert wurden. Die meisten hier untersuchten Aktienmärkte erreichten im Laufe dieses Monats ihren Höchststand.

¹³ Alle Renditen beziehen sich auf den wichtigsten Index der betreffenden Volkswirtschaft. Renditen auf den Nasdaq und Indizes in Lateinamerika sind anhand der Schlusskurse am Mittwoch, für alle anderen Länder anhand der Schlusskurse am Donnerstag berechnet. Sie werden in US-Dollar angegeben; somit werden Fragen zum Zusammenhang zwischen Aktienmärkten und Wechselkursbewegungen nicht erörtert (s. Bernard und Galati 2000).

meistens positiv und für die lateinamerikanischen Volkswirtschaften tendenziell am höchsten. Zudem weisen ihre Werte im betrachteten Fünfjahreszeitraum im grossen und ganzen eine Aufwärtsentwicklung auf. Die 20 Indizes verliefen im Jahr 2000 mehrheitlich näher am Nasdaq als im Durchschnitt des gesamten Zeitraums seit 1996, und auch die durchschnittliche Korrelation mit dem Nasdaq in allen Volkswirtschaften zusammengenommen war im Jahr 2000 am höchsten. Bei acht der 20 hier untersuchten aufstrebenden Volkswirtschaften erreichte die Korrelation im Jahr 2000 ihren Höchstwert.

Unterschiedliche
Zusammensetzung

Angesichts der unterschiedlichen Zusammensetzung der Indizes in den einzelnen Volkswirtschaften ist die enge Parallelität mit dem Nasdaq eigentlich überraschend. So hatten z.B. im Juni 2000 nach Branchenanteilen in den FTSE-Indizes für aufstrebende Volkswirtschaften (gemessen an der Marktkapitalisierung) nur wenige Länder einen nennenswerten Technologiesektor;

Korrelation zwischen Aktien aufstrebender Volkswirtschaften und Nasdaq						
	1996-2001	1996	1997	1998	1999	2000
Asien						
China	0,236	0,094	0,105	0,229	0,318	0,553
Hongkong	0,406	0,415	0,329	0,414	0,463	0,588
Indien	0,189	0,043	0,094	0,321	0,192	0,479
Indonesien	0,112	0,272	0,294	0,034	0,116	0,059
Korea	0,227	0,295	0,122	0,155	0,404	0,521
Malaysia	0,219	0,200	0,232	0,167	0,397	0,103
Philippinen	0,260	0,246	0,260	0,295	0,309	0,106
Singapur	0,268	0,212	0,342	0,225	0,328	0,531
Taiwan, China	0,211	0,130	0,266	0,247	0,191	0,408
Thailand	0,263	0,411	0,170	0,265	0,285	0,273
Osteuropa						
Polen	0,414	0,192	0,381	0,509	0,510	0,292
Russland	0,247	..	0,427	0,317	0,150	0,309
Tschechische Republik	0,176	- 0,075	0,086	0,394	0,080	0,341
Türkei	0,263	0,260	0,228	0,424	0,117	- 0,002
Lateinamerika						
Argentinien	0,435	0,377	0,470	0,585	0,215	0,507
Brasilien	0,484	0,123	0,472	0,527	0,515	0,558
Chile	0,367	0,102	0,409	0,456	0,274	0,360
Mexiko	0,537	0,417	0,483	0,597	0,532	0,464
Venezuela	0,232	0,202	0,408	0,305	0,127	0,130
Südafrika	0,246	0,242	0,337	0,238	0,248	0,391
Durchschnitt	0,290	0,219	0,296	0,335	0,289	0,346
Quellen: IFC; Bloomberg; eigene Berechnungen.						Tabelle 1

dieser ist vorherrschender Bestandteil des Nasdaq-Index.¹⁴ Zudem gibt es eine breite Streuung in der Branchenzusammensetzung dieser Märkte – ein Indiz dafür, dass die Parallelität wahrscheinlich nicht mit der Wirtschaftsstruktur verbunden ist.

Methodik zur Berechnung des Nasdaq-Effekts¹⁵

Um festzustellen, ob es in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre einen Nasdaq-Effekt gab, reichen die einfachen Renditekorrelationen von Tabelle 1 nicht aus. In diesem Abschnitt werden die Methoden beschrieben, anhand deren beurteilt wurde, ob sich mit Hilfe von Nasdaq-Veränderungen Veränderungen in den Indizes der aufstrebenden Volkswirtschaften erklären lassen, die nicht auf einen globalen Aktientrend und eine ähnliche Branchenzusammensetzung zurückzuführen sind. Ausgangspunkt der Analyse ist die Ermittlung von Messgrößen für Renditen in aufstrebenden Volkswirtschaften und Nasdaq-Renditen, bei denen der Einfluss dieser Faktoren „herausgefiltert“ wurde. Anhand dieser „gefilterten Renditen“ lässt sich dann der marginale Einfluss des Nasdaq auf die Indizes aufstrebender Volkswirtschaften bewerten.

Im Idealfall würden die Schätzwerte der gefilterten Renditen berechnet, indem die Daten, die wöchentlich auf Branchenebene sowohl für die Industrieländer als auch für die aufstrebenden Volkswirtschaften erhoben werden, mit Hilfe des von Heston und Rouwenhorst (1994) entwickelten Regressionsverfahrens in vier Mengen von Faktoren aufgegliedert würden: den globalen Mittelwert der Aktienrenditen; die (über dem globalen Mittelwert liegende) Zusatzrendite, die den Branchen zuzuordnen ist; die Zusatzrendite, die den Volkswirtschaften zuzuordnen ist; und einen einzelfallspezifischen Schockterm. Aus der Sequenz der Schätzwerte der Länderfaktoren für jede aufstrebende Volkswirtschaft liesse sich eine wöchentliche Zeitreihe gefilterter Renditen bilden. Die Restgrößen aus einer Regression der Nasdaq-Bruttorenditen auf die geschätzten Global- und Branchenfaktoren würden eine Messgröße für die gefilterten Nasdaq-Renditen ergeben. Aus dem Zusammenhang zwischen den gefilterten Nasdaq-Renditen und den Renditen der aufstrebenden Volkswirtschaften wären dann Schätzwerte für den Nasdaq-Effekt abzuleiten (z.B. wären Nichtnullkorrelationen ein Indiz für das Vorhandensein eines Nasdaq-Effekts).

Da Branchendaten zu den Indizes aufstrebender Aktienmärkte für den gesamten Zeitraum 1996-2001 nicht ohne weiteres verfügbar sind, wird in der vorliegenden Analyse ein geringfügig anderes Verfahren angewendet. In einem

Berücksichtigung
gemeinsamer glo-
baler Faktoren ...

... zur Ermittlung
„gefilterter“
Renditen ...

... zur Messung des
Nasdaq-Effekts

Mangel an
Branchendaten für
aufstrebende
Volkswirtschaften

¹⁴ In der FTSE-Klassifizierung gibt es 10 Branchen: Bodenschätze, Grundstoffindustrie, allgemeine Industrie, zyklische Güter, nichtzyklische Güter, zyklische Dienstleistungen, nicht-zyklische Dienstleistungen, Versorgung, Finanzen und Informationstechnologie. Der Anteil des IT-Sektors reichte von z.B. 1,4 % in Korea bis 64,9 % in Taiwan, während er in mehreren anderen Ländern nicht einmal als vorhanden ausgewiesen wurde.

¹⁵ Wer nur an den Ergebnissen dieses Aufsatzes, nicht aber an den methodischen Einzelheiten interessiert ist, kann diesen Abschnitt überspringen.

ersten Schritt werden anhand der erläuterten Methodik Masse für den globalen Trendfaktor und die Branchenfaktoren nur unter Verwendung von auf Branchenebene erhobenen Daten aus einer Reihe von Industrieländern konstruiert.¹⁶ In einem zweiten Schritt kann der Einfluss der Branchenrenditen in aufstrebenden Volkswirtschaften isoliert werden, und zwar durch eine Zeitreihenregression der wöchentlichen Renditen des Hauptindex, die über dem globalen Trendfaktor liegen, auf die Menge der zusätzlichen Renditen für die zehn Branchenfaktoren, die im ersten Schritt geschätzt wurden. Die Einbeziehung der (über den globalen Trendfaktor hinaus) erzielten Zusatzrendite des Nasdaq in diese Regression ergibt zudem ein Mass ihres marginalen Einflusses auf Aktien der aufstrebenden Volkswirtschaften über das hinaus, was sich durch den globalen Trendfaktor und die Branchenzusammensetzung erklären lässt.¹⁷

Im Vergleich zum oben beschriebenen ersten Verfahren wird hier angenommen, dass die Schätzwerte des globalen Trendfaktors und der Branchenfaktoren, die nur auf Daten aus Industrieländern beruhen, gültige Näherungswerte für die Werte sind, die bei der Verwendung von Daten sowohl aus Industrieländern als auch aus aufstrebenden Volkswirtschaften erzielt würden. Bei dieser alternativen Methode ist zu beachten, dass sich effektiv gefilterte Renditen daraus ergeben, dass der globale Trendfaktor zunächst sowohl von den Renditen in den aufstrebenden Volkswirtschaften als auch den Nasdaq-Renditen subtrahiert wird und dann die Zusatzrenditen für die Branchen in der als zweiter Schritt erfolgenden Regression berücksichtigt werden. Diese gefilterten Renditen sind das Äquivalent der Länderfaktoren, die mit der Regression auf die auf Branchenebene erhobenen Daten geschätzt würden.

Schliesslich wurde argumentiert, dass bei einem volatilieren wirtschaftlichen Umfeld Veränderungen der Korrelation nicht zwangsläufig Veränderungen in den zugrundeliegenden Verbindungen zwischen Variablen widerspiegeln; höhere Korrelationen könnten einfach ein statistisches Artefakt der gestiegenen Volatilität sein. Um zu beurteilen, ob die zwischen den Teilperioden beobachteten Variationen in der Stärke des Nasdaq-Effekts die Folge struktureller Veränderungen im Zusammenhang mit dem Nasdaq sind, wird ein von Loretan und English (2000) vorgeschlagener Test konstruiert.¹⁸

Tests auf
Verhaltens-
änderungen

¹⁶ Es werden 10 Branchenfaktoren gemäss der in Fussnote 14 erwähnten FTSE-Klassifizierung geschätzt. Die geschätzten Faktoren werden als Notierung eines Portfolios interpretiert, das in der speziellen Branche engagiert, jedoch in allen anderen Branchen und Ländern vollständig diversifiziert ist, ausgedrückt als seine über dem globalen Trendfaktor liegende Zusatzrendite.

¹⁷ Diese Regression ähnelt der den Anlagestil analysierenden Methodik, wie sie erstmals von Sharpe (1992) vorgelegt wurde, der aus einer ähnlichen Regression Allokationsstrategien für das Management von Portfolios aus Informationen über deren Renditen herleitete.

¹⁸ Nach der Bootstrap-Methode werden für jedes Kalenderjahr Konfidenzintervalle für die unbedingten Korrelationen zwischen gefilterten Zusatzrenditen auf die Indizes aufstrebender Märkte und dem Nasdaq (d.h. abzüglich Brancheneffekten) berechnet. Anhand von 12-Monats-Zufallsstichproben aus den bisherigen 63 Monaten gefilterter Zusatzrenditen werden durch die Varianz des Nasdaq bedingte Konfidenzintervalle berechnet. Dabei werden nur die Zufallsstichproben berücksichtigt, deren Volatilität der beobachteten Nasdaq-Volatilität in den jeweiligen Kalenderjahren ± 10 Basispunkte entspricht. Weitere Einzelheiten finden interessierte Leser bei Loretan und English (2000).

Hinweise auf einen Nasdaq-Effekt

Die Bruttokorrelationen in Tabelle 1 zeigen sämtliche auf die Aktienindizes einwirkenden Risikofaktoren. Die in diesem Abschnitt vorgestellten Messgrößen für den Nasdaq-Effekt werden als Koeffizient in einer Regression der Renditen an aufstrebenden Märkten auf die Nasdaq-Renditen erlangt, und zwar nach Berücksichtigung der Korrelation, die aus deren Parallelität mit den Renditen am globalen Markt und branchenspezifischen Faktoren zu erwarten wäre. Schätzwerte dieser Koeffizienten für die gesamte Periode von Januar 1996 bis März 2001 sowie für die den Kalenderjahren entsprechenden fünf Teilperioden sind in Tabelle 2 dargestellt. Mit einem Stern markierte Einträge sind statistisch signifikant.

Geschätzte Bedeutung des Nasdaq-Effekts						
	1996-2001	1996	1997	1998	1999	2000
Asien						
China	0,042	0,296	0,271	0,392	-0,111	-0,154
Hongkong	0,104	0,379*	- 1,023	0,632	0,042	0,023
Indien	0,270	-0,518	- 0,284	0,099	0,873*	-0,008
Indonesien	-0,098	0,259	0,258	-0,077	0,260	-0,527
Korea	-0,136	-0,121	0,763	-0,536	0,936	0,487
Malaysia	0,439	-0,130	1,461	-0,533	1,173*	0,540
Philippinen	0,120	-0,090	0,601	0,424	0,273	-0,429
Singapur	0,281	-0,063	0,326	0,463	0,733*	-0,104
Taiwan, China	0,034	-0,148	- 0,165	0,204	0,314	0,016
Thailand	0,464	0,020	- 0,208	1,109	0,644	-0,414
Osteuropa						
Polen	0,273	-0,764	0,757	0,390	0,243	0,428
Russland	0,563	..	0,342	-0,469	2,357*	0,065
Tschechische Republik	0,147	-0,521	0,883	0,650	-0,607	0,760*
Türkei	0,856*	0,420	1,992	0,993	0,249	-0,171
Lateinamerika						
Argentinien	0,820*	1,065*	- 0,108	1,079*	0,162	0,546*
Brasilien	0,218	0,129	- 0,047	0,742	-0,499	-0,012
Chile	0,270	-0,089	0,202	0,882*	-0,262	0,293
Mexiko	0,361*	0,536	0,008	0,586	0,012	0,241
Venezuela	0,497	0,646	0,750	0,408	0,103	0,594
Südafrika	0,262	0,675*	0,179	0,640	-0,091	0,536*
Durchschnitt	0,289	0,104	0,348	0,404	0,340	0,136
Anmerkung: * zeigt Bedeutung bei Konfidenzniveau 90 % an.						
Quellen: IFC; Bloomberg; eigene Berechnungen.						Tabelle 2

Der Nasdaq-Effekt scheint generell nicht vorhanden zu sein. In der Gesamtperiode gibt es nur in Argentinien, Mexiko und in der Türkei einen signifikanten Zusammenhang. In den Fällen, in denen der Koeffizient signifikant ist, ist er jedoch positiv. Die Ergebnisse weisen zwei weitere interessante Merkmale auf.

Mangel an
deutlichen geo-
graphischen ...

Erstens lassen sich keine deutlichen geographischen Unterschiede erkennen. In Asien konnte überhaupt kein Nasdaq-Effekt in der gesamten Stichprobenperiode festgestellt werden, und auch in der übrigen Welt gibt es ihn nur in einigen wenigen Volkswirtschaften. Ausserdem sind die regionalen Unterschiede in den einzelnen Jahren uneinheitlich. Somit lässt sich schlussfolgern, dass die in Tabelle 1 berichteten positiven Korrelationen weitgehend einen Zusammenhang mit dem Nasdaq wiedergeben, der sich mit Effekten der Branchenzusammensetzung oder dem globalen Trend bei den Aktienmarktrenditen erklären lässt.

... und zeitlichen
Unterschieden

Zweitens gehen aus diesen Ergebnissen keine erkennbaren zeitlichen Gesetzmässigkeiten hervor. Abgesehen von der Feststellung, dass es im Jahr 1997 überhaupt keinen Nasdaq-Effekt gab, weist keines der untersuchten Jahre Besonderheiten auf. Allenfalls gab es 1999 in mehr Volkswirtschaften eine statistisch stärkere Verbindung mit dem Nasdaq als im Jahr 2000. Eine überraschende Schlussfolgerung aus dieser Analyse ist, dass der Nasdaq im Laufe des Jahres 2000 offensichtlich keinen positiven unabhängigen Einfluss auf die asiatischen Aktienkurse hatte.¹⁹

Während der untersuchten Periode veränderte sich die Volatilität des Nasdaq deutlich. Wie im vorhergehenden Abschnitt bereits gesagt, kann es sein, dass Veränderungen der Korrelationen bei fluktuierender Volatilität einfach statistische Artefakte sind und nicht Veränderungen des zugrundeliegenden Verhaltens wiedergeben. Anhand der einfachen Korrelationen zwischen den gefilterten Renditen (statt der in Tabelle 2 gezeigten Regressionskoeffizienten) wurde ein Test durchgeführt, um zu prüfen, ob die zugrundeliegende Beziehung zum Nasdaq während der gesamten geprüften Periode stabil war.²⁰ Tabelle 3 zeigt die Ergebnisse dieses Tests. Einträge, die – unter der Bedingung der beobachteten Volatilität des Nasdaq im betreffenden Jahr – anders sind, als zu erwarten gewesen wäre, wenn sich die zugrundeliegende Beziehung zum Nasdaq nicht geändert hätte, sind mit Stern gekennzeichnet.

¹⁹ Um zu untersuchen, ob es in den Industrieländern einen Nasdaq-Effekt gibt, wurde das gleiche Verfahren, das zur Erstellung der Tabelle 2 eingesetzt wurde, auch auf allgemeine Aktienindizes in einer Auswahl von Volkswirtschaften angewandt. Für die gesamte Stichprobenperiode zeigen die Ergebnisse, dass der Nasdaq nur in einigen wenigen Volkswirtschaften einen marginalen Einfluss hatte. In diesen Fällen sind die Koeffizienten negativ, was vermuten lässt, dass die Nasdaq auf Kosten der Aktienmärkte dieser Volkswirtschaften Mittel anlockte.

²⁰ Als Test wurde der im vorherigen Abschnitt beschriebene Test von Loretan und English (2000) verwendet. Die Standardabweichungen der gefilterten wöchentlichen Nasdaq-Renditen betragen 1,2 % (1996), 0,94 % (1997), 1,27 % (1998), 1,26 % (1999) und 1,77 % (2000).

Korrelation zwischen Aktien aufstrebender Volkswirtschaften und Nasdaq, bereinigt um Brancheneffekte

	1996-2001	1996	1997	1998	1999	2000
Asien						
China	0,004	-0,046	0,046	0,065	0,037	-0,101
Hongkong	0,029	0,225*	- 0,128	0,125	0,085	-0,071
Indien	0,087	0,020	- 0,035	0,087	0,241*	-0,031
Indonesien	- 0,016	0,160	0,052	-0,054	0,070	-0,246
Korea	- 0,033	-0,061	- 0,014	-0,113	0,200*	0,093
Malaysia	0,084	0,027	0,140	-0,031	0,302	0,191
Philippinen	0,031	0,067	0,085	0,055	0,130	-0,275*
Singapur	0,096	-0,086	0,126	0,093	0,273	-0,116*
Taiwan, China	0,012	-0,074	- 0,105	0,037	0,127	0,026
Thailand	0,079	0,189	- 0,031	0,133	0,186	-0,208*
Osteuropa						
Polen	0,063	-0,170	0,215	0,116	0,003	0,088
Russland	0,058	..	0,010	-0,066	0,286*	0,028
Tschechische Republik	0,047	-0,159	0,189	0,159	-0,160	0,295*
Türkei	0,114	0,118	0,199	0,138	0,038	-0,057
Lateinamerika						
Argentinien	0,235	0,423*	- 0,056	0,345*	0,097	0,147
Brasilien	0,032	-0,007	- 0,019	0,213*	-0,132	-0,169*
Chile	0,010	-0,129	0,121	0,256	-0,039	0,124*
Mexiko	0,108	0,182	- 0,011	0,226	0,004	0,015
Venezuela	0,092	0,136	0,155	0,036	0,088	0,161
Südafrika	0,079	0,203*	0,063	0,106*	-0,044	0,168*
Durchschnitt	0,065	0,054	0,050	0,096	0,090	0,003

Anmerkung: * zeigt Bedeutung bei Konfidenzniveau 90 % an.

Quellen: IFC; Bloomberg; eigene Berechnungen.

Tabelle 3

Die Korrelationen zeichnen ein geringfügig anderes Bild als die Ergebnisse in Tabelle 2. In acht der zwölf Fälle in Tabelle 2, in denen die Koeffizienten in Teilperioden als signifikant festgestellt wurden, weisen die Korrelationen in Tabelle 3 auf Veränderungen des zugrundeliegenden Verhaltens hin. Zudem gibt es gewisse Hinweise darauf, dass sich das Jahr 2000 von den übrigen Jahren unterschied, wenn auch aus anderen Gründen, als allgemein angenommen. Auf den Philippinen, in Singapur und Thailand z.B. war die Korrelation zwischen den gefilterten Renditen negativ und (in absoluten Werten) ungewöhnlich hoch. In einigen anderen Ländern ergeben sich indes hohe positive Koeffizienten, was impliziert, dass der Nasdaq-Einfluss im Jahr 2000 insgesamt nicht gleichgerichtet war.

Schlussbemerkungen

Es ist gezeigt worden, dass die Korrelation zwischen den Nasdaq-Renditen und den Renditen auf die Hauptaktienindizes der aufstrebenden Volkswirtschaften nach Berücksichtigung der Effekte der Branchenzusammensetzung in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre generell niedrig war. Dies lässt darauf schliessen, dass nur in wenigen Fällen ein alternativer gemeinsamer Risikofaktor die Kursbildung bei den Nasdaq-Aktien und den Aktien dieser Märkte beeinflusst hat.

In den Volkswirtschaften, in denen der Nasdaq-Effekt festgestellt wurde (Argentinien, Mexiko, Türkei), reichen die hier vorgelegten Daten aus, das Vorhandensein des Effekts zu belegen, jedoch nicht, ihn zu charakterisieren. Eine mögliche Erklärung ist, dass die Aktien im Nasdaq und in diesen Volkswirtschaften in der Sichtweise der internationalen Anleger im Spektrum der Anlagekategorien eng beieinander liegen. Diese Sicht lässt sich jedoch nur schwer mit den Hinweisen auf einen fehlenden Nasdaq-Effekt in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Einklang bringen. Vermutlich weisen die Aktien in vielen dieser Volkswirtschaften ein ähnliches Risikoprofil auf.

Nasdaq-Effekt
möglicherweise
unterschätzt

Natürlich wird mit den hier angewandten Methoden versucht, etwas zu erfassen, was möglicherweise nur Teil eines grösseren Gesamteinflusses des Nasdaq auf andere Aktienindizes ist. Sofern die Renditen auf den Nasdaq selbst ein wichtiger Bestimmungsfaktor für den globalen Trendfaktor sind, wären die hier vorgelegten Schätzwerte für den Nasdaq-Effekt systematisch nach unten verzerrt. Der Grund hierfür ist, dass der Nasdaq-Effekt in seiner hier verwendeten Definition die Parallelität erfasst, nachdem der globale Trend und die Branchenfaktoren, die als im Verhältnis zum Nasdaq exogene Faktoren verstanden werden, bereits berücksichtigt wurden. Wenn der Nasdaq dagegen als Referenzgrösse für die Kursbildung aller globalen Aktienwerte verwendet wird, dann unterliegt die durchschnittliche Rendite auf globale Aktien selbst auch einem Nasdaq-Effekt. Wenn sich die Zusatzrenditen in der weltweiten IT-Branche nach Änderungen im Nasdaq richten, dann wird die hier angewandte Methodik diesen Effekt ebenso nicht erfassen. Leider gibt es keine einfache Methode, den unabhängigen Einfluss des Nasdaq über diese beiden Kanäle getrennt zu ermitteln. Zudem könnte der Nasdaq-Effekt bei anderen Frequenzen stärker sein. Beispielsweise könnten gefilterte tägliche Renditen höhere Korrelationen aufweisen als die hier verwendeten wöchentlichen Renditen.

Bedeutung für
Portfolio-
diversifizierung und
Ansteckung

Das Ergebnis, dass offensichtlich kein gemeinsamer Risikofaktor die Nasdaq-Aktien und die Aktien der aufstrebenden Volkswirtschaften beeinflusst, lässt den Schluss zu, dass es noch Spielraum für die internationale Diversifizierung unter geographischen Gesichtspunkten gibt. Ausserdem wird die Hypothese, dass der Nasdaq ein neuer Übertragungskanal für weltweite Ansteckungseffekte im Finanzbereich sein könnte, von den Ergebnissen nicht gestützt. Es könnte indes von Bedeutung für die Portfoliodiversifizierung und die Ansteckung sein, wenn der Nasdaq, wie gesagt, tatsächlich auf eine hier nicht erfasste Weise als Referenzindex für die Kursbildung verwendet wird.

Bibliographie

Baca, Sean P., Brian L. Garbe und Richard A. Weiss (2000): „The rise of sector effects in major equity markets“, *Financial Analysts Journal*, September/Oktober.

Bernard, Henri und Gabriele Galati (2000): „Die Parallelität der Entwicklung von US-Aktienmärkten und Dollar“, *BIZ-Quartalsbericht*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, August.

Brooks, Robin und Luis Catão (2000): „The new economy and global stock returns“, IWF Working Paper 00-216, Dezember.

Economist, The (2000): „Close relationships“, 16. Dezember.

Heston, Steven L. und K. Geert Rouwenhorst (1994): „Does industrial structure explain the benefits of international diversification?“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, Nr. 1, August.

Internationaler Währungsfonds (2000): *International Capital Markets*, September.

Internationaler Währungsfonds (2001): *World Economic Outlook*, Mai.

Loretan, Mico und William B. English (2000): „Bewertung von veränderten Korrelationen in Zeiten hoher Marktvolatilität“, *BIZ-Quartalsbericht*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Juni.

Sharpe, William F. (1992): „Asset allocation: management style and performance measurement“, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 18, Nr. 2, Winter 1992.

Sinha, Anand, John Marsland und Gordon Morrison (2001): „Sectors or countries?“, Commerzbank Securities, 31. Januar.

Tsatsaronis, Kostas (2001): „Kursbildung bei Aktien des Euro-Raums: Die Marktpraxis eilt den institutionellen Strukturen voraus“, *BIZ-Quartalsbericht*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, März.

Wall Street Journal, The (2001): „Nasdaq rattles markets throughout Americas“, 2. Januar.

Wird der US-Anleihemarkt noch von Meldungen aus der Gesamtwirtschaft bestimmt?

In den neunziger Jahren erfolgten die heftigsten Kursausschläge bei den US-Schatztiteln in der Regel anlässlich der Veröffentlichung von makroökonomischen Daten. Theoretisch spiegelt die Rendite (und damit der Kurs) eines festverzinslichen Wertpapiers ohne Ausfallrisiko die Ansicht des Finanzmarktes darüber wider, wie sich die risikofreien kurzfristigen Zinssätze über die Restlaufzeit des Titels entwickeln werden. Die wichtigsten Faktoren wiederum, die die diesbezüglichen Erwartungen des Marktes beeinflussen, sind gesamtwirtschaftliche Entwicklungen, aufgrund derer die künftigen realen Zinssätze oder die Inflation neu eingeschätzt werden; hierzu gehören auch Vermutungen über Änderungen des geldpolitischen Kurses. Diese Meinung wird durch den Befund von Fleming und Remolona (1999) bestätigt, dass nämlich jeder der 25 grössten Kursausschläge der 5jährigen US-Schatzweisung im 1-Jahres-Zeitraum von August 1993 bis August 1994 mit einer Meldung aus der Gesamtwirtschaft zusammenhing.

Eine andere Argumentation geht dahin, dass die Renditen auf Wertpapieren ohne Ausfallrisiko möglicherweise wegen liquiditätsinduzierten Veränderungen der Nachfrage nach festverzinslichen Titeln im Vergleich zu anderen Finanzanlagen schwanken. Beispielsweise kann die Volatilität der Aktienkurse kurzfristige Portfolioumschichtungen zwischen dem Aktien- und dem Anleihemarkt auslösen. Solche nachfragebezogenen Einflussfaktoren dürften an relativ illiquiden Märkten am stärksten sein. Obwohl der US-Schatztitelmarkt immer noch zu den liquidesten Märkten der Welt gehört, hat Fleming (2000) nachgewiesen, dass er nach verschiedenen Messgrössen in den letzten Jahren an Liquidität eingebüsst hat, zum Teil wegen eines verringerten Absatzes. Die Kombination höherer Volatilität der Aktienkurse und geringerer Liquidität des Schatztitelmarktes hat Anlass zu der Behauptung gegeben, dass gesamtwirtschaftliche Entwicklungen die Kurse an den Anleihemärkten weniger stark bestimmen als früher.

In diesem Feature untersuchen wir, inwieweit im Kalenderjahr 1999 Meldungen aus der Wirtschaft und grosse kurzfristige Aktienkursänderungen mit grossen kurzfristigen Änderungen des Kurses der 5jährigen US-Schatzanweisung verbunden waren.²¹ Die Analyse führt zu fünf grundlegenden Ergebnissen. Erstens hingen die grössten kurzfristigen Kursveränderungen am Markt für Schatztitel zwar nach wie vor mit der Veröffentlichung neuer gesamtwirtschaftlicher Daten zusammen, das Spektrum der Meldungen mit grossen Auswirkungen war jedoch breiter als zuvor. Zweitens bewirkten solche Meldungen weiterhin eine überdurchschnittliche Kursvolatilität. Drittens war die Überraschungskomponente der Veröffentlichungen von 1999 kleiner als zuvor. Viertens reagierten die Kurse auf überraschende Meldungen über die Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors, die wichtigste Kategorie neuer Daten, nicht mehr einheitlich; hingegen war die Reaktion auf Meldungen zur Inflation ähnlich wie früher. Fünftens schliesslich gibt es keine Hinweise darauf, dass starke Ausschläge der Aktienkurse 1999 die Anleihekurse beeinflussten.

Anleihekurse 1999
immer noch von
Meldungen beein-
flusst

Die 5jährige Schatzanweisung im Jahr 1999

Die Daten für dieses Feature stammen von GovPX, Inc., einem Gemeinschaftsunternehmen von US-Primärhändlern und Maklern, die Geschäfte zwischen ihnen vermitteln („Inter-Dealer-Brokers“). Die Daten enthalten Angaben zu jeder Notierung, zu jedem Kauf und jedem Verkauf am US-Schatztitelmarkt, der über einen von fünf der sechs führenden Inter-Dealer-Brokers abgewickelt wurde. Gegenstand der Untersuchung war die aktuelle 5jährige Schatzanweisung, ein sehr umsatzstarker Titel. GovPX verzeichnete 1999 einen Tagesdurchschnitt von 535 Transaktionen, was gegenüber der Anzahl Transaktionen im Zeitraum 1993/94 einem Rückgang um 19 % entspricht.

In diesem Feature benutzen wir wo immer möglich die empirische Methodik von Fleming und Remolona (1999), konzentrieren uns aber auf die vier Meldungskategorien, die in der älteren Studie als die wichtigsten identifiziert wurden: Beschäftigung (mit der Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors als wichtigster Kennzahl), Produzentenpreisindex, Konsumentenpreisindex und die vorläufige Schätzung der Einzelhandelsumsätze.²² Diese vier Arten von Meldungen (die „wichtigsten Meldungen“) erfolgen an den betreffenden Tagen um genau 8.30 Uhr Ortszeit New York. Um festzustellen, ob die Kursänderungen der Schatzanweisung tatsächlich mit der Meldung zusammenhängen, wurde die Änderung in einer engen Zeitspanne, beginnend

²¹ Neuere Daten zum Markt für US-Schatztitel standen für die Untersuchung nicht zur Verfügung.

²² Fleming und Remolona (1999) weisen darüber hinaus auf die Bedeutung der Bekanntgabe des Ergebnisses der Offenmarkt-Ausschuss-Sitzung der Federal Reserve hin. Diese Art Meldung wurde in der vorliegenden Studie nicht berücksichtigt, da an jedem der acht Bekanntgabedaten von 1999 der prognostizierte Tagesgeldsatz gleich dem tatsächlichen Tagesgeldsatz war. Das bedeutet, dass diese Meldungen zwar wohl noch gelegentlich Kursänderungen am Anleihemarkt auslösten, jedoch keine Überraschung enthielten.

mit der Kursnotierung unmittelbar vor 8.30 Uhr und endend mit der Kursnotierung unmittelbar vor 8.35 Uhr, untersucht.

Die grössten Kursausschläge des Jahres

Meldungen
Auslöser grosser
Kursänderungen

Jeder der 25 grössten Kursausschläge der 5jährigen Schatzanweisung im Jahr 1999 hing mit einer Meldung aus der Gesamtwirtschaft zusammen. Darüber hinaus waren sie alle eine Reaktion auf neue Informationen entweder direkt über die US-Geldpolitik oder über Wirtschaftsentwicklungen in den USA, die indirekt Informationen zur US-Geldpolitik vermittelten. Wirtschaftliche Entwicklungen ausserhalb der USA lösten 1999 keine grossen Änderungen der Kurse von US-Schatztiteln aus.

Die 25 stärksten Kursschwankungen innerhalb von fünf Minuten, 1999 ¹				
Rang	Datum	Zeit	Kursänderung ²	Meldung
1	30. Juni 1999	14.15	74,3	Leitzinssatz Federal Reserve
2	05. März 1999	08.30	52,7	Beschäftigung
3	03. Sept. 1999	08.30	41,8	Beschäftigung
4	14. Mai 1999	08.30	40,8	Konsumentenpreisindex
5	06. Aug. 1999	08.30	39,1	Beschäftigung
6	22. Juli 1999	11.00	38,8	Aussage Greenspan
7	29. April 1999	08.30	36,5	Arbeitskostenindex
8	18. Mai 1999	14.15	35,2	Leitzinssatz Federal Reserve
9	22. Juli 1999	11.05	29,8	Aussage Greenspan
10	08. Jan. 1999	08.30	29,4	Beschäftigung
11	15. Okt. 1999	08.30	26,7	Produzentenpreisindex
12	01. Juni 1999	10.00	26,2	NAPM-Index ³
13	10. Nov. 1999	08.30	24,2	Produzentenpreisindex
14	05. Nov. 1999	08.30	24,1	Beschäftigung
15	29. Juli 1999	08.30	23,1	Arbeitskostenindex
16	13. Jan. 1999	07.40	22,1	Produzentenpreisindex
17	30. April 1999	08.30	21,8	BIP und BIP-Preisdeflator
18	30. Juni 1999	15.00	21,5	Leitzinssatz Federal Reserve
19	01. Okt. 1999	10.00	21,3	NAPM-Index ³
20	28. Mai 1999	10.00	20,6	Konsumklima-Indikator der University of Michigan
21	14. Mai 1999	09.15	20,5	Industrieproduktion
22	16. Juni 1999	08.30	20,4	Konsumentenpreisindex
23	25. Feb. 1999	16.00	19,2	Wohnungsbau-Umsätze
24	15. Sept. 1999	08.30	19,0	Konsumentenpreisindex
25	16. Nov. 1999	14.15	18,8	Leitzinssatz Federal Reserve

¹ Die Fünf-Minuten-Kursänderungen sind in absteigender Reihenfolge aufgeführt. ² Basispunkte. ³ National Association of Purchasing Management.

Quellen: Bloomberg; GovPX, Inc.; eigene Berechnungen. Tabelle 1

Im einzelnen waren 4 der 25 grössten Änderungen mit der Bekanntgabe des Zielsatzes für Tagesgeld verbunden, 2 weitere mit Aussagen des Federal-Reserve-Vorsitzenden Alan Greenspan. Hinter den übrigen 19 standen neun verschiedene Arten von Meldungen über die Lage der US-Wirtschaft. Die Meldungen, die 1999 am häufigsten starke Kursausschläge auslösten, waren der Beschäftigungsbericht (5 der 25 grössten Kursausschläge) sowie der Konsumentenpreis- und der Produzentenpreisindex (je 3).

Vergleicht man die grössten Kursausschläge von 1999 mit denjenigen des früheren Zeitraums, treten mehrere Unterschiede hervor. Erstens hat sich das Spektrum der Meldungen, die grosse Kursänderungen auslösen, erweitert. 1993/94 entfielen die 25 grössten Kursänderungen auf nur sieben Arten von Meldungen, während es 1999 elf waren. Zweitens entfielen 1993/94 19 der 25 grössten Kursausschläge auf die vier wichtigsten Meldungen, 1999 dagegen waren es nur noch 11. Drittens löste der Beschäftigungsbericht jetzt offenbar weniger häufig starke Kursreaktionen aus. Im Zeitraum 1993/94 stand er im Zusammenhang mit den 4 stärksten Kursausschlägen und mit 10 der 25 grössten Änderungen, 1999 dagegen nur noch mit 5 der 25 grössten Kursänderungen, darunter allerdings die zweit-, dritt- und fünftstärkste Änderung innerhalb von fünf Minuten. Viertens schliesslich wurden Meldungen, die im früheren Zeitraum noch keine grossen Kursänderungen bewirkt hatten, 1999 wichtig. Insbesondere lösten Veröffentlichungen des Arbeitskostenindex und des Index der National Association of Purchasing Management (NAPM) 1999 je zwei der 25 grössten Kursausschläge aus.

Meldungen und Kursvolatilität

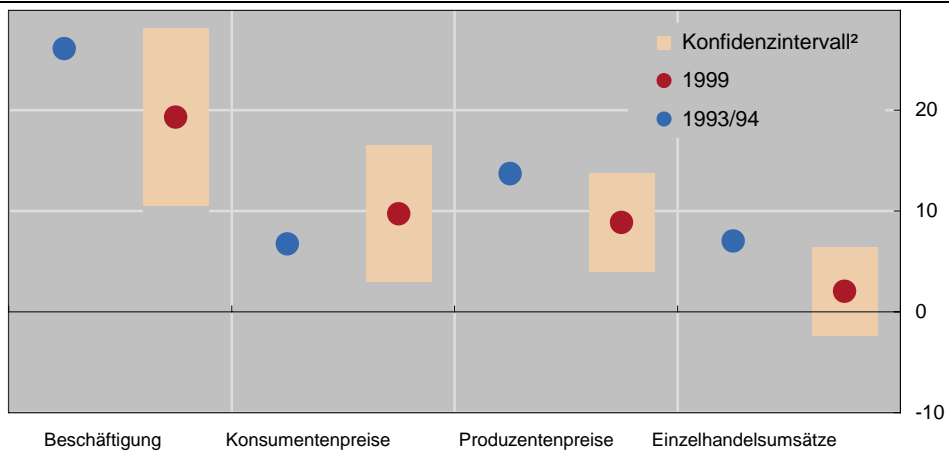
Bestimmte Arten von Meldungen vermitteln den Marktteilnehmern mehr Informationen als andere. Die typische Kursreaktion sollte somit je nach Art der Meldung variieren.

Da die vier Arten von Meldungen, die in diesem Feature untersucht werden, um 8.30 Uhr veröffentlicht werden, kann ermittelt werden, welche von ihnen die stärkste Auswirkung auf die Kurse hat, indem das Ausmass der Kursänderung nach 8.30 Uhr an den verschiedenen Veröffentlichungstagen verglichen wird. Das Ausmass dieser Kursänderung wird als der absolute Wert der Änderung des Kurslogarithmus zwischen 8.30 Uhr und 8.35 Uhr gemessen, wobei der Kurs als Mittelwert zwischen Geld- und Briefkurs definiert wird. Für jeden der 250 Geschäftstage im Referenz-Zeitraum wurde eine Regression der Kursvolatilität auf vier binäre Variablen (je eine für die vier Meldungen) durchgeführt. Dabei wurde jede binäre Variable an den Tagen, an denen die jeweilige Meldung erfolgte, gleich eins gesetzt.

Aus der Regression mit den Daten von 1999 geht hervor, dass die Bekanntgabe des Beschäftigungsberichts die stärkste Kursvolatilität, nämlich knapp 20 Basispunkte, auslöst. Der Konsumentenpreis- und der Produzentenpreisindex sind mit etwa der halben Volatilität verbunden. Diese Ergebnisse sind denjenigen für 1993/94 recht ähnlich. Die geschätzten Koeffizienten für

Anstieg der Kursvolatilität kurz nach Meldung

Auswirkung von Meldungen auf Kursvolatilität der Schatzanweisung¹



¹ Die Regressionskoeffizienten zeigen die Durchschnittsdifferenz der Kursvolatilität für die 5jährige US-Schatzanweisung im 5-Minuten-Zeitraum nach einer Meldung im Vergleich zum gleichen Zeitraum an Tagen ohne Meldung an. Die Volatilität ist definiert als der absolute Wert der Änderung des Kurslogarithmus multipliziert mit 10^4 . Die Signifikanz der Koeffizienten beruht auf zweiseitigen t-Tests, Standardfehler sind konsistent bei Heteroskedastizität. ² Basierend auf zwei Standardfehlern auf jeder Seite.

Quellen: Fleming und Remolona (1999); GovPX, Inc.; eigene Berechnungen.

Grafik 1

Meldungen zu Beschäftigung, Konsumentenpreisen und Produzentenpreisen unterscheiden sich nicht statistisch signifikant von den Punktschätzungen für den früheren Zeitraum. Der einzige Unterschied gegenüber den früheren Resultaten ist die Wirkung der Veröffentlichung der Einzelhandelsumsatzdaten. Im Zeitraum 1993/94 war diese Art von Meldung mit einer Kursänderung von 7 Basispunkten verbunden. 1999 wurde an Tagen, an denen die Einzelhandelsumsatzzahlen veröffentlicht wurden, keine statistisch signifikante Erhöhung der Kursvolatilität festgestellt.

Wie aussagekräftig sind die Meldungen?

Im vorangegangenen Abschnitt wurde belegt, dass der Zeitpunkt der Meldungen mit einem Anstieg der Kursvolatilität verbunden ist. Wenn die Märkte effizient sind, sollte man erwarten, dass solche raschen Kursänderungen lediglich die neuen Informationen widerspiegeln, die in der Meldung enthalten sind.

Als „neu“ in einer Meldung bezeichnen wir ihre „Überraschungskomponente“; diese wird definiert als die Differenz zwischen dem tatsächlich bekanntgegebenen Wert und dem mittleren prognostizierten Wert derselben Variablen.²³

²³ Nach dieser Definition zeigen die Daten an, dass die Prognosen für die vier gesamtwirtschaftlichen Variablen 1999 nicht verzerrt waren. Die „Überraschungen“ verteilten sich relativ gleichmässig auf positive und negative Werte, und der mittlere Überraschungswert jeder Variable war viel kleiner als ihre Standardabweichung. Da Fleming und Remolona (1999) keine Angaben zur Streuung der überraschenden Meldungen machen, ist nicht erkennbar, ob 1993/94 die Prognosen unverzerrte Schätzungen der bekanntgegebenen Werte waren.

Danach wird die durchschnittliche Grösse der Überraschungskomponente für jede der vier Meldungskategorien im Jahr 1999 berechnet. Ein Vergleich dieser durchschnittlichen Grösse mit derjenigen in der früheren Studie ergibt, dass die Meldungen in der Regel vorhersehbarer geworden sind. Im besonderen war die mittlere absolute Grösse der Überraschungskomponente der Meldungen 1999 gegenüber 1993/94 um 10 % kleiner bei den Konsumentenpreisen, 21 % bei den Produzentenpreisen und 50 % bei den Einzelhandelsumsätzen. Eine Ausnahme bildet die Überraschungskomponente des Beschäftigungsberichts, die etwa gleich geblieben ist.

Überraschungskomponente 1999 geringer als 1993/94

Für die scheinbare Verringerung des Überraschungseffekts gibt es mindestens zwei Erklärungen. Erstens gelingt es den Marktteilnehmern jetzt vielleicht besser, wirtschaftliche Entwicklungen vorherzusehen. Zweitens sind möglicherweise andere offengelegte Informationen als die bekanntgegebenen gesamtwirtschaftlichen Daten aussagekräftiger geworden. In beiden Fällen dürfte sich der tatsächliche Gehalt neuer Informationen in einer Meldung verringert haben.

Überraschende Meldungen und Kursentwicklung

Als nächstes drängt sich die Frage auf, ob der Anleihemarkt die neuen, überraschenden Informationen einer Meldung in der gleichen Weise in die Kurse einbezieht wie früher. Führen die neuen Informationen insbesondere dazu, dass Richtung und Umfang der Kursänderungen vorhersehbar sind, wie 1993/94?

Um diese Frage zu beantworten, wurde eine Regression der tatsächlichen 5-Minuten-Veränderungen im Kurslogarithmus auf die vier Überraschungsvariablen durchgeführt.²⁴ Die Stichprobe für diese Schätzung wurde auf die 42 Tage beschränkt, an denen mindestens eine der vier wichtigsten Meldungen erfolgte, und die Überraschungsvariablen wurden auf null gesetzt, wenn ein bestimmter Tag die gegebene Meldung nicht hatte. Die Ergebnisse sowohl für 1993/94 als auch für 1999 wurden so skaliert, dass die Überraschungskomponente den gleichen Umfang aufwies. Insbesondere stellen die Koeffizienten die geschätzte Kursänderung bei einer positiven Überraschung von 100 000 neuen Stellen ausserhalb des Agrarsektors im Beschäftigungsbericht oder bei einer positiven Überraschung von 0,10 % bei den Konsumentenpreisen, Produzentenpreisen oder Einzelhandelsumsätzen dar.

Eine Überraschung wurde so definiert, dass die positiven Werte entweder anzeigen, dass sich die Realwirtschaft (Beschäftigung und Umsätze) besser als erwartet entwickelt, oder dass die Preise (Konsumenten- und Produzentenpreise) höher als erwartet sind. Infolgedessen würde eine positive Überraschung wahrscheinlich die Erwartung des Marktes erhöhen, dass die Geld-

Positive Überraschungen: erhöhte Erwartung einer Straffung der Geldpolitik und sinkende Anleihenkurse

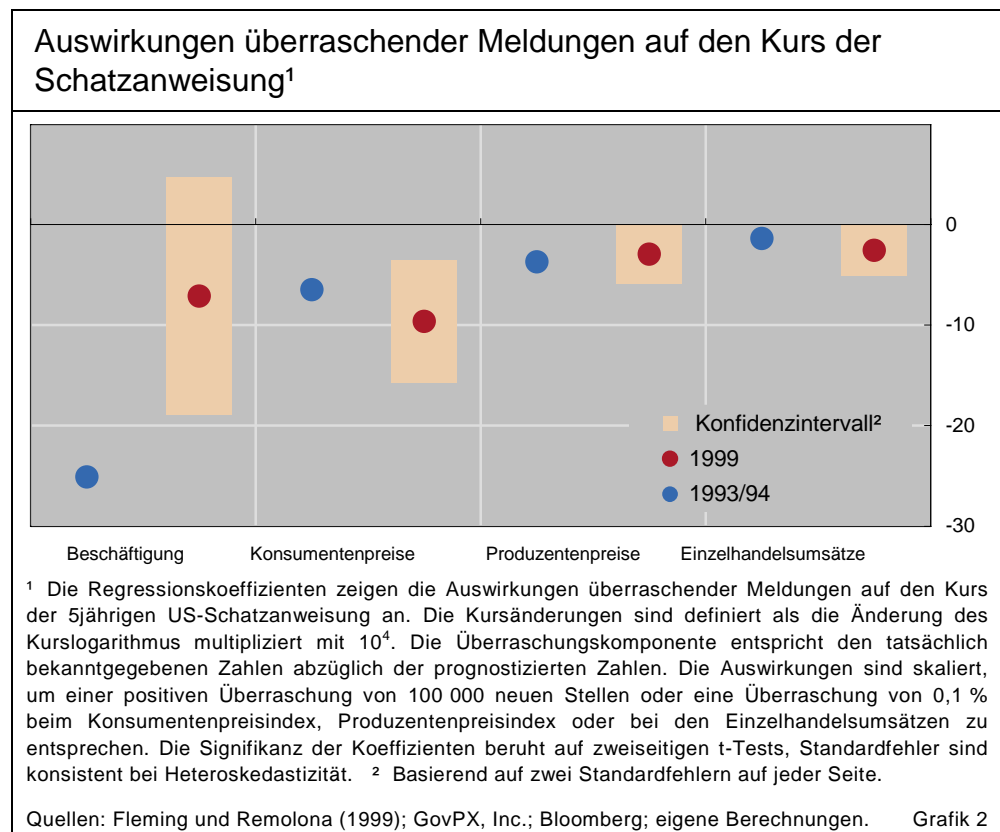
²⁴ Um zu ermitteln, ob die Kursänderungen ausschliesslich der Überraschungskomponente zuzuschreiben waren, wurden die Regressionen zunächst unter Einbezug der erwarteten Komponente der Meldungen durchgeführt. Keiner der vier erwarteten Werte wies statistisch signifikant von null ab.

Reaktion des Marktes auf Beschäftigungsbericht nicht mehr vorhersehbar

politik gestrafft wird, was die Kurse der Schatztitel unverzüglich sinken liesse. Diese erwartete negative Korrelation zwischen überraschenden Meldungen und Kursänderungen wurde in der älteren Studie bei den meisten untersuchten Meldungen festgestellt; besonders stark war sie bei der Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors.

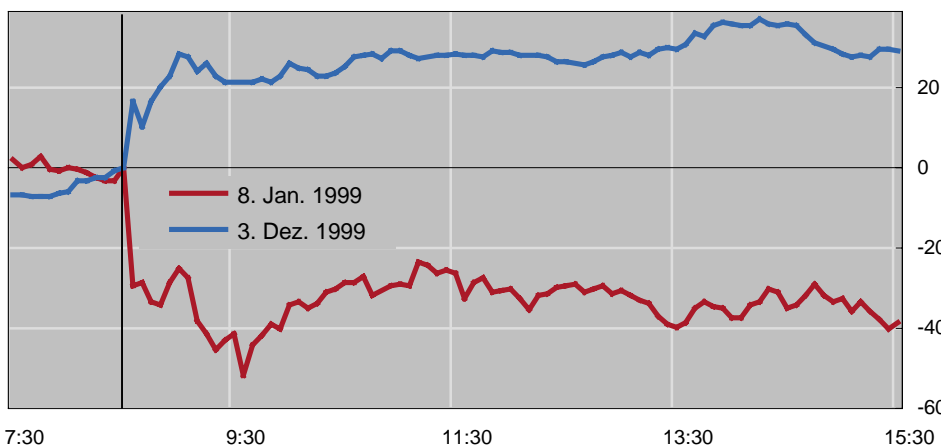
Der wichtigste Unterschied zwischen den beiden Zeiträumen ist vielleicht der, dass der Markt 1999 nicht mehr einheitlich auf überraschende Entwicklungen der Beschäftigung ausserhalb des Agrarsektors reagierte. 1993/94 war eine positive Überraschung von 100 000 neuen Stellen (ohne Agrarsektor) im Beschäftigungsbericht mit einem Rückgang des Kurses der 5jährigen Schatzanweisung um 25,11 Basispunkte verbunden. 1999 dagegen wich die Reaktion nicht statistisch signifikant von null ab. Da vorher festgestellt wurde, dass Meldungen zur Beschäftigung in diesem Zeitraum doch mit grossen absoluten Kursänderungen verbunden waren, zeigt dieses Ergebnis an, dass die Richtung der Kursänderung als Reaktion auf unerwartete Beschäftigungsentwicklungen nicht mehr einheitlich war.

Zur Veranschaulichung vergleichen wir die Reaktionen des Anleihemarktes auf die Veröffentlichung der Beschäftigungsberichte an verschiedenen Daten. Am 8. Januar und am 3. Dezember 1999 ging aus dem Beschäftigungsbericht hervor, dass die US-Wirtschaft (ohne Agrarsektor) 158 000 bzw. 34 000 neue Stellen mehr als erwartet geschaffen hatte. Aufgrund der Ergebnisse der Studie von 1993/94 hätte man an beiden Tagen einen Rückgang des Kurses



5jährige Schatzanweisung an zwei Tagen mit positiver Überraschung bei der Beschäftigung¹

Kursänderung (Basispunkte)



¹ Kurse in 5-Minuten-Intervallen zwischen 7.30 Uhr und 15.30 Uhr. Die vertikale Linie markiert den Zeitpunkt der Meldung; die Skalen der vertikalen Achsen zeigen die Anzahl Basispunkte der Differenz gegenüber dem Kurs um 8.30 Uhr an. Beschäftigung: ohne Agrarsektor.

Quellen: GovPX, Inc.; eigene Berechnungen.

Grafik 3

der Schatzanweisung erwartet. In den fünf Minuten nach Bekanntgabe der Meldung sank jedoch der Kurs der 5jährigen Schatzanweisung am 8. Januar um 29,4 Basispunkte, stieg hingegen am 3. Dezember um 16,6 Basispunkte.

Ein zweiter, weniger offensichtlicher Unterschied zwischen den beiden Zeiträumen ist die Reaktion auf die Bekanntgabe der Einzelhandelsumsätze. Im Zeitraum 1993/94 war die Reaktion zwar negativ, aber nicht statistisch signifikant. 1999 dagegen löste eine positive Überraschung von 0,10 % in dieser Meldung einen Rückgang des Kurses der 5jährigen Schatzanweisung um 2,58 Basispunkte aus.

Eine bestimmte positive Überraschung entweder im Konsumenten- oder im Produzentenpreisindex schliesslich hatte 1993/94 und 1999 einen ähnlichen Rückgang des Kurses der Schatzanweisung zur Folge. Insbesondere löste eine positive Überraschung von 0,10 % bei den Konsumentenpreisen 1993/94 einen Rückgang des Kurses um 6,48 Basispunkte aus. Eine ähnliche Überraschung führte 1999 zu einem Kursrückgang von 9,64 Basispunkten, wobei diese Schätzung allerdings in statistischer Hinsicht nicht signifikant grösser ist als die für den früheren Zeitraum. Die Ergebnisse für den Produzentenpreisindex sind qualitativ ähnlich; eine positive Überraschung von 0,10 % löste 1993/94 einen Kursrückgang um 3,73 Basispunkte aus, 1999 um 2,97 Basispunkte.²⁵

Weiterhin sinkende Anleihenkurse bei positiven Inflationsüberraschungen

²⁵ Diese 5-Minuten-Reaktionen sind recht stark, wenn man berücksichtigt, dass die mittlere tägliche Kursschwankung während des ganzen Jahres 1999 rund 17 Basispunkte betrug.

Beeinflussen Aktiengeschäfte den Anleihemarkt?

In den letzten Jahren waren die Kurse von US-Aktien, insbesondere von Technologiewerten, besonders volatil. Die Volatilität der Aktienkurse führte zu grossen Schwankungen der kurzfristigen Mittelzuflüsse und -abflüsse an den Aktienmärkten. Da der US-Schatztitelmarkt eine auf der Hand liegende Parkmöglichkeit für Geld ist, sollte man erwarten, dass Mittelzuflüssen oder -abflüssen am Aktienmarkt spiegelbildliche Geldströme am US-Schatztitelmarkt gegenüberstehen. Wenn dem so wäre, dann müssten sich – zumindest auf kurze Sicht – Aktien- und Anleihekurse in entgegengesetzter Richtung entwickeln.

Gleichgerichtete
Entwicklung von
Aktien- und
Anleihekursen nach
Meldungen

In einer neueren Untersuchung findet Fair (2001) für den Zeitraum 1993/94 keine Belege für diese Hypothese. Er weist vielmehr nach, dass sich die Aktien- und Anleihekurse nach Meldungen nahezu immer gleichgerichtet entwickelten. Im besonderen stellt Fair (2001) fest, dass von den 17 grössten Anleihekursänderungen, bei denen er auch über Aktienkursdaten verfügt, 16 mit gleichgerichteten Aktienkursänderungen einhergingen.

Dieser Befund wurde für 1999 bestätigt. In jedem der neun von Fair untersuchten Fälle, die mit den in diesem Feature untersuchten vier Arten von Wirtschaftsmeldungen verbunden waren, kam es zu gleichgerichteten Entwicklungen der Aktien- und der Anleihekurse. Fair weist darüber hinaus auf acht grosse Aktienkursausschläge im Jahr 1999 hin, die mit keinem Ereignis verbunden waren. Diese „unerklärlichen“ grossen Aktienkursschwankungen gingen auch nicht mit Kursschwankungen bei den Anleihen einher. Lediglich in einem einzigen dieser acht Fälle änderte sich der Kurs der 5jährigen Schatzanweisung um mehr als 1 Basispunkt.

Schlussbemerkungen

Ein Vergleich zwischen 1993/94 und 1999 führt zu dem Schluss, dass grosse kurzfristige Änderungen der Kurse am Schatztitelmarkt nach wie vor mit der Veröffentlichung von gesamtwirtschaftlichen Daten zusammenhingen. Darüber hinaus erweiterte sich offenbar das Spektrum der Meldungen, die signifikante Kursausschläge auslösen. Meldungen über die Beschäftigungslage, den Konsumentenpreisindex, den Produzentenpreisindex und die Einzelhandelsumsätze führten weiterhin zu einem beträchtlichen Anstieg der kurzfristigen Kursvolatilität, wobei positive Überraschungen hinsichtlich der Inflation einen erheblichen Rückgang der Anleihekurse auslösten. Anders als im früheren untersuchten Zeitraum führten aber überraschende Meldungen über die Beschäftigungslage zwar immer noch zu grossen Kursausschlägen, deren Richtung war jedoch nicht mehr vorhersehbar. Überdies war die Überraschungskomponente der Meldungen im allgemeinen kleiner als früher. Die Aktien- und die Anleihekurse schliesslich entwickelten sich nach der Veröffentlichung neuer Daten weiterhin gleichgerichtet.

Bibliographie

Fair, Ray C. (2001): „Events that shook the market“, *Market liquidity: proceedings of a workshop held at the BIS*, BIS Papers Nr. 2, Basel, Mai, S. 9-24.

Fleming, Michael J. (2000), „Treasury market liquidity“, Mimeo, Federal Reserve Bank of New York.

Fleming, Michael J. and Eli M. Remolona (1999), „What Moves Bond Prices?“, *The Journal of Portfolio Management*, Sommer, S. 28-38.

Stresstests in der Praxis: Eine Umfrage unter 43 grossen Finanzinstituten

Stresstests zur Messung der Anfälligkeit gegenüber aussergewöhnlichen Ereignissen

In den letzten Jahren beteiligen sich grosse, international tätige Finanzinstitute an zunehmend komplexen und unterschiedlichen Aktivitäten. Dieser Trend in Richtung erhöhter Komplexität, verbunden mit der Erfahrung der jüngsten Finanzmarktkrisen, hat das bereits starke und immer noch wachsende Interesse daran verstärkt, wie diese Institute ihre Risiken messen und überwachen. Insbesondere hat eine spezifische Reihe von Risikomanagement-Techniken, die auch als „Stresstestverfahren“ bezeichnet werden, das Interesse der Praktiker wie auch der Aufsichtsinstanzen²⁶ auf sich gezogen. Stresstests sind Werkzeuge, mit deren Hilfe Finanzinstitute ihre potentielle Anfälligkeit gegenüber aussergewöhnlichen, aber plausiblen Ereignissen messen. Typischerweise wird mit einem Stresstest geschätzt, wie sich der Wert des Portfolios verändern würde, wenn ein bestimmtes Marktereignis einträte. In den letzten Jahren hat die Bedeutung von Stresstestverfahren zugenommen, denn sie werden zur Ergänzung von Methoden eingesetzt, die auf dem Value at Risk (VaR) und anderen Risikomessungsinstrumenten beruhen.

Eine Umfrage über Stresstestszenarien

CGFS-Umfrage ...

Vor diesem Hintergrund beschloss der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS)²⁷ im März 2000, im Anschluss an frühere Arbeiten auf dem Gebiet von Risikomessung und -management eine weltweite Umfrage über die

²⁶ Das Interesse der Aufsicht geht beispielsweise aus der 1996 veröffentlichten *Änderung der Eigenkapitalvereinbarung zur Einbeziehung der Marktrisiken* des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht hervor. Darin wird ausdrücklich empfohlen, dass die Portfolios der Institute anhand einer Reihe historischer Ereignisse, einschliesslich der beiden Krisen im EWS-Wechselkursmechanismus von 1992 und 1993 und des Börsen-Crashes von 1987, geprüft werden sollten.

²⁷ Der CGFS ist ein von den G10-Zentralbankgouverneuren gegründeter Zentralbankausschuss. Er befasst sich mit der Überwachung und Prüfung von allgemeinen Fragen zu den Finanzmärkten und -systemen. Bei der Durchführung seiner Aufgaben legt er insbesondere Wert darauf, den Gouverneuren dabei behilflich zu sein, Bedrohungen der Stabilität der Finanzmärkte und des weltweiten Finanzsystems zu erkennen, zu analysieren und entsprechend auf diese zu reagieren. Vorsitzender des Ausschusses ist Yutaka Yamaguchi, Stellvertretender Gouverneur der Bank of Japan.

bei grossen Finanzinstituten im Einsatz befindlichen Stresstests zu organisieren. Zu diesem Zweck setzte der CGFS eine Task Force aus Mitarbeitern der G10-Zentralbanken ein, die beauftragt wurde, die Rolle von Stresstestverfahren beim Risikomanagement zu untersuchen, festzustellen, welche aussergewöhnlichen Ereignisse die Marktteilnehmer als bedeutende Risiken erachten, und Informationen über die Heterogenität von Risikoübernahmen zu einem bestimmten Zeitpunkt zu entwickeln.

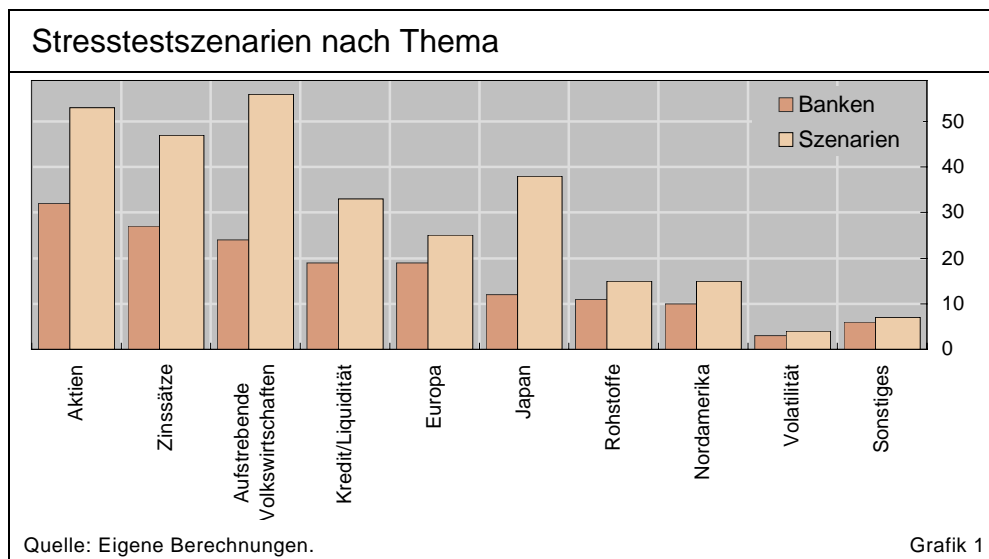
43 grosse Geschäfts- und Investmentbanken aus 10 Ländern nahmen an der Umfrage teil und wurden gebeten, über ihre institutsweiten Stresstestverfahren zu berichten, mit denen die wesentlichen Risiken per 31. Mai 2000 erfasst wurden. Anhand einer Reihe von Umfrageformularen lieferten diese Banken und Wertpapierhäuser insgesamt 293 *Stresstestszenarien* (als Grundlage diente ein mögliches Marktereignis wie z.B. ein Börsen-Crash) sowie 131 *Sensitivitäts-Stresstests* (basierend auf standardisierten Veränderungen eng miteinander verknüpfter Marktrisikofaktoren, z.B. einer parallel stattfindenden Verlagerung der Renditenstrukturkurven).

... bei 43 grossen Finanzinstituten ...

Stresstestszenarien und ihre Verwendung im Risikomanagement

Grafik 1 enthält Angaben für den Teil der Umfrage, der den Schwerpunkt der Analyse durch die Task Force bildete, nämlich die 293 institutsweiten Stresstestszenarien.²⁸ Die Stresstestszenarien wurden auf der Grundlage der wichtigsten erfassten Vermögenskategorie bzw. geographischen Region in Themenbereiche aufgeteilt. Die Grafik zeigt die Anzahl der Banken, die in einem bestimmten Bereich einen Stresstest durchführen – unabhängig davon, wie viele ähnliche Stresstests in der entsprechenden Bank durchgeführt werden –, sowie die Gesamtzahl an Szenarien, die im Rahmen der Umfrage

... mit 293 institutsweiten Szenarien



²⁸ Der Bericht der Task Force (*A survey of stress tests and current practice at major financial institutions*) wurde im April 2001 veröffentlicht und ist unter www.bis.org abrufbar. Den Vorsitz der Task Force hatte Alain Duchateau von der Banque de France/Commission Bancaire inne.

für ein bestimmtes Thema gemeldet wurden. Die vier häufigsten Bereiche, für die Stresstestverfahren durchgeführt wurden, waren Aktienkurse, Zinssätze, aufstrebende Volkswirtschaften sowie Kredit- bzw. Liquiditätsspannen, danach folgten Tests auf Stressereignisse in bestimmten geographischen Regionen (hierunter fielen auch die Wechselkurse). Nur wenige Stresstestverfahren befassten sich mit Rohstoffen und damit zusammenhängenden Risikofaktoren oder mit Stressereignissen an den Optionsmärkten.

Im Mittelpunkt der Szenarien: Risikoasymmetrien ...

Anhand einer detaillierten Untersuchung dieser institutsweiten Stresstestszenarien, wie sie im Bericht der Task Force vorgenommen wird, lassen sich eine Reihe von Feststellungen treffen. Erstens werden die Risiken nicht auf symmetrische Weise wahrgenommen. Für Einbrüche an Aktienmärkten oder in aufstrebenden Volkswirtschaften wurden eher Stresstests durchgeführt als für einen entsprechenden Boom. Ebenso wurde den Stresstests häufiger eine Erhöhung der Zinssätze oder der Kredit-/Liquiditätsspannen zugrunde gelegt als ein Rückgang. Bei den Wechselkursen waren die Stresstests ausgeglichener, wenngleich häufiger eine Dollarschwäche als eine Dollarstärke angenommen wurde. In den von den Mitgliedern der Task Force durchgeführten Folgegesprächen erklärten die Risikomanager diese Asymmetrie mit asymmetrischen Engagements (beispielsweise sind die Banken dem Risiko steigender Zinssätze, fallender Aktienkurse und sich ausweitender Kreditzinsspannen ausgesetzt), asymmetrischen Wahrscheinlichkeiten (z.B. ein erhöhtes Risiko eines Börsenkrachs bei historisch hohen Aktienmarktbewertungen) und den persönlichen Erfahrungen der Risikomanager aus Stressereignissen, die wiederum als asymmetrisch aufgefasst werden.

... und Märkte mit anderweitig nicht erfassten Risiken

Zweitens scheinen sich die Banken besonders für jene Märkte bzw. Produkte auf Stresstestverfahren zu verlassen, bei denen die Risiken durch statistische Messgrößen wie VaR (Value at Risk) eventuell nicht adäquat erfasst werden. Im Gespräch nannten die Risikomanager mehrere Gründe dafür, dass sich das Risiko für bestimmte Märkte bzw. Produkte durch VaR nicht angemessen erfassen lassen dürfte, so dass sie sich eher auf Stresstestverfahren verlassen würden. Dazu zählten der Mangel an guten historischen Kursdaten, die Tendenz zur Lückenbildung auf den Märkten, Illiquidität sowie die Schwierigkeit, die hochgradig nichtlinearen Engagements im Optionshandel einzuschätzen. Die Risikomanager nannten die aufstrebenden Volkswirtschaften als klassisches Beispiel für die oben genannte Schlussfolgerung, dass manche Märkte für das Stresstestverfahren besonders gut geeignet sind. Dies beweist insbesondere die grosse Bedeutung von Stresstests für Engagements in den aufstrebenden Volkswirtschaften.

Schockgrößen sogar bei historischen Szenarien unterschiedlich ...

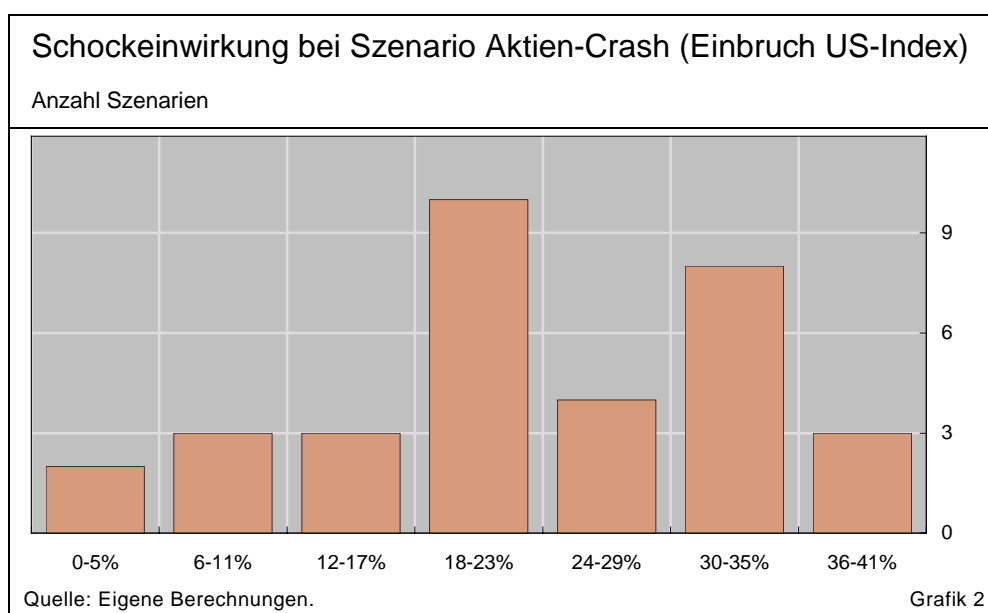
Ein weiteres auffälliges Ergebnis der Umfrage ist die erhebliche Heterogenität zwischen Szenarien, die an der Oberfläche recht ähnlich aussehen. Dies zeigt sich beispielsweise daran, dass die angenommene Grösse der Schocks sogar unter jenen Szenarien variiert, die im wesentlichen identische Ereignisse darstellen. Bei hypothetischen Szenarien ist dies nicht überraschend, doch gibt es auch Unterschiede bei historischen Szenarien, die auf

tatsächlichen Ereignissen mit allgemein bekannten Schocks basieren. Diese Abweichungen könnten dadurch zustande kommen, dass die Banken bei der Gestaltung ihrer Stresstests unterschiedliche Zeithorizonte für die Messung von historischen Schocks verwenden. Eine Bank verwendet beispielsweise einen 1-Tages-Schock, eine andere einen 2-Wochen-Schock, und eine dritte betrachtet den Schock von einem Gipfel bis zum Tiefpunkt.

Grafik 2 veranschaulicht dies. Sie stellt die Häufigkeitsverteilung der Grösse von Schockeinwirkungen auf die Aktienmarktindizes in den USA dar, wie sie in 20 „Black-Monday-1987“-Szenarien und in 13 Szenarien für einen „hypothetischen Börsen-Crash“ im Rahmen der Umfrage angewandt wurden. Offenbar verwenden die Banken ganz unterschiedliche Schockgrössen, um einen Aktien-Crash zu erfassen. Ein zweites Beispiel dieser Art Heterogenität ergibt sich aus den marktübergreifenden Auswirkungen, die bei Aktien-Crash-Szenarien angenommen werden (diese gehen aus der Grafik nicht hervor). Bei 16 dieser Szenarien werden neben den Aktienkursindizes auch die Zinssätze einem Schock ausgesetzt. Davon nehmen 9 einen Zinsanstieg und 5 einen Zinsrückgang an; die beiden verbleibenden Szenarien gehen davon aus, dass es länderübergreifend zu einer Mischung aus steigenden und fallenden Zinssätzen kommt.

... und potentiell ganz verschiedene marktübergreifende Auswirkungen

Schliesslich wurde den Banken eine Reihe ergänzender Fragen darüber gestellt, wie sie die Stresstestverfahren einsetzen. Den Antworten zufolge sind Stresstests für die berichtenden Banken zu einer standardmässigen Risikomanagement-Technik geworden. Alle Banken verwenden Stresstests, um das Risikoprofil des Instituts zu verstehen und die Ergebnisse an die Geschäftsleitung zu übermitteln. Gut die Hälfte der Banken benutzen Stresstests, um Limits festzusetzen, während ein Fünftel sie für ihre Eigenkapitalzuteilung verwenden. Zwei Drittel der Banken erklärten, dass die Ergebnisse der Stresstests sie mindestens einmal direkt dazu veranlasst haben, eine



Position abzusichern bzw. aufzulösen. Jedoch erfolgt eine derartige Reaktion – wie die anschliessenden Interviews zeigten – keineswegs automatisch; die Entscheidungen werden in der Regel fallweise getroffen. Die meisten Banken nehmen zumindest einige ihrer Stresstests in kurzen Zeitabständen (täglich/wöchentlich) vor. Im Gegensatz dazu gaben einige Bankenvertreter im Gespräch an, dass die Durchführung der komplexeren Szenarien kostspielig sei, so dass sie weniger häufig (monatlich/quartalsweise) erfolgten. Ein Viertel der Banken berücksichtigen in ihren Stresstests eine – wenn auch begrenzte – Interaktion zwischen Markt- und Adressenausfallrisiko. Keiner der befragten Risikomanager nahm jedoch in Anspruch, eine vollständige Integration von Markt- und Adressenausfallrisiko herbeigeführt zu haben, ein Bereich, der nach der Krise im Jahr 1997/98 beträchtliche Aufmerksamkeit auf sich gezogen hatte. Den Angaben der Bankenvertreter zufolge beschränkt sich – zumindest zum jetzigen Zeitpunkt – eine derartige Interaktion wohl auf bestimmte Geschäftsbereiche oder Produkte, von denen angenommen wird, dass sie einen wesentlichen Einfluss auf das Risikoengagement haben.

Implikationen der Umfrage

Stresstests als integraler Bestandteil des Risikomanagements ...

Welche Schlussfolgerungen lassen sich aus der Umfrage ziehen? Erstens scheinen die Stresstestverfahren – zumindest bei den in die Umfrage einbezogenen Instituten – integraler Bestandteil des Risikomanagements bei den Banken geworden zu sein. Bei der Gestaltung ihrer Stresstests berücksichtigen die Risikomanager offenbar die Art der Engagements der Institute ebenso wie die relativen Vorteile der Szenario-Analyse und anderer Techniken, wie VaR und Sensitivitätsanalysen, bei der Handhabung von spezifischen Engagements und unterschiedlichen Märkten.

... jedoch keine mechanischen Reaktionen

Zweitens scheinen die Institute bei der Interpretation der Ergebnisse ihre Position am Markt sowie die strategischen Aspekte des Risikomanagements zu berücksichtigen. Somit reagieren nicht alle berichtenden Banken auf die durch Stresstestverfahren gewonnenen Informationen auf die gleiche Weise. Insbesondere gibt es keinen Hinweis darauf, dass die in die Umfrage einbezogenen Banken Positionen streng mechanisch auflösen, wenn die entsprechenden Stresstestgrenzen durchbrochen werden. Die Entscheidungen werden daher fallweise getroffen. In diesem Zusammenhang erklärten die Risikomanager im Gespräch, dass die angemessene Reaktion auf einen Stresstest vom Verhältnis zwischen den Positionen ihrer Bank, denen anderer Banken und der Grösse des Marktes, an dem sie tätig sind, abhängig sei.

Strukturelle und regulatorische Entwicklungen

Initiativen und Berichte zu Finanzinstituten

Januar

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) veröffentlichte eine zweite Reihe von Vorschlägen für eine neue Eigenkapitalvereinbarung; die endgültige Fassung wird die derzeitige Eigenkapitalvereinbarung von 1988 ersetzen. Die Vorschläge wurden in der vorangegangenen Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts* zusammengefasst.²⁹

Vorschläge des BCBS zu neuer Eigenkapitalregelung

Eine Arbeitsgruppe der Zehnergruppe veröffentlichte einen Bericht über die Folgen der Konsolidierung im Finanzsektor.³⁰ Die Arbeitsgruppe untersuchte die Entwicklungen in 13 Ländern und kam zu dem Befund, dass die Konsolidierung zwar die operative Leistungsfähigkeit in den fusionierten Instituten verbessern kann, dass aber insgesamt nur wenig Belege für Effizienzgewinne gefunden wurden. Sie wies darauf hin, dass die Zentralbanken gegenüber Entwicklungen wachsam bleiben sollten, die den Wettbewerb in den für die Geldpolitik wichtigsten Märkte verringern könnten. Darüber hinaus vermerkte sie, dass die Konsolidierung die Liquidation grosser, komplexer Finanzkonzerne noch schwieriger machen könnte, insbesondere da auch Nichtbankfinanzinstitute potentielle Quellen von Systemrisiko sind. Ferner könne die Konsolidierung bei Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen eine vermehrte Zusammenarbeit zwischen Bankenaufsicht und Überwachungsinstanzen des Zahlungsverkehrs erfordern, sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene.

Bericht einer G10-Arbeitsgruppe über Konsolidierung im Finanzsektor

Das Financial Accounting Standards Board (FASB) der USA veröffentlichte einen Bericht³¹ der gemeinsamen Arbeitsgruppe verschiedener Normie-

US-FASB empfiehlt Änderung der Rechnungslegung für Finanzinstrumente

²⁹ S. „Die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung“, *BIZ-Quartalsbericht*, Basel, März 2001, S. 70-72.

³⁰ S. *Report on consolidation in the financial sector*, Zehnergruppe, Basel, Paris und Washington, Januar 2001. Verfügbar auf den Websites www.bis.org, www.imf.org und www.oecd.org.

³¹ Der Bericht ist auf der Website www.fasb.org verfügbar.

rungsgremien über Finanzinstrumente, in dem weitreichende Änderungen bei der Bilanzierung von Finanzinstrumenten empfohlen werden, u.a.: a) die Bewertung praktisch aller Finanzinstrumente zum Marktwert, b) das Ausweisen beinahe aller Gewinne und Verluste aus Veränderungen des Marktwerts in der Gewinn- und Verlustrechnung für den Zeitraum, in dem sie anfallen, c) die Aufhebung der buchmässigen Sonderbehandlung von Finanzinstrumenten, die zu Absicherungszwecken verwendet werden, d) die Einführung eines Komponentenansatzes, bei dem Teile bestimmter übertragener Finanzaktiva aus der Rechnung herausgenommen werden, andere dagegen weiterhin ausgewiesen werden, und e) die Ausweitung der Offenlegung von Finanzinstrumenten, Risikopositionen und den Auswirkungen auf die Gewinn- und Verlustrechnung.

Februar

Beginn des Konsultationsverfahrens der Europäischen Kommission zu neuen Eigenkapitalregelungen

Die Europäische Kommission leitete eine zweite Konsultationsrunde zu einer Neuregelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung von Banken und Investmentfirmen ein. Interessierte Parteien sind eingeladen worden, bis Ende Mai 2001 zu einem Konsultationspapier Stellung zu nehmen.³² Dieses Papier ist auf die Dokumente zum gleichen Thema abgestimmt, die der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht im Januar 2001 veröffentlichte; es behandelt aber auch schwerpunktmässig Fragen, die für EU-Institute besonders wichtig sind.

März

Prüfung von Fragen zu HLI durch BCBS und IOSCO

Der BCBS und die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) veröffentlichten eine Untersuchung über Fragen in bezug auf die Geschäftsbeziehungen von Banken und Wertpapierhäusern mit Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation (HLI).³³ Die gemeinsame Arbeitsgruppe für HLI stellte erfreut fest, dass Finanzinstitute bei der Umsetzung der Empfehlungen für sachgerechte Methoden, die der BCBS und die IOSCO 1999 abgegeben hatten, Fortschritte machten. In zahlreichen Instituten hatte die Geschäftsleitung ihre Überwachung der HLI-Geschäfte durch eine verbesserte Strategie und eine klarere Definition der gesamten Risikobereitschaft verstärkt. Trotz dieser Fortschritte benannte die Arbeitsgruppe eine Reihe von Gebieten, wo noch weiterer Handlungsbedarf besteht, wobei in einigen Problembereichen nur sehr kleine Schritte möglich sein dürften. Insbesondere müssten die Finanzinstitute ihre Methoden der Risikomessung noch weiter verbessern. Die Finanzinstitute sollten Ressourcen für den Ausbau ihrer Stresstestkapazitäten einsetzen, damit die Gesamtauswirkungen von grossen Marktveränderungen, Gegenpartei-Kreditrisiken und Besicherungswerten abgeschätzt werden können. Die Verfügbarkeit von Informationen über die HLI-Gegenparteien hat sich zwar in den letzten zwei Jahren verbessert, die Fortschritte sind jedoch

³² Verfügbar auf der Website www.europa.eu.int.

³³ S. *Review of issues relating to highly leveraged institutions*, BCBS und IOSCO, Basel und Montreal, März 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website (www.bis.org).

nicht einheitlich, insbesondere nicht bei der Abgabe quantitativer Informationen. Und schliesslich konnten die Finanzinstitute zwar im allgemeinen ihre Vertragsposition gegenüber dem HLI-Sektor stärken, wegen des herrschenden Wettbewerbsdrucks fällt es ihnen jedoch nach wie vor schwer, optimale Massnahmen zur Risikominderung durchzusetzen.

Initiativen und Berichte zu den Finanzmärkten und ihrer Infrastruktur

Januar

Der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS) veröffentlichte den Bericht einer Arbeitsgruppe über die Auswirkungen des elektronischen Handels auf die Finanzmärkte.³⁴ Die Arbeitsgruppe sollte untersuchen, wie elektronische Handelssysteme an den Grosskundenmärkten funktionieren, die für die Zentralbanken besonders wichtig sind, sowie ihre tatsächlichen und potentiellen Auswirkungen auf Marktstruktur, Preisdynamik und die Finanzintermediation allgemein. Sie stellte fest, dass der elektronische Handel grossen Spielraum für Kostensenkungen bietet, dass dieser jedoch an den meisten Märkten noch nicht ausgeschöpft ist. Darüber hinaus habe die Ausbreitung des elektronischen Handels möglicherweise das Geschäft einiger Händler beeinträchtigt, was dazu geführt haben könnte, dass sie sich in geringerer Masse als Marktmacher engagieren. Bis jetzt gebe es jedoch noch keine klaren Anhaltspunkte dafür, dass die Liquidität unter seiner Einführung gelitten hat, noch dafür, dass sich der Handel bei Turbulenzen von den elektronischen Plattformen abwendet.

Veröffentlichung eines CGFS-Berichts über elektronischen Handel und Finanzmärkte

Die Task Force für Grundsätze und Praxis in Zahlungsverkehrssystemen des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) veröffentlichte einen Bericht über Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind.³⁵ Die Grundprinzipien erfüllen die im allgemeinen öffentlichen Interesse liegenden Zielsetzungen der Risikominderung, der Sicherheit und der Effizienzsteigerung in Zahlungsverkehrssystemen, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind, indem sie einige gemeinsame internationale Standards festlegen. Sie nennen detailliert die wesentlichen Kriterien, denen alle Zahlungsverkehrssysteme genügen sollten. Die Grundprinzipien sollen von den einzelnen Ländern für die Beurteilung ihrer Systeme und die Entwicklung angemessener Strategien für die Einhaltung benutzt werden.

CPSS publiziert Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind

Der CPSS und die IOSCO gaben einen gemeinsamen Konsultationsbericht mit Empfehlungen für die Gestaltung, den Betrieb und die Überwachung

³⁴ S. *The implications of electronic trading in financial markets*, CGFS, Basel, Januar 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website (www.bis.org).

³⁵ S. *Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind*, CPSS, Basel, Januar 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website (www.bis.org).

Empfehlungen von CPSS und IOSCO für die Abwicklung von Wertpapiergeschäften

von Wertpapierabwicklungssystemen heraus.³⁶ In dem Bericht werden Mindestanforderungen genannt, die Abwicklungssysteme für Wertpapiergeschäfte erfüllen sollten, und die bestmöglichen Praktiken, die sie anstreben sollten. Die Empfehlungen sollen für alle Wertpapiersysteme in Industrie- oder Entwicklungsländern gelten. Darüber hinaus soll die Abwicklung sowohl von Inlands- als auch von Auslandsgeschäften abgedeckt werden.

Arbeitsgruppe über Offenlegung empfiehlt Verbesserungen

Die Arbeitsgruppe über Offenlegung³⁷ gab Empfehlungen zu einer besseren und häufigeren Offenlegung von Finanzinformationen durch Banken und Wertpapierhäuser heraus. Nach Ansicht der Gruppe sollten Marktrisikoinformationen, die bisher jährlich offengelegt wurden, quartalsweise publiziert werden, und die Informationen sollten inhaltlich verbessert werden. Zusätzliche Angaben zum Kreditrisiko im Grosskundengeschäft sollten ebenfalls quartalsweise verfügbar gemacht werden.

Neue Quellensteuerregelung der US-Steuerbehörde

Die Steuerbehörde der USA (Internal Revenue Service; IRS) führte eine neue Regelung der Quellensteuer ein, die sowohl für US-Personen als auch Nicht-US-Personen sowie Finanzinstitute, die Anlagen am US-Markt tätigen, Folgen haben kann. Die IRS wird eine Quellensteuer von 31 % auf Dividenden, Zinszahlungen und dem Bruttoerlös von Wertpapierverkäufen für alle Transaktionen mit US-Wertpapieren erheben, die nicht von „qualified intermediaries“ ausgeführt werden.³⁸

FOMC verlängert Gültigkeit der erweiterten Liste notenbankfähiger Wertpapiere

Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve (FOMC) genehmigte eine bis zu der ersten Sitzung im Jahr 2002 befristete Verlängerung der erweiterten Liste von Wertpapieren, die in Wertpapierpensionsgeschäften der Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) im Rahmen von deren Verwaltung der Bankreserven als Sicherheiten anerkannt werden.³⁹

³⁶ S. *Recommendations for securities settlement systems*, CPSS und IOSCO, Basel und Montreal, Januar 2001. Verfügbar auf den Websites www.bis.org und www.iosco.org.

³⁷ Diese Arbeitsgruppe, die im April 2000 vom Board of Governors des Federal Reserve System der USA ins Leben gerufen wurde, setzte sich aus Vertretern führender Firmen des privaten Sektors zusammen, die an den US-Finanzmärkten tätig sind. Sie hatte die Aufgabe, den Nutzen einer verbesserten Offenlegung für eine treffendere Risikoeinschätzung durch die Märkte und für eine optimalere Managementpraxis grosser und komplexer Finanzdienstleister abzuklären.

³⁸ Finanzinstitute und Börsenmakler, die noch nicht qualifizierte Intermediäre sind, können diesen Status erlangen, wenn sie bestimmte Kriterien erfüllen, u.a. den Nachweis erbringen, dass sie über eine angemessene Kenntnis ihrer Kunden verfügen und die Steuerpflichten korrekt einschätzen können. Finanzintermediäre, die den „qualifizierten“ Status nicht erlangen, dürfen ihre Anleger weiterhin vor der Steuer schützen, sofern sie der IRS ihre Kunden nennen. Wenn die Anleger ihre Identität jedoch nicht offenlegen, unterliegen sie der Quellensteuer, selbst wenn sie weder US-Bürger noch US-Steuersubjekte sind. Mit der neuen Regelung sollen zwar US-Bürger daran gehindert werden, ihre Steuerpflichten zu umgehen, aber auch Nicht-US-Anleger, die an den US-Märkten handeln, sind betroffen, da sie ihre Identität bekanntgeben müssen.

³⁹ In seiner Sitzung vom 24. August 1999 hatte der FOMC eine erweiterte Liste anerkennungsfähiger Sicherheiten genehmigt, damit die FRBNY dem grösseren Reservenbedarf, der für das vierte Quartal 1999 erwartet wurde, leichter entsprechen konnte. Die Erweiterung bestand hauptsächlich in der Aufnahme von Pass-Through-Hypothekenwertpapieren der GNMA, FHLMC und FNMA, von Anleiheleerstücken (Strips) des US-Finanzministeriums sowie von Wertpapieren mit abgetrennten Zinsscheinen anderer staatlicher Stellen.

Februar

Die Financial Action Task Force (FATF) meldete, dass erhebliche zusätzliche Fortschritte von den meisten der 15 Offshore-Finanzplätze erzielt worden seien, die sie im Juni 2000 als „nicht kooperativ“ im weltweiten Kampf gegen die Geldwäsche bezeichnet hatte. Mehrere der nicht kooperativen Länder wiesen eindruckliche Erfolge bei der Verbesserung ihrer Finanzsysteme auf, was sich zum Beispiel im Erlass entsprechender Gesetze durch das jeweilige Parlament zeige. Mit besonderer Befriedigung vermerkte die FATF, dass sieben Länder (Bahamas, Cookinseln, Israel, Kaimaninseln, Liechtenstein, Marshallinseln und Panama) praktisch alle gesetzlichen Regelungen eingeführt hatten, die zur Behebung der festgestellten Mängel erforderlich sind. Sie betonte, dass der Erlass der notwendigen Gesetze und der damit verbundenen Verordnungen die wesentlichen ersten Schritte seien, damit ein Land von der Liste gestrichen werden könne.

FATF meldet Fortschritte bei Bekämpfung der Geldwäsche

Die International Swaps and Derivatives Association (ISDA) setzte eine Task Force ein, die untersuchen soll, welche genau definierte Art von kritischen Kreditereignissen in die Dokumentation für Credit-Default-Swaps aufgenommen werden sollte. Seit Mitte 2000 ist unter den Teilnehmern am Markt für Kreditderivate eine hitzige Debatte darüber im Gang, ob Umschuldungen Zahlungen im Rahmen eines Credit-Default-Swaps auslösen sollten.⁴⁰ Die jüngsten Umschuldungen hatten bei den Verkäufern von Kreditschutz Zweifel am Wert der Aktiva geweckt, die im Rahmen von Credit-Default-Swaps geliefert werden. Solche Kreditereignisse haben gelegentlich dazu geführt, dass Anleihen zu einem tieferen Wert gehandelt wurden als Bankkredite, so dass die Anleger, die eine Position auf die zugrundeliegenden Kredite eingegangen waren, von den Käufern des Kreditschutzes die niedriger bewerteten Anleihen erhielten anstatt die Bankkredite, die sie eigentlich erwarteten. Nach Ansicht einiger Marktteilnehmer könnte das Problem durch eine bessere Definition einer Umschuldung und durch eine genauere Bezeichnung der Aktiva gelöst werden, die nach einem solchen Kreditereignis geliefert werden dürfen. Die Umschuldungsfrage führte ausserdem in Finanz- und Aufsichtskreisen zu Unsicherheit darüber, welche Erleichterungen bezüglich des Eigenkapitals aufgrund solcher Derivate gewährt werden können.⁴¹

Neue ISDA-Task Force über kritische Kreditereignisse für Default-Swaps

März

Das Forum für Finanzstabilität (FSF) hielt am 22./23. März 2001 bei der Weltbank in Washington, D.C., seine fünfte Sitzung ab. Die Mitglieder erörterten Schwachstellen im internationalen Finanzsystem und die Fortschritte, die bei der Umsetzung der früheren Empfehlungen des FSF erzielt worden waren.

FSF diskutiert Schwachstellen im internationalen Finanzsystem

⁴⁰ S. die vorangegangene Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*.

⁴¹ Die Vorschläge des BCBS zur neuen Eigenkapitalregelung sehen eine Abstimmung der Kontraktlaufzeit und das Vorhandensein einer Umschuldungsklausel vor, damit Eigenkapitalerleichterungen gewährt werden können.

Insbesondere überprüfte das FSF, welche Massnahmen bisher ergriffen worden waren, um den Bedenken, die im Bericht über HLI geäussert worden waren, Rechnung zu tragen. Die Mitglieder des Forums begrüsst den Abschluss der Arbeit der multidisziplinären Arbeitsgruppe über eine verbesserte Offenlegung und drängten darauf, diese Initiative weiterzuführen. Sie stellten erfreut fest, dass bedeutende Marktteilnehmer des privaten Sektors Handelsgrundsätze für die Devisenmärkte entwickelt hatten, und betonten, es sei wichtig, dass diese auch angewendet würden.⁴² Das FSF nahm Massnahmen zur Verbesserung der Aufsichts- und Informationspraxis an Offshore-Finanzplätzen zur Kenntnis.

Veröffentlichung eines CGFS-Berichts über Besicherungen an den Grosskundenmärkten

Eine Arbeitsgruppe des CGFS veröffentlichte einen Bericht über die Verwaltung von Sicherheiten an den Grosskunden-Finanzmärkten.⁴³ Die Gruppe war beauftragt worden, die jüngsten Trends bei Angebot und Nachfrage von Besicherungen zu untersuchen, mit Schwerpunkt auf dem Einfluss von Sicherheiten auf die Marktpreisdynamik und die Liquidität. Der Bericht kam zu dem Schluss, dass die rasante Zunahme von Besicherungen im Verhältnis zum Angebot andauern dürfte, dass jedoch die Märkte fähig seien, sich über die Preisfindung, die Schaffung eines zusätzlichen Angebots und den Einsatz einer breiteren Palette von Aktiva als Sicherheiten dieser Entwicklung anzupassen. Unter diesen Umständen seien die transparente Verwendung von Sicherheiten und der Einsatz angemessener Risikomanagement-Verfahren die wichtigsten Voraussetzungen, damit die Vorteile von Besicherungen als Risikominderungsmethode ausgeschöpft werden können.

Vorschlag der Europäischen Kommission über vereinfachten Rechtsrahmen für Sicherheiten

Die Europäische Kommission schlug eine Richtlinie für einen vereinfachten EU-Rechtsrahmen vor, mit dem das Kreditrisiko in Finanzgeschäften durch Bereitstellung von Wertpapieren und Barguthaben als Sicherheit begrenzt würde.⁴⁴ Die derzeitigen Regelungen für Besicherungen in der EU sind komplex und unzweckmässig, so dass bei grenzüberschreitenden Geschäften Rechtsunsicherheit in bezug auf die Verlässlichkeit der Sicherheiten aufgekommen ist. Würden klare und einheitliche rechtliche Rahmenbedingungen für Besicherungen in der gesamten EU geschaffen, würde dies zu einer stärkeren Integration und zu kostengünstigeren europäischen Finanzmärkten beitragen, da das Auslandsgeschäft gefördert und der Markt wettbewerbsfähiger würde.

EU-Ministerrat erweitert Steuerbefreiung für internationale Anleihen

Im Rahmen der Richtlinie über die Besteuerung der Zinserträge von Spareinlagen, die im November 2000 verabschiedet wurde, beschloss der EU-Ministerrat eine Erweiterung der Klausel über die Befreiung umlaufender

⁴² Im Februar veröffentlichte eine Gruppe von 16 Banken, die am weltweiten Devisenmarkt tätig sind, eine Reihe freiwilliger Richtlinien für sachgerechte Handelsmethoden; Anlass dafür waren die jüngsten Währungskrisen in Asien und Russland gewesen. S. Tom Buerkle, „A code of conduct for currency traders“, *International Herald Tribune*, 23. Februar 2001.

⁴³ S. *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, CGFS, Basel, März 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website (www.bis.org).

⁴⁴ Ausführliche Angaben auf der Website www.europa.eu.int.

internationaler Anleihen von den Quellensteuervorschriften.⁴⁵ Gemäss der ursprünglichen Richtlinie wären die Zinsen für alle internationalen Anleihen, die nach dem 1. März 2001 begeben wurden, den neuen Quellensteuervorschriften unterstellt gewesen, so dass es unmöglich gewesen wäre, für bestehende Emissionen zusätzliche Tranchen aufzulegen.⁴⁶ Aufgrund des Beschlusses wird die Klausel, die die Steuerbefreiung der für neue Tranchen ausgeschütteten Zinsen vorsieht, um ein Jahr gestreckt. Demgemäss sind Anleihen von der Quellensteuerregelung ausgenommen, sofern sie erstmals vor dem 1. März 2001 aufgelegt wurden (oder sofern der ursprüngliche Prospekt vor diesem Datum genehmigt wurde) und sofern sie letztmals vor dem 1. März 2002 aufgestockt werden. Wäre diese Besitzstandregelung nicht ausgeweitet worden, hätte dies für Staaten und andere Schuldner zu Problemen geführt, da sie oft bestehende Anleihen aufstocken anstatt neue aufzulegen.

Die Board of Trade Clearing Corporation (BOTCC), die in den USA Transaktionen mit börsengehandelten Derivaten abrechnet, und die Government Securities Clearing Corporation (GSCC), die wichtigste Clearing-Stelle der Staatsanleihe- und Repo-Märkte, einigten sich über wechselseitige Einschusszahlungen für Kassageschäfte mit US-Staatspapieren und für damit verbundene börsengehandelte derivative Kontrakte. Diese Vereinbarung erleichtert es Anlegern und Händlern, Risikopositionen am Kassa- und am Futures-Markt zusammenzufassen; wer gegenläufige Positionen hält, kann von niedrigeren Einschuss- und Besicherungsanforderungen profitieren. Die Vereinbarung ist den Aufsichtsinstanzen vorgelegt worden und soll im dritten Quartal 2001 in Kraft treten.

Einigung von
BOTCC und GSCC
über wechselseitige
Einschuss-
zahlungen

⁴⁵ S. die vorangegangene Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts* und www.europa.eu.int.

⁴⁶ Im wesentlichen, weil der unterschiedliche Steuerstatus die Fungibilität der Emissionen verhindert hätte.

Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte

Serge Jeanneau

Im Februar 2001 legte der Ausschuss der Weisen seinen Schlussbericht über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte vor.^① Darin wird der Ansatz des ersten Berichts in grossen Zügen bestätigt, aufgrund des inzwischen durchgeführten Konsultationsverfahrens wurden jedoch eine Reihe von Änderungen vorgenommen. Insbesondere wird im Schlussbericht versucht, den Bedenken des Europäischen Parlaments über die Folgen der vorgeschlagenen Regulierungsstruktur Rechnung zu tragen. Die ursprünglichen Vorstellungen des Ausschusses wurden präzisiert, und es wurden eine Reihe neuer Vorschläge und Sicherheitsvorkehrungen aufgenommen, um ein einwandfreies und faires Gleichgewicht zwischen den Institutionen zu gewährleisten. Ferner wird die Bedeutung völliger Transparenz, unterstützt durch ein offenes Konsultationsverfahren für Marktteilnehmer und Verbraucher, deutlich stärker in den Vordergrund gestellt.

Im Mittelpunkt der Vorschläge steht ein 4-Stufen-Konzept für die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte. Auf Stufe 1 würde sich das Rechtsetzungsverfahren auf die politischen Grundprinzipien jeder Richtlinie oder Verordnung konzentrieren. Mit anderen Worten: Der Rat und das Europäische Parlament würden aufgrund eines Vorschlags der Kommission die Grundzüge und die Richtung jedes Rechtsakts vorgeben, der dann an die nächste Stufe weitergegeben wird. Auf Stufe 2 würde die Europäische Kommission zunächst einen neu einzusetzenden EU-Wertpapierausschuss (der sich aus Vertretern der Kommission und der Mitgliedstaaten zusammensetzt) konsultieren und dann Rat von einem ebenfalls neuen Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden (mit Beratungsfunktion) über Einzelheiten und Tempo der Umsetzung der Richtlinien oder Verordnungen von Stufe 1 einholen. Auf Stufe 3 würde der Ausschuss der EU-Wertpapierregulierungsbehörden an einer einheitlichen Auslegung und gemeinsamen Standards arbeiten, um eine kohärente Umsetzung und Anwendung der Rechtsakte von Stufe 1 und Stufe 2 zu gewährleisten. Auf Stufe 4 würde die Europäische Kommission nachprüfen, ob die Mitgliedstaaten die EU-Rechtsakte einhalten, und dafür sorgen, dass das Gemeinschaftsrecht nachdrücklicher durchgesetzt wird.

Nach Ansicht des Ausschusses ist ein Kontrollmechanismus des Europäischen Parlaments („parliamentary override“) nicht erforderlich, da das Parlament über ausreichend Kontrollmöglichkeiten im Entscheidungsfindungsprozess auf Stufe 2 verfügen würde. Sollte die Europäische Kommission ihre Durchführungsbefugnisse überschreiten, habe das Europäische Parlament überdies jederzeit die Möglichkeit, mittels einer Entschliessung die Kommission dazu anzuhalten, ihren Vorschlag zu überprüfen. Der Bericht schlägt mehrere Fristen für eine rasche Umsetzung der Empfehlungen vor. Erstens sollten die wichtigsten Punkte des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen bis spätestens Ende 2003 umgesetzt werden, u.a.: einheitlicher Prospekt für Wertpapieremittenten, Herkunftslandkontrolle für alle Grosskundenmärkte, aktualisierte Anlagevorschriften für institutionelle Anleger sowie Europäischer Pass für anerkannte Börsen. Zweitens wird in dem Bericht eine umfassende und offene Überprüfung des 4-Stufen-Verfahrens vor einer Regierungskonferenz, die 2004 (ein Jahr vor dem Termin der Europäischen Kommission für den Aktionsplan für Finanzdienstleistungen) stattfinden soll, gefordert. Sollte sich bei dieser Überprüfung herausstellen, dass das Konzept keine Aussichten auf Erfolg hat, könnte sich eine Änderung des EG-Vertrags und damit die Schaffung einer zentralen EU-Regulierungsbehörde für Finanzdienstleistungen als angebracht erweisen.

^① Der Ausschuss unter dem Vorsitz von Alexandre Lamfalussy wurde im Juli 2000 vom Rat der Wirtschafts- und Finanzminister eingesetzt und beauftragt, die derzeitigen Bedingungen für eine europaweite Reglementierung der Wertpapiermärkte in der Europäischen Union zu bewerten. Der *Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte* ist auf der Website www.europa.eu.int verfügbar. In der vorangegangenen Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts* wurden die wichtigsten Punkte des ersten Berichts erörtert.

Im März verabschiedete der Europäische Rat der Staats- und Regierungschefs in Stockholm eine Entschliessung, die sich auf die Empfehlungen des Ausschusses der Weisen stützte. Darin wurden alle beteiligten Parteien dazu angehalten, alle Anstrengungen zu unternehmen, um bis spätestens Ende 2003 einen integrierten Wertpapiermarkt zu schaffen. Dies bedeutet, dass die im Aktionsplan für Finanzdienstleistungen vorgesehenen Rechtsakte über die Wertpapiermärkte Vorrang erhalten, einschliesslich der Punkte, die im Bericht des Ausschusses der Weisen empfohlen werden. Der Rat hielt jedoch fest, falls das Europäische Parlament finde, die von der Kommission vorgelegten Entwürfe überstiegen die Durchführungsbefugnisse für die Rahmengesetzgebung, müsse sich die Kommission verpflichten, diese Entwürfe zu überarbeiten, unter Berücksichtigung der Haltung des Parlaments und mit Begründung der Massnahmen, die sie ergreifen wolle. Der Rat nahm ferner zur Kenntnis, dass sich die Kommission verpflichtet hatte, bei heiklen Fragen nicht den im Rat vorherrschenden Ansichten zuwiderzuhandeln.

Chronologie der wichtigsten strukturellen und regulatorischen Entwicklungen

Monat	Gremium	Initiative
Januar 2001	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Veröffentlichung einer zweiten Reihe von Vorschlägen zu einer neuen Eigenkapitalvereinbarung
	Arbeitsgruppe der G10	Veröffentlichung eines Berichts über die möglichen Auswirkungen und Folgen der Konsolidierung im Finanzsektor
	Ausschuss für das weltweite Finanzsystem	Veröffentlichung eines Berichts über die Auswirkungen des elektronischen Handels auf die Finanzmärkte
	Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme	Veröffentlichung der <i>Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind</i>
	Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme und International Organization of Securities Commissions	Herausgabe eines gemeinsamen Berichts mit Empfehlungen für die Gestaltung, den Betrieb und die Überwachung von Wertpapierabwicklungssystemen
	Arbeitsgruppe über Offenlegung	Herausgabe von Empfehlungen über verbesserte Offenlegung durch Banken und Wertpapierhäuser
	Internal Revenue Service, USA	Einführung neuer Quellensteuervorschriften für Anleger
	Fed-Offenmarktausschuss, USA	Genehmigung einer befristeten Verlängerung der erweiterten Liste notenbankfähiger Wertpapiere
Februar 2001	Financial Accounting Standards Board, USA	Veröffentlichung von Empfehlungen über weitreichende Änderungen der Bilanzierung von Finanzinstrumenten
	Ausschuss der Weisen, EU	Veröffentlichung des Schlussberichts über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte
	Europäische Kommission	Zweite Konsultationsrunde über Neuregelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung
	Financial Action Task Force	Besprechung von Fortschritten von Offshore-Finanzplätzen im weltweiten Kampf gegen die Geldwäsche
März 2001	International Swaps and Derivatives Association	Einsetzung einer neuen Task Force zwecks Untersuchung, welche kritischen Kreditereignisse in die Dokumentation für Credit-Default-Swaps aufgenommen werden sollen
	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und International Organization of Securities Commissions	Veröffentlichung einer Untersuchung über Fragen in bezug auf die Geschäftsbeziehungen von Banken und Wertpapierhäusern mit Instituten mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation (HLI)
	Forum für Finanzstabilität	Fünfte Sitzung
	Ausschuss für das weltweite Finanzsystem	Veröffentlichung eines Berichts über die Verwaltung von Sicherheiten an den Grosskunden-Finanzmärkten
	Europäische Kommission	Vorschlag einer Richtlinie über einheitlichen europäischen Rechtsrahmen für Sicherheiten
	EU-Ministerrat	Ausdehnung der Befreiung umlaufender internationaler Anleihen von Quellensteuer
	Board of Trade Clearing Corporation und Government Securities Clearing Corporation, USA	Einigung über wechselseitige Einschusszahlungen für Kassageschäfte mit US-Staatspapieren und für damit verbundene börsengehandelte Derivate