

# BIZ-Quartalsbericht

September 2001

## Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

1. Überblick: Die Erholung lässt auf sich warten .....	1
<i>Bei hohen Abschreibungen durch Technologieunternehmen</i>	
<i>konzentrieren sich Aktienmärkte auf Gewinne .....</i>	2
<i>Vorübergehend wieder Ansteckungseffekte in den aufstrebenden</i>	
<i>Volkswirtschaften .....</i>	5
<i>US-Dollar gerät in Bewegung .....</i>	8
<i>Grösseres Vertrauen an den Festzinsmärkten .....</i>	9
<i>Markt für Unternehmensanleihen weiterhin widerstandsfähig .....</i>	10
2. Das internationale Bankgeschäft .....	14
<i>Rekordvolumen des Interbankgeschäfts .....</i>	14
<i>Kräftiger Anstieg der Mittelflüsse an Nichtbanken in den USA .....</i>	17
<i>Banken in Europa konzentrieren sich auf Wertpapierkäufe .....</i>	19
<i>Hedge-Fonds-Geschäft verstärkt Mittelströme zu Nichtbanken an</i>	
<i>Offshore-Finanzplätzen .....</i>	19
<i>Banken unterscheiden zwischen schwachen und starken</i>	
<i>aufstrebenden Volkswirtschaften .....</i>	20
<i>Kasten: Konsortialkredite: Rückkehr der US-Schuldner im zweiten</i>	
<i>Quartal .....</i>	24
3. Die internationalen Märkte für Schuldtitel .....	26
<i>Rückläufiger Nettoabsatz infolge geringeren Wirtschaftswachstums .....</i>	26
<i>Starker Rückgang bei Mittelaufnahme der Finanzinstitute .....</i>	29
<i>Aufstrebende Volkswirtschaften gegen den Trend .....</i>	30
<i>Europäische Emittenten meiden den Dollar .....</i>	30
4. Märkte für derivative Instrumente .....	32
<i>US-Leitzinssenkungen fördern weiterhin Geldmarktgeschäfte .....</i>	32
<i>Wachsende Akzeptanz neuer Futures auf Swapsätze und einzelne</i>	
<i>Aktien .....</i>	35
<i>Kasten: Jüngste Entwicklungen bei den börsengehandelten</i>	
<i>Aktienderivaten .....</i>	37

## Features

Rückstellung bilden oder nicht, das ist hier die Frage .....	40
<i>Rückstellungen: Probleme und methodische Anstösse .....</i>	41
<i>Ein einfacher Bezugsrahmen .....</i>	47
<i>Kasten: Kreditbewertung und Rückstellungen: einige Beispiele .....</i>	49
<i>Wichtige Beobachtungen und zur Wahl stehende Methoden .....</i>	50

Analyse der Zunahme der Fremdwährungseinlagen in Taiwan .....	55
<i>Die Zunahme der Fremdwährungseinlagen in Taiwan</i> .....	56
<i>Reaktion der Behörden</i> .....	57
<i>Erklärungen</i> .....	58
<i>Schlussfolgerung</i> .....	62
Kasten: Empirische Bestimmungsfaktoren der Zunahme der Fremdwährungseinlagen in Taiwan .....	63
Sicherheiten am „Grosshandels“-Finanzmarkt .....	64
<i>Trends bei der Verwendung von Sicherheiten</i> .....	64
<i>Die Vorteile von Sicherheiten nutzen: Rolle des Risikomanagements</i> ....	66
<i>Auswirkungen der Besicherung auf das System als Ganzes</i> .....	67
Kasten: Besicherung in Krisenzeiten .....	69
<i>Ausblick</i> .....	71
 Strukturelle und regulatorische Entwicklungen .....	 73
<i>Initiativen und Berichte zu Finanzinstituten</i> .....	73
<i>Initiativen und Berichte zu den Finanzmärkten und ihrer Infrastruktur</i> ....	76

## 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: Die Erholung lässt auf sich warten

Der Sommeranfang 2001 war geprägt von schwindenden Hoffnungen auf eine baldige Erholung der Weltwirtschaft. Wie im *BIZ-Quartalsbericht* vom Juni 2001 erörtert, herrschte im Frühjahr noch vorsichtiger Optimismus an den Finanzmärkten. Im allgemeinen waren die Marktteilnehmer überzeugt, dass die Lockerung der Geldpolitik durch die wichtigsten Zentralbanken in den entwickelten Ländern bald einen Aufschwung in der Weltwirtschaft bewirken würde. Im Juni und Anfang Juli liessen enttäuschende gesamtwirtschaftliche Daten aus Japan, Europa und den USA sowie Gewinnwarnungen europäischer und nordamerikanischer Unternehmen jedoch erkennen, dass der Abschwung nicht nur anhielt, sondern sich sogar noch ausbreitete. Die Aktienmärkte erlitten starke Einbrüche; die zuvor verzeichneten Kursgewinne gingen wieder verloren, und die Korrektur, die ein Jahr zuvor begonnen hatte, weitete sich aus.

Die allgemein schlechtere Lage an den Aktienmärkten wurde im Juli durch Spannungen in aufstrebenden Volkswirtschaften noch verschärft. Nachrichten über Probleme in Argentinien, der Türkei und Polen beeinträchtigten die Aktien- und Wechselkurse einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften; allerdings waren auch viele Länder von diesen Spillover-Effekten nicht betroffen. Innerhalb von zwei Wochen begann die Ansteckung nachzulassen, als die Marktteilnehmer erneut dazu übergingen, zwischen den einzelnen Ländern zu differenzieren.

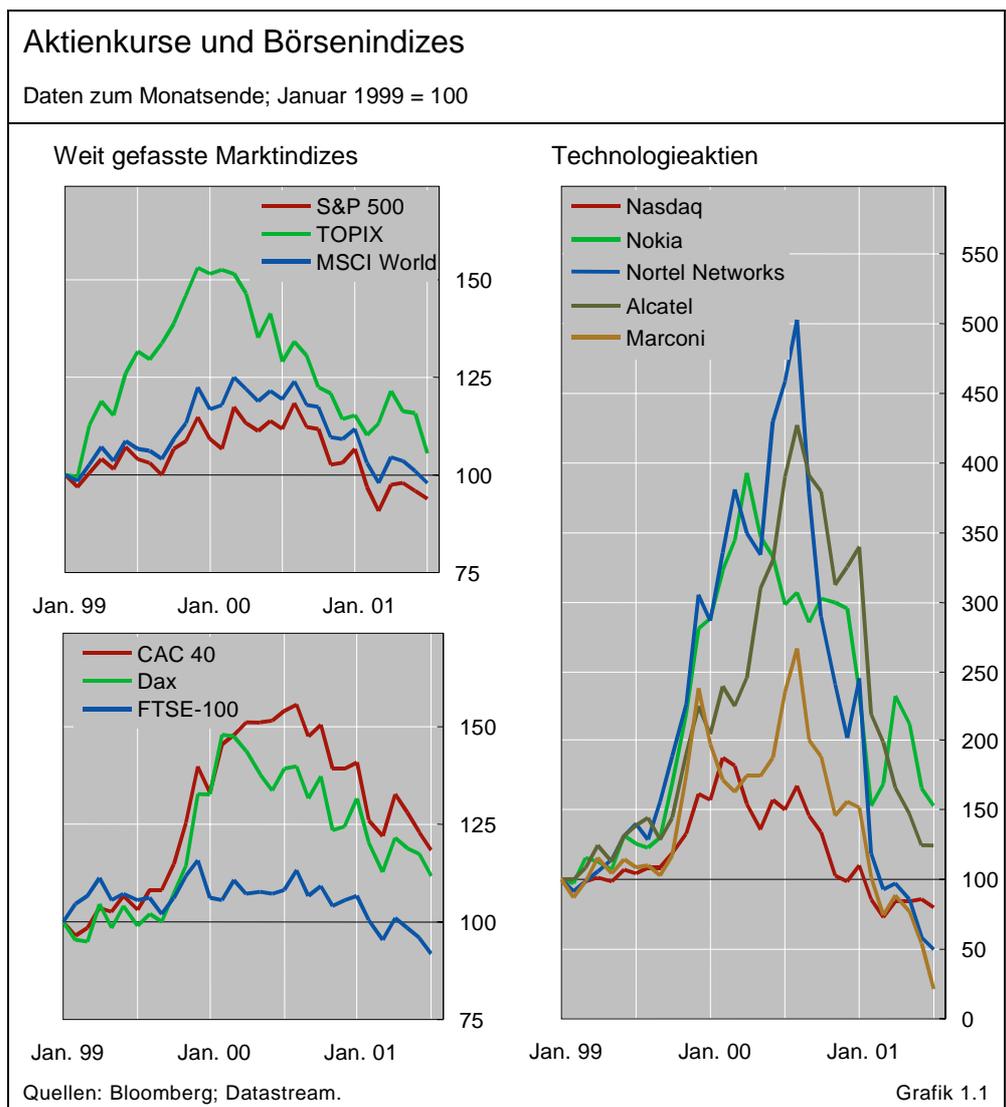
Im Gegensatz zu der düsteren Stimmung an den weltweiten Aktienmärkten gab es an den internationalen Märkten für festverzinsliche Instrumente kaum Anzeichen einer Kreditverknappung. Die Renditenstrukturkurven in den wichtigsten Volkswirtschaften behielten ihre steile Neigung bei, was ein gewisses Vertrauen in eine baldige wirtschaftliche Erholung anzeigte. Trotz wachsender Verluste wegen zahlungsunfähiger Schuldner wurden die Zinsaufschläge in der ersten Jahreshälfte stetig kleiner, da die Anleger bestrebt waren, Unternehmensanleihen in ihre Portfolios aufzunehmen. Selbst für die mit Problemen kämpfende Telekom-Branche wurden die Zinsspannen enger. Am internationalen Markt nutzten Emittenten weiterhin die günstigen Konditionen und legten im zweiten Quartal langfristige Schuldtitel auf, wenn auch in einem langsameren Tempo als zuvor. Da gleichzeitig die Banken bereitwillig Finanzierungen gewährten, nahmen die Ankündigungen neuer internationaler Konsortialkreditfazilitäten stark zu, nachdem sie zwei Quartale lang zurückgegangen

waren. Zahlreiche Unternehmensschuldner verwendeten allerdings die aufgenommenen Mittel, um andere Schulden zu tilgen, insbesondere fällig werdende langfristige Anleihen und Commercial Paper, anstatt sie in neue Ausrüstungsgüter und in Übernahmen zu investieren.

### Bei hohen Abschreibungen durch Technologieunternehmen konzentrieren sich Aktienmärkte auf Gewinne

Die Teilnehmer an den Aktienmärkten hatten im April Grund zum Jubel. Nach drastischen Kursrückgängen bei den Technologieaktien im Februar und März begrüßten die Anleger eine Reihe relativ ermutigender Gewinnankündigungen im April, insbesondere die Nachricht, dass Dell Computer ihre jüngsten Gewinnprognosen erfüllen würden. Der Effekt dieser positiven Meldungen wurde zwei Wochen später dadurch verstärkt, dass die Federal Reserve in den USA ihren Notenbankzins zwischen zwei Sitzungen senkte; dies war die zweite überraschende Zinssenkung nach Januar. Infolgedessen stieg der Nasdaq Composite Index im April um 15 % (Grafik 1.1). In Japan verlieh die Wahl eines

Kursschub durch Gewinnnachrichten und niedrigere Zinsen im April ...



Nachrichten und Aktienmärkte				
März-August 2001				
Datum	Ereignis	Meist-betroffener Markt (Index)	Kumulierte Kursänderung (in %)	Anzahl Tage der Kursänderung
9. März	Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors besser als erwartet	Nasdaq	- 11,6	2
21. März	Ifo-Erhebung schlechter als erwartet	Dax	- 7,0	2
5. April	Dell erreicht geschätzten Gewinn	Nasdaq	8,9	1
18. April	US-Zinssenkung	Nasdaq	13,0	2
24. April	Wahl von Koizumi in Japan	TOPIX	6,2	3
8. Juni	Gewinnwarnung Nortel	TSE 300	- 1,2	2
2. Juli	<i>Tankan</i> -Erhebung schlechter als erwartet	TOPIX	- 1,1	1
2. Juli	IWF verzögert Kredit für Türkei	National 100	- 23,8	4
5. Juli	Gewinnwarnung Marconi	FTSE	- 3,8	5
6. Juli	Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors schlechter als erwartet	Nasdaq	- 3,7	1
10. Juli	Anleihenauktion Argentinien	Merval	- 13,6	3
12. Juli	Positive Gewinnwarnung von Yahoo! und Microsoft	Nasdaq	5,7	2
14. August	Bank of Japan gibt Erhöhung des Geldangebots bekannt	TOPIX	2,7	1

Quellen: Bloomberg; nationale Angaben. Tabelle 1.1

neuen Premierministers am 24. April dem Markt in Tokio Schwung und trieb den TOPIX in den darauffolgenden Tagen um 6 % nach oben (Tabelle 1.1).

Im Juni schlug der Jubel jedoch in Trübsal um, als weniger günstige Gewinnnachrichten die Hoffnungen auf eine rasche wirtschaftliche Erholung zunichte machten. Diesmal stammten viele der wichtigen Gewinnmeldungen von Unternehmen ausserhalb der USA. Der erste Schock kam Anfang des Monats aus Kanada, als Nortel Networks einen Verlust von \$ 17 Mrd. bekanntgaben. Der Aktienmarkt in Toronto fiel um 1,2 % (Tabelle 1.1). Eine Reihe ungünstiger Informationen folgten, darunter enttäuschende Gewinnmeldungen Ende Juni von mehreren führenden europäischen Technologiefirmen. Nachrichten über einige führende Unternehmen haben den Markt oft sogar überproportional stark beeinflusst. Betrachtet man den bisherigen Jahresverlauf 2001, so waren jeweils in den letzten Wochen im Januar, April und Juli die

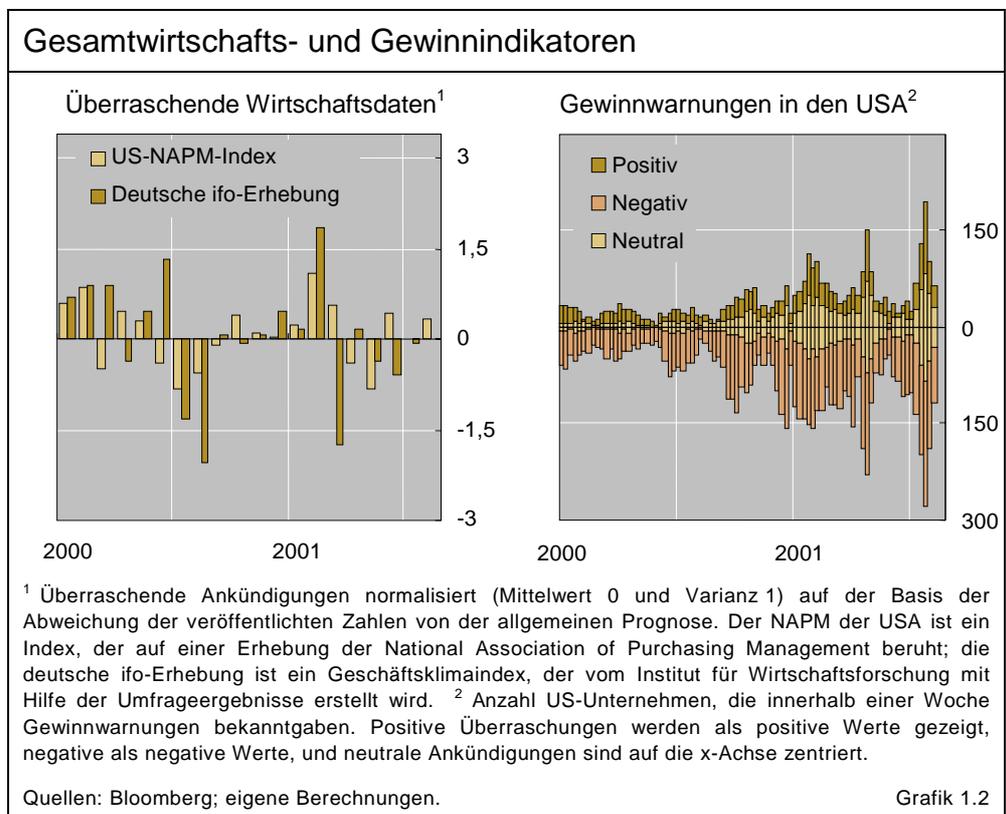
meisten Gewinnwarnungen in den USA zu verzeichnen (Grafik 1.2). Dennoch stieg der S&P 500 im Durchschnitt in diesen Wochen und fiel in anderen Wochen. Die führenden Unternehmen geben ihre Gewinnwarnungen zumeist Anfang des Monats heraus, und diese Termine erklären den allgemein rückläufigen Trend des Marktes.

Erwähnenswert an den Nachrichten über die Unternehmenserträge war die auffallende Rolle der Abschreibungen durch Technologieunternehmen. Die grössten Abschreibungen bezogen sich in der Regel auf den Firmenwert im Falle von Übernahmen, in erheblichem Masse aber auch auf Lieferantenkredite und Lagerbestände. Der von Nortel Networks angekündigte Verlust stammte beispielsweise weitgehend aus der Beeinträchtigung der Firmenwerte von durch das kanadische Unternehmen übernommenen Gesellschaften. Der Verlust, den JDS Uniphase, ein nordamerikanischer Hersteller faseroptischer Elemente, im Juli meldete, hing mit der Abschreibung von fast \$ 45 Mrd. auf den Wert seiner Übernahmen zusammen.

Die Märkte in Europa und den USA wurden auch durch neue gesamtwirtschaftliche Daten beeinträchtigt. Hier richtete sich die Reaktion der Märkte auf wirtschaftliche Nachrichten ebenso eher nach deren Auswirkungen auf die Unternehmenserträge als nach ihrer Bedeutung für die Geldpolitik, wie es Anfang des Jahres der Fall gewesen war. Diese Konzentration auf die Erträge lässt darauf schliessen, dass die Anleger an den Aktienmärkten die Lockerung der Geldpolitik in den USA für weitgehend abgeschlossen hielten, wobei Kontinentaleuropa im Konjunkturzyklus weniger weit fortgeschritten war. Spezielle

... aber hohe Abschreibungen drückten Märkte im Juni

Märkte konzentrieren sich auf Bedeutung gesamtwirtschaftlicher Nachrichten für Gewinne ...



Bedeutung für die Marktteilnehmer hatte der Vergleich des US-Index NAPM für die Industriekonjunktur mit der deutschen ifo-Erhebung über die Stimmung in der Wirtschaft, wonach der Euro-Raum der US-Wirtschaft im Konjunkturzyklus 6-7 Monate nachfolgte (Grafik 1.2). Der am 6. Juli veröffentlichte Bericht über die Beschäftigungssituation in den USA zeigte ungewöhnlich hohe Einbussen bei der Beschäftigung ausserhalb des Agrarsektors. Sechs oder neun Monate zuvor hätte ein solcher Bericht zu einem Aufschwung an den Märkten führen können, da eine Lockerung der Geldpolitik erwartet worden wäre. Diesmal fiel der Nasdaq Composite um 3,7 %, nachdem die Fed gerade angedeutet hatte, dass der Senkung der Notenbankzinsen um 25 Basispunkte am 27. Juni wahrscheinlich vorerst keine weitere folgen werde.

... und in Japan auf wirtschaftspolitische Beschlüsse

In Japan reagierte der Markt nach wie vor stärker als in Europa und den USA auf gesamtwirtschaftliche Nachrichten im Hinblick auf deren Bedeutung für die Wirksamkeit der Fiskal- und Geldpolitik. Die am 2. Juli veröffentlichte *Tankan*-Erhebung liess eine weitere Abschwächung der Wirtschaft erkennen und führte dazu, dass der TOPIX am selben Tag um 1,1 % nachgab. Am 14. August kletterte der Index um 2,7 %, nachdem die Bank of Japan erklärt hatte, sie werde das Geldangebot erhöhen, indem sie einen Anstieg der Bankreserven zulassen und in grösserem Umfang Staatsanleihen erwerben werde. Nachdem die neue Regierung zuvor die Bekämpfung der Haushaltsdefizite angekündigt hatte, signalisierte die Zentralbank mit diesem Schritt ihre Absicht, die geldpolitische Unterstützung für die Ankurbelung der Konjunktur noch zu verstärken. Bald darauf nahmen die japanischen Aktien ihren allgemeinen Abwärtstrend jedoch wieder auf, als dem Markt bewusst wurde, wie sehr die sich verschlechternden weltwirtschaftlichen Aussichten die Erträge selbst relativ gesunder exportorientierter Unternehmen drücken würden.

## Vorübergehend wieder Ansteckungseffekte in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Krisen in der Türkei und Argentinien Anfang 2001 ...

Seit Ende 2000 zogen ungünstige Entwicklungen sowohl in Argentinien als auch in der Türkei die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf sich. Im Februar waren die türkischen Währungsbehörden zur Abwertung der Lira gezwungen gewesen, nachdem Refinanzierungsschwierigkeiten bei einer türkischen Bank und Anzeichen politischer Störungen Bedenken hinsichtlich der Stabilität des Bankensystems aufgeworfen hatten, was wiederum eine Kapitalflucht auslöste. Einige Wochen darauf hatten sich die Zinsspannen bei argentinischen Staatstiteln gegenüber ihrem Februarniveau auf das Doppelte ausgeweitet, als sinkende Steuereinnahmen und der Rücktritt von zwei Finanzministern in zwei Wochen Zweifel an der Fähigkeit der Regierung zur Durchführung von Fiskalreformen entstehen liessen. In beiden Fällen hatten die Anleger nicht automatisch ihr Engagement gegenüber allen aufstrebenden Volkswirtschaften verringert, sondern schienen vielmehr sorgfältig nach Länderrisiko zu differenzieren. Die Krise in der Türkei schien vorüber, als ein IWF-Stützungs paket Spielraum für eine längerfristige Sanierung versprach. Im Juni war auch der Ausblick für Argentinien wieder günstiger, nachdem es gelungen

... greifen nicht auf andere aufstrebende Volkswirtschaften über

war, fast \$ 30 Mrd. fällig werdender Schulden in längerfristige Wertpapiere umzuwandeln.

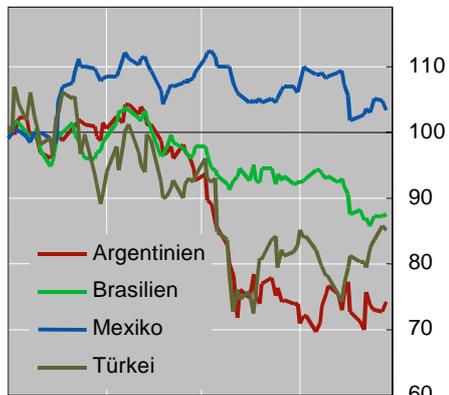
Im Juli entstand dagegen in der Türkei und in Argentinien erneut Druck, und zusätzlich traten noch Probleme in Polen auf. Am 2. Juli hatten Unstimmigkeiten über die Zusammensetzung eines neuen Vorstands für die staats-eigene Turk Telekom zur Folge, dass der IWF die Freigabe seiner Mittel verzögerte. Vier Tage später wurden die Marktteilnehmer dadurch überrascht, dass die polnische Regierung beinahe an einem unerwartet hohen Haushaltsdefizit scheiterte. Am 10. Juli wurde das Feuer durch Nachrichten über den Anleihe-tender in Argentinien geschürt. Der Tender wurde so schlecht aufgenommen,

Im Juli erneuter Druck ...

### Aktienkurse, Auslandsschulden und Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften

Aktienkursindizes

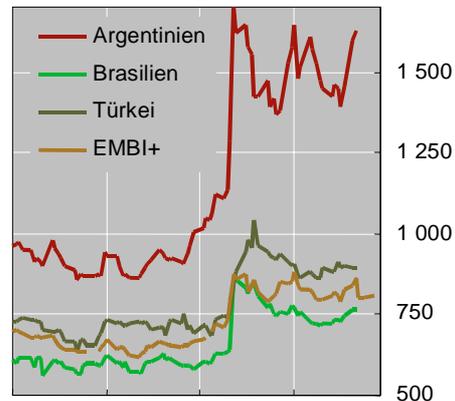
(1. Mai 2001 = 100)



Mai 01 Juni 01 Juli 01 August 01

Zinsaufschläge auf Staatsanleihen<sup>1</sup>

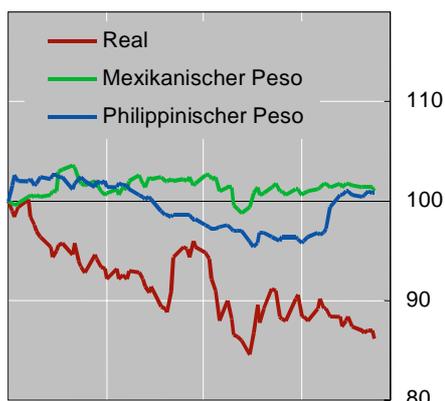
(Basispunkte)



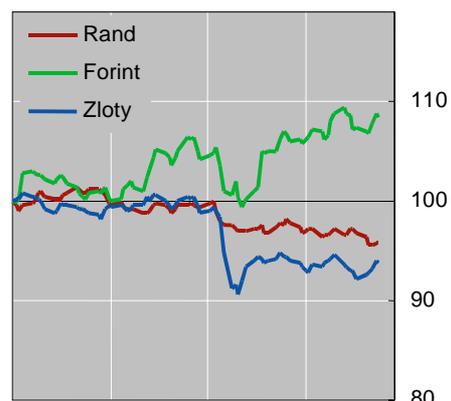
Mai 01 Juni 01 Juli 01 August 01

Wechselkurs gegen US-Dollar<sup>2</sup>

(1. Mai 2001 = 100)



Mai 01 Juni 01 Juli 01 August 01



Mai 01 Juni 01 Juli 01 August 01

<sup>1</sup> Zinsaufschläge 10jährige US-Dollar-Anleihen gegenüber Swapsätzen. <sup>2</sup> Ein Anstieg zeigt eine Aufwertung gegenüber dem US-Dollar an.

Quellen: Bloomberg; Datastream.

Grafik 1.3

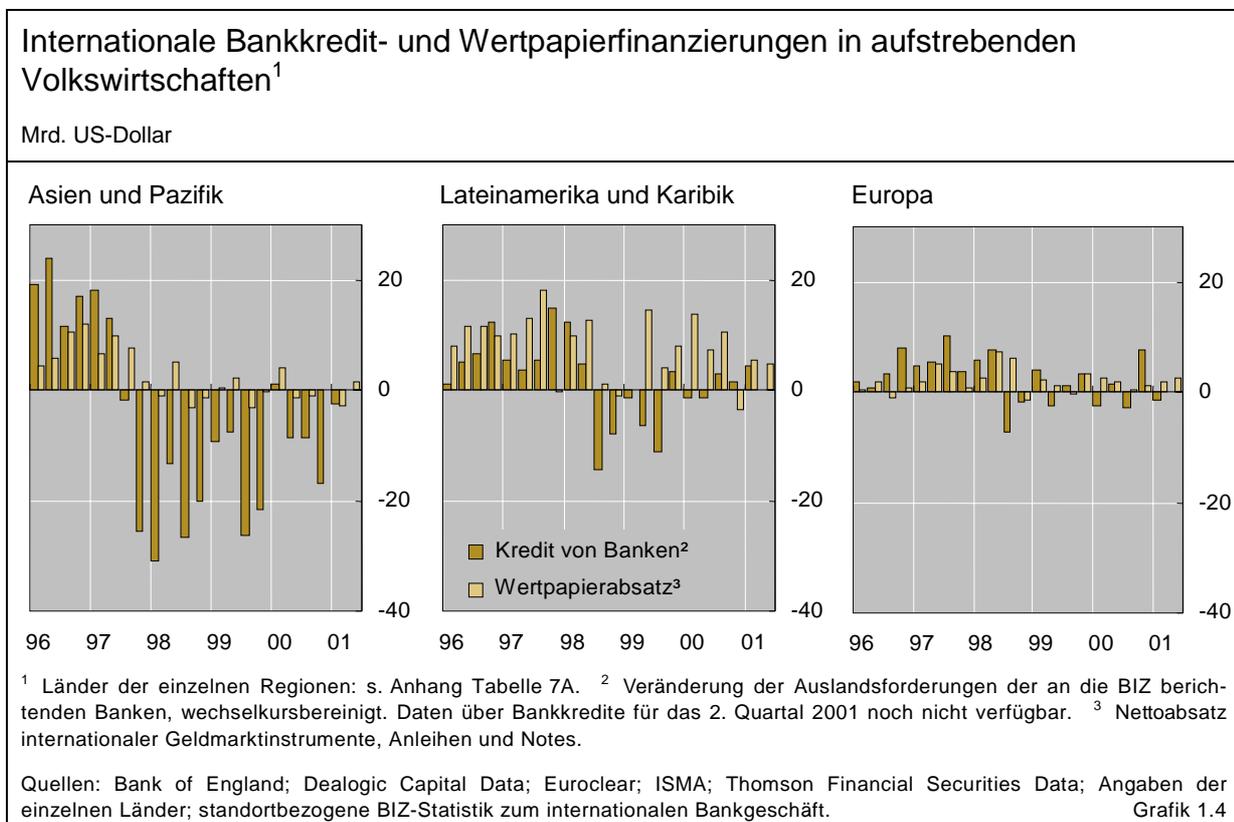
dass die Regierung gezwungen war, die Fälligkeit der neuen Schulden zu reduzieren und so hohe Zinsen zu zahlen wie während der Russland-Krise 1998.

... und deutlichere Spillover-Effekte ...

Eine überraschend hohe Zahl aufstrebender Volkswirtschaften geriet unter Abgabedruck, wobei die Spillover-Effekte im Juli etwas ausgeprägter waren als in den Monaten davor. Die bereits unter Druck stehenden Währungen wie z.B. die türkische Lira und der brasilianische Real werteten drastisch ab. Der polnische Zloty, der in diesem Jahr bisher zu den Währungen mit der besten Entwicklung gehört hatte, verlor 4 % gegenüber dem Dollar, offenbar als Spekulanten Carry Trades aufzulösen begannen, die sie mit Krediten in Euro und Schweizer Franken finanziert hatten. Aber auch zuvor nicht betroffene Währungen, wie der mexikanische Peso, der ungarische Forint und der südafrikanische Rand, begannen sich abzuschwächen (Grafik 1.3). Ein Grund für die Ausbreitung der Turbulenzen war vermutlich die erhöhte Risikoscheu in bezug auf die aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere Länder mit Problemen bei der Inlandsverschuldung. Im Falle des Rand wurden die Auswirkungen dieser Bedenken noch dadurch verstärkt, dass der Rand als Richtwert für andere afrikanische Währungen verwendet wird. Die wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien blieben von diesen Ansteckungseffekten jedoch weitgehend verschont.

... wenngleich noch begrenzt

Die Ansteckung blieb nicht nur räumlich begrenzt, sondern war auch von kurzer Dauer. Nach wenigen Tagen schienen die internationalen Anleger bereits wieder sorgfältig nach Länderrisiken zu unterscheiden. Die Lösung des



Disputes zwischen der Türkei und dem IWF sowie die Verabschiedung eines niedrigeren Staatshaushalts in Polen hatten zur Folge, dass sich die Preise von Vermögenswerten in den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder etwas erholten.

Vor der Phase der Ansteckung hatten die Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften begonnen, in erheblichem Umfang an die Kapitalmärkte zurückzukehren. Viele wichtige aufstrebende Volkswirtschaften hatten seit dem russischen Schuldenmoratorium 1998 keine nennenswerten Mittel mehr aufgenommen (Grafik 1.4). Im zweiten Quartal 2001 begaben die Entwicklungsländer Schuldtitel im Umfang von \$ 10 Mrd. Die Turbulenzen im Juli liessen es zunächst weniger wahrscheinlich aussehen, dass sich diese Rückkehr an die Kapitalmärkte fortsetzen würde. Im August hatten jedoch sowohl Mexiko als auch Brasilien erfolgreich grosse Emissionen aufgelegt. Dass die internationalen Anleger die 30jährige Anleihe von Mexiko über \$ 1 Mrd. und die 2jährige Samurai-Anleihe von Brasilien über ¥ 200 Mrd. so kurz nach den Schwierigkeiten in Argentinien und der Türkei so gut aufnahmen, deutet auf einen recht widerstandsfähigen Markt hin.

Rückkehr Mexikos und Brasiliens an den Markt

## US-Dollar gerät in Bewegung

Der US-Dollar schien während der Krisen in Argentinien und der Türkei erstmals nachzugeben. Auf dem Höhepunkt der Krisen, vom 6. bis 11. Juli, verlor er gegenüber dem Euro 2,7 %. Einige Marktteilnehmer führten diese Veränderung auf die Auflösung von Carry Trades mit offenen Positionen gegenüber Polen zurück. Bei diesen Zinsdifferenzgeschäften dürften sich die Spekulanten – trotz der gegenüber dem Dollar höheren Euro-Zinsen – in Euro verschuldet haben, da der Euro und der Zloty stark korreliert waren. Die Auflösung dieser Geschäfte bedeutete den Verkauf polnischer Vermögenswerte und den Kauf von Euro, was den Euro stärkte und den Dollar schwach erscheinen liess.

Auflösung von Carry Trades möglicherweise relevant ...

Kurz darauf begann der Dollar gegenüber den anderen wichtigen Währungen auf breiterer Ebene nachzugeben. Von seinen Höchstständen Anfang Juli sank er bis zum 20. August um insgesamt 9,1 % gegenüber dem Euro und 4,6 % gegenüber dem Yen. Damit kehrte sich seine vorangegangene Aufwertung nur zum Teil um; er blieb gegenüber dem Euro um 22,7 % und gegenüber dem Yen um 7,1 % stärker als Anfang 1999. Dennoch gab es Hinweise, dass viele der Faktoren, die in den beiden vorangegangenen Jahren zur Stärke des Dollars beigetragen hatten, nunmehr geringeren Einfluss auf die Markteinschätzungen hatten. Anhaltend schwache makroökonomische Indikatoren veranlassten die Marktteilnehmer, ihre Erwartungen einer raschen Erholung in den USA zu revidieren. Da die früheren Schätzungen des Produktivitätswachstums nach unten korrigiert wurden, geriet auch die zuvor herrschende Überzeugung ins Wanken, dass das BIP in den USA im Anschluss an die derzeitige Abschwächung erneut erheblich rascher wachsen würde als in anderen entwickelten Volkswirtschaften. Da die Aktienmärkte weiter rückläufig waren, begann die Euphorie der Privatanleger und übernahmeorientierten Unterneh-

... doch nachfolgende Dollarabwertung wohl vor allem durch Wachstumsaussichten verursacht

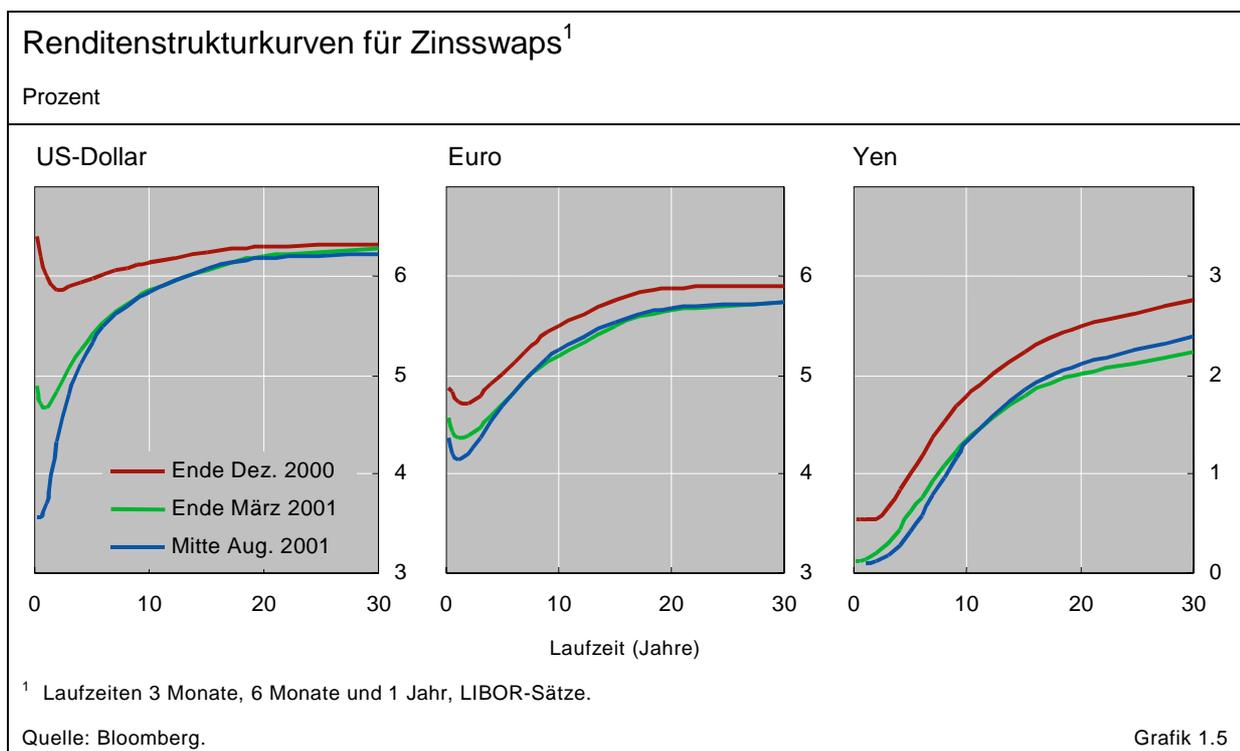
mensverantwortlichen für US-Unternehmensaktien abzuflauen. Die Aufmerksamkeit konzentrierte sich auf die Tragfähigkeit der grenzüberschreitenden Ströme in US-Unternehmensanleihen, denen eine Rolle bei der Dollarstärke im ersten Halbjahr 2001 zugeschrieben wurde. Auch die Unsicherheit der Märkte hinsichtlich der offiziellen Haltung gegenüber den Wechselkursen dürfte zur Abschwächung des Dollars im Juli beigetragen haben.

## Grösseres Vertrauen an den Festzinsmärkten

Geldpolitik fördert Vertrauen in Festzinsmärkte ...

Der trüben Stimmung an den Aktienmärkten und in den aufstrebenden Volkswirtschaften stand ein vorsichtiger Optimismus an den Märkten für festverzinsliche Instrumente gegenüber. Im Laufe der ersten sechs Monate des Jahres hatte die Federal Reserve in den USA ihren Zielsatz für Tagesgeld um 275 Basispunkte gesenkt, zuletzt um 25 Basispunkte am 27. Juni. Die EZB und die Bank of England führten ihre Notenbankzinsen ebenfalls zurück. Die Bank of Japan, die im März den Übergang zu einer engagierteren Politik der „quantitativen Lockerung“ angekündigt hatte, ging im August einen Schritt weiter und erklärte, sie werde ihre Käufe von Staatspapieren erhöhen und einen weiteren Anstieg der Bankreserven zulassen. Im Spätsommer waren die Teilnehmer an den Festzinsmärkten zumeist zu dem Schluss gekommen, dass dieser Trend der geldpolitischen Lockerung ausreichen würde, um eine weitere konjunkturelle Abschwächung in den wichtigsten Volkswirtschaften zu verhindern. Die Ansichten über den genauen Zeitrahmen der Erholung blieben jedoch von Unsicherheit geprägt.

Dieser relative Optimismus kam darin zum Ausdruck, dass die Swap-Renditenkurven in US-Dollar, Euro und Yen tendenziell steiler wurden (Grafik 1.5).



In den USA und im Euro-Raum zeigten die steileren Renditenstrukturkurven die Hoffnung auf eine relativ rasche wirtschaftliche Erholung an, auch wenn weniger oft von einer v-förmigen Kehrtwende die Rede war. Während sich die Dollar- und Euro-Renditenstrukturkurven im ersten Halbjahr 2001 am kurzen Ende deutlich senkten, gingen die längerfristigen Renditen allenfalls leicht zurück. Zum Teil waren die anhaltend hohen langfristigen Renditen auf vorübergehende Sonderfaktoren zurückzuführen, insbesondere auf einen langsamer als erwartet voranschreitenden Schuldenabbau in den USA. Bedenken wegen erhöhter Inflationsrisiken dürften ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Dennoch fiel auf, dass sowohl die überraschende Zinssenkung durch die Federal Reserve am 18. April als auch der Zinsschritt der EZB am 10. Mai lediglich ein Absinken der Dollar- bzw. Euro-Renditenstrukturkurve am kurzen Ende nach sich zogen, ohne dass ein Rückgang der langfristigen Renditen zu verzeichnen gewesen wäre, so dass die Kurven steiler wurden. In Japan war die steilere Renditenstrukturkurve dagegen das Ergebnis höherer langfristiger Renditen, bedingt wahrscheinlich durch die Erwartung einer anhaltend hohen Staatsverschuldung.

... wobei steile Renditenstrukturkurven vorsichtigen Optimismus nahelegen

Diese Veränderungen in der Kurvenneigung verweisen auf die wichtige Rolle, die die Geldpolitik sowie die erwartete mittelfristige Reaktion der Wirtschaft bei der jüngsten Entwicklung der Referenz-Renditenstrukturkurven in den wichtigsten Volkswirtschaften gespielt haben. Die steileren Renditenstrukturkurven blieben den Sommer über weitgehend unverändert, selbst als sich die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen verschlechterten. Dies lässt darauf schließen, dass die Marktteilnehmer an ihren grundsätzlich zuversichtlichen Zukunftserwartungen festhielten.

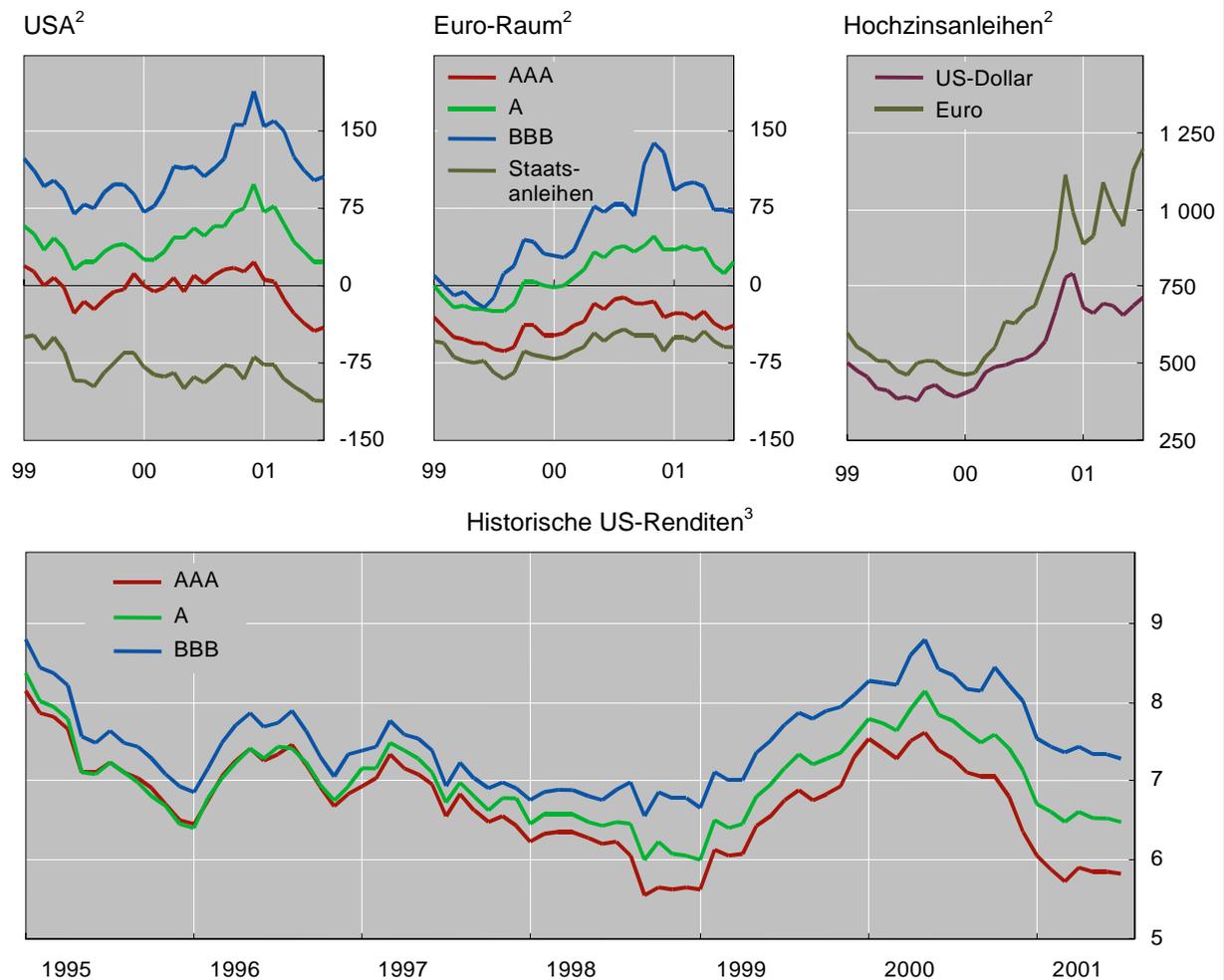
## Markt für Unternehmensanleihen weiterhin widerstandsfähig

Die geldpolitische Lockerung in den USA, im Vereinigten Königreich, im Euro-Raum und in Japan scheint die Bewertungen am Markt für Unternehmensanleihen erheblich beeinflusst zu haben. Während sich die Erholungen an den Aktienmärkten im ersten Halbjahr 2001 als nur vorübergehend erwiesen, verengten sich die Kreditzinsspannen für Anleihen mit Anlagequalität stetig (Grafik 1.6). Von Anfang 2001 bis Ende Juli sanken die Spreads von Unternehmensanleihen mit A-Rating gegenüber Swaps von 71 auf 24 Basispunkte im Dollarbereich und von 35 auf 23 Basispunkte im Euro-Bereich. Anders als im Jahr 2000 verengten sich die Spreads auf Schulden von Telekom-Unternehmen im ersten Halbjahr 2001 in gleicher Weise wie bei anderen Unternehmen; einige Telekom-Emissionen, insbesondere mit einem Rating von BBB oder darunter, wurden von den Anlegern allerdings weiterhin gemieden. Die niedrigen Renditen kurzfristiger Instrumente und die weiterhin geringen Erträge an den Aktienmärkten reichten für die Anleger offenbar aus, um das Unternehmenskreditrisiko günstiger einzustufen, auch wenn sie hinsichtlich der Gewinnaussichten für Unternehmen skeptisch blieben.

Unternehmenszinsspannen stetig rückläufig ...

# Renditeaufschläge auf Unternehmens- und Staatsanleihen<sup>1</sup>

Daten zum Monatsende



<sup>1</sup> Anleiheindexrenditen gegenüber 10-Jahres-Swapsätzen. <sup>2</sup> Basispunkte. <sup>3</sup> Prozent.

Quellen: Bloomberg; Merrill Lynch; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 1.6

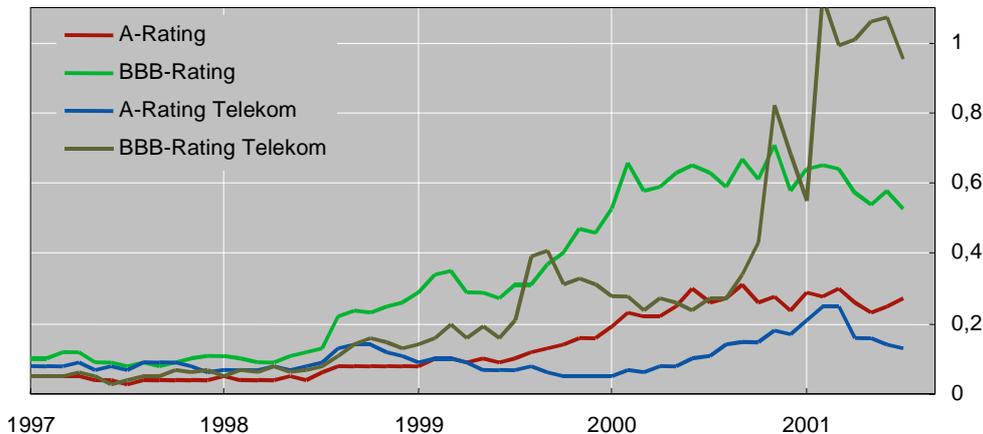
Auch die Zinsspannen am Markt für Commercial Paper, die sich Ende 2000 und im ersten Quartal 2001 deutlich ausgeweitet hatten, wurden im zweiten Quartal allmählich kleiner und waren Anfang Juni praktisch verschwunden. Die Schockeinflüsse auf die Märkte um die Jahreswende, die von den Herabstufungen und Ausfällen von Technologieunternehmen, Elektrizitätsgesellschaften und in Asbestprozessen verwickelten Unternehmen ausgegangen waren, liessen endlich nach.

... trotz des in Aktienkursen implizierten hohen Ausfallrisikos

Der Unterschied in der Anlegerstimmung zwischen den Anleihe- und Aktienmärkten war in Messgrößen für das Ausfallrisiko abzulesen, die sich auf Aktienkursinformationen für einzelne Unternehmen stützen. Diese Messgrößen zeigten in den letzten Monaten nur einen geringen oder keinen spürbaren Rückgang des Ausfallrisikos (Grafik 1.7), selbst bei der Verringerung der Kreditzinsspannen. Dieser Unterschied dürfte auf die unangenehmen Erfah-

## Implizite Ausfallwahrscheinlichkeit<sup>1</sup> von Unternehmensschuldnern

Prozent



<sup>1</sup> Mittlere Ausfallwahrscheinlichkeit für Zeithorizont 1 Jahr, basierend auf den erwarteten Ausfallhäufigkeiten von KMV. Die Wahrscheinlichkeiten werden anhand der Gleichungen von Robert Merton geschätzt, die die Marktbewertungen von Aktien, die Kursvolatilität und die Hebelwirkung einbeziehen.

Quelle: KMV.

Grafik 1.7

rungen der Anleger an den Aktienmärkten im letzten Jahr zurückzuführen gewesen sein; hinzu kam eine tiefgreifende Unsicherheit über die Ertragsaussichten vieler grosser Technologieunternehmen. Einige Telekom-Gesellschaften sollen Schwierigkeiten gehabt haben, ihre Pläne zur Schuldenverringerung mittels Veräusserungen von Vermögenswerten umzusetzen.

Da sie kleinere lang- und kurzfristige Kreditzinsspannen akzeptierten, scheinen die Anleger auch die höheren gemessenen Ausfallquoten hingenommen zu haben. Angaben von Moody's zufolge gab es im 12-Monats-Zeitraum bis Ende Juni 2001 bei den als spekulativ eingestuften Emittenten 7,7 % Ausfälle (9,4 % in dollargewichteter Betrachtung). Sowohl emittentenbezogen als auch dollargewichtet stiegen die Ausfallquoten im spekulativen Bereich auf das Doppelte ihres Jahresdurchschnitts im Zeitraum 1995-2000. Für das Jahr 2001 insgesamt geht Moody davon aus, dass die Ausfallquote im spekulativen Bereich auf fast 10 % steigen wird. Gleichzeitig ist die Anzahl der in die spekulative Kategorie herabgestuften Unternehmen langsam, aber stetig gestiegen. Von Juli 2000 bis Juni 2001 wurden um über 2 % mehr Emittenten herab- als heraufgestuft.

Ebenso wie die Anleihegläubiger waren auch die Banken weiterhin bereit, Kreditrisikoengagements gegenüber Unternehmen einzugehen. Die im ersten Quartal noch rückläufige Konsortialkreditvergabe weitete sich im zweiten Quartal aus (s. den Kasten über Konsortialkredite auf S. 24f.). Vorangegangen war ein erheblicher Anstieg der grenzüberschreitenden Kreditvergabe an Nichtbanken in den USA und – in geringerem Masse – Europa im ersten Quartal. Dies kam überraschend, da die Ankündigungen neuer Konsortialkreditfazilitäten niedrig gewesen waren. Anscheinend nahmen einige Unternehmen im ersten Quartal bereits zugesagte Bankkreditlinien in Anspruch und lösten diese

Banken weiterhin kreditwillig ...

Verbindlichkeiten dann im zweiten Quartal durch langfristige Anleihen und neue Konsortialkreditfazilitäten ab. Auch bei der Interbankkreditvergabe war eine Zunahme zu verzeichnen, die offenbar mit der Finanzierung der Unternehmensanleihebestände der Händler zusammenhing, da die Anleger ihre Käufe langfristiger Wertpapiere verstärkten (Kapitel 2).

Schuldner des privaten Sektors nutzten die günstigen Bedingungen an den Märkten für Unternehmensanleihen und für Konsortialkredite. Da die Anleger sehr bestrebt waren, Unternehmensanleihen in ihre Portfolios aufzunehmen, konnten die Unternehmen an den internationalen Märkten im ersten Halbjahr langfristige Schuldtitel in Rekordhöhe auflegen. Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes durch Wirtschaftsunternehmen am internationalen Markt erreichte im zweiten Quartal den Höchstbetrag von \$ 156 Mrd. und war damit geringfügig höher als im ersten. Der Yen-Absatz weitete sich im zweiten Quartal und bis in den Juli hinein besonders stark aus, da die Finanzierungskosten in Yen weiterhin niedrig waren. Einige Schuldner, für die sich der Zugang zum Markt für ungesicherte Commercial Paper um die Jahreswende erschwert hatte, konnten über forderungsunterlegte Instrumente Mittel aufnehmen. Selbst am Markt für Junk Bonds, wo die Kreditzinsspannen hoch und volatil sind, war der Unternehmensabsatz lebhaft. In der ersten Jahreshälfte betrug der Absatz am US-Inlandmarkt für hochverzinsliche Titel rund \$ 50 Mrd., verglichen mit \$ 48 Mrd. im gesamten Jahr 2000.

Während die Stärke des *Bruttoabsatzes* auf einen aufnahmebereiten Markt zurückzuführen war, zeigte ein Rückgang des *Nettoabsatzes* ausserdem, dass die sich abschwächende Weltwirtschaft die Nachfrage nach Finanzierungen zu dämpfen begann. Der Nettoabsatz durch Schuldner ausserhalb des Finanzsektors nahm bei steigenden Tilgungen leicht ab, wobei die Unternehmensschuldner die Erlöse oftmals verwendeten, um ihre fällig werdenden langfristigen Schulden sowie ihre Commercial-Paper-Verbindlichkeiten zu tilgen (Kapitel 3). Trotz des Anstiegs der Konsortialkreditvergabe im zweiten Quartal verringerte sich der Nettoabsatz durch Finanzinstitute drastisch. Das lässt darauf schliessen, dass sich die Banken zwar nicht von der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor zurückzogen, aber auch kein ausreichendes Potential für Neukredite sahen, um eine nennenswerte Ausweitung ihrer Bilanzen zu rechtfertigen.

... aber kaum  
Kreditvergabe-  
möglichkeiten

## 2. Das internationale Bankgeschäft

Im ersten Quartal 2001 erreichte das internationale Bankgeschäft einen Rekordumfang. Gemäss der standortbezogenen Bankenstatistik erhöhten sich die Auslandsforderungen von Banken im Berichtsgebiet um \$ 704,3 Mrd., womit sie den bisherigen Spitzenwert vom ersten Quartal 2000 deutlich übertrafen.<sup>1</sup> Diese Mittelflüsse wurden durch das Interbank-„Kreditrecycling“ aufgebläht, welches einen drastischen Anstieg der grenzüberschreitenden Kreditvergabe an Nichtbankschuldner um \$ 183,3 Mrd. unterstützte. Der Grossteil dieser Kredite ging an Nichtbanken in den USA. In Europa<sup>2</sup> wurden die grenzüberschreitenden Mittelströme an Nichtbanken durch Käufe von Staatsanleihen hochgetrieben, an den Offshore-Finanzplätzen durch Geschäfte von Hedge-Fonds.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften als Gruppe profitierten von der Expansion des internationalen Bankgeschäfts nicht. Der Anstieg der Nettokreditvergabe an Mexiko, Brasilien und Osteuropa im ersten Quartal wurde durch einen Abbau der Forderungen an Argentinien, die Türkei und Volkswirtschaften in Ostasien und im Nahen Osten mehr als ausgeglichen. Zusammen mit den anhaltenden Einlagenströmen aus Asien und erdölexportierenden Ländern bewirkte dieser Rückgang der Forderungen, dass die Nettomittelabflüsse aus aufstrebenden Volkswirtschaften an Banken im Berichtsgebiet im achten Quartal in Folge anhielten.

### Rekordvolumen des Interbankgeschäfts

Im ersten Quartal 2001 erreichte das Geschäft am internationalen Interbankmarkt den höchsten je verzeichneten Umfang. Die Auslandskredite an Banken

---

<sup>1</sup> Die nachfolgende Erörterung der internationalen Bankmittelströme bezieht sich überwiegend auf die wechsellkursbereinigte standortbezogene Bankenstatistik der BIZ. Diese Daten unterscheiden sich in einigen wichtigen Aspekten von denen der konsolidierten Bankenstatistik der BIZ. Eine Erläuterung der Unterschiede findet sich in „Introduction to the BIS locational and consolidated international banking statistics“ im Statistischen Anhang. Die konsolidierte Statistik des ersten Quartals 2001 wurde in einer Pressemitteilung der BIZ am 30. Juli 2001 veröffentlicht und ist in Tabelle 9 des Statistischen Anhangs abgedruckt.

<sup>2</sup> Die historischen Daten für den Euro-Raum sind aufgrund der Berücksichtigung Griechenlands, das der Europäischen Währungsunion am 1. Januar 2001 beigetreten ist, revidiert worden. Griechenland ist kein berichtendes Land.

## Zusammensetzung der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken

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

	1999	2000				2001	Stand Ende März 2001	
	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.		1. Q.
Forderungen insgesamt	276,1	1 175,6	445,0	118,5	217,0	395,0	704,3	11 177,4
Interbankkredite <sup>1</sup>	-222,6	648,8	285,2	- 23,0	96,8	289,8	405,5	6 379,2
Kredite an Nichtbanken	103,3	66,0	26,5	- 0,3	21,3	18,4	183,3	2 228,5
Schuldtitel <sup>2</sup>	395,5	460,8	133,3	141,8	98,9	86,8	115,5	2 569,7
An entwickelte Länder	467,4	1 117,7	486,0	117,6	184,9	329,1	640,1	8 743,3
<i>darunter: innerhalb des   Euro-Raums<sup>3</sup></i>	266,6	152,9	110,8	- 11,8	27,5	26,5	130,5	1 668,9
Interbankkredite <sup>1</sup>	24,8	662,0	337,6	8,7	88,7	227,1	387,6	5,086,2
Kredite an Nichtbanken	113,5	78,7	41,5	- 12,8	26,9	23,1	159,5	1 520,1
Schuldtitel <sup>2</sup>	329,0	376,9	107,0	121,7	69,3	78,9	93,0	2 137,0
An Offshore-Finanzplätze	-102,3	49,6	- 49,9	6,1	26,9	66,6	48,8	1 272,6
Interbankkredite <sup>1</sup>	-139,2	- 18,9	- 63,3	- 17,3	13,1	48,7	21,9	843,7
Kredite an Nichtbanken	9,4	18,8	- 0,9	13,0	- 2,0	8,7	17,4	259,4
Schuldtitel <sup>2</sup>	27,5	49,7	14,3	10,4	15,8	9,2	9,4	169,5
An Entwicklungsländer	- 68,9	- 12,9	0,9	- 3,6	- 4,2	- 6,0	- 1,9	877,4
Interbankkredite <sup>1</sup>	- 58,5	- 10,0	5,6	- 10,1	- 8,9	3,5	- 8,5	324,5
Kredite an Nichtbanken	- 16,6	- 27,8	- 16,2	0,2	- 1,3	- 10,6	4,5	398,9
Schuldtitel <sup>2</sup>	6,1	24,9	11,4	6,3	6,1	1,2	2,1	154,1
Nicht aufgliederbar	- 20,1	21,2	8,1	- 1,5	9,4	5,3	17,3	284,1
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Konsortialkredite<sup>4</sup></i>	1 025,9	1 464,9	261,8	373,9	424,3	404,9	271,8	

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

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

USD- und Euro-  
Kreditvergabe  
gibt Interbank-  
geschäft Auftrieb

in den entwickelten Ländern beliefen sich auf \$ 387,6 Mrd. Dies entspricht einem Anstieg von 70 % gegenüber dem vierten Quartal 2000, in dem das Geschäft am Interbankmarkt bereits aussergewöhnlich lebhaft war (Tabelle 2.1). Das US-Dollar-Segment des internationalen Interbankmarktes blieb weiterhin sehr aktiv. Im Euro-Segment waren jedoch noch grössere Mittelströme zu verzeichnen. Hauptsächlich aufgrund des hohen Niveaus des Interbankgeschäfts entfielen 51 % des gesamten Anstiegs der Fremdwährungsforderungen von Banken im Berichtsgebiet auf den Euro, gegenüber 20 % im vierten Quartal 2000 (Tabelle 2.2).

Kreditvergabe von  
US-Banken an  
europäische  
Banken

Banken mit Standort in den USA waren im ersten Quartal die wichtigste Quelle für Auslandsfinanzierungen in US-Dollar. Die ausländische Nachfrage nach US-Dollar zur Finanzierung des Kaufs von US-Wertpapieren trug zu dem ungewöhnlich starken Anstieg der US-Dollar-Kreditvergabe von Banken in den USA an Banken im Ausland um \$ 70,3 Mrd. bei. Zwei Drittel dieser Kredite gingen an Banken in Europa, hauptsächlich im Vereinigten Königreich, in der Schweiz und in Deutschland. Der Rest floss vorwiegend an eigene Geschäftsstellen in der Karibik.

## Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken, nach Währung<sup>1</sup>

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

	1999	2000				2001	Stand Ende März 2001	
	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.		1. Q.
Forderungen insgesamt	333,4	1 372,1	573,5	148,0	230,6	420,0	834,8	12 698,8
<i>darunter:</i>								
<i>Inlandsforderungen<sup>2</sup></i>	57,3	196,5	128,4	29,5	13,6	25,0	130,5	1 521,4
US-Dollar	32,6	522,1	151,7	74,3	105,7	190,4	298,1	5 360,8
Euro	464,6	516,7	301,4	55,1	74,6	85,6	427,0	3 482,6
<i>darunter: im Euro-Raum<sup>3</sup></i>	295,4	140,5	106,6	- 8,4	20,4	21,8	112,3	1 357,3
Yen	-207,0	105,3	29,6	30,4	- 10,0	55,3	- 1,4	884,5
Pfund Sterling	13,5	88,6	60,6	6,1	17,2	4,7	66,3	566,9
Schweizer Franken	37,7	8,8	34,4	-29,2	8,9	- 5,2	14,3	321,2
Sonstige und nicht aufgliederbar	- 8,0	130,5	- 4,2	11,2	34,3	89,2	30,5	2 082,7

<sup>1</sup> Auslandsforderungen in allen Währungen und Inlandsforderungen in Fremdwährungen. <sup>2</sup> S. Tabelle 5D im Statistischen Anhang für eine Aufgliederung nach Währungen. <sup>3</sup> Euro-Auslandsforderungen der berichtenden Banken im Euro-Raum an Gebietsansässige des Euro-Raums.

Quelle: Standortbezogene BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft.

Tabelle 2.2

Im Euro-Segment konzentrierte sich das Geschäft am internationalen Interbankmarkt auf das Vereinigte Königreich. Infolge der Bemühungen der Banken, die Nachfrage nach Inlandsfinanzierungen von Schuldern im Euro-Raum zu befriedigen, erhöhte sich die grenzüberschreitende Euro-Kreditvergabe an Banken im Berichtsgebiet im ersten Quartal auf \$ 246 Mrd. Während die Ausleihungen innerhalb des Euro-Raums nur ein Fünftel des Interbankgeschäfts ausmachten, trugen die Mittelflüsse zwischen dem Vereinigten Königreich und dem Euro-Raum etwas mehr als die Hälfte zum Geschäft bei.

Die grossen Mittelflüsse zwischen London und dem Euro-Raum im ersten Quartal spiegeln die Bedeutung Londons im Euro-Segment des internationalen Interbankmarktes wider. Gemessen am internationalen Interbankgeschäft ist London führender Finanzplatz am Euro-Markt. Seit Beginn der Währungsunion ist die Bedeutung Londons sogar gewachsen. Der Finanzplatz konnte seinen Marktanteil an auf Euro lautenden internationalen Interbankforderungen von 21 % im ersten Quartal 1999 auf 25 % im ersten Quartal 2001 erhöhen. Die Schweiz, die nach drei Ländern des Euro-Raums die meisten grenzüberschreitenden Euro-Transaktionen abwickelt, spielt am Euro-Interbankmarkt ebenfalls eine bedeutende Rolle. Banken in den USA und Japan wickeln nur wenig Interbankgeschäfte in Euro ab; wahrscheinlich lassen sie statt dessen Euro-Transaktionen über ihre Geschäftsstellen in London und an anderen internationalen Finanzplätzen laufen. Im Gegensatz zu ihrer Bedeutung am US-Dollar-Interbankmarkt spielen Offshore-Finanzplätze im Euro-Interbankgeschäft nur eine untergeordnete Rolle. Während die US-Dollar-Verbindlichkeiten internationaler Banken gegenüber Offshore-Finanzplätzen (meistens

Banken in London  
führend im Euro-  
Kreditgeschäft

Grenzüberschreitendes Interbankgeschäft in Euro			
Offene Euro-Forderungen an Banken; Mrd. US-Dollar			
Berichtendes Land	1. Q. 1999	1. Q. 2000	1. Q. 2001
An die BIZ berichtende Banken insgesamt <sup>1</sup>	1 708,0	1 807,7	2 017,3
Euro-Raum <sup>2</sup>	1 152,6	1 175,8	1 267,0
Deutschland	336,3	334,9	394,0
Frankreich	245,3	219,4	236,3
Luxemburg	154,5	173,8	174,5
Niederlande	96,7	93,6	108,8
Italien	99,4	88,9	95,3
Vereinigtes Königreich	364,4	394,3	497,3
Schweiz	133,4	162,2	142,0
Offshore-Finanzplätze <sup>3</sup>	72,3	77,0	112,6
Japan	22,0	30,9	52,2
<i>Nachrichtlich: USA<sup>4</sup></i>	<i>80,6</i>	<i>63,6</i>	<i>71,1</i>

<sup>1</sup> Nur Länder, die eine Aufgliederung nach Währungen melden. <sup>2</sup> Ohne Griechenland, das kein berichtendes Land ist. <sup>3</sup> Die Daten beziehen sich auf die Verbindlichkeiten der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Offshore-Finanzplätzen, die gleich den Euro-Forderungen der Offshore-Finanzplätze an die Banken im Berichtsgebiet sein sollten, die eine Aufgliederung nach Währungen melden. <sup>4</sup> Auslandskredite von Banken in den USA in allen Währungen ausser USD. Die USA melden ihre Fremdwährungsforderungen nicht nach Währungen gegliedert, und sie melden nur Kredite, keine Wertpapierbestände.

Quelle: Standortbezogene BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft. Tabelle 2.3

gegenüber ihren eigenen Geschäftsstellen) \$ 800 Mrd. übersteigen, belaufen sich ihre Euro-Verbindlichkeiten gegenüber Offshore-Finanzplätzen nur auf etwa \$ 100 Mrd. (Tabelle 2.3).

### Kräftiger Anstieg der Mittelflüsse an Nichtbanken in den USA

Kreditmittel gehen an US-Schuldner

Die vom Interbankmarkt bereitgestellten Finanzmittel in US-Dollar förderten einen aussergewöhnlich kräftigen Anstieg der Auslandsforderungen von Banken an Nichtbankschuldner in den USA. Die Mittelflüsse an US-Nichtbanken erreichten im ersten Quartal 2001 \$ 124,1 Mrd.; das war etwas mehr als im gesamten Jahr 2000 und mehr als doppelt so viel wie im dritten Quartal 1997, als der bisherige Höchststand erzielt wurde. Aus den konsolidierten Bankenstatistiken geht hervor, dass nahezu sämtliche Mittel an Nichtbanken des privaten Sektors vergeben wurden und nicht an den öffentlichen Sektor.

Auslandskredite machen rückläufiges Inlandgeschäft wett

Überraschenderweise machten Kredite 90 % der Mittelflüsse an US-Nichtbanken aus; Wertpapierkäufe trugen nur einen geringen Teil bei. Im *BIZ-Quartalsbericht* vom Juni 2001 wurde der kräftige Anstieg der Emissionen von Unternehmensanleihen im ersten Quartal 2001 zum Teil auf die Tilgung von Bankkrediten zurückgeführt. Diese Annahme deckt sich mit dem Kreditvergabeverhalten auf dem inländischen Bankenmarkt. So zeigen Mittelflussdaten aus den USA, dass die Banken in den USA ihr inländisches Kreditgeschäft im ersten Quartal eingeschränkt haben. Im Gegensatz dazu zeigen die standort-

bezogenen Bankenstatistiken, dass sich die *grenzüberschreitende* Kreditvergabe an Nichtbanken in den USA beschleunigte.

Der kräftige Anstieg der grenzüberschreitenden Kreditvergabe lässt vermuten, dass Unternehmen zusätzlich zur Rückkehr an die Anleihemärkte im ersten Quartal ihre Kreditlinien bei Geschäftsbanken noch stärker in Anspruch nahmen als im letzten Quartal 2000. Unter den Unternehmen, die ihre Backup-Fazilitäten abriefen, waren in erster Linie Schuldner mit erschwertem Zugang zum Markt für Commercial Paper (CP). So wurden z.B. im ersten Quartal Konsortialkredite in Höhe von \$ 6,5 Mrd. für Lucent Technologies bereitgestellt, damit das Unternehmen seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen konnte, nachdem es den Zugang zum CP-Markt verloren hatte. Viele dieser Backup-Fazilitäten sind von internationalen Bankkonsortien finanziert worden, und deshalb hat ihre Inanspruchnahme wahrscheinlich eine grössere Auswirkung auf das Geschäft am internationalen Bankkreditmarkt als auf die lokalen Märkte.

Dass internationale Banken indirekt über ihre Tochtergesellschaften vor Ort US-Wertpapiere kauften, erklärt ebenfalls den Anstieg der Auslandskreditvergabe an Nichtbanken in den USA bei gleichzeitigem Rückgang der inländischen Kreditvergabe. Die direkten grenzüberschreitenden Käufe der Banken von Wertpapieren von US-Emittenten (Banken und Nichtbanken) beliefen sich im ersten Quartal auf nur \$ 22,8 Mrd., deutlich weniger als im Jahr 2000. Angesichts des gewaltigen Anstiegs der Emissionen am Markt für Unternehmensanleihen in den USA im ersten Quartal und der – nach Angaben des US-Finanzministeriums – Rekordkäufe von US-Wertpapieren durch Ausländer (normalerweise schlagen sich diese in den standortbezogenen Bankenstatistiken nieder, was in diesem Quartal jedoch nicht der Fall war) überrascht dieser geringe Umfang.<sup>3</sup> Anscheinend haben Banken im Berichtsgebiet ihre Kredite an ihre Wertpapiertöchter in den USA erhöht, um damit den Kauf von Unternehmensanleihen und anderen US-Wertpapieren zu finanzieren.

Banktöchter Käufer  
von US-Wert-  
papieren?

Banken im Vereinigten Königreich, die \$ 70,8 Mrd. an Krediten vergaben, waren die Hauptquelle der Mittelflüsse an Nichtbanken in den USA. Gemäss der konsolidierten Bankenstatistik entfiel jedoch ein Grossteil des Anstiegs der Forderungen gegenüber Schuldnern aus den USA letztlich auf Banken mit Hauptsitz in Deutschland, Japan und der Schweiz. Die standortbezogenen Daten lassen vermuten, dass diese Banken sowohl über ihre Tochtergesellschaften in London als auch durch ihren Hauptsitz Finanzmittel für die USA zur Verfügung stellten.

---

<sup>3</sup> Das Berichtssystem des US-Finanzministeriums zu den internationalen Kapitalflüssen weist für das erste Quartal Nettokäufe von langfristigen US-Wertpapieren durch Ausländer in Höhe von \$ 156,7 Mrd. aus. Im ganzen Jahr 2000 beliefen sich die Käufe auf \$ 456,3 Mrd.

## Banken in Europa konzentrieren sich auf Wertpapierkäufe

Grosse Mittelströme zum öffentlichen Sektor des Euro-Raums

Auch in Europa beschleunigten sich im ersten Quartal die grenzüberschreitenden Mittelströme von Banken im Berichtsgebiet an Nichtbanken. Die Forderungen an Nichtbanken im Euro-Raum erhöhten sich um \$ 53,5 Mrd. und die Forderungen an britische Nichtbanken um \$ 38,7 Mrd. Damit erreichten die Mittelströme an Nichtbanken eine Grössenordnung, wie sie in Europa noch selten registriert wurde. Im Gegensatz zum Anstieg der Auslandsforderungen an Nichtbanken in den USA konzentrierte sich die Erhöhung in Europa auf Schuldner des öffentlichen Sektors. Darüber hinaus stammt ein Grossteil dieser zusätzlichen Mittelströme aus Europa, denn die Mittelströme an Nichtbanken in der Europäischen Union aus der restlichen Welt blieben mit \$ 16,4 Mrd. mehr oder weniger unverändert.

Nahezu sämtliche Auslandsfinanzmittel, die im ersten Quartal an Nichtbanken im Vereinigten Königreich flossen, waren Kredite. Die Euro-Kreditvergabe von Banken im Euro-Raum an das Vereinigte Königreich erwies sich als besonders kräftig. Ein Grossteil davon war auf die Belebung der Emissionstätigkeit in Euro am internationalen Markt für Schuldtitel im ersten Quartal zurückzuführen. Banken aus dem Euro-Raum leiteten anscheinend Finanzmittel an ihre Wertpapiertöchter in London, die damit dann ihren Eigenbestand an Anleihen erhöhten.<sup>4</sup>

Staatsanleihen machen Grossteil der Mittelströme aus

Die Banken im Berichtsgebiet nutzten Finanzmittel, die aus dem Euro-Segment des internationalen Interbankmarktes stammten, um ihre Käufe von Wertpapieren von Emittenten aus dem Euro-Raum zu verstärken. Die Käufe der Banken entfielen offenbar grösstenteils auf Staatsanleihen. Deutschland und Italien legten im ersten Quartal in grossem Umfang Staatsanleihen auf, die teilweise von Banken – hauptsächlich aus dem Euro-Raum – übernommen wurden. Die Daten der EZB, die sowohl das inländische als auch das internationale Bankgeschäft innerhalb des Euro-Raums umfassen, zeigen, dass Banken aus dem Euro-Raum zudem eine beträchtliche Menge an Wertpapieren kauften, die lokal von Unternehmen oder anderen Nichtbanken emittiert worden waren.

## Hedge-Fonds-Geschäft verstärkt Mittelströme zu Nichtbanken an Offshore-Finanzplätzen

Kreditmittel gehen an Kaimaninseln

Im ersten Quartal bestand eine kräftige Nachfrage nach Bankkrediten von Nichtbanken an den Offshore-Finanzplätzen. Die Auslandsforderungen – in der Hauptsache Kredite – erhöhten sich um \$ 24,1 Mrd. Drei Viertel dieser Mittelströme gingen an Nichtbanken auf den Kaimaninseln, darunter auch Hedge-Fonds. Knapp die Hälfte dieser Finanzmittel wurde von Banken aus dem Ver-

---

<sup>4</sup> In den standortbezogenen Bankenstatistiken werden Wertpapiertöchter als Nichtbanken klassifiziert. In den konsolidierten Bankenstatistiken werden die Forderungen dieser Töchter mit denen der Mutterbank konsolidiert. Diese Konsolidierung kann beträchtliche Unterschiede zwischen den standortbezogenen und den konsolidierten Bankenstatistiken hervorrufen.

einigten Königreich zur Verfügung gestellt. Die restlichen Mittel kamen von Banken aus den USA, dem Euro-Raum und Japan.

Hinter einem Teil des Forderungsanstiegs gegenüber Nichtbanken standen Pensionsgeschäfte mit Hedge-Fonds und internationalen Investmentfonds. Zahlreiche Hedge-Fonds und Investmentfonds haben ihren Geschäftssitz auf den Kaimaninseln und an anderen Offshore-Finanzplätzen. Investmentfonds machen im Normalfall nur wenig Gebrauch von Krediten. Hedge-Fonds dagegen nutzen regelmässig Pensionsgeschäfte, um dadurch die gewünschte Hebelwirkung zu erzielen. Meldungen zufolge konnten Hedge-Fonds im ersten Quartal 2001 einen sehr starken Vermögenszufluss verzeichnen.<sup>5</sup> Dies wiederum könnte die wachsende Kreditnachfrage von Hedge-Fonds bei Banken im Berichtsgebiet verursacht haben.<sup>6</sup>

Auch die Kreditvergabe in Yen trug zum Anstieg der Forderungen bei. Yen-Forderungen an Nichtbanken an den Offshore-Finanzplätzen stiegen im ersten Quartal um \$ 6,3 Mrd. Japanische Banken gewährten Zweckgesellschaften auf den Kaimaninseln, die Yen-Kredite kaufen und verbriefen, Finanzierungen.

## Banken unterscheiden zwischen schwachen und starken aufstrebenden Volkswirtschaften

Im Gegensatz zur umfangreichen Kreditvergabe an Nichtbanken in den Industrieländern und an den Offshore-Finanzplätzen verringerten die Banken im Berichtsgebiet im ersten Quartal 2001 ihre Forderungen an Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften weiter. Angesichts der sich verschlechternden wirtschaftlichen Lage in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften fiel dieser Rückgang mit \$ 1,9 Mrd. dennoch relativ gering aus. Wenn auch die Neukreditvergabe begrenzt blieb, gab es doch keine Anzeichen eines breit angelegten Rückzugs der internationalen Banken (Grafik 2.1 und Tabelle 2.4). Zumindest im ersten Quartal schienen die Banken aufgrund ihrer Bonitätsbeurteilungen zwischen Ländern mit spezifischen Problemen, aus denen sie sich zurückzogen, und Ländern mit positiven Aussichten, denen sie weiter Kredite zur Verfügung stellten, zu unterscheiden.

Nach Beginn der Anspannungen im Bankensystem und der Freigabe des Wechselkurses trat im ersten Quartal 2001 bei den Bankmittelströmen in die Türkei eine abrupte Kehrtwende ein. Die Türkei, die im Jahr 2000 noch den höchsten Anstieg der Auslandsforderungen unter den aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichnet hatte, musste nun den grössten Forderungsrückgang – \$ 2,3 Mrd. – hinnehmen. Dieser entfiel in erster Linie auf Banken; nur die

Banken differenzieren, ziehen sich aber weiter aus aufstrebenden Volkswirtschaften zurück

Türkei leidet unter Rückzug der Banken ...

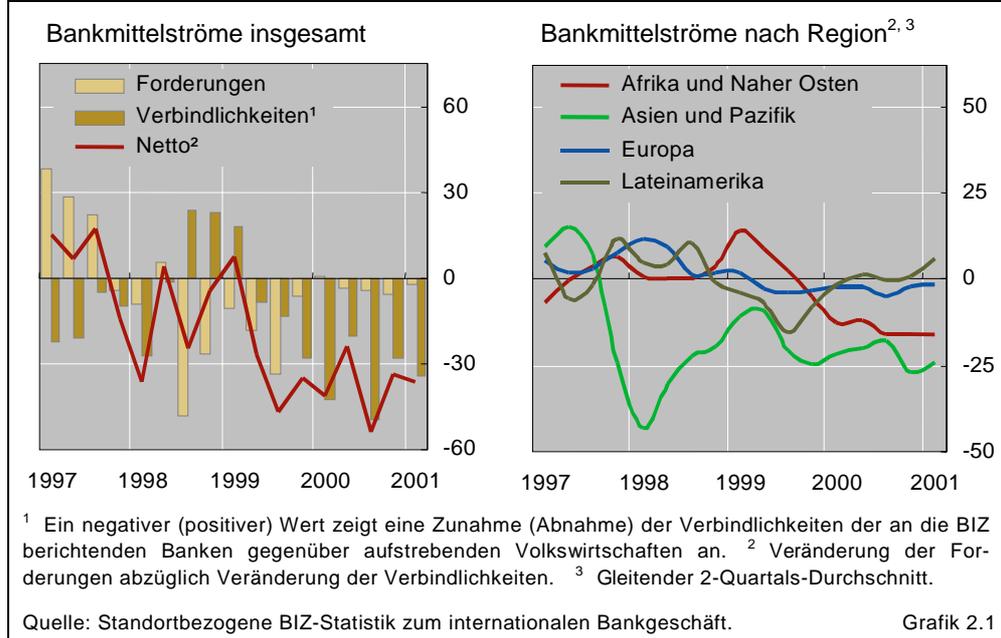
---

<sup>5</sup> TASS Research berichtet, dass der Nettovermögensfluss in Hedge-Fonds im ersten Quartal 2001 \$ 6,9 Mrd. erreichte, verglichen mit \$ 8 Mrd. im gesamten Jahr 2000.

<sup>6</sup> Für eine Erörterung des Hedge-Fonds Geschäfts s. den Artikel von Liz Dixon „Financial flows via offshore financial centres as part of the international financial system“ in der Ausgabe Juni 2001 des *Financial Stability Review* der Bank of England.

## Auslandspositionen der Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften

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



ganz erstklassigen türkischen Banken hatten im ersten Quartal noch Zugang zum internationalen Markt für Konsortialkredite. Auch im zweiten Quartal dürften die Auslandsforderungen gegenüber der Türkei gefallen sein, nachdem der türkische Staat im Juni einen Kredit von \$ 1 Mrd. zurückzahlte, der im Dezember 2000 eilig bereitgestellt worden war.

... ebenso  
Argentinien ...

Die unsicheren kurzfristigen Aussichten Argentinien veranlassten die Banken, ihre Forderungen gegenüber diesem Land im ersten Quartal um \$ 2,2 Mrd. bzw. 5 % der ausstehenden Forderungen zu reduzieren. Bereits seit 1998, als die Auslandsforderungen mit \$ 50 Mrd. ihren Höchststand erreichten, ist die Kreditvergabepolitik der Banken gegenüber Argentinien von Vorsicht geprägt. Der Zugang Argentinien zum internationalen Bankkreditmarkt scheint sich mittlerweile weiter verschlechtert zu haben. Im zweiten Quartal 2001 konnten argentinische Schuldner nur \$ 200 Mio. am internationalen Markt für Konsortialkredite aufnehmen, den niedrigsten Betrag seit 1995. Der Rückgang der Verbindlichkeiten internationaler Banken gegenüber Argentinien ist ebenfalls bemerkenswert. Im ersten Quartal zogen Banken in Argentinien Einlagen in der Rekordhöhe von \$ 6,1 Mrd. von Banken im Berichtsgebiet ab. Ein Teil dieser Einlagen zählte zu den Devisenreserven der Zentralbank.

... aber Mexiko und  
Brasilien erhalten  
neue Bankmittel

Während Banken ihr Engagement in der Türkei und in Argentinien reduzierten, erhöhten sie ihre Kreditvergabe an Mexiko, Brasilien und an Länder, die sich in Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union befinden. Die Auslandsforderungen an Mexiko stiegen um \$ 4 Mrd. Brasilianische Schuldner,

## Auslandspositionen der Banken gegenüber Entwicklungsländern

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

	1999	2000				2001	Stand Ende März 2001	
	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.		1. Q.
Forderungen insgesamt	- 68,9	- 12,9	0,9	- 3,6	- 4,2	- 6,0	- 1,9	877,4
Afrika und Naher Osten	0,2	- 7,9	- 6,3	- 1,0	- 1,6	1,0	- 5,4	142,9
Saudi-Arabien	2,0	0,0	- 1,2	- 0,1	0,0	1,3	- 1,9	23,9
Asien und Pazifikraum	- 61,8	- 29,3	3,0	- 7,3	- 6,7	- 18,3	- 1,2	275,2
Festland-China	- 17,1	- 5,4	0,1	- 3,4	- 1,7	- 0,5	- 1,7	56,5
Taiwan, China	- 3,3	- 4,2	1,3	- 0,1	- 1,1	- 4,3	- 0,2	14,5
Europa	8,9	10,8	- 0,4	2,6	0,2	8,4	0,2	167,8
Russland	- 6,5	- 6,6	- 1,4	- 1,4	- 3,2	- 0,6	- 1,2	33,9
Türkei	5,8	11,2	2,7	2,7	2,5	3,4	- 2,3	46,0
Lateinamerika	- 16,2	13,6	4,6	2,1	3,9	3,0	4,5	291,5
Argentinien	0,6	1,2	- 1,2	- 0,1	2,3	0,2	- 2,2	44,5
Brasilien	- 8,9	9,5	1,5	0,2	3,2	4,6	2,8	97,4
Verbindlichkeiten								
insgesamt <sup>1</sup>	32,1	140,5	42,3	20,5	49,8	27,9	34,4	1 065,6
Afrika und Naher Osten	- 7,1	46,7	7,6	8,4	20,8	9,9	17,1	327,4
Saudi-Arabien	- 17,9	10,8	- 0,4	- 0,9	7,2	4,9	4,5	64,0
Asien und Pazifikraum	4,9	64,9	26,6	9,5	12,0	16,7	11,4	364,5
Festland-China	- 3,9	35,7	12,0	10,4	5,1	8,1	0,4	101,3
Taiwan, China	7,5	19,2	0,0	0,6	6,1	12,5	3,3	66,7
Europa	20,5	19,4	1,9	4,7	7,7	5,1	6,1	126,3
Russland	3,8	7,2	2,4	3,4	3,1	- 1,8	3,7	26,9
Türkei	3,3	2,2	0,0	- 0,6	0,2	2,6	- 1,3	19,0
Lateinamerika	13,8	9,6	6,3	- 2,1	9,3	- 3,8	- 0,2	247,5
Argentinien	0,1	3,2	0,4	0,1	3,7	- 1,0	- 5,9	34,3
Brasilien	2,2	- 4,6	1,2	- 8,9	2,3	0,7	- 2,3	44,9
Nettoströme <sup>2</sup>	- 101,0	- 153,4	- 41,4	- 24,1	- 54,0	- 33,9	- 36,3	- 188,2
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Einlagen von OPEC-</i>								
<i>Staaten</i>	- 19,7	37,4	2,6	10,5	16,8	7,4	12,5	243,1

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

Quelle: Standortbezogene BIZ-Statistik zum Bankgeschäft.

Tabelle 2.4

die im ersten Quartal 2001 Mittel am Samurai-Markt aufgenommen hatten, nahmen auch bei den Banken Yen-Finanzierungen auf. Die Vergabe von Yen-Krediten an Banken machte etwa ein Drittel des Anstiegs der Auslandsforderungen an Brasilien um \$ 2,8 Mrd. aus. Unter den EU-Beitrittskandidaten erhielt Polen hauptsächlich über Käufe von auf Zloty lautenden Staatspapieren Mittel in Höhe von \$ 1 Mrd. von Banken im Berichtsgebiet. Weitere \$ 0,9 Mrd. verliehen Banken an Zypern und \$ 0,8 Mrd. an die Tschechische Republik.

Obwohl die aufstrebenden Volkswirtschaften in Ostasien – insbesondere die stark vom Export von Elektronikausrüstungen abhängigen – von der Konjunkturabschwächung in den USA in Mitleidenschaft gezogen wurden,

haben sich die Aussichten auf ein schwächeres Wirtschaftswachstum bisher nicht sonderlich auf das internationale Bankgeschäft in der Region ausgewirkt. Die Tilgungen asiatischer Schuldner überstiegen im ersten Quartal einmal mehr die Neukredite, so dass die Forderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien um \$ 1,2 Mrd. abnahmen. China und Thailand verzeichneten mit \$ 1,7 Mrd. bzw. \$ 1 Mrd. die grössten Forderungsrückgänge. Hauptsächlich aufgrund von Pensionsgeschäften zwischen US-Banken und koreanischen Wertpapierhäusern erhöhten sich die Forderungen an Korea um \$ 3,2 Mrd. Ferner stiegen die Forderungen an Malaysia um \$ 0,4 Mrd., ein Anstieg im zweiten Quartal in Folge. Verschiedene malaysische Emittenten, darunter die Zentralregierung, nahmen gegen Ende des Jahres 2000 und zu Beginn des Jahres 2001 den internationalen Anleihemarkt in Anspruch, und Banken im Berichtsgebiet kauften offenbar einen Teil dieser Emissionen.

Weiterhin hohe  
Einlagen aus  
Ostasien ...

Ostasiatische Schuldner tilgten nicht nur Auslandsverbindlichkeiten, sondern legten weiterhin ihre überschüssigen Devisen im Ausland an. Die Verbindlichkeiten internationaler Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften in Ostasien stiegen im ersten Quartal um \$ 11,4 Mrd. Dies entspricht ungefähr den Einlagenströmen des Jahres 2000. Koreanische Banken plazierten \$ 4,4 Mrd., indonesische Banken \$ 1,5 Mrd. im Ausland. Die Einlagenströme aus Taiwan, China (im folgenden Taiwan genannt), die sich in der zweiten Hälfte 2000 kräftig erhöht hatten, mässigten sich jedoch auf \$ 3,3 Mrd. (s. das Feature auf S. 55-63). Die Einlagenströme aus Festland-China liessen ebenfalls spürbar nach. Gebietsansässige aus Taiwan und Festland-China zogen offenbar im ersten Quartal die direkte Anlage überschüssiger Devisen in US-Dollar-Schuldtiteln einer Einlage bei Banken im Berichtsgebiet vor. Das Berichtssystem des US-Schatzamtes weist für die ersten Monate des Jahres 2001 einen markanten Anstieg der Bestände dieser Anleger an US-Staatsanleihen sowie Anleihen staatlich geförderter Körperschaften und sonstiger US-Schuldner aus.

... und aus OPEC-  
Ländern

Die hohen Erdölpreise sorgten für anhaltende Einlagenströme aus den erdölexportierenden Ländern. So stiegen die Verbindlichkeiten internationaler Banken gegenüber den OPEC-Ländern erneut kräftig, um \$ 12,5 Mrd. Saudi-Arabien blieb mit \$ 4,5 Mrd. der grösste Einleger, gefolgt von den Vereinigten Arabischen Emiraten mit \$ 4,1 Mrd. Gleichzeitig erhöhten beide Länder ihre Tilgungen gegenüber Banken im Berichtsgebiet. Seit Beginn des Anstiegs der Erdölpreise Ende 1998 ist der Bestand der ausstehenden Auslandsforderungen an OPEC-Länder um 18 % auf \$ 126,9 Mrd. zurückgegangen, und die Verbindlichkeiten internationaler Banken gegenüber OPEC-Ländern haben um 14 % auf \$ 243,1 Mrd. zugenommen.

## Konsortialkredite: Rückkehr der US-Schuldner im zweiten Quartal

*Blaise Gadanezc*

Im zweiten Quartal 2001 erholte sich das Konsortialkreditgeschäft kräftig und erreichte ein Rekordvolumen von \$ 431 Mrd. Das Zeichnungsvolumen stieg saisonbereinigt um 13 %, womit der rückläufige Trend der beiden Vorquartale gestoppt werden konnte. Die Wiederbelebung wurde durch Schuldner aus den USA angeführt, für die Kredite von insgesamt \$ 294 Mrd. bereitgestellt wurden. Schuldner aus der EU erhöhten ebenfalls ihre Kreditnachfrage und nahmen \$ 85 Mrd. auf. Im Gegensatz dazu blieb das Kreditvolumen an Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften mit \$ 14 Mrd. so gut wie unverändert.

Einige der grössten Kredite wurden im zweiten Quartal für Schuldner bereitgestellt, die ihren kurzfristigen Finanzbedarf im Normalfall eher an den Geldmärkten als am Kreditmarkt decken. US-Geschäftsbanken nahmen einen Rekordbetrag von \$ 24,3 Mrd. auf. Die General Motors Acceptance Corporation, ein grosser Emittent am Markt für Commercial Paper, zeichnete eine Fazilität über \$ 14,7 Mrd. IBM Credit und American Express, ebenfalls auf dem CP-Markt aktiv, vereinbarten Fazilitäten über \$ 12 Mrd. bzw. \$ 9 Mrd.

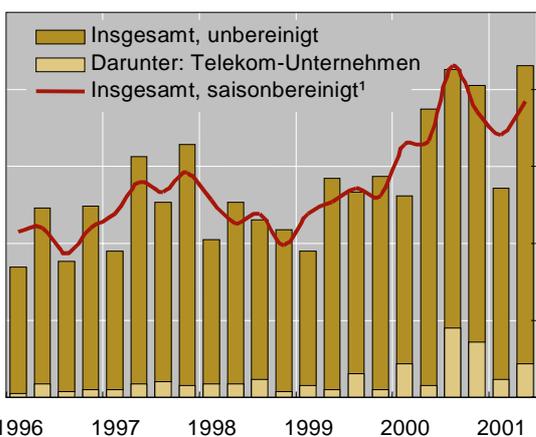
Telekommunikationsunternehmen fanden im zweiten Quartal Kreditfinanzierungen offensichtlich attraktiver als Anleihefinanzierungen. Während sich die Emission von Anleihen von Telekom-Unternehmen im zweiten Quartal gegenüber dem ersten verlangsamte (S. 29), verdoppelte sich die Inanspruchnahme von Konsortialkrediten mit \$ 43 Mrd. nahezu. Dennoch blieb das Zeichnungsvolumen deutlich hinter dem der zweiten Jahreshälfte 2000 zurück. Ein Grossteil des Finanzierungsgeschäfts mit Telekom-Unternehmen im zweiten Quartal entfiel auf die Erneuerung von bereits in den Jahren 1999 und 2000 vereinbarten Fazilitäten. So nahm zum Beispiel Vodafone AirTouch \$ 13,3 Mrd. zur Teilrefinanzierung einer erneuerbaren Fazilität auf, die im September 2000 bereitgestellt worden war.

Die Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften blieb im zweiten Quartal auf niedrigem Niveau. Schuldner aus Korea, Mexiko und Südafrika waren die aktivsten am Markt. Old Mutual, ein südafrikanisches Versicherungsunternehmen, nahm \$ 1,3 Mrd. in Pfund Sterling auf, um damit ein Übernahmeangebot zu finanzieren. Trotz ihrer Probleme gelang es Argentinien und der Türkei, in kleinem Umfang – \$ 200 Mio. bzw. \$ 600 Mio. – neue Mittel aufzunehmen.

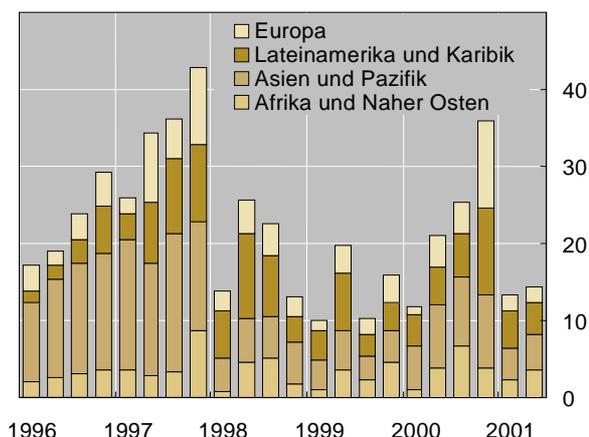
## Geschäft am internationalen Konsortialkreditmarkt

Mrd. US-Dollar

Bereitgestellte Fazilitäten



Fazilitäten für aufstrebende Volkswirtschaften



<sup>1</sup> Saisonbereinigung gemäss US Census Board X12 Arima.

Quellen: Dealogic Capital Data Loanware; BIZ.

Im Falle Argentiniens war der Kredit, der mit einer Versicherung gegen politische Risiken wie etwa die Verhängung von Kapitalverkehrskontrollen ausgestattet war, für ein Erdgasunternehmen bestimmt, das damit eine fällige Anleihe tilgte. Im Falle der Türkei nahm der Staat Mittel zur Finanzierung öffentlicher Bauvorhaben auf. Der einzige nichtstaatliche türkische Schuldner, der eine Fazilität erhielt, war ein Unternehmen, das von der International Finance Corporation, dem privaten Finanzierungsarm der Weltbank, unterstützt wurde. Türkische Banken, die noch im ersten Quartal in begrenztem Umfang Finanzmittel am Markt für Konsortialkredite aufgenommen hatten, blieben ihm im zweiten Quartal fern.

### 3. Die internationalen Märkte für Schuldtitel

Der weltweite Konjunkturrückgang scheint selbst auf einem Markt, der sich durch aufgeschlossene Anleger auszeichnet, die Nachfrage nach neuer internationaler Finanzierung gebremst zu haben. So ging der Nettoabsatz an den internationalen Märkten für Schuldtitel im zweiten Quartal 2001 auf \$ 260 Mrd. zurück und lag damit 15 % unter den \$ 305 Mrd. des vorangegangenen Quartals (Tabelle 3.1). Im zweiten Quartal war der Nettoabsatz von längerfristigen Wertpapieren (Anleihen und Notes) ebenfalls rückläufig, und auch der Rückgang beim Nettoabsatz von Geldmarktinstrumenten hielt an. Die Finanzinstitute erlebten einen besonders starken Einbruch des Nettoabsatzes. Eine Ausnahme bildete die Gruppe der aufstrebenden Volkswirtschaften; ihr Nettoabsatz erholte sich im zweiten Quartal 2001 weiter im Vergleich zu dem ungewöhnlich gedrückten letzten Quartal 2000.

Im Gegensatz zu dem bei der Nettokreditaufnahme beobachteten Verhalten blieb der angekündigte Bruttoabsatz von Anleihen und Notes mit \$ 543 Mrd. im zweiten Quartal 2001 stark (Tabelle 3.2) und erreichte im ersten Halbjahr sogar eine Rekordhöhe. Ein Grossteil des Bruttoabsatzes in den beiden Quartalen wurde offensichtlich durch eine Nachfrage nach Anschlussfinanzierungen angekurbelt, wobei die Gesamttilgungen im gleichen Zeitraum auf einen neuen Höchststand schnellten. In der Refinanzierung kam möglicherweise der Wunsch der Schuldner zum Ausdruck, in einer Zeit, in welcher der Zugang zu den Commercial-Paper-Märkten für Emittenten mit niedriger Bonität schwierig war, relativ niedrige langfristige Finanzierungskosten festzuschreiben.

#### Rückläufiger Nettoabsatz infolge geringeren Wirtschaftswachstums

Der Nettoabsatz längerfristiger Wertpapiere (Anleihen und Notes) sank von \$ 290 Mrd. im ersten Quartal auf \$ 249 Mrd. im zweiten. Ein besonders starker Rückgang war bei den zinsvariablen Papieren zu verzeichnen: Der Absatz gab um 27 % nach und erreichte nur \$ 57 Mrd., das niedrigste Niveau seit dem Schlussquartal 1998. Der Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und Notes war im gleichen Zeitraum ebenfalls deutlich rückläufig und sank von \$ 208 Mrd.

Rückläufiger  
Nettoabsatz  
längerfristiger  
Wertpapiere ...

## Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel

Mrd. US-Dollar

	1999	2000				2001		Stand Ende Juni 2001
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	
Nettoabsatz insgesamt	1 230,1	1 233,9	319,8	304,5	323,2	305,1	259,7	6 698,8
Geldmarktinstrumente <sup>1</sup>	66,4	86,5	24,4	14,9	45,9	15,5	10,3	356,1
<i>Commercial Paper</i>	44,3	49,3	10,6	12,1	27,1	16,2	7,0	245,1
Anleihen und Notes <sup>1</sup>	1 163,7	1 147,4	295,4	289,7	277,3	289,5	249,3	6 342,7
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	334,1	386,2	110,1	89,9	102,6	77,5	56,6	1 645,7
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	798,5	743,7	181,5	198,8	164,7	208,3	183,7	4 449,9
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	31,1	17,6	3,8	1,0	10,0	3,8	9,0	247,1
Entwickelte Länder	1 153,6	1 151,8	303,1	282,3	309,5	293,6	238,5	5 780,5
<i>Euro-Raum</i>	508,2	555,6	149,3	129,9	145,1	136,5	94,0	2 332,3
<i>Japan</i>	2,7	- 29,9	- 1,3	- 9,0	- 6,3	- 6,4	- 0,8	267,3
<i>USA</i>	482,2	465,7	111,8	138,4	124,2	149,4	118,0	2 009,7
Offshore-Finanzplätze	11,1	18,8	3,8	6,7	6,7	7,2	5,5	86,3
Entwicklungsländer	40,8	41,5	6,3	13,3	- 0,9	6,4	9,9	464,1
Internationale Organisationen	24,6	21,7	6,7	2,2	7,9	- 2,2	5,7	367,9
Privater Sektor	1 010,8	970,8	276,6	228,4	262,0	247,9	200,7	4 995,2
<i>Finanzinstitute<sup>2</sup></i>	657,6	669,3	185,4	135,6	184,0	153,2	110,7	3 268,2
<i>Unternehmen</i>	353,2	301,5	91,2	92,8	78,0	94,6	90,0	1 727,0
Öffentlicher Sektor <sup>3</sup>	194,7	241,4	36,5	73,9	53,3	59,4	53,3	1 335,8
<i>Zentralstaatl. Stellen</i>	37,0	50,5	12,7	8,3	- 3,5	6,6	7,7	483,8
<i>Andere staatl. Stellen</i>	157,7	190,9	23,8	65,6	56,9	52,8	45,6	852,0
<i>Nachrichtlich: CP Inland<sup>4</sup></i>	341,7	256,3	72,1	39,7	114,8	- 56,9	- 66,9	1 916,6
<i>darunter: USA</i>	232,8	208,3	54,9	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	1 471,1

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

Quellen: Bank of England; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Stellen; BIZ.

Tabelle 3.1

auf \$ 184 Mrd. Auch der Bruttoabsatz festverzinslicher Anleihen und Notes nahm im zweiten Quartal 2001 ab, blieb aber dennoch nahe an seinem Rekordhoch (Grafik 3.1, linkes Feld).

Die Tatsache, dass der rückläufige Nettoabsatz von Anleihen und Notes von enger werdenden Kreditzinsspannen begleitet war (s. den Überblick/Kapitel 1) legt nahe, dass eine schwächere Finanzierungsnachfrage der Schuldner die Ursache des Rückgangs im zweiten Quartal 2001 war. Die Entwicklung des Bruttoabsatzes von Anleihen in allen Rating-Kategorien steht in Einklang mit dieser Erklärung. Der angekündigte Absatz entwickelte sich im zweiten Quartal 2001 durchwegs rückläufig (Grafik 3.1, rechtes Feld), während sich der Anteil der Emissionen der einzelnen Rating-Kategorien im Vergleich zum Vorquartal kaum veränderte. Der Rückgang beim Nettoabsatz von längerfristigen

... bei schwächerer  
Mittelnachfrage ...

Wertpapieren scheint demnach nicht die Folge eines erschwerten Marktzugangs zu sein, auch nicht im Falle von niedriger bewerteten Schuldern. Der Anteil der Ankündigungen von Anleihen unterhalb der Anlagequalität blieb bei 1 % des Gesamtvolumens und der Anteil angekündigter AAA-Emissionen nahe bei 20 %.

Im Gegensatz zum langfristigen Wertpapiermarkt zeigt die Entwicklung des Absatzes am Geldmarkt auf, welche Wirkung die Kräfte sowohl der Nachfrageseite als auch der Angebotsseite ausüben. Der Nettoabsatz von Geldmarktinstrumenten am internationalen Markt ging im zweiten Quartal 2001 weiter zurück und erreichte \$ 10 Mrd., gegenüber \$ 16 Mrd. im Vorquartal; beim Commercial Paper (CP), das den Grossteil der Geldmarktinstrumente ausmacht, brach der Nettoabsatz um 57 % auf \$ 7 Mrd. ein. Auch an den inländischen CP-Märkten machte sich eine anhaltende Verknappung bemerkbar. In den USA sank der inländische Nettoabsatz im zweiten Quartal 2001 gegenüber dem ersten um \$ 68 Mrd. – die stärkste Abwärtsentwicklung, die je verzeichnet wurde. Wie in der vorhergehenden Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts* angemerkt, hatten zuvor eine Reihe von Bonitätsrückstufungen, die

... die auch Geldmarktfinanzierungen einbrechen lässt

### Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes

Mrd. US-Dollar

	1999	2000			2001		
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Angekündigte Emissionen insgesamt	1 766,6	1 933,2	484,5	502,2	438,3	570,2	543,3
Zinsvariable Emissionen	483,8	624,2	157,0	168,3	161,0	139,9	138,9
Festverzinsliche Emissionen	1 230,7	1 252,4	315,5	317,4	263,5	418,3	387,9
Eigenkapitalbezogene Emissionen <sup>1</sup>	52,1	56,5	11,9	16,5	13,8	12,1	16,6
US-Dollar	775,4	859,2	206,6	240,7	194,9	263,1	249,2
Euro	677,8	647,8	153,1	150,7	157,2	214,6	193,9
Yen	118,9	204,4	76,0	51,1	28,1	36,4	51,3
Sonstige Währungen	194,6	221,8	48,7	59,8	58,1	56,1	48,9
Privater Sektor	1 374,6	1 500,5	397,3	380,1	347,8	427,7	408,5
<i>Finanzinstitute</i> <sup>2</sup>	900,0	1 021,3	251,8	249,6	243,9	274,1	253,0
<i>Unternehmen</i>	474,6	479,2	145,5	130,5	103,9	153,5	155,5
<i>davon: Telekommunikation</i>	84,3	115,7	46,7	25,0	19,3	49,2	32,4
Öffentlicher Sektor	314,2	362,0	66,7	107,7	75,2	125,7	111,6
<i>Zentralstaatliche Stellen</i>	94,0	93,0	18,7	23,7	4,7	28,5	20,8
<i>Andere staatliche Stellen</i>	220,2	269,0	48,0	84,0	70,5	97,2	90,8
Internationale Organisationen	77,8	70,7	20,4	14,5	15,3	16,9	23,2
Bruttoabsatz	1 771,0	1 935,0	485,2	500,8	474,1	559,1	520,2
Tilgungen	607,3	787,6	189,8	211,1	196,7	269,6	270,8

<sup>1</sup> Wandel- und Optionsanleihen. <sup>2</sup> Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute.

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

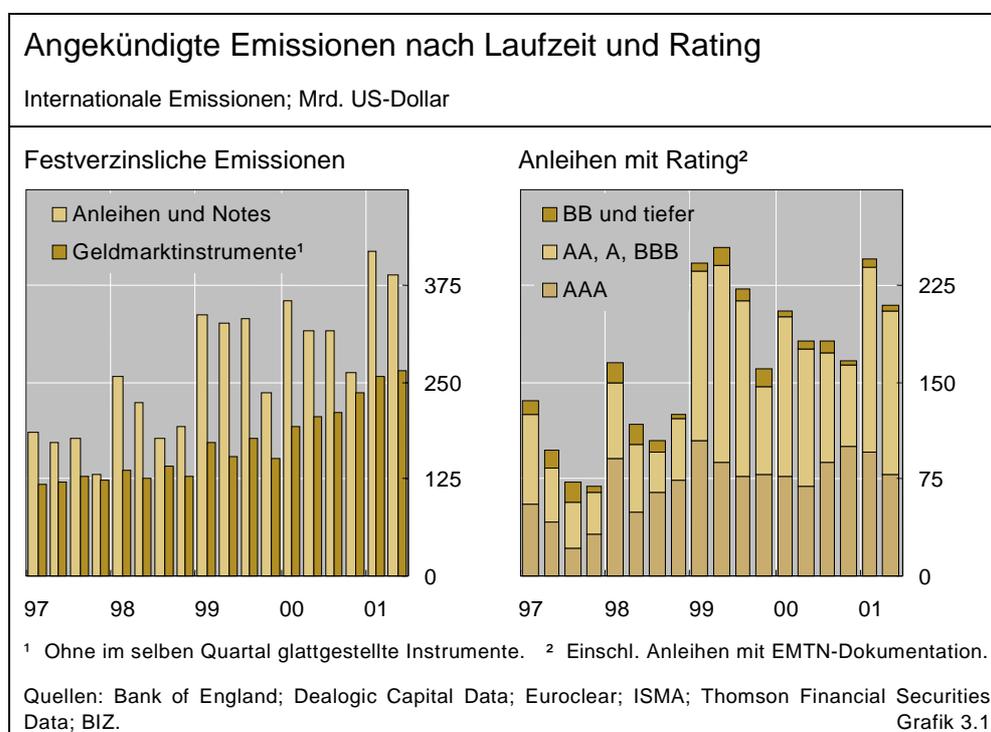
Tabelle 3.2

den Zugang einiger Unternehmen zum CP-Markt verhinderten, zu einem Rückgang des Nettoabsatzes von CP beigetragen. Die anhaltend rückläufige Entwicklung beim CP-Nettoabsatz deutet darauf hin, dass dieser Faktor zusätzlich zu dem allgemeinen Rückgang der Finanzierungsnachfrage, der mit der weltweiten konjunkturellen Abkühlung zusammenhängt, nach wie vor eine Auswirkung auf den Markt hat.

## Starker Rückgang bei Mittelaufnahme der Finanzinstitute

Einbruch des Nettoabsatzes von Finanzinstituten ist Ursache des Gesamtrückgangs

Der Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln des privaten Sektors sank im Vergleich zwischen dem ersten und dem zweiten Quartal 2001 von \$ 248 Mrd. auf \$ 201 Mrd. Diese Abnahme war für den Grossteil des allgemeinen Rückgangs des Gesamtnettoabsatzes am Markt für internationale Schuldtitel verantwortlich. Der Einbruch lässt sich beinahe vollständig auf den geringeren Absatz durch Finanzinstitute zurückführen: Während des zweiten Quartals 2001 belief sich der Nettoabsatz von Finanzinstituten insgesamt auf \$ 111 Mrd., d.h. 28 % weniger als im ersten Quartal 2001 und 40 % weniger als im letzten Quartal des Jahres 2000. Im Gegensatz dazu war der Nettoabsatz von Wirtschaftsunternehmen nur leicht rückläufig und lag nach \$ 95 Mrd. im ersten Quartal 2001 bei \$ 90 Mrd. im zweiten Vierteljahr. Angesichts des geringeren Finanzierungsbedarfs von Telekommunikationsunternehmen mag es überraschen, dass der Nettoabsatz der Wirtschaftsunternehmen nicht stärker zurückging. Der Bruttoabsatz von Telekom-Firmen sank von \$ 49 Mrd. im ersten Quartal 2001 auf \$ 32 Mrd. im zweiten.



Die rückläufige Entwicklung des Nettoabsatzes von Finanzinstituten war auf die entwickelten Länder, insbesondere die USA und Deutschland, begrenzt. In den USA sank der Nettoabsatz der Finanzinstitute von \$ 55 Mrd. im ersten Quartal 2001 auf \$ 35 Mrd. im zweiten, in Deutschland von \$ 32 Mrd. auf \$ 11 Mrd. In beiden Fällen war die Abnahme der Nettokreditaufnahme vor allem auf einen Rückgang der Neuankündigungen und weniger auf einen Anstieg der Tilgungen zurückzuführen.

## Aufstrebende Volkswirtschaften gegen den Trend

Die aufstrebenden Volkswirtschaften als Gruppe verstärkten im zweiten Quartal 2001 ihre Präsenz auf dem Markt für internationale Schuldtitel. Ihr Nettoabsatz erhöhte sich von \$ 6 Mrd. im ersten Quartal auf \$ 10 Mrd. im zweiten. Angesichts der Turbulenzen, von denen die aufstrebenden Volkswirtschaften im Juli betroffen waren (Überblick) ist es jedoch unwahrscheinlich, dass die Rückkehr zu normaleren Emissionsvolumina in diesen Ländern von Dauer ist. Darüber hinaus war der Anstieg beinahe vollständig auf asiatische Emittenten zurückzuführen, deren Nettoabsatz im zweiten Quartal auf \$ 1,2 Mrd. anwuchs, nach einem Rückgang von \$ 3,3 Mrd. im ersten Quartal. Auf China allein entfielen \$ 2 Mrd. der Zunahme der Nettokreditaufnahme, mit Neuankündigungen von \$ 2,3 Mrd. Die Türkei dagegen war im zweiten Quartal völlig vom Markt für internationale Schuldtitel ausgeschlossen.

Steigender Absatz aufstrebender Volkswirtschaften ...

Einige aufstrebende Volkswirtschaften waren in der Lage, trotz widriger Marktbedingungen Neuemissionen aufzulegen. So löste beispielsweise Argentinien fällig werdende Schuldtitel im Wert von \$ 29 Mrd. mit längerfristigen Wertpapieren ab. Im Juli nahm die Republik Brasilien ¥ 200 Mrd. in einer 2jährigen Samurai-Emission auf, die mit einem Halbjahreskupon von 3,75 % ausgestattet ist.

... manchmal selbst bei widrigen Marktbedingungen

## Europäische Emittenten meiden den Dollar

Die konjunkturelle Abkühlung in Nordamerika und Europa trug zu dem rückläufigen Absatz sowohl von US-Dollar- als auch von Euro-Wertpapieren um je etwa 20 % bei. Der Dollar-Nettoabsatz von Schuldnern in Nordamerika und Europa gab nach, in Europa auf den sehr niedrigen Stand von \$ 11 Mrd., während Emittenten in anderen Regionen einen Anstieg verzeichneten. Der Rückgang des Nettoabsatzes von Euro-Titeln fand auf einer breiteren Basis statt und erstreckte sich auf alle Regionen.

Sinkender Dollar- und Euro-Nettoabsatz ...

In dem starken Rückgang der US-Dollar-Emissionen von europäischen Schuldnern spiegelte sich teilweise der geringere Finanzierungsbedarf der Telekommunikationsunternehmen wider. So war der Absatz von europäischen Telekom-Firmen, die häufig auf Dollar lautende Wertpapiere auflegen, im zweiten Quartal 2001 gegenüber dem ersten stark rückläufig, wie auch die Emissionen dieser Unternehmen allgemein.

## Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region<sup>1</sup>

Mrd. US-Dollar

		1999	2000				2001	
		Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Europa	US-Dollar	58,7	174,8	39,3	43,0	54,3	24,5	11,1
	Euro	503,0	406,7	106,8	74,2	112,6	119,9	96,8
	Yen	6,4	38,9	31,0	7,4	- 3,5	- 7,7	1,5
	Sonstige Währungen	75,4	87,3	15,9	24,5	26,2	15,9	10,2
Nordamerika	US-Dollar	434,5	380,6	91,1	116,3	100,5	121,9	94,8
	Euro	46,3	45,3	8,7	16,0	12,7	19,2	13,7
	Yen	- 1,3	16,6	4,9	3,4	2,9	2,7	5,4
	Sonstige Währungen	16,5	15,5	1,0	3,5	8,4	4,1	3,3
Sonstige	US-Dollar	52,8	63,0	17,5	14,1	7,9	3,9	14,9
	Euro	37,9	14,0	4,6	1,5	2,3	4,8	3,7
	Yen	- 12,2	- 22,4	- 3,8	- 2,9	- 5,4	- 4,5	4,1
	Sonstige Währungen	12,1	13,5	2,9	3,5	4,4	0,3	0,3
Insgesamt	US-Dollar	546,0	618,4	147,9	173,5	162,7	150,3	120,8
	Euro	587,2	466,0	120,1	91,7	127,5	143,9	114,1
	Yen	- 7,0	33,1	32,1	7,9	- 6,0	- 9,4	11,0
	Sonstige Währungen	104,0	116,4	19,8	31,4	39,0	20,3	13,8

<sup>1</sup> Gestützt auf Nationalität des Schuldners.

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

Tabelle 3.3

... und gleichzeitig kräftiger Anstieg des Yen-Absatzes

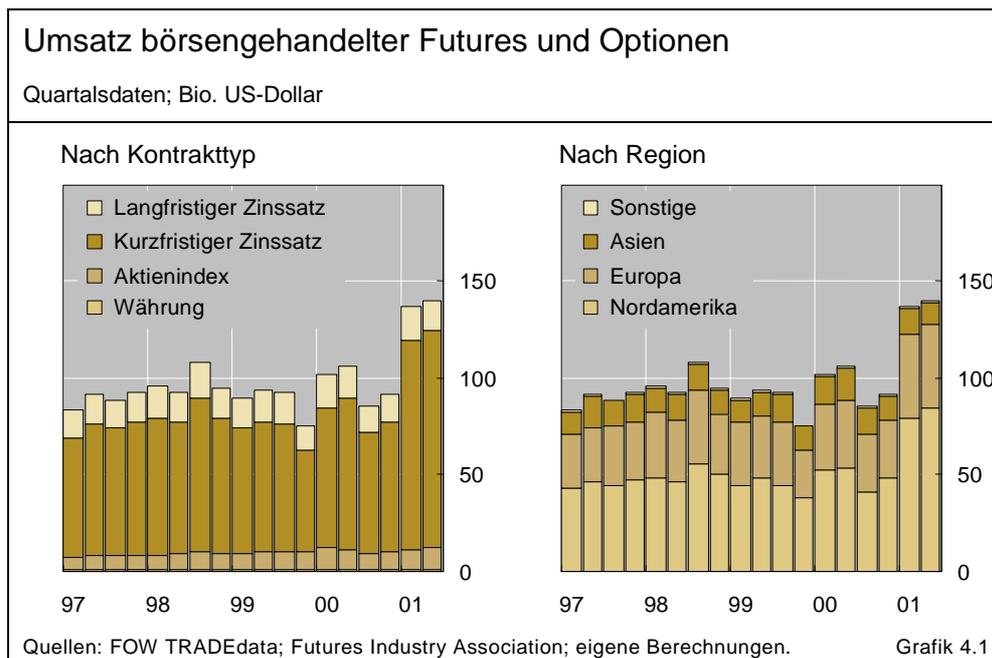
Im Gegensatz dazu war beim Nettoabsatz von Yen-Wertpapieren nach zwei Quartalen negativer Zahlen im zweiten Quartal 2001 in allen Regionen ein starker Anstieg zu verzeichnen, so dass ein Betrag von \$ 11 Mrd. erreicht wurde. Nahezu 75 % dieser Zunahme des Nettoabsatzes lässt sich auf in Europa und Japan ansässige Schuldner zurückführen. Im letzteren Fall wuchs der Nettoabsatz von auf Yen lautenden Wertpapieren von -\$ 3 Mrd. auf \$ 3 Mrd. an, eine Entwicklung, die parallel zu einem allgemeinen Anstieg des Nettoabsatzes japanischer Schuldner im zweiten Vierteljahr verlief; der japanische Nettoabsatz insgesamt blieb aber in diesem Zeitraum dennoch negativ.

## 4. Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz an den Derivatbörsen erreichte im zweiten Quartal 2001 einen neuen Höchststand; der Dollar-Nominalwert der von der BIZ erfassten Kontrakte erhöhte sich um 3 % auf \$ 139,7 Bio. Obwohl sich das Wachstum des Marktes gegenüber der Rekordrate des Vorquartals stark mässigte, blieb das Geschäft mit Festzinsinstrumenten, insbesondere denjenigen auf US-Geldmarktsätze, aussergewöhnlich lebhaft. Zwar dürfte die geldpolitische Lockerung beim hohen Umsatz der Zinsinstrumente eine wichtige Rolle gespielt haben, doch waren wohl auch Änderungen der Risikomanagement-Praktiken von Bedeutung. In Japan hingegen hielt die Tendenz zu sinkenden Umsätzen bei den meisten Festzinsinstrumenten an.

### US-Leitzinssenkungen fördern weiterhin Geldmarktgeschäfte

Das Geschäft mit Zinskontrakten mässigte sich im zweiten Quartal 2001 erheblich. Der Umsatz stieg um lediglich 2 % auf \$ 127,4 Bio., nach einem Anstieg um 55 % im Vorquartal. Die Geldmarktinstrumente verzeichneten eine



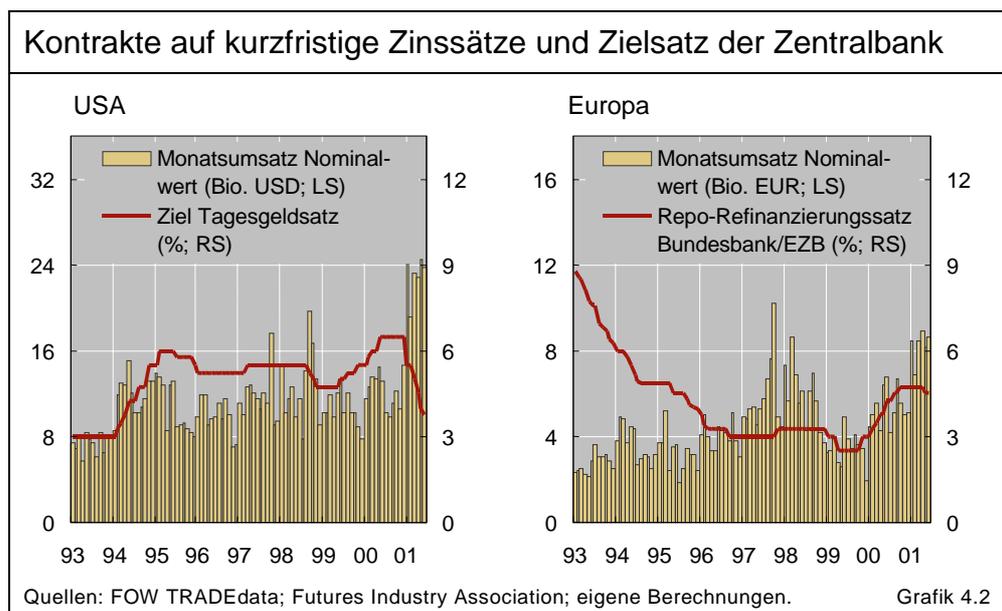
Umsatzsteigerung um 4 % auf \$ 111,3 Bio., während die Staatsanleihekontrakte um 8 % auf \$ 16 Bio. zurückgingen.

Lebhaftes US-Kurzläufergeschäft offenbar dank Lockerung der US-Geldpolitik ...

Wie schon im ersten Quartal fiel auch im zweiten das aussergewöhnlich lebhaftes Geschäft bei den US-Geldmarktkontrakten auf. Der anhaltend kräftige Umsatz in diesem Marktsegment hing offenbar mit dem Bestreben zusammen, sich gegen weitere Senkungen der US-Leitzinssätze abzusichern oder Positionen darauf einzugehen. Insbesondere die Senkung des Zielsatzes für Tagesgeld um 50 Basispunkte Mitte April zwischen zwei Sitzungsterminen, der zweite solche Schritt seit Januar 2001, überrumpelte anscheinend die Marktteilnehmer einmal mehr und löste Unsicherheit über den Zeitpunkt weiterer Lockerungsschritte aus. Im Euro-Raum waren die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der kurzfristigen Sätze etwas stabiler als in den USA, aber mit dem Beschluss der EZB vom Mai, ihren Leitzinssatz um 25 Basispunkte zu senken, war offenbar nicht gerechnet worden. Hingegen verharrte das Kurzfristgeschäft in Japan auf seinem Abwärtstrend, da die De-facto-Rückkehr zur Nullzinspolitik seit März und der an den Märkten weit verbreitete Eindruck, die Geldpolitik werde nachgiebig bleiben, wenig Anreiz für den Handel boten. Diese Abschwächung entsprach dem geringeren Umsatzvolumen, das am zugrundeliegenden Geldmarkt Japans gemeldet wurde.

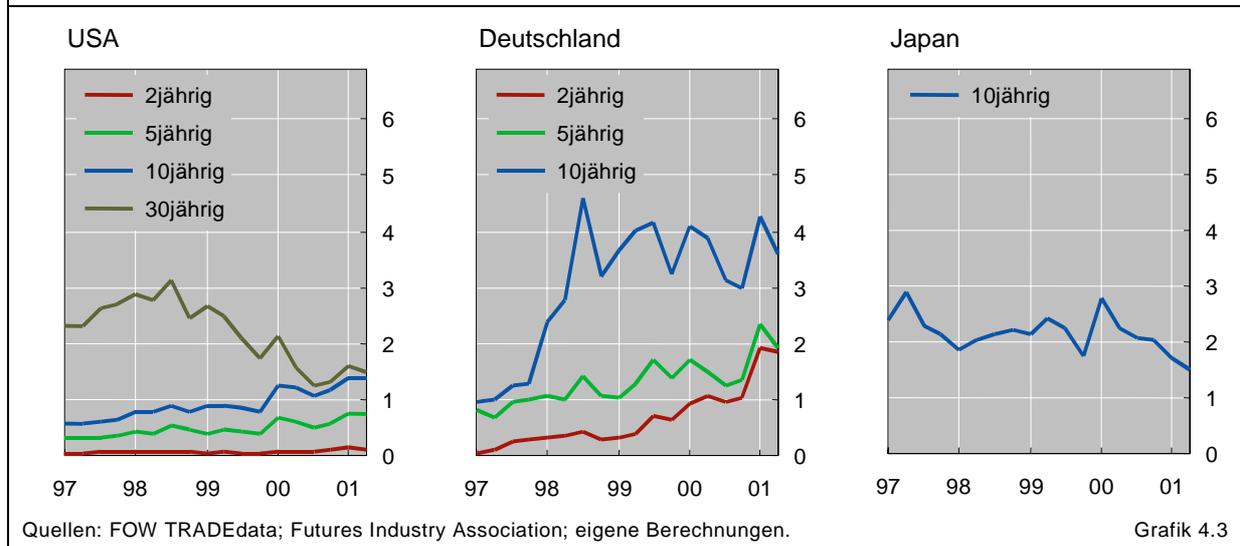
... und infolge eines allgemeineren Wechsels zu Absicherungen auf LIBOR-Basis

In der kräftigen Umsatzsteigerung bei den US-Geldmarktkontrakten seit Jahresanfang spielten möglicherweise noch weitere Faktoren eine Rolle. So war z.B. in den ersten beiden Quartalen ein hoher Bruttoabsatz von US-Dollar-Schuldtiteln von Unternehmen und staatlich unterstützten Körperschaften zu beobachten (Kapitel 1 und 3). Dies löste Geschäfte am Zinsswapmarkt und damit verbunden in Eurodollar-Futures aus, da diese Instrumente häufig zur Absicherung von Swaps verwendet werden. Möglicherweise erhielt das Geschäft auch dadurch Auftrieb, dass die Marktteilnehmer für Absicherungen und Handel vermehrt von der Renditenstrukturkurve der US-Schatztitel zu der auf dem LIBOR beruhenden Swapkurve wechselten. Neben den höheren



## Umsatz in Kontrakten auf Staatsanleihen

Quartalsumsatz in Futures; Bio. US-Dollar



Umsätzen bei Eurodollar-Futures und -Optionen war nämlich im ersten Halbjahr 2001 auch ein noch rasanterer Anstieg bei den Kontrakten auf kürzere Laufzeiten (1-Monats-LIBOR und 1-Monats-US-Tagesgeld) festzustellen. Obwohl nur ein kleiner Teil des Gesamtumsatzes in US-Geldmarktinstrumenten auf solche Kontrakte entfiel (rund 10 % im zweiten Quartal), könnten sie in den kommenden Quartalen weitere Zuwächse verzeichnen, da das US-Finanzministerium künftig kürzerfristige Schuldtitel ausgeben wird.<sup>1</sup>

Im Gegensatz zum lebhaften Geldmarktgeschäft ging gleichzeitig der Umsatz der längerfristigen Instrumente zurück. Dies war zu einem grossen Teil auf einen Umsatzeinbruch von 13 % an der Eurex zurückzuführen, vor allem bei den Kontrakten auf 5jährige und 10jährige Staatsanleihen. Damit kehrte der Handel zu normaleren Verhältnissen zurück; im Vorquartal hatten die Festzinskontrakte der Eurex einen Umsatzsprung von 50 % verzeichnet. Am Matif (Euronext Paris) kam es beim wichtigsten Anleihekontrakt zu einem noch stärkeren Einbruch um 28 %. Marktcommentatoren schrieben ihn der Beendigung einer Marktstützungsaktion für den Euro-„Notionnel“ zu, den französische Banken gegen Ende 1999 geschaffen hatten.<sup>2</sup> In den USA verlief das Geschäft mit Anleihekontrakten stetig, da sich die mittel- und langfristigen US-Zinssätze in einer ziemlich engen Spanne bewegten. Da dieser gedämpfte Umsatz nicht recht zu dem lebhaften Geschäft am Kassamarkt für Schatztitel passte, wo seit

Umsatzeinbruch bei Anleihekontrakten

<sup>1</sup> Im Mai gab das US-Finanzministerium bekannt, es werde mit der Emission von 4wöchigen Schatzwechseln beginnen, um seine liquiden Mittel flexibler und effizienter bewirtschaften zu können.

<sup>2</sup> Der Umsatzeinbruch am Matif erfolgte trotz der Wiedereinführung eines 5jährigen Euro-Notionnel-Kontrakts Mitte Mai, mit der die Chance genutzt werden sollte, die sich durch den kürzlichen Engpass beim Eurex-Kontrakt auf die 5jährige deutsche Staatsanleihe eröffnete (s. die vorangegangene Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*).

Verhaltenes  
Geschäft wegen  
Verlagerung zu  
Instrumenten auf  
LIBOR-Basis

Jahresanfang eine kräftige Umsatzsteigerung zu verzeichnen war,<sup>3</sup> bestätigen sich damit möglicherweise Hinweise, dass die Renditenstrukturkurve der Schatztitel für das Risikomanagement an Bedeutung verliert. In Japan war das Geschäft weiterhin rückläufig, und der Umsatz der Kontrakte auf japanische Staatsanleihen sank um 9 %. Obwohl sich die langfristigen Zinssätze zu Beginn des Quartals etwas erholten, glaubten die Marktteilnehmer angesichts der allgemeinen wirtschaftlichen Schwäche wahrscheinlich nicht an eine erhebliche Änderung dieser Sätze.

## Wachsende Akzeptanz neuer Futures auf Swapsätze und einzelne Aktien

Aufnahmebereiter  
Markt für LIFFE-  
Swapnote-  
Kontrakte

Eine der bemerkenswertesten Entwicklungen im zweiten Quartal 2001 war die positive Aufnahme der Swapnote-Futures der LIFFE. Diese Kontrakte wurden Ende März 2001 eingeführt; sie sind auf die 2-Jahres-, 5-Jahres- und 10-Jahres-Swapsätze in Euro indexiert. Zwar machte das Geschäft mit Swapnote-Kontrakten nur einen geringen Anteil des Festzinsinstrumenthandels an der LIFFE im zweiten Quartal aus (\$ 99 Mrd. oder 0,4 % des Handels), doch wuchs es während des Quartals allmählich, wozu eine vorübergehende Abschaffung der Transaktionsgebühren beitrug.

Nische für Swap-  
Futures dank jüng-  
sten Entwicklungen

Die jüngsten Entwicklungen an den europäischen Märkten für festverzinsliche Instrumente haben möglicherweise eine Nische für Swap-Futures eröffnet. Insbesondere haben seit Beginn der Europäischen Währungsunion im Januar 1999 die europäischen Staatsanleihemärkte als Referenz für die Preisgestaltung bei festverzinslichen Wertpapieren an Bedeutung verloren. Sie sind trotz ihrer hohen Bonität nach wie vor heterogen, und diese Situation wird durch ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage, das in einigen Ländern wegen des rückläufigen Staatspapierabsatzes entstanden ist, noch verschärft. Infolgedessen ist die Swapkurve effektiv zur homogenen Referenz für die europäischen Märkte für festverzinsliche Instrumente geworden.<sup>4</sup> Dies könnte dazu beitragen, dass sich Swapkontrakte am Markt durchsetzen.

Jüngste Engpässe  
an Eurex günstig  
für Swapnote-  
Handel

Darüber hinaus könnten den Swapnote-Kontrakten die jüngsten Engpässe zugute kommen, unter denen der Handel mit Staatsanleihekontrakten an der Eurex litt (s. die vorangegangene Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*). Wegen ihrer Barabwicklung sowie der Grösse des auf Euro lautenden Swapmarktes (rund \$ 3,3 Bio. Ende 2000) im Vergleich zum Umlauf der Staatsanleihen, die als Basiswerte für die Staatsanleihe-Futures dienen (\$ 16,6 Mio. nominal), dürften sie weniger anfällig für Engpässe sein. Die Swapkontrakte könnten ausserdem zusätzlichen Auftrieb durch die Entscheidung der Schulden-

<sup>3</sup> Bei Lockerung der Geldpolitik durch die Federal Reserve, einer steiler werdenden Renditenstrukturkurve der Schatztitel und einem Rekordabsatz von festverzinslichen US-Dollar-Wertpapieren.

<sup>4</sup> Die Auswirkungen der Einführung des Euro auf die europäischen Anleihemärkte erörtern Kostas Tsatsaronis und Gabriele Galati in „The impact of the euro on Europe's financial markets“, *BIS Working Papers*, Nr. 100, Juli 2001.

verwaltungsstellen einiger europäischer Länder erhalten, bei der Verwaltung der Staatsschulden Zinsswaps einzusetzen.<sup>5</sup>

Die immer wichtigere Rolle, die Zinsswaps an den US-Finanzmärkten im Handel und bei der Preisgestaltung spielen, könnte ferner – insbesondere angesichts der Tilgung langfristiger Schuldtitel durch das US-Finanzministerium – den Weg für die Einführung ähnlicher Kontrakte in den USA ebnen. Das Chicago Board of Trade gab denn auch kürzlich bekannt, es werde im Herbst 2001 Futures und Optionen auf die 5-Jahres- und 10-Jahres-Dollar-Swapsätze einführen. Die Einführung von swapbezogenen Kontrakten dürfte Teil eines allgemeineren Wandels sein, da die Marktteilnehmer es vorteilhaft finden, sich für Absicherungsgeschäfte und zum Eingehen von Positionen von Staatspapieren ab- und Referenzwerten des privaten Sektors zuzuwenden.<sup>6</sup>

Aufkommen der Swapkontrakte Teil eines umfassenderen Wandels

Bei der Entwicklung von Swapkontrakten sind die Börsen u.a. mit dem Problem konfrontiert, dass der Swapmarkt seit jeher von einer kleinen Gruppe von Banken mit hoher Bonitätseinstufung (meist AA/Aa) dominiert wird. Diese Banken konnten sich eine zentrale Stellung im Zins- und Kreditgeschäft sichern, indem sie mit einfachen, klassischen Kontrakten Liquidität bereitstellten und gleichzeitig eine breite Palette massgeschneiderter Instrumente anboten. Wenn nun liquide Swap-Futures entwickelt werden, indem es gelingt, durch Standardisierung, Preistransparenz und die Schaffung eines Clearing-Hauses, das als zentrale Gegenpartei fungiert, erhebliche Handelsvolumina anzuziehen, dann könnten auch Finanzinstitute mit niedrigerer Bonitätseinstufung am Swapmarkt auftreten. Bei den Swapnote-Kontrakten sind offenbar tatsächlich solche neue Marktteilnehmer aufgetreten, denn Meldungen zufolge stammte ein bedeutender Teil der Handelsnachfrage von europäischen Regionalbanken. Der erfolgreiche Marktzugang von Gegenparteien mit niedrigerer Bonitätseinstufung könnte zwar Auswirkungen auf die Gewinnmargen der bisherigen Marktteilnehmer haben, er könnte aber auch dem weiter gefassten Swapmarkt zusätzliche Liquidität verschaffen, was verdeutlicht, dass sich Börsen und ausserbörsliche Märkte immer stärker ergänzen.

Swap-Futures möglicherweise attraktiv für neue Marktteilnehmer

Eine weitere bemerkenswerte Entwicklung im zweiten Quartal war ein erneuter Zuwachs des Handels mit den Futures auf einzelne Aktien, die die LIFFE im Januar 2001 eingeführt hatte („Jüngste Entwicklungen bei den börsengehandelten Aktienderivaten“, S. 37). Die Anzahl der Notierungen erhöhte sich von 25 Unternehmen auf 65, und der Umsatz stieg auf 611 000 Kontrakte, was 30 % des Volumens der Optionen auf einzelne Aktien entspricht. Angesichts der Entwicklung der Futures auf einzelne Aktien an der LIFFE gaben die drei grössten US-Börsen im Mai die Gründung eines Joint Venture für den elektronischen Handel mit solchen Futures bekannt, sobald diese von den Aufsichtsinstanzen endgültig zugelassen werden.

Erneuter Zuwachs des Handels mit LIFFE-Futures auf einzelne Aktien

<sup>5</sup> Deutschland und Frankreich gaben vor kurzem bekannt, sie würden – wie schon Italien – bei der Schuldenverwaltung Zinsswaps einsetzen.

<sup>6</sup> Die Frage eines Wandels bei den Referenzwerten wird im Feature „Wandel bei den Referenzwerten am Geld- und Anleihemarkt“ von Robert N. McCauley im *BIZ-Quartalsbericht* vom März 2001, S. 45-52, behandelt.

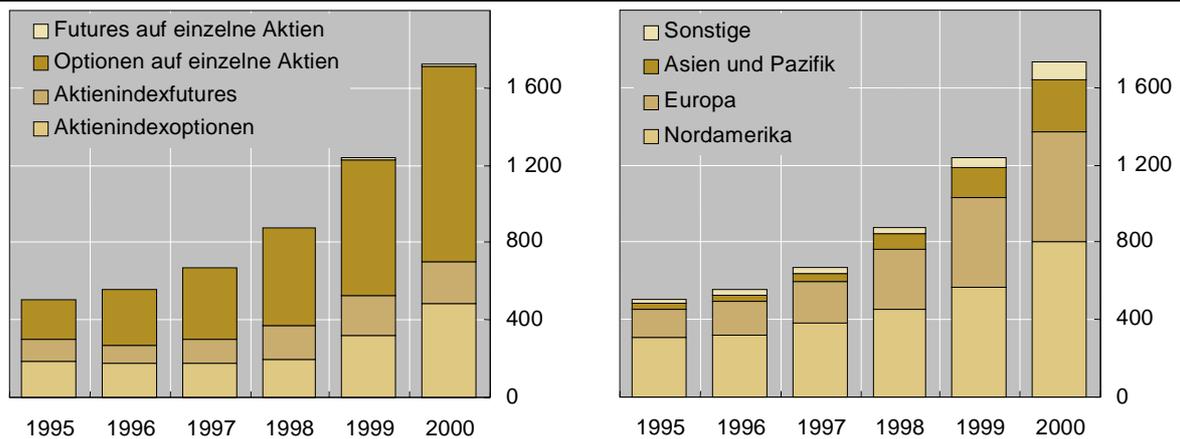
## Jüngste Entwicklungen bei den börsengehandelten Aktienderivaten

Der boomende Aktienmarkt der zweiten Hälfte der neunziger Jahre ging einher mit einem rasanten Wachstum bei den börsengehandelten Aktienderivaten.<sup>①</sup> Dieses Wachstum konzentrierte sich zwar stark auf eine kleine Gruppe von Kontrakten, aber das Geschäft wurde auch durch die Einführung neuartiger Instrumente gefördert. In diesem Kasten wird die jüngste Entwicklung der verschiedenen Gruppen von aktienbezogenen Instrumenten untersucht, und es werden einige der wichtigsten Innovationen der Börsen beschrieben.

Die untenstehende Grafik zeigt, dass der Zuwachs bei den börsengehandelten Aktienderivaten hauptsächlich auf die Optionen auf einzelne Aktien, insbesondere in Nordamerika und Europa, entfiel. Solche Optionen werden in Nordamerika schon seit beinahe 30 Jahren aktiv gehandelt, in Europa finden sie jedoch erst seit kurzem wirklich Anklang.<sup>②</sup> Dagegen wuchs der weltweite Handel mit Aktienindexkontrakten weniger rasch, und das Wachstum fand vor allem in Asien und Europa statt. Das Umsatzvolumen dieser Kontrakte an den nordamerikanischen Börsen nahm kaum zu, obwohl zahlreiche neue Kontrakte eingeführt wurden und der Umsatz infolge der Herabsetzung des Werts der grossen Kontrakte (was automatisch zu mehr Transaktionen führt) hochschnellte.

### Gesamtumsatz börsengehandelter Aktienkontrakte

Tausend Kontrakte



Quellen: FOW TRADEdata; Futures Industry Association.

Die Börsen haben für die Entwicklung neuartiger Aktienkontrakte beträchtliche Ressourcen eingesetzt, u.a. aus folgenden Gründen: Es gab Anzeichen, dass die etablierten Aktienindexinstrumente die „Reifephase“ ihres Marktzyklus erreicht hatten, die Börsen wollten von der Erweiterung der Anlegerbasis profitieren (insbesondere angesichts der wachsenden Bedeutung der privaten Altersvorsorge und des Entstehens einer Aktienkultur bei den privaten Haushalten), und die Anleger wünschten Handelsinstrumente, die besser auf ihre Bedürfnisse zugeschnitten sind. Die - wegen der starken Konkurrenz des ausserbörslichen Marktes - begrenzten Möglichkeiten für neue Zins- und Währungskontrakte dürften ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Die wichtigsten Neuheiten werden im folgenden dargestellt.

<sup>①</sup> Diese Entwicklung hat sich in den BIZ-Statistiken zum wertmässigen Umsatz in US-Dollar nicht niedergeschlagen, da sich deren Erfassungsbereich auf Transaktionen mit Aktienindexkontrakten beschränkt. Wertdaten sind für Optionen auf einzelne Aktien noch nicht verfügbar. Für die Erzeugung solcher Daten müsste ein umfassendes Meldesystem geschaffen werden, mit dem eine grosse Zahl einzelner Transaktionen erfasst werden kann.

<sup>②</sup> Sie wurden von der CBOE 1973 lanciert, deutlich früher als die ersten Aktienindex-Futures und -Optionen, die 1982 und 1983 von KCBT bzw. CBOE eingeführt wurden.

*Long-Term Equity Anticipation Securities (LEAP).* LEAP sind langfristige amerikanische Optionen auf bestimmte Aktien und Aktienindizes. Die ersten LEAP wurden 1990 von der CBOE eingeführt. Im allgemeinen haben sie Laufzeiten bis zu drei Jahren, gegenüber wenigen Monaten bei den Standardoptionen, und sie werden mit Standardoptionen fungibel, sobald ihre Restlaufzeit der Laufzeit gewöhnlicher Optionen entspricht. Der Barwert solcher Optionen nimmt langsamer ab als jener gewöhnlicher Optionen, so dass die Anleger mehr Zeit haben, um Entscheidungen über ihre Positionen zu treffen.

*Low exercise price options (LEPO).* LEPO sind europäische Call-Optionen, deren Ausübungspreis sehr nahe bei null liegt. Sie wurden in den früheren neunziger Jahren in der Schweiz eingeführt, um Probleme mit der Stempelabgabe auf Wertpapiertransaktionen zu umgehen und um einen Risikoübertragungsmechanismus für Aktien zu schaffen, die nicht ohne weiteres übertragbar waren. Da solche Optionen stark im Geld sind, erhalten die Anleger eine Risikoposition, die einer Position in den Basiswerten (oder einem Termingeschäft) nahezu gleichwertig ist, wobei sie allerdings keine Dividende erhalten und kein Stimmrecht haben.

*Flexible börsennotierte Optionen (FLEX-Optionen).* FLEX-Optionen wurden 1993 von der CBOE eingeführt, um der wachsenden Nachfrage institutioneller Anleger nach einem breiteren Konditionenspektrum zu entsprechen und um dem starken Wettbewerb des ausserbörslichen Marktes zu begegnen. FLEX-Optionen sind im allgemeinen für grosse Transaktionen gedacht, und sie ermöglichen es den Anlegern, eine Reihe von Merkmalen von Aktien- oder Aktienindexoptionen, wie Ausübungspreis, Verfalltermin und Ausübungsart, auf ihre Bedürfnisse abzustimmen. Die Einführung eines neuen kundenspezifischen Merkmals führt zur Schaffung einer neuen Serie von Optionen, die dann an der Börse notiert werden.

*Futures und Optionen auf Branchen- und Regionenindizes.* In den letzten Jahren hat die Zahl der Indexinstrumente, die auf bestimmten Segmenten der Aktienmärkte beruhen, rasch zugenommen. Mit solchen Kontrakten können die Händler Positionen auf enger definierte Marktsegmente eingehen und eine Reihe von Handelsstrategien verfolgen, bei denen ein Marktsegment gegen ein anderes gehandelt werden kann. Angesichts des Booms der Technologieaktien in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre notierten die Börsen zahlreiche Indexinstrumente auf solche Titel. Die Einführung des Euro führte ausserdem zur Schaffung mehrerer Kontrakte auf gesamteuropäische Indizes.<sup>®</sup> Ziel solcher Kontrakte ist, von einer Verlagerung des Handels von inländischen zu gesamteuropäischen Aktienreferenzwerten zu profitieren. Ein bedeutender potentieller Vorteil gesamteuropäischer Indexkontrakte besteht darin, dass die Händler jetzt länderübergreifende Positionen mit einer einzigen Einschussverpflichtung und einem einzigen Engagement gegenüber einem Clearing-Haus eingehen können.

*Auf Privatanleger ausgerichtete Online-Futures und -Optionen.* Eine weitere bedeutende Neuerung war die Einführung von online angebotenen, auf Privatanleger ausgerichteten Kontrakten. Erstmals wurden solche Kontrakte 1997 von der CME eingeführt (E-mini-Futures und -Optionen auf den S&P 500). Ihre besonderen Merkmale sind der kleinere Kontraktwert als bei den etablierten Indexkontrakten, der sie für Kleinanleger zugänglicher macht (da die Einschussanforderungen geringer sind), sowie der Online-Zugriff. Einige dieser Kontrakte wurden begeistert aufgenommen; im vierten Quartal 2000 machten sie beinahe 25 % des Umsatzwerts der an der CME gehandelten Aktienindexkontrakte aus.

*Futures auf einzelne Aktien.* In letzter Zeit wandten die Börsen ihre Aufmerksamkeit verstärkt den Futures auf einzelne Aktien zu. Beispielsweise notierte Euronext im November 2000 solche Futures auf acht niederländische Blue-Chip-Aktien, und im Januar 2001 führte die LIFFE ihre Universal Stock Futures auf 25 europäische und US-Blue-Chips ein. Die grossen US-Börsen haben ebenfalls Pläne bekanntgegeben, solche Kontrakte zu notieren. Futures auf einzelne Aktien sollten den Kassa- und Derivativmärkten zusätzliche Liquidität verschaffen sowie eine neue Möglichkeit bieten, Aktienoptionen abzusichern. Interessanterweise konnten sich solche Instrumente bisher noch nirgends wirklich durchsetzen. In den USA wurde der Handel mit ihnen Anfang der achtziger Jahre verboten, da befürchtet wurde, sie würden die Volatilität der als

<sup>®</sup> S. Kostas Tsatsaronis, „Kursbildung bei Aktien des Euro-Raums: Die Marktpraxis eilt den institutionellen Strukturen voraus. Ländereffekte und Brancheneffekte“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2001, S. 15f.

Basiswerte dienenden Aktien ungünstig beeinflussen.<sup>4</sup> Obwohl den Börsen in den meisten anderen Ländern keine solche Einschränkung auferlegt wurde, erreichte der Handel mit Futures auf einzelne Aktien in den Ländern, in denen sie in den neunziger Jahren notiert wurden (u.a. Australien, Schweden und Spanien), keinen grossen Umfang. Dieses mangelnde Interesse ist möglicherweise auf die Entwicklung leistungsfähiger Terminmärkte (z.B. mit „contracts-for-difference“) oder darauf zurückzuführen, dass die Händler mit Hilfe börsengehandelter Optionen Futures synthetisch nachbilden konnten.<sup>5</sup> Die jüngste Zulassung solcher Kontrakte in den USA könnte ihnen zu grösserer Beliebtheit verhelfen.

---

<sup>4</sup> SEC und CFTC äusserten die Befürchtung, Futures-Kontrakte auf Aktien oder Schuldtitel eines einzigen Emittenten könnten den Kassamarkt für die Basiswerte negativ beeinflussen. Im Dezember 1981 schlossen die beiden Gremien eine Vereinbarung ab, wonach die CFTC keinen Handel mit Futures auf Kommunalanleihen oder auf Wertpapiere, die nach dem Securities Act von 1933 registriert waren, zulassen durfte. Der „Shad-Johnson Accord“ von 1982 enthielt ein vorläufiges Verbot von Futures auf einzelne Aktien; dieses wurde im Dezember 2000 mit der Verabschiedung des Commodity Futures Modernization Act 2000 aufgehoben.

<sup>5</sup> Ein Anleger könnte einen Future-Kontrakt nachbilden, indem er zum selben Ausübungspreis (und Delta-Faktor) eine Call-Option kauft und eine Put-Option verkauft. Eine solche Kauf/Verkauf-Strategie ist zwar teurer und komplexer als ein einziges Future-Geschäft, sie bietet dem Anleger jedoch grössere Flexibilität, da er auf eine veränderte Volatilität der Put- oder der Call-Option jederzeit mit dem Verkauf des einen oder des anderen Segments reagieren kann.

## Rückstellung bilden oder nicht, das ist hier die Frage

In den letzten Jahren sind die Rückstellungspraktiken der Banken sowohl von den für das Rechnungs- und Steuerwesen als auch den für die Finanzaufsicht zuständigen Instanzen genauer unter die Lupe genommen worden. Diese eingehende Überprüfung zeigt zum Teil, welche wichtige Rolle Rückstellungen für Kreditausfälle bei transparenteren Bankbilanzen spielen und welchen Einfluss sie auf die Volatilität und Zyklizität der Bankengewinne haben. Die geplante Reform der Basler Eigenkapitalvereinbarung hat zudem verstärkt auf die Rolle aufmerksam gemacht, die Rückstellungen und Eigenkapital für den Schutz der Banken bei Kreditverlusten spielen.

Vermehrte Beachtung von Rückstellungspraktiken ...

Dieses wachsende Interesse ist in einer Reihe von neuen methodischen Vorschlägen und Initiativen zu erkennen. Hierzu gehören die Entwicklung des *International Accounting Standard*, der sich mit der Bewertung von Krediten und der Bildung von Rückstellungen befasst (*IAS 39*), die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht herausgegebenen Richtlinien zur sachgerechten Bilanzierung von Krediten, die Einführung von Regelungen mit statistischen Rückstellungen in einigen Ländern, sowie die Vorschläge, welche die Gemeinsame Arbeitsgruppe der normsetzenden Instanzen (Joint Working Group of Standard Setters; JWG) zur Einführung einer Bilanzierung zum Zeitwert („fair value“) für alle Finanzinstrumente vorgelegt hat.

Diese verschiedenen Initiativen haben zwar gemeinsame Elemente, aber es gibt auch erhebliche Unterschiede. Es herrschen vor allem unterschiedliche Meinungen darüber, inwieweit eine objektive Bonitätsverschlechterung für einzelne Kreditforderungen festzustellen sein muss, bevor eine Rückstellung gebildet werden kann, und welchen Einfluss Kreditkonditionen auf Rückstellungsentscheidungen haben. Es herrschen auch unterschiedliche Meinungen über den massgeblichen Zeithorizont für die Bewertung erwarteter Kreditverluste und den für die Abzinsung künftiger Mittelzuflüsse angemessenen Zinssatz.

... aber unterschiedliche Perspektiven ...

Diese divergierenden Meinungen beruhen zum Teil auf unterschiedlichen Sichtweisen. Einerseits steht für die Finanzaufsichtsbehörden eher die Möglichkeit im Vordergrund, dass Banken mit Hilfe von Rückstellungen ausreichende Polster zum Schutz gegen künftige Bonitätsverschlechterungen bilden

... von Bankenaufsicht und Rechnungslegungsgremien

können. Die für das Rechnungswesen zuständigen Instanzen heben andererseits die Bedeutung von Rückstellungen für die angemessene und objektive Kreditbewertung hervor.

In diesem Feature werden die Hauptmerkmale einer Reihe von Initiativen und Vorschlägen aus jüngster Zeit untersucht, wobei den zwischen ihnen bestehenden Spannungen besondere Aufmerksamkeit gilt. Es wird auch ein einfacher Rahmen entwickelt, in den die verschiedenen Vorschläge eingefügt werden können, sowie eine Reihe von Alternativen zu den derzeitigen Usancen erörtert.

## Rückstellungen: Probleme und methodische Anstöße

Im Regelfall belasten Rückstellungen (oder Bewertungsabschläge) für leistungsgestörte Kredite die laufenden Gewinne der Bank. Sie führen auch, meistens über eine Wertberichtigung der in der Bilanz erfassten Kreditforderungen, zu einer Verringerung des Substanzwerts der Bank. Grundsätzlich sollte sich durch die Bildung von Rückstellungen ein zutreffenderes Bild sowohl von der Ertrags- als auch der Vermögenslage einer Bank ergeben als wenn alle Kreditforderungen zum ausstehenden Wert ausgewiesen würden.

Die tatsächlich angewendeten Rückstellungspraktiken weisen rund um die Welt erhebliche Unterschiede auf, obwohl die Grundsätze der Rechnungslegung allgemein zwischen Einzel- und Pauschalwertberichtigungen unterscheiden. Einzelwertberichtigungen werden in der Regel bei Verlusten aus einzelnen bewerteten Krediten vorgenommen, während Pauschalwertberichtigungen auf Kreditportfolios erfolgen.

In den meisten Ländern gehört es zu den elementaren Grundsätzen der Rechnungslegung, dass die Bilanzen das Ergebnis bereits vor dem Bilanzstichtag eingetretener Ereignisse abbilden und nicht versuchen sollten, Ereignisse abzubilden, die noch nicht stattgefunden haben. Daher können Banken nur schwer Einzelwertberichtigungen auf einzelne Kreditforderungen vornehmen, sofern es keinen nachprüfbaren Hinweis auf die „Wahrscheinlichkeit“ eines Verlusts gibt. Demzufolge sind Einzelwertberichtigungen rückwärts gewandt.

Pauschalwertberichtigungen können vorausschauender erfolgen, auch wenn es erhebliche Abweichungen zwischen den Ländern gibt. In einigen Ländern können die Banken Pauschalwertberichtigungen anhand eigener statistischer Modelle der durchschnittlichen Verluste vornehmen, die infolge ausbleibender Tilgung der Kreditbeträge entstehen. Im allgemeinen können diese Modelle wahrscheinliche künftige Entwicklungen, insbesondere auch konjunkturelle Einflüsse, berücksichtigen. In anderen Ländern gelten restriktivere Regeln, die als Analogie zu den für Einzelwertberichtigungen geltenden Regeln gesehen werden können, ausser dass die Bonitätsbewertung für ein Portfolio anstatt für Einzelfälle erfolgt. Im allgemeinen unterstützen Bankenaufsichtsbehörden eine liberale Regelung der Pauschalwertberichtigungen stärker als die für die Rechnungslegung und Wertpapieraufsicht zuständigen Instanzen. In mehreren Ländern haben die Bankenaufsichtsbehörden den Banken in Zeiten

Einzelwertberichtigungen tendenziell rückwärts gewandt ...

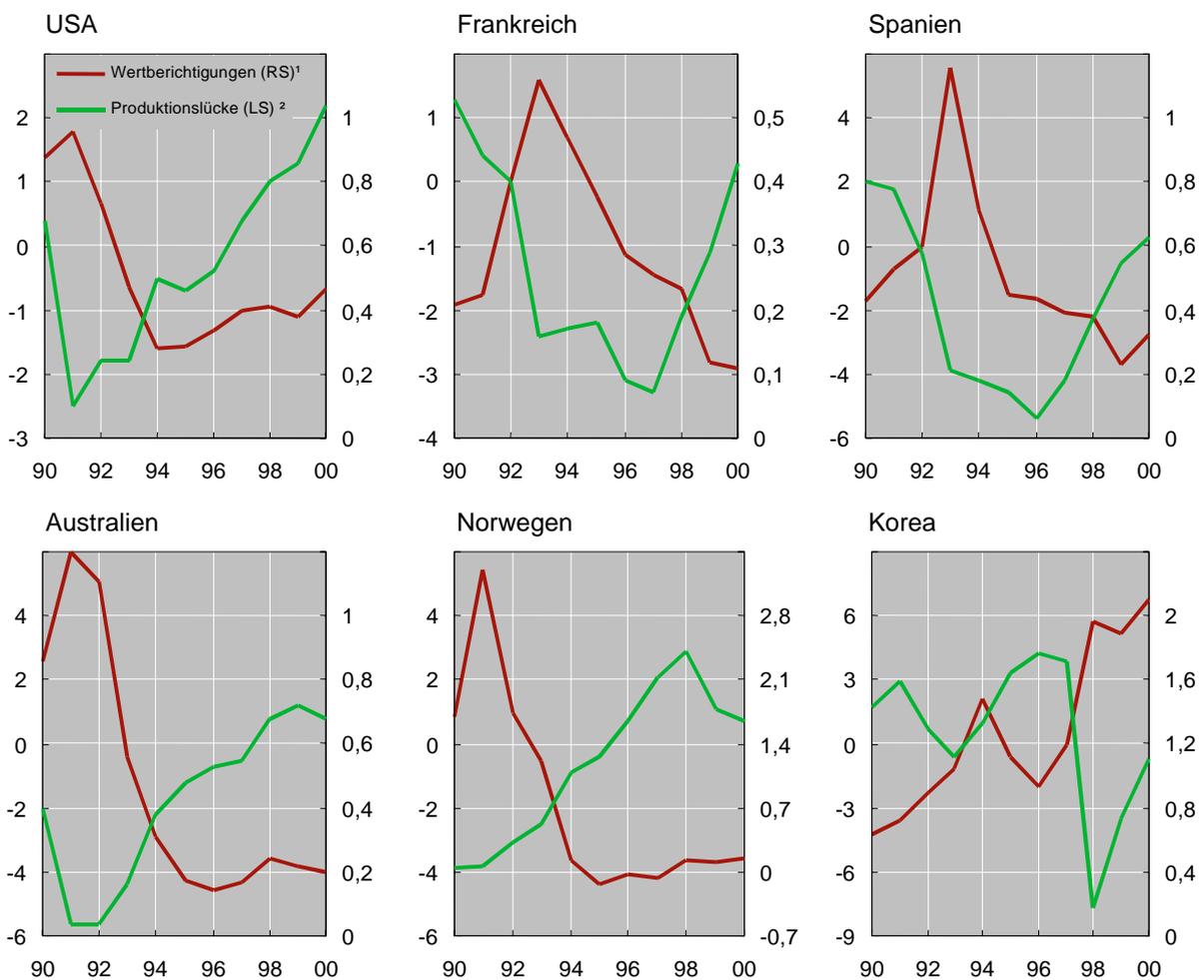
... und Regelung von Pauschalwertberichtigungen je nach Land sehr unterschiedlich

der Bonitätsverschlechterung von Kreditportfolios zu höheren Pauschalwertberichtigungen verholfen.

Eine Begründung für die generelle Rückwärtsgewandtheit der Rückstellungsvorschriften ist, dass sie den Spielraum der Geschäftsleitung von Banken begrenzen, durch Manipulieren der Finanzausweise Steuern zu mindern oder Ertragschwankungen zu verschleiern. Diese Regelungen haben indes auch zur Folge, dass Rückstellungen im Regelfall während eines Konjunkturabschwungs und erst nach dem Eintreten erheblicher Bonitätsverschlechterungen erhöht werden (Grafik 1). Dieses Muster ist ein wesentlicher Faktor für den prozyklischen Verlauf der in der Bilanz ausgewiesenen Bankengewinne. Es kann zudem als Beitrag zur allgemeinen Zyklizität des Finanzsystems und genereller auch der Volkswirtschaften gesehen werden.<sup>1</sup>

Vergangenheitsorientierte Vorschriften vermindern Manipulationspotential, können jedoch Finanzzyklen verstärken

### Wertberichtigungsaufwand der Banken und Produktionslücken



<sup>1</sup> In Prozent der gesamten Bankaktiva. <sup>2</sup> In Prozent des potentiellen BIP.

Quellen: Fitch; OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Grafik 1

<sup>1</sup> Eine ausführlichere Erörterung dieser Frage ist in Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001), 71. Jahresbericht, sowie in C. Borio, C. Furfine and P. Lowe (2001), „Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options“, BIS Papers No 1, S. 1-57, zu finden.

In den letzten Jahren haben diese unterschiedlichen Sichtweisen zur Einführung und auch zur weiteren Planung von Änderungen sowohl nationaler als auch internationaler Grundsätze der Rechnungslegung geführt. Tabelle 1 gibt einen schematischen Überblick über einige entscheidenden Unterschiede zwischen diesen verschiedenen Ansätzen, die nachstehend einzeln erörtert werden.

### IAS 39

Rechnungslegungs-  
normen fordern  
objektive Hinweise  
auf Wertminderung ...

Auf internationaler Ebene gibt es seit einiger Zeit Anstrengungen zur Verringerung der Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bei der Handhabung von Rückstellungen. Das International Accounting Standards Board ist für die Bemühungen des Berufsstandes federführend, die zur Entwicklung des *International Accounting Standard 39 (IAS 39)* geführt haben. Gemäss diesem Standard würden Kreditforderungen im Regelfall zum ausstehenden Betrag aktiviert werden, sofern nicht „objektive substantielle Hinweise“ auf deren Wertminderung vorliegen.<sup>2</sup> Gibt es solche Hinweise, sollte der Buchwert einer Kreditforderung gleich dem Barwert der erwarteten künftigen Mittelzuflüsse werden, die zum ursprünglichen effektiven Zinssatz des Darlehens abgezinst werden.<sup>3</sup> Die Differenz zwischen dem ausstehenden Betrag der Kreditforderung und diesem abgezinsten Barwert würde dann der Gewinn- und Verlustrechnung belastet werden. In der Praxis wird diese Differenz als (Einzel- oder Pauschal-) Wertberichtigung oder Bewertungsabschlag bezeichnet.

... und beschränken  
Spielraum für  
zukunftsorientierte  
Rückstellungen

Im Standard werden Beispiele für „objektive substantielle Hinweise“ genannt, von denen die meisten rückwärts gewandt sind. Eine mögliche Ausnahme ist, dass das Erfordernis des „objektiven substantiellen Hinweises“ erfüllt ist, wenn „Erfahrungen mit dem Forderungseinzug aus der Vergangenheit (...) darauf schliessen lassen, dass der gesamte Nennwert eines Forderungsportfolios nicht beizutreiben ist“. Da ja Banken wohl kaum erwarten, dass sämtliche Darlehen vollständig getilgt werden, kann diese Bedingung die Bildung von Rückstellungen auf einer ähnlichen Basis zulassen, wie sie in einigen Ländern derzeit für die Festsetzung von Pauschalwertberichtigungen verwendet wird.

### *Bilanzierung zum Zeitwert*

Ein alternativer Ansatz ist die Übernahme der uneingeschränkten Bilanzierung von Kreditforderungen zum Zeitwert im Rahmen einer allgemeineren

---

<sup>2</sup> Der *Standard* trat Anfang 2001 in Kraft. Für Handelszwecke gehaltene Kreditforderungen und zur Veräusserung vorgesehene Kreditforderungen sind zum Zeitwert zu bewerten.

<sup>3</sup> Handelt es sich um einen zinsvariablen Kredit, wird der effektive Zinssatz anhand des nach dem Vertrag geltenden augenblicklichen Zinssatzes berechnet. Der effektive Zinssatz wird als der Zinssatz definiert, um den genau die erwarteten Mittelzuflüsse auf den ausstehenden Betrag der Kreditforderung abgezinst werden. In vielen Fällen werden für von der Bank ausgereichte Kredite für die Berechnung jedoch die vertraglich vereinbarten Mittelzuflüsse verwendet. Dies hat zur Folge, dass Wertminderungsverluste zu hoch angesetzt werden (s. das einfache Beispiel im Kasten auf S. 49).

Entwicklung hin zur Zeitwertbilanzierung für alle Finanzinstrumente.<sup>4</sup> Dieser Ansatz wurde kürzlich von der Gemeinsamen Arbeitsgruppe der normsetzenden Instanzen (JWG) befürwortet.<sup>5</sup> Sollte er übernommen werden, würde das Konzept von Rückstellungen für leistungsgestörte Kredite höchstwahrscheinlich verschwinden. Statt dessen würden Kreditforderungen unmittelbar zum Zeitwert ausgewiesen, wobei Änderungen des Zeitwerts in die Gewinn- und Verlustrechnung der Banken einfließen. Es könnten aber gleichermassen auch weiterhin Rückstellungen gebildet werden, und zwar in Höhe der Differenz zwischen dem ausstehenden Betrag und dem Zeitwert jeder Kreditforderung.

Ansätze zur Bildung von Rückstellungen und Bewertung erwarteter Verluste				
	IAS 39 <sup>1</sup>	Bilanzierung zum Zeitwert	Statistische Rückstellungen	Geplante Eigenkapitalregelung (erwartete Verluste)
Auslöser	Objektiver Hinweis	Nein	Nein	Nein
Zeithorizont	Restlaufzeit leistungsgestörter Kredite	Restlaufzeit	Durchschnittliche Ausfallverluste	Ein Jahr
Abzinsung der Mittelzuflüsse	Abzinsung erwarteter Mittelzuflüsse zum ursprünglichen, effektiven Zinssatz	Abzinsung vertraglicher Mittelzuflüsse zum Marktzinssatz <sup>2</sup>	Keine Abzinsung	Keine Abzinsung
Berücksichtigung der Konditionen	Ja	Ja	Nein	Nein <sup>3</sup>
Rückstellung bei der Kreditausreichung	Nein	Möglich	Ja	–

<sup>1</sup> IAS 39 lässt Rückstellungen auf Portfoliobasis zu, sofern einzelne Kreditforderungen nicht von erheblichem Volumen sind und nicht einzeln als leistungsgestört zu betrachten sind. <sup>2</sup> Erwartete Mittelzuflüsse können entsprechend auch zur am Markt verlangten erwarteten Rendite abgezinst werden. <sup>3</sup> Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht erwägt, den Banken die Berücksichtigung der Kreditkonditionen bei der Berechnung der erwarteten Verluste im Privatkundenportfolio zu gestatten.

Tabelle 1

Dieser Bewertungsansatz für Kreditforderungen ist eindeutig vorausschauend. Insbesondere wegen seines Bezugs auf Marktwerte wird er häufig auch als objektiv verstanden. Wo es indes keine Marktpreise gibt, herrscht unvermeidbar eine gewisse Subjektivität, da der Zeitwert anhand einer Preisfindungsmethode geschätzt werden muss. Schlüsselgrößen für dieses Verfahren sind wahrscheinlich die Einschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit durch die Bank sowie der angemessene marktgängige Abzinsungsfaktor.

Zeitwertbilanzierung ist zukunftsorientiert ...

<sup>4</sup> Der Zeitwert wird als der Preis definiert, der zu erzielen wäre, wenn die Kreditforderung aus geschäftsüblichen Gründen an eine nicht verbundene Gegenpartei veräussert würde.

<sup>5</sup> S. Financial Instruments Joint Working Group of Standard Setters (2000), *Draft Standard and Basis for Conclusions*, International Accounting Standards Committee.

... könnte jedoch Volatilität und Konjunkturbedingtheit der Bankgewinne verstärken

Die Vorschläge der JWG haben insbesondere das Bankgewerbe zu zahlreichen Stellungnahmen veranlasst. In vielen Kommentaren kamen Bedenken zum Ausdruck, dass die Volatilität der ausgewiesenen Bankgewinne durch die Zeitwertbilanzierung steigen werde. Eine damit zusammenhängende Befürchtung ist, dass sie auch die Zyklizität der Gewinne erhöhen könnte, da die Welle von Optimismus und die Unterschätzung von Risiken, die häufig in Zeiten des Konjunkturaufschwungs zu beobachten sind, in guten Zeiten zu einer Erhöhung des Zeitwerts von Kreditforderungen führen würden. Umgekehrt könnte die Neigung der Märkte zur Überschätzung von Risiken in Zeiten des Konjunkturabschwungs den Zeitwert der Kreditforderungen in einer Rezession künstlich herabdrücken. Das Endergebnis könnte eine Erweiterung der Amplitude bei der Art von Finanzzyklen sein, die häufig die eigentlichen Wurzeln der Finanzinstabilität sind.<sup>6</sup>

#### *Statistische / dynamische Rückstellungen*

Ein anderer Ansatz zur Risikovorsorge besteht für Banken darin, ihre Pauschalwertberichtigungen anhand eines Schätzwerts des langfristigen Durchschnitts der Ausfallverluste zu bilden. Dieser Ansatz führt jeweils zu einem vergleichsweise höheren Rückstellungsniveau für Kredite mit relativ hohen durchschnittlichen Ausfallquoten. Und dies, obwohl man erwarten könnte, dass die Zinsmarge für diese Kredite die höheren Ausfallraten abdeckt (s. unten).

In einigen Ländern dürfen die Banken ihre eigenen Schätzwerte für die Ausfallverluste verwenden und sogar ihre Schätzwerte flexibel je nach der Konjunkturphase berichtigen. In anderen Ländern legen die Finanzaufsichtsbehörden Rückstellungsanforderungen für die verschiedenen Darlehensarten fest.

Geringere Schwankungen mit statistischen Rückstellungen ...

Spanien ist in der letzteren Richtung vielleicht am weitesten gegangen.<sup>7</sup> Gemäss den im letzten Jahr eingeführten Regelungen müssen Banken ihren Gewinn mit dem Aufwand einer sogenannten statistischen Rückstellung belasten, wobei die Höhe des Aufwands für jede Kreditkategorie anders ist.<sup>8</sup> Sofern die statistische Reserve hoch genug ist, wird der Aufwand für Einzelwertberichtigungen, der nach dem tatsächlichen Eintritt der Wertminderung der

---

<sup>6</sup> S. Borio et al. (op. cit.) zu dieser Frage. Darüber hinaus wurden mehrere weitere Bedenken in bezug auf die JWG-Vorschläge laut. Hierzu gehören Vorbehalte gegen die konzeptionelle Begründung der Bewertung von bis zur Fälligkeit gehaltenen Instrumenten anhand von Marktpreisen, der Ausschluss von immateriellen Vermögensgegenständen aus den Zeitwertberechnungen, die Schwierigkeit und Kosten der Anwendung der Zeitwertgrundsätze auf alle Finanzinstrumente und die Fähigkeit der Benutzer von Abschlüssen, auf der Basis von Zeitwerten erstellte Finanzausweise angemessen zu interpretieren.

<sup>7</sup> Für eine umfassendere Erläuterung des spanischen Ansatzes vgl. R. Poveda (2000), *Reform of the system of insolvency provisions*, Banco de España. Vgl. auch S. Fernández de Lis, J. Martínez Pagés und J. Saurina (2001), „Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain“, *BIS Papers No 1*, S. 331-353. Die Commission Bancaire (2001) erörtert in ihrem *Rapport 2000* ebenfalls die Vorzüge statistischer Rückstellungen.

<sup>8</sup> Fürs erste ist der Rückstellungsaufwand von der Aufsichtsbehörde festgesetzt worden; es wird aber in Aussicht genommen, später einmal einen Bezug zum bankinternen Rating-System herzustellen. Der statistische Rückstellungsaufwand ist steuerlich nicht abzugsfähig.

Kreditforderungen (im Sinne der IAS-Definitionen) entsteht, der statistischen Reserve anstatt dem Gewinn des laufenden Jahres belastet. Dadurch verringern sich die jährlichen Gewinnschwankungen der Banken, da der Rückstellungsaufwand von der durchschnittlichen und nicht von der aktuellen Ausfallquote bestimmt wird.

Einige Aufsichtsinstanzen halten diesen Ansatz für attraktiv, insbesondere da er Schwankungen des ausgewiesenen Gewinns der Banken verringert. Darüber hinaus trägt er ihres Erachtens dazu bei, dass die Banken in guten Zeiten Finanzpolster bilden, die dann in schlechten Zeiten eingesetzt werden können. Dagegen haben Vertreter des Rechnungswesens und der Wertpapieraufsicht eher eine andere Sichtweise. Sie argumentieren, dass diese Art der Bildung von Rückstellungen zur Unterbewertung von Kreditforderungen und damit zu Abschlüssen führen kann, die die wirkliche Volatilität der Bankgewinne nicht wiedergeben. Somit kann sie die Transparenz der Abschlüsse verringern und den Anlegern die Beurteilung der wirklichen Verfassung einer Bank erschweren. Ein ähnliches Argument wird manchmal gegen die Verwendung von Pauschalwertberichtigungen vorgebracht, wenn diese nicht zur Absicherung erkennbarer Wertminderungen bei bestimmten Kreditportfolios verwendet werden.

... jedoch Bedenken wegen Transparenz

#### *Rückstellungen und Eigenkapital*

Die Behandlung von Rückstellungen im Rahmen der Eigenkapitalregelung für Banken gehört ebenfalls zu den Themen, die in jüngster Zeit erhebliches Interesse erregt haben.

Nach den derzeit geltenden Regeln können gewisse Pauschalwertberichtigungen (bis zu höchstens 1,25 % der risikogewichteten Aktiva) zu den Eigenmitteln der Klasse 2 gezählt werden. Nach der geplanten Neufassung der Basler Eigenkapitalvereinbarung sind Eigenkapitalunterlegungen nach dem internen Bewertungsansatz zudem darauf geeicht, sowohl erwartete als auch unerwartete Verluste abzudecken, wobei der erwartete Verlust als die Ausfallwahrscheinlichkeit im Laufe des nächsten Jahres, multipliziert mit dem Verlust im Falle eines Ausfalls, definiert wird.

Allgemeine Rückstellungen Teil des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals

Das Bankgewerbe äusserte sich zu diesem Ansatz im allgemeinen kritisch, insbesondere unter dem Gesichtspunkt, dass es Aufgabe des Eigenkapitals sei, die Banken vor unerwarteten Verlusten zu schützen und nicht vor Wertverlusten, die wegen der Bonitätsverschlechterung der Darlehensnehmer bereits eingetreten sind. Vertreter des Bankgewerbes wiesen zudem darauf hin, dass sich der für Eigenkapitalzwecke verwendete Begriff des erwarteten Verlustes erheblich von dem unterscheidet, welcher der Rückstellungsregelung des IAS 39 zugrundeliegt. Zum Beispiel gibt es nach der von der Bankenaufsicht verwendeten Definition bei allen gewerblichen Darlehen (unabhängig von deren Konditionen) einen erwarteten Verlust, während Verluste gemäss IAS 39 nur bei Kreditforderungen ausgewiesen werden, die das Wertminderungserfordernis erfüllen. Eine Reihe von Banken argumentierte, dass diese

Unterschiedlicher Verlustbegriff zwischen Aufsichts- und Rechnungslegungsgremien

unterschiedlich gebrauchten Begriffe möglicherweise zu Verzerrungen der Eigenkapital- und Rückstellungsentscheidungen der Banken führen könnten.

## Ein einfacher Bezugsrahmen

Die vorstehend erörterten unterschiedlichen Ansätze zur Bewertung von Kreditforderungen und zur Risikovorsorge durch Rückstellungen lassen sich vielleicht am ehesten als Sonderfälle eines allgemeineren Ansatzes erklären.

Bewertung von  
Kreditforderungen  
auf der Basis  
abgezinster  
Mittelzuflüsse ...

Um dies zu verdeutlichen, gehen wir von der Annahme aus, dass sich der Wert einer Kreditforderung zu jedem Zeitpunkt als der abgezinste Barwert der künftigen mit ihr verbundenen Mittelzuflüsse darstellen lässt. Für diese Berechnung gibt es zwei allgemeine Methoden. Die erste ist die Abzinsung der *vertraglich vereinbarten* Mittelzuflüsse anhand eines *vertraglich vereinbarten* Zinssatzes. Die zweite ist die Abzinsung der *erwarteten* Mittelzuflüsse anhand einer *erwarteten* Rendite statt anhand eines vertraglich vereinbarten Zinssatzes. In der üblichen Situation, in der die positive Wahrscheinlichkeit des Verzugs eines Kreditnehmers besteht, ist diese erwartete Rendite niedriger als der vertraglich vereinbarte Zinssatz.

...aber ver-  
schiedene  
Abzinsungs-  
möglichkeiten

Die erste Methode ist gebräuchlicher; die zweite Methode dürfte natürlich dort angewendet werden, wo die genaue Höhe und der Zeitpunkt sämtlicher Zahlungen im Kreditvertrag nicht klar festgehalten sind. Bei richtiger Anwendung sollten beide Vorgehensweisen den gleichen Wert ergeben (s. Kasten).

Bei beiden Methoden kann der Abzinsungsfaktor vom Markt bestimmt werden oder bankspezifisch sein. Der Abzinsungsfaktor kann ferner entweder bei der Kreditausreichung festgesetzt werden oder das aktuelle Risikoprofil der Kreditforderung abbilden.

Zum Beispiel  
Abzinsung  
erwarteter  
Mittelzuflüsse mit  
erwarteter Rendite

Der Einfachheit halber werden wir im Folgenden die erwarteten Mittelzuflüsse um die erwartete Rendite abzinsen und gehen von einem Kredit aus, dessen Kapitalbetrag bei Fälligkeit zu tilgen ist. Anhand dieser Methode lässt sich der Wert einer Kreditforderung wie folgt darstellen:

$$V_t = \sum_j \frac{E(C_j)}{(1+y_j)^{j-t}} \quad j = t, \dots, T \quad (1)$$

Dabei steht  $E(C_j)$  für die erwarteten Mittelzuflüsse in der Periode  $j$  und  $y$  für die erwartete Rendite, die zur Abzinsung dieser Mittelzuflüsse verwendet wird. Der erwartete Mittelzufluss in jeder Periode ist (wenn die Betriebskosten ausser acht gelassen werden) gleich den laut Kreditvertrag fällig werdenden Zins- und Tilgungszahlungen, *abzüglich* der erwarteten Verluste infolge der Nichtzahlung dieser vertraglich vereinbarten Beträge. Wenn man diese erwarteten Verluste in der Periode  $j$  als  $E(I_j)$  und den vertraglichen Zinssatz für den Kredit als  $i$  bezeichnet, und den ausstehenden Betrag der Kreditforderung auf 1 normalisiert, kann die Gleichung (1) folgendermassen umgeschrieben werden:

$$V_t = 1 + \sum_j \frac{E(i_j - y_j)}{(1 + y_j)^{j-t}} - \sum_j \frac{E(l_j)}{(1 + y_j)^{j-t}} \quad (2)$$

Nun kann die angemessene Rückstellungshöhe als die Differenz zwischen dem ausstehenden Betrag der Kreditforderung und dem abgezinsten Barwert der Mittelzuflüsse verstanden werden. Damit lässt sich die Höhe der Rückstellungen (P) durch folgende Gleichung berechnen:

$$P_t = 1 - V_t = \sum_j \frac{E(l_j)}{(1 + y_j)^{j-t}} - \sum_j \frac{E(i_j - y_j)}{(1 + y_j)^{j-t}} \quad (3)$$

Das erste Glied auf der rechten Seite ist der abgezinsten Barwert der erwarteten Verluste, die aus der Nichtzahlung der vertraglich vereinbarten Beträge entstehen. Das zweite Glied ist der abgezinsten Barwert der Differenz zwischen dem vertraglich vereinbarten Kreditzins und der für die Abzinsung der Mittelzuflüsse verwendeten erwarteten Rendite. Diese Differenz wird manchmal als Zinsmarge bezeichnet. Dies lässt darauf schliessen, dass Rückstellungen grundsätzlich als die Differenz zwischen dem abgezinsten Barwert der erwarteten Verluste und dem abgezinsten Barwert der Margenerträge angesehen werden können. Zu beachten ist, dass diese Differenz sowohl positiv als auch negativ sein kann.

Rückstellungen  
zumindest  
konzeptionell  
erforderlich bei ...

Im Folgenden bezeichnen wir mit dieser Differenz den im Portfolio der Banken *latent vorhandenen* Verlust oder Gewinn. Es ist von Vorteil, zwischen diesem Begriff von Verlust und dem des aus der Nichtzahlung von fälligen Beträgen *erwarteten* Verlusts zu unterscheiden. Bei Verwendung dieser Terminologie könnte eine Kreditforderung einen grossen latenten Gewinn und dennoch gleichzeitig einen grossen erwarteten Verlust aufweisen. Dies wäre dann der Fall, wenn die Zinsmarge für eine risikoreiche Kreditforderung die erwarteten Ausfallverluste mehr als abdecken würde.

Dieser allgemeine Ansatz lässt erkennen, dass die Bildung von Rückstellungen grundsätzlich in drei verschiedenen Fällen angemessen ist.

Im ersten Fall wird ein Kredit in dem Sinne zu falschen Konditionen ausgereicht, dass sich der abgezinsten Barwert der erwarteten Verluste von dem abgezinsten Barwert der Margenerträge unterscheidet. Eine solche Situation könnte beispielsweise entstehen, wenn eine Bank die Konditionen eines Kredits zu tief ansetzt, um ihren Marktanteil zu erhalten oder um die Beziehung zu einem Kreditnehmer dauerhaft zu festigen. Wäre eine Bank umgekehrt in der Lage, ihre Marktmacht auszuüben und einen Kreditzins über dem Marktzins festzusetzen, läge der Wert der Kreditforderungen über dem ausstehenden Betrag (sofern die Abzinsung zum Marktzinssatz erfolgte). Zumindest theoretisch wäre in der letzteren Situation eine negative Rückstellung angebracht.

... falsch kalku-  
lierten Kredit-  
konditionen bei  
Ausreichung ...

## Kreditbewertung und Rückstellungen: einige Beispiele

Dieser Kasten enthält einige einfache Beispiele für die unterschiedlichen Kreditbewertungsansätze und deren Einfluss auf die Höhe der Rückstellungen.

Der Einfachheit halber betrachten wir einen einjährigen Kredit von \$ 100, für den alle Zahlungen zum Jahresende fällig sind. Nach Einschätzung der Bank besteht eine Wahrscheinlichkeit von 98 %, dass der Kredit vollständig zurückgezahlt wird, und von 2 %, dass der Kreditnehmer ausfällt und die Bank nichts erhält. Wir nehmen als risikofreien Zinssatz 7 % und als Risikoaufschlag für diese Art Kredit 0,8 %. Dementsprechend sollte die Bank erwarten, eine Rendite von 7,8 % zu erzielen. Dafür muss sie einen Zinssatz von 10 % fordern.

Der Wert des Kredits lässt sich anhand von zwei Methoden errechnen: durch Abzinsung der vertraglichen Mittelzuflüsse zum vertraglichen Zinssatz (10 %) und durch Abzinsung der erwarteten Mittelzuflüsse zur erwarteten Rendite (7,8 %). Beide Methoden führen zum gleichen Ergebnis.

$$V_0 = \frac{\text{vertraglicher Mittelzufluss}}{\text{vertraglicher Zinssatz}} = \frac{110}{1,1} = 100$$

$$V_0 = \frac{\text{erwarteter Mittelzufluss}}{\text{erwartete Rendite}} = \frac{110 * 0,98}{1,078} = 100$$

Man betrachte nun den Wert des Kredits unter der Annahme, dass sich die Ausfallwahrscheinlichkeit sofort nach der Ausreichung auf 5 % erhöht und dass unabhängig davon der risikofreie Zinssatz um 0,7 % steigt, so dass die erforderliche Rendite neu 8,5 % beträgt. Wenn der Zinssatz für den Kredit neu verhandelt werden könnte, müsste der neue vertragliche Zinssatz 14,21 % betragen, um diese gewünschte Rendite zu erzielen. Im Prinzip könnte die erforderliche Rendite bankspezifisch oder die marktübliche Rendite sein.

Der Wert des Kredits lässt sich wiederum anhand der zwei Methoden errechnen:

$$V_0 = \frac{\text{vertraglicher Mittelzufluss}}{\text{vertraglicher Zinssatz (bei Neuaushandlung des Kredits)}} = \frac{110}{1,1421} = 96,31$$

$$V_0 = \frac{\text{erwarteter Mittelzufluss}}{\text{erwartete Rendite (bei Neuaushandlung des Kredits)}} = \frac{110 * 0,95}{1,085} = 96,31$$

Die angemessene Rückstellung ist gleich  $100 - 96,31 = 3,69$ . Wenn der für die Abzinsung erforderliche Satz ein Marktzinssatz ist, könnte diese Rückstellung als diejenige verstanden werden, die zur Erzielung des Zeitwertes für die Kreditforderung gebraucht wird.

Ein anderer Ansatz wäre die Abzinsung anhand der bei der Ausreichung erwarteten internen Rendite (IAS 39). Bei dieser Methode werden, wie im Text erläutert, Wertveränderungen infolge von veränderten Marktzinsen ausgeschlossen. Sie ergibt einen Wert der Kreditforderung von:

$$V_0 = \frac{\text{erwarteter Mittelzufluss}}{\text{erwartete interne Rendite (bei Ausreichung)}} = \frac{110 * 0,95}{1,078} = 96,94$$

Hier wäre die Rückstellung gleich  $100 - 96,94 = 3,06$ , also weniger als die Rückstellung, welche zur Nachbildung der Zeitwertbilanzierung erforderlich wäre. Sinkt der risikofreie Satz, anstatt zu steigen, wäre das Gegenteil der Fall.

Eine weitere Alternative ist die Abzinsung der erwarteten Mittelzuflüsse zum vertraglich vereinbarten Zinssatz. Eine Reihe von Banken geben dieser Methode den Vorzug, da der vertragliche Zinssatz unmittelbar festzustellen ist. Er ergibt in diesem Beispiel einen Kreditwert von

$$V_0 = \frac{\text{erwarteter Mittelzufluss}}{\text{vertraglicher Zinssatz (bei Ausreichung)}} = \frac{110 * 0,95}{1,1} = 95,00$$

und führt zu einer Unterbewertung. Dementsprechend ergibt sie eine Rückstellung (5), die erheblich über der Zeitwertrückstellung liegt.

Im zweiten Fall ändert sich die Bonität des Kreditnehmers nach der Kreditausreichung (was den abgezinsten Barwert der erwarteten Verluste verändert), die Kreditkonditionen bleiben indes fest. Veränderungen der Bonität können in beiden Richtungen erfolgen, so dass sowohl latente Gewinne als auch latente Verluste möglich sind. Dementsprechend könnte auch hier die Rückstellung negativ oder positiv sein.

... oder bei  
Veränderung der  
Bonität des  
Schuldners ...

Im dritten Fall ändert sich die Differenz zwischen dem Kreditzinssatz und dem Abzinsungsfaktor, das erwartete Risikoprofil des Kreditnehmers bleibt jedoch unverändert. Diese Situation tritt ein, wenn sich der Abzinsungsfaktor im Laufe der Zeit ändern kann, etwa als Reaktion auf Veränderungen der Marktzinssätze. Diese Bewegungen führen für die Bank entweder zu Gewinnen oder zu Verlusten (sofern sich der Darlehenszinssatz nicht ebenfalls verändert), und dies würde durch die Bildung einer Rückstellung ausgewiesen.

... oder Ver-  
änderung der  
Marktzinssätze

Bei der *Zeitwertbilanzierung* ist der für die Bewertung verwendete Abzinsungsfaktor der Satz, der vom Markt für einen Kredit mit denselben Risikomerkmale wie der zu bewertende Kredit verlangt wird. Wenn dieser Abzinsungsfaktor verwendet wird (und die Rückstellungen zur Nachbildung der Zeitwertbilanzierung im Rahmen einer Bilanzierung zum Einstandswert verwendet werden), würde in jedem der drei oben erörterten Fälle eine Rückstellung gebildet. Insbesondere würden Rückstellungen bei Veränderungen sowohl der Bonität des Kreditnehmers als auch der Marktzinsen gebildet werden.

Dagegen bleibt nach IAS 39 der Abzinsungsfaktor im Laufe der Zeit (zumindest bei Festzinsdarlehen) fest und ändert sich somit nicht mit der Bonität des Kreditnehmers oder Bewegungen der Marktzinsen. Das bedeutet, dass sich IAS 39 von der Zeitwertbilanzierung in drei wichtigen Punkten unterscheidet. Erstens würden unabhängig von den Kreditkonditionen bei der Kreditausreichung keine Rückstellungen gebildet werden. Bei der Abzinsung der erwarteten Mittelzuflüsse anhand der erwarteten internen Rendite bei der Ausreichung ist der Anfangswert der Kreditforderung strukturgemäss ihr Nennwert. Zweitens könnten Rückstellungen niemals negativ sein, da sie nur für leistungsgestörte Kredite gebildet werden und Bonitätsverbesserungen nicht ausgewiesen werden. Drittens haben Bewegungen der Marktzinssätze keinen Einfluss auf die angemessene Höhe von Rückstellungen, da sich der Abzinsungsfaktor bei Veränderungen am Markt nicht ändert. Die einzige mögliche Ausnahme hierzu entsteht, wenn Bewegungen der Marktzinsen zur Änderung des Kreditzinssatzes selbst führen.

## Wichtige Beobachtungen und zur Wahl stehende Methoden

Die obige Diskussion lässt mehrere wichtige Beobachtungen und zur Wahl stehende Methoden erkennen. Diese werden im Folgenden nacheinander erörtert.

### *Konditionengestaltung und Festlegung der Rückstellungshöhe*

Wenn die erwartete Rendite eines Kreditportfolios gleich der geforderten Rendite ist, dann sollte der Marktwert des Portfolios gleich seinem Nennwert sein. Es gibt keine latenten Gewinne oder Verluste (d.h. die Konditionen des

Keine Rückstellung erforderlich bei korrekter Konditionengestaltung eines Kredits

Portfolios sind „korrekt“). Abgesehen von Risikoaufschlägen bedeutet dies, dass der Marktwert und der Nennwert der Kreditforderung übereinstimmen, wenn die Zinsmarge die erwarteten Ausfallverluste abdeckt. Ist diese Bedingung erfüllt, würde eine Wertberichtigung des Buchwerts des Portfolios durch Bildung einer Rückstellung dazu führen, dass das Portfolio niedriger als zum abgezinsten Barwert bewertet würde.

Eine erhebliche Verzerrung ergibt sich dann, wenn eine Bank damit rechnet, dass die erwarteten Verluste aus einem Portfolio langjähriger Kreditforderungen sich im Laufe der Zeit ändern werden und bei der Konditionengestaltung demgemäss einen Festzins festlegt. Eintreten könnte diese Situation, wenn sich die Ausfallquoten im Zeitablauf verändern oder aber wenn die Bank mit einer Verschlechterung der Konjunktur im Laufe der Zeit rechnet. In beiden Fällen sollten die anfangs eingenommenen Zinsen die anfänglichen Ausfallverluste des Portfolios mehr als abdecken, wobei der überschüssige Zinsertrag die Tatsache „kompensiert“, dass die in Zukunft erwarteten Verlustquoten höher sein werden. Das bedeutet, dass selbst wenn die Konditionen bei der Ausreichung richtig sind (und nichts Unerwartetes geschieht), mit Hilfe von Rückstellungen gemäss der Gleichung (3) sichergestellt werden muss, dass die Gewinne der Bank und der Wert ihrer Aktiva in der Zeit niedriger Ausfallquoten nicht überzeichnet werden.<sup>9</sup> Tatsächlich läuft dieser Ansatz darauf hinaus, dass die Zinsen zum effektiven Zinssatz anstatt zum vertraglich vereinbarten Zinssatz auflaufen, auch wenn dies im Abschluss natürlich anders dargestellt würde.

#### *Automatische Rückstellungen bei der Kreditausreichung problematisch*

Rückstellungen bei der Kreditausreichung sind nur erforderlich, wenn die erwartete Anfangsrendite niedriger als die „erforderliche“ Rendite ist. Von Risikoaufschlägen abgesehen, würde dies nur eintreten, wenn die anfängliche Zinsmarge für den Kredit die erwarteten Ausfallverluste nicht abdecken würde. Da es unwahrscheinlich ist, dass eine Bank systematisch Kredite mit einer erwarteten Rendite ausreicht, die unter der für sie erforderlichen Rendite liegt (auch wenn in einigen Fällen die erwartete Rendite niedriger als der Marktsatz sein kann), ist die *automatische* Bildung von Rückstellungen für alle Kredite bei der Ausreichung problematisch (s. unten).<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Wenn es für die erwarteten Verluste kein zeitliches Profil gibt und nichts Unerwartetes geschieht, dann müssten die Margenerträge in jeder Periode genauso hoch wie die Forderungsausfälle sein. Diese Forderungsausfälle müssten in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen werden, aber die Substanzwerte brauchten nicht durch die Bildung von Rückstellungen nach unten angepasst zu werden.

<sup>10</sup> Manchmal wird argumentiert, dass selbst bei korrekt festgelegten Konditionen bei der Kreditausreichung Rückstellungen gebildet werden sollten, da der Ausfall ja eintreten könnte, bevor die Zinsmarge verdient wurde. Bei Rückstellungen geht es jedoch um erwartete Ereignisse, und niemals wird damit gerechnet, dass Kredite systematisch vor den Zinszahlungen ausfallen. Die Möglichkeit einer unerwartet hohen Zahl frühzeitiger Ausfälle sollte durch das Eigenkapital abgesichert werden.

### *Für Rückstellungen massgeblicher Zeithorizont: Kreditlaufzeit*

Bei der Festlegung der angemessenen Rückstellungshöhe ist der massgebliche Zeithorizont die Restlaufzeit des Kredits, nicht nur das nächste Jahr. Dieser Horizont kann für die verschiedenen Kreditkategorien und vielleicht auch im Zeitverlauf unterschiedlich sein. Bei vielen Krediten wird dieser Horizont länger als das eine Jahr sein, das für Zwecke der Bestimmung des Eigenkapitals der Banken verwendet wird.

### *Rückstellungen zur Absicherung erwarteter Verluste für Eigenkapitalzwecke?*

Wenn Rückstellungen zur Abdeckung latenter Gewinne und Verluste gebildet werden, dann sollte die Höhe des Eigenkapitals einer Bank einfach im Verhältnis zum Potential unerwarteter Verluste festgelegt werden. Sofern jedoch die tatsächlichen Rückstellungen von den in Gleichung (3) angegebenen latenten Verlusten abweichen, ist zur Deckung dieser Differenz eine Anpassung des Eigenkapitals erforderlich. Diese Anpassung könnte positiv oder negativ sein. Angesichts der für Aufsichts- und Bilanzzwecke unterschiedlichen Verwendung des Begriffs „Verlust“ ist es zudem unwahrscheinlich, dass die erforderliche Höhe der Anpassung - ausser unter aussergewöhnlichen Umständen - jener Anpassung entspricht, die beim aufsichtsrechtlichen Eigenkapital für erwartete Verluste vorgesehen ist.

Mit Blick nach vorne dürfte es sich lohnen, eine klarere Beschreibung des Verhältnisses von Rückstellungen und aufsichtsrechtlichem Eigenkapital zu prüfen. Konzeptionell wäre der naheliegendste Weg, Pauschalwertberichtigungen nicht zum Eigenkapital zu rechnen und Rückstellungen so festzusetzen, dass sie den Schätzwert der latenten Nettoverluste im Kreditportfolio einer Bank abdecken. Das Eigenkapital könnte dann in bezug auf die Veränderlichkeit dieser Verluste (ihre „unerwartete“ Komponente) berechnet werden. Wie dies in die Praxis umgesetzt werden könnte, hängt ganz von der methodischen Präzision bei der Schätzung dieser latenten Verluste ab.

Rückstellungen zur Deckung latenter Verluste, Eigenkapital zur Deckung unerwarteter Verluste

### *Vorausschauend gebildete Rückstellungen - eine brauchbare Alternative zur Zeitwertbilanzierung von Kreditforderungen?*

Die Entwicklung hin zur Zeitwertbilanzierung von Kreditforderungen könnte, wie bereits gesagt, die Volatilität und Zyklizität der Bankengewinne erhöhen. Angesichts dieser Bedenken besteht eine mögliche Alternative für die Banken darin, insbesondere bei nicht gehandelten Kreditforderungen Bonitätsveränderungen in ihrem Kreditportfolio durch vorausschauende Rückstellungen auszuweisen, dagegen Wertveränderungen, die sich aus Bewegungen der Marktzinsen ergeben, nicht auszuweisen.

Eine Möglichkeit hierzu wäre, alle Kreditforderungen zum abgezinnten Barwert der erwarteten Mittelzuflüsse zu bewerten, wobei die Abzinsung zu einem bei der Ausreichung festgelegten Satz erfolgen würde. Dies könnte man als eine Ausweitung des Bewertungsansatzes, der im IAS 39 für „leistungsgestörte Kredite“ verwendet wird, auf das gesamte Kreditportfolio ansehen. Damit würden alle Kreditforderungen bei der Ausreichung zum Nennwert

Bewertung aller Kredite auf Basis des abgezinnten Barwertes denkbar ...

angesetzt, und ihr Wert könnte sich dann im Laufe der Zeit entsprechend einer veränderten Bonität des Kreditnehmers ändern (sofern sich nicht auch die Kreditkonditionen entsprechend ändern). Eine Folge hiervon ist, dass bei einer Verschlechterung des bankinternen Rating eines Kreditnehmers mit einem Festzinsdarlehen nach der Ausreichung eine Rückstellung auch dann gebildet würde, wenn die Kreditforderung nach der geltenden Definition nicht leistungsgestört ist. Ähnlich könnte man die Bildung von negativen Rückstellungen in den Fällen vorsehen, in denen sich das interne Rating eines Kreditnehmers nach der Ausreichung verbessert.

... was allerdings Bedenken wegen Subjektivität weckt ...

Dieser Ansatz ist sowohl bei der Zuordnung der Kreditnehmer in Bonitätskategorien als auch bei der Festsetzung des angemessenen Abzinsungsfaktors anlässlich der Ausreichung subjektiv. Der Grad der Subjektivität ist indes sicherlich nicht höher als der bei der Berechnung des Zeitwerts eines Kreditportfolios in den Situationen, in denen es keine Marktpreise gibt - umso mehr, als die bankinternen Rating-Systeme nach der neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung der Überprüfung durch die Aufsichtsbehörden unterliegen werden. Dieser Ansatz könnte zudem als wohlüberlegte Zwischenstufe auf dem Weg zur uneingeschränkten Zeitwertbilanzierung dienen, wodurch Zeit für einige der komplexeren konzeptionellen und praktischen Probleme bliebe, die vor der Entscheidung über deren Einführung zu lösen sind.

... und Problem des Zinsänderungsrisikos ungelöst lässt

Bei einer Übernahme dieses Ansatzes bliebe die Frage unbeantwortet, wie Wertveränderungen von Kreditforderungen infolge von Schwankungen der Marktzinssätze auszuweisen sind, wenn dies für nützlich gehalten würde. Eine Möglichkeit wäre grundsätzlich eine Bereinigung der bei der Ausreichung festgesetzten Abzinsungsfaktoren um die Veränderungen der risikofreien Zinssätze. Dies könnte zu Rückstellungen sowohl für latente Kreditausfälle als auch für latente Zinssatzverluste führen.

#### *Umgang mit der prozyklischen Natur von Rückstellungen*

Ein letztes, jedoch wichtiges Problem ist die Frage, ob Veränderungen der Rückstellungspraxis die Konjunkturbedingtheit der Bankengewinne sowie in einem allgemeineren Sinn die des Finanzsystems verringern könnten.

Vorausschauende Rückstellungen könnten Finanzzyklen mildern ...

Ein Standpunkt ist, dass die oben skizzierte Entwicklung hin zu vorausschauenden Rückstellungen für das gesamte Kreditportfolio dazu führen würde, dass Forderungsausfälle zu einem früheren Zeitpunkt im Konjunkturzyklus ausgewiesen würden, wodurch der häufig im Abschwung eintretende starke Rückgang der Bankgewinne gemildert würde. Der frühzeitigere Ausweis von Verlusten könnte auch dazu beitragen, dass der Eigenkapitalschwund bei Banken im Konjunkturabschwung weniger stark und plötzlich eintritt. Somit dürfte man von vorausschauenden Rückstellungen einen erheblichen Beitrag zur Verringerung der Zyklizität der Bankengewinne und der Bedingungen, zu denen Kredite verfügbar sind, erwarten.

... Fehleinschätzung von Risiken bleibt allerdings ein Problem

Ein anderer Standpunkt ist, dass vorausschauende Rückstellungen zwar in dieser Richtung wirken würden, ihre Auswirkungen jedoch verhältnismässig gering sein dürften. Hierin spiegelt sich die Vorstellung, dass Banken (und

Märkte) sowohl die Kreditforderungsausfälle als auch die Risiken während eines Konjunkturaufschwungs eher unterschätzen und sie im Konjunkturab-schwung vielleicht überschätzen. Die Unterschätzung während des Auf-schwungs würde sich in der (unbeabsichtigt) falschen Kreditkonditionen-gestaltung und folglich zu geringen Rückstellungen selbst bei einer voraus-schauenden Bildung von Rückstellungen widerspiegeln. Die Unterschätzung der Risiken dürfte ausserdem dazu beitragen, dass die Banken in Zeiten star-ken wirtschaftlichen Wachstums zu wenig Eigenkapital halten.

Ein Weg, diese Bedenken zum Teil zu beschwichtigen, besteht darin, dass die Bankenaufsichtsinstanzen von den Banken die Bildung einer Rückstellung bei jeder Kreditausreichung verlangen. Abgesehen davon, dass die Banken-aufsichtsbehörden in den meisten Ländern die Bilanzierungsregeln nicht fest-legen, ist dieser Ansatz aus den oben erläuterten Gründen jedoch problema-tisch. Insbesondere impliziert er, dass die Kreditkonditionen zu günstig sind, und berücksichtigt auch nicht, dass die falsche Konditionengestaltung sich in ihrer Art während der Laufzeit eines Kredits oder während eines Konjunktur-zyklus ändern dürfte. Der Ansatz wäre indes zu rechtfertigen, wenn Einigkeit darüber herrschte, dass die Abschlüsse stärker von Vorsicht und konservati-vem Vorgehen bestimmt sein sollten, als vielleicht aus Sicht der Anleger gerechtfertigt ist.

Ein weiterer, vielleicht ziemlich radikaler Ansatz wäre, die Rückstellungen für Zwecke der Bankenaufsicht von denen abzukoppeln, welche die Instanzen des Rechnungswesens verlangen. Insbesondere könnten die Aufsichts-behörden die Eigenkapitalanforderungen um eine Rückstellungsanforderung zur Risikovorsorge ergänzen. Ein entsprechender Weg wäre die Einführung eines ähnlichen Systems, wie es kürzlich in Spanien eingeführt wurde; aller-dings würden dabei die jährlichen statistischen Rückstellungen nicht der Gewinn- und Verlustrechnung der Banken belastet, sondern zum aufsichts-rechtlich geforderten Eigenkapital für unerwartete Verluste hinzugerechnet.<sup>11</sup> Ein möglicher Vorteil dieses Ansatzes ist, dass die Banken in guten Zeiten ein grösseres Kapitalpolster gegen negative Ereignisse vorhalten müssten, wäh-rend gleichzeitig eine Entwicklung zur Erstellung von Abschlüssen auf einer Basis möglich wird, welche von den Vertretern des Rechnungswesens unter-stützt wird.

Eine solche Änderung der Eigenkapitalanforderungen wäre nicht ohne Schwierigkeiten durchzuführen. Sie entspräche auch nicht der Vorstellung, dass das Eigenkapital nur unerwartete Verluste absichern sollte. Diesen Ansatz rechtfertigen könnte indes, dass er Schutz gegen die Art von kost-spieligen Finanzzyklen bietet, die infolge der Unterschätzung von Risiken in guten Zeiten entstehen. Mit dem Blick in die Zukunft Wege für den Umgang mit diesen Zyklen zu finden, dürfte eine wichtige Herausforderung für Vertreter der Bankenaufsicht und andere Entscheidungsträger sein.

Weitere Möglich-keiten: vorge-schriebene Rück-stellung bei Kredit-ausreichung ...

... und zusätzliches Eigenkapital zur Unterlegung poten-tiell zu niedriger Rückstellungen

---

<sup>11</sup> Wie bei der derzeitigen spanischen Regelung wäre eine Obergrenze für die zusätzliche Eigenkapitalanforderung erforderlich, und die Anforderung müsste verringert werden, wenn Einzelwertberichtigungen vorgenommen werden.

---

## Analyse der Zunahme der Fremdwährungseinlagen in Taiwan

Die Nachfrage nach Bankkonten in Auslandswährung ist häufig auf sehr hohe Inflation zurückzuführen. So machen beispielsweise Banknoten und Einlagen in Dollar und D-Mark in Argentinien, Russland und der Türkei einen bedeutenden Anteil des Geldbestands der Volkswirtschaft aus, da diese Länder schon eine Hyperinflation erlebten. Entsprechend ging die allgemein niedrige Inflation in Ostasien in den letzten Jahrzehnten mit einem zumeist geringen Anteil von Fremdwährungseinlagen in dieser Region einher, der im Durchschnitt nicht höher war als in den Industrieländern (Tabelle 1). Abgesehen von den Finanzzentren Hongkong und Singapur spielen die Fremdwährungseinlagen in Indonesien und auf den Philippinen, wo die Inflation im Regionalvergleich tendenziell ausserordentlich hoch ist, die grösste Rolle.

Einige der jüngsten Entwicklungen in Ostasien allerdings entsprechen dieser generell positiven Beziehung zwischen Inflation und Umfang der Fremdwährungseinlagen nicht. Ein Beispiel ist Taiwan, China (im folgenden Taiwan genannt), wo in den letzten Jahren bei den Einlagen in Fremdwährung ein sehr schnelles Wachstum zu verzeichnen war, und zwar ungeachtet der niedrigen Inflationsrate.<sup>1</sup> In diesem Feature wird die Zunahme der taiwanischen Fremdwährungseinlagen analysiert und werden verschiedene Erklärungsansätze erörtert: das Länderrisiko, das Kreditrisiko, Zinsdifferenzen und Wechselkursereignisse.

---

<sup>1</sup> Ein anderes Beispiel ist Festland-China. Dort führte ein praktisch fester Wechselkurs, der während der Ostasienkrise aufrechterhalten wurde, zu Deflation und niedrigen Zinssätzen. S. Robert N. McCauley und Y.K. Mo, „Fremdwährungseinlagen von Unternehmen und Privatpersonen bei Banken in China“, *BIZ-Quartalsbericht*, August 2000, S. 38-43. Innerhalb der Beschränkungen durch Kapitalverkehrskontrollen hat die Nachfrage nach höher verzinslichen Fremdwährungseinlagen tatsächlich wesentlich schneller zugenommen als der Bedarf an Einlagen in Landeswährung. Im Jahr 2000 stieg der Anteil der Fremdwährungseinlagen um 24,3 % auf US-\$ 128,3 Mrd. und wuchs damit beinahe doppelt so rasch wie die Geldmenge M2. Die anschließende Liberalisierung der Käufe von B-Aktien, in der Vergangenheit grundsätzlich auf ausländische Gebietsansässige beschränkt, dürfte die Zunahme der Fremdwährungseinlagen bei chinesischen Banken bremsen.

## Fremdwährungseinlagen und breit abgegrenzte Geldmenge in ausgewählten Volkswirtschaften

Ende Dezember 2000, Mrd. US-Dollar

Sitzland	Fremdwährungseinlagen inländischer Nichtbanken			Nachrichtlich	
	bei inländischen Banken	bei ausländischen Banken	insgesamt	Breit abgegrenzte Geldmenge	Fremdwährungseinlagen in % der breit abgegrenzten Geldmenge
Euro-Raum	112,1	400,9	513,0	4 725,6	10,9
Belgien	8,4	34,9	43,3	237,3	18,3
Deutschland	14,0	91,1	105,1	1 447,5	7,3
Frankreich	18,3	38,0	56,3	983,9	5,7
Italien	5,6	22,8	28,5	556,8	5,1
Niederlande	16,5	119,1	135,6	319,9	42,4
Australien	3,8	8,5 <sup>2</sup>	12,3	744,0	1,7
Japan	93,4 <sup>3</sup>	14,6	107,9	5 581,5	1,9
Kanada	28,1	15,1 <sup>2</sup>	43,3	472,4	9,2
Neuseeland	1,4	2,8 <sup>2</sup>	4,2	238,7	1,8
Schweden	6,1	5,5 <sup>2</sup>	11,5	99,7	11,5
Schweiz	73,3	54,2	127,4	289,2	44,1
USA <sup>4</sup>	..	139,4	139,4	7 143,5	2,0
Vereinigtes Königreich	175,5	147,0	322,6	1 309,9	24,6
<b>Euro-Raum und sonstige Industrieländer insgesamt</b>	<b>493,7</b>	<b>787,9</b>	<b>1 281,6</b>	<b>20 604,5</b>	<b>6,2</b>
Hongkong <sup>5</sup>	209,5	39,2 <sup>2</sup>	248,7	462,5	53,8
China	128,3	10,4 <sup>2</sup>	138,7	1 642,6	8,4
Indien	–	5,2 <sup>2</sup>	5,2	243,6	2,1
Indonesien	14,9	3,2 <sup>2</sup>	18,1	77,3	23,4
Korea	16,8	2,0 <sup>2</sup>	18,8	326,7	5,7
Macau <sup>6</sup>	7,8	1,1 <sup>2</sup>	8,9	10,7	83,4
Malaysia	2,5	2,7 <sup>2</sup>	5,2	91,6	5,7
Philippinen	12,3	3,6 <sup>2</sup>	15,9	41,3	38,5
Singapur	–	18,9 <sup>2</sup>	18,9	98,7	19,1
Taiwan, China	34,1	18,6 <sup>2</sup>	52,7	571,2	9,2
Thailand	1,5	2,8 <sup>2</sup>	4,3	119,0	3,7

<sup>1</sup> Nicht saisonbereinigt. Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande: Ende Dezember 1998. <sup>2</sup> Geschätzt als Einlagen mit identifizierter Währung; die Schätzung ist als Minimum anzusehen. <sup>3</sup> Schätzung BIZ. <sup>4</sup> Die USA melden keine Fremdwährungseinlagen bei inländischen Banken; diese werden als gering eingeschätzt. <sup>5</sup> Bestände von Fremdwährungseinlagen von gebietsansässigen und gebietsfremden Nichtbanken. <sup>6</sup> Daten per Ende Juni 2000.

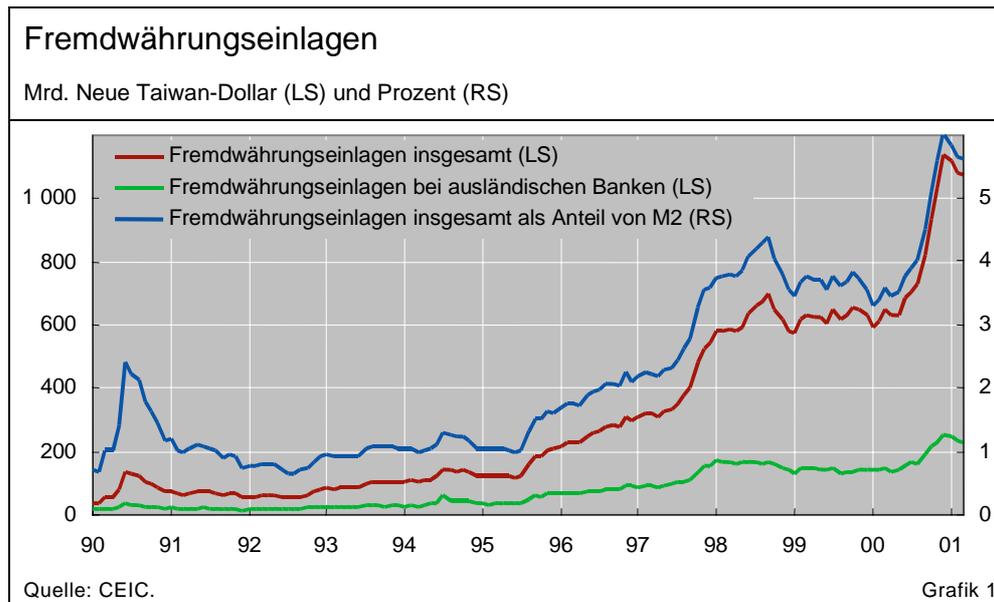
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Tabelle 1

### Die Zunahme der Fremdwährungseinlagen in Taiwan

Der Bestand an Fremdwährungseinlagen bei Banken zeigte in den letzten Jahren verschiedene Wachstumsphasen. Nachdem er bis Mitte 1995 mit etwa 1 % der Geldmenge M2 bzw. NT-\$ 150 Mrd. (rund US-\$ 5 Mrd.) mehr oder weniger konstant geblieben war, setzte eine Aufwärtsentwicklung ein. Sein Wachstum

Zunahme der Fremdwährungseinlagen in Taiwan seit 1995 ...



... nahezu Verdop-  
pelung im zweiten  
Halbjahr 2000

beschleunigte sich während der Asienkrise, und bis zum September 1998 vierfachte sich sein Anteil an der Geldmenge M2 (Grafik 1). Nach einem vier Monate anhaltenden Rückgang blieb der Bestand der Fremdwährungseinlagen bis Mitte des Jahres 2000 relativ stabil. Dann nahm er wieder stark zu, verdoppelte sich beinahe bis zum Jahresende und erreichte mit einer Höhe von NT-\$ 1,1 Bio. (etwa US-\$ 34 Mrd.) 6 % der Geldmenge M2. Anfang 2001 gingen diese Einlagen wieder zurück.

Eine Aufgliederung der Fremdwährungseinlagen bei den inländischen Banken in Sichteinlagen und Termineinlagen verdeutlicht, dass letztere die Hauptquelle des Wachstums darstellten. Diese Beobachtung legt nahe, dass die bei diesen Einlagen verzeichnete Steigerung überwiegend auf Investitionen und weniger auf Transaktionsbedürfnisse zurückzuführen ist.

### Reaktion der Behörden

Als Reaktion auf den Anstieg der Bestände an Fremdwährungseinlagen änderten die taiwanischen Behörden im letzten Jahr ihre Politik und „bestrafen“ das Halten von solchen Einlagen, nachdem sie es vorher faktisch begünstigt hatten. Vor Dezember 2000 waren keine Rücklagen für Fremdwährungskonten erforderlich gewesen, während die Mindestreservesätze für Einlagen in Neuen Taiwan-Dollar zwischen 5 % und 13,5 % gelegen hatten. Im Dezember führten die Behörden in zwei Schritten Mindestreserveanforderungen für neue Fremdwährungseinlagen ein und legten sie zunächst auf 5 % und dann auf 10 % fest. Somit galt für Termineinlagen in US-Dollar eine höhere Mindestreserveanforderung als für Termineinlagen in Neuen Taiwan-Dollar (6,25 %).

Einführung von  
Mindestreserve-  
vorschriften ...

... und entspre-  
chend tiefere Zins-  
sätze bei Fremd-  
währungseinlagen

Es war zu erwarten, dass die Kosten der neuen Mindestreserveanforderungen für Fremdwährungseinlagen bis zu einem gewissen Grad in Form von niedrigeren Renditen an die Einleger weitergegeben würden. Bei US-Dollar-Zinssätzen über 5 % hätte eine volle Weitergabe der Kosten eine um etwa

50 Basispunkte (0,5 %) niedrigere Rendite für neue Einleger bedeutet.<sup>2</sup> Tatsächlich sanken die Zinssätze für ein- und dreimonatige US-Dollar-Einlagen bei den inländischen Banken nach der Erhöhung der Mindestreserven um rund 60 Basispunkte (nach Berücksichtigung der Änderungen bei den LIBOR-Sätzen).

Durch die Einführung der Mindestreserveanforderungen verringerte sich der Zinsvorteil der Fremdwährungseinlagen gegenüber den auf Neue Taiwan-Dollar lautenden Einlagen. Zudem erhöhte diese Massnahme den Anreiz, ausländische Währung an Finanzplätzen anzulegen, wo keine derartigen Reservevorschriften gelten, z.B. in Hongkong und den USA.

## Erklärungen

Zwei mögliche Erklärungen für den in den letzten Jahren verzeichneten Schub bei den Fremdwährungseinlagen in Taiwan scheiden nach den verfügbaren Informationen aus, eine weitere Erklärung kann teilweise gelten gelassen und eine vierte gänzlich übernommen werden. Hätten die taiwanischen Einleger US-Dollar gekauft, um ein Länderrisiko zu vermeiden, wäre zu erwarten gewesen, dass sie ihre Fremdwährung im Ausland anlegten. Sie zogen jedoch Auslandseinlagen gegenüber den Inlandeinlagen nicht vor. Hätten die Einleger in Taiwan Fremdwährung erworben, um ein Kreditrisiko zu vermeiden, wäre zu erwarten gewesen, dass sie ihre Einlagen bei Banken mit einem höheren Rating plazierten. Sie gaben jedoch den höher bewerteten Banken nicht den Vorzug gegenüber den inländischen Mitbewerbern. Wenn die Einleger in Taiwan Fremdwährungen erwerben, um höhere Renditen zu erzielen, müsste eigentlich das Einlagenwachstum der Zinsdifferenz zugunsten des US-Dollars entsprechen.<sup>3</sup> Dies war mehr oder weniger der Fall. Und schliesslich: Würden die Einleger in Erwartung einer Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Neuen Taiwan-Dollar US-Dollar erwerben, wäre zu erwarten, dass ihre Einlagen in Übereinstimmung mit der Stärke des US-Dollars zu- und abnehmen (zumindest unter Annahme adaptiver Erwartungen). Und genau das geschah.

Vier mögliche Erklärungen für die Zunahme der Fremdwährungseinlagen

### *Länderrisiko*

Es wäre durchaus plausibel, dass die taiwanischen Einleger auf die politischen Unsicherheiten nach den Präsidentenwahlen Anfang 2000 reagierten, indem sie versuchten, ihre Mittel in andere Länder zu bringen. Doch die verfügbaren Daten zeigen, dass die taiwanischen Gebietsansässigen tatsächlich in überwältigender Masse Fremdwährungseinlagen in *Taiwan* favorisierten. Während die Fremdwährungseinlagen bei Banken in Taiwan im Jahr 2000 um etwa US-\$ 15 Mrd. zunahmen, war bei den Fremdwährungseinlagen des taiwanischen Nichtbankensektors bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet im gleichen Jahr

Länderrisiko als Erklärung untauglich aufgrund des Verbleibens der meisten Einlagen im Inland

---

<sup>2</sup> Rücklagen für Fremdwährungseinlagen werden nicht verzinst.

<sup>3</sup> Über 90 % der Fremdwährungseinlagen lauten auf US-Dollar.

lediglich ein Anstieg von US-\$ 3,7 Mrd. zu verzeichnen, nämlich von US-\$ 14,9 Mrd. Ende 1999 auf US-\$ 18,6 Mrd. Ende 2000.

Bei einer allgemeineren Betrachtung scheinen die Fakten darauf hinzuweisen, dass Fremdwährungseinlagen nicht besonders stark auf politische Unsicherheiten reagieren. 1999, als die politischen Spannungen weniger ausgeprägt waren, hatten die Offshore-Einlagen sogar einen etwas schnelleren Zuwachs verzeichnet. Wenn man an die ähnlich gespannten Beziehungen zum Festland während der Präsidentenwahlen von 1996 zurückdenkt, so stellt man fest, dass damals die taiwanischen (Nichtbank-)Einlagen bei an die BIZ berichtenden Banken nur geringfügig zunahmen.

### *Kreditrisiko*

Kreditrisiko als Erklärung untauglich aufgrund mehrheitlich bei inländischen Banken platzierter neuer Einlagen

Es wäre ebenfalls denkbar, dass die taiwanischen Einleger auf die erhöhte Sensibilität bezüglich eines Kreditrisikos im Bankensektor reagierten, indem sie ihre Einlagen in Fremdwährungseinlagen bei ausländischen Banken umwandeln. Zweifellos gab es im Jahr 2000 wesentlich mehr öffentliche Diskussionen über die Auswirkungen der seit zehn Jahren anhaltenden Abwärtsentwicklung bei den Preisen für Vermögenswerte und des Niedergangs traditioneller Industrien wie der Textil- und Schuhindustrie auf die Verfassung der taiwanischen Banken. Möglicherweise war die Änderung der Einlagenwährung ein Nebeneffekt der Verlagerung von Einlagen zu ausländischen Banken in Taiwan, die eine ganze Rating-Stufe höher bewertet sind als ihre taiwanischen Mitbewerber.

Doch auch hier lässt sich die Annahme, dass die Fremdwährungseinlagen plötzlich erhöht wurden, um ein Kreditrisiko zu vermeiden, nicht durch Fakten belegen. Tatsächlich plazierten die privaten Haushalte und Unternehmen den Grossteil ihrer neuen Fremdwährungseinlagen in Taiwan bei inländischen Banken (Grafik 1). Deren Marktanteil bei den Fremdwährungseinlagen in Taiwan hatte in der Zeit von 1990 bis Mitte 1998 rund zwei Drittel betragen, doch im Jahr 2000 erhöhte er sich auf mehr als drei Viertel. Anstatt das Kreditrisiko auf ein Minimum zu begrenzen, wurden die Einleger durch einen Renditeaufschlag von mindestens 50 Basispunkten vielmehr veranlasst, in unverhältnismässig grossem Umfang Fremdwährungseinlagen bei inländischen Banken zu plazieren.

### *Zinsdifferenzen*

Zinsdifferenzen nur als Erklärung für die jüngste starke Zunahme

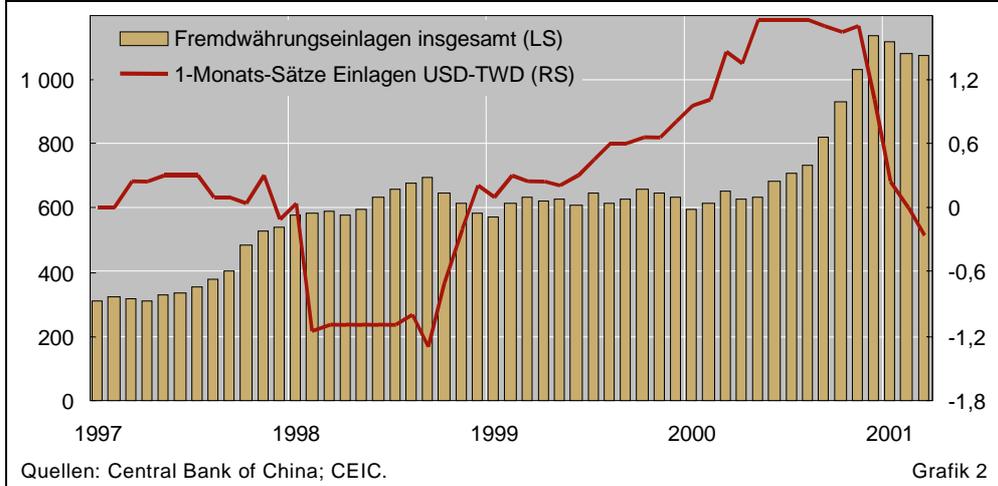
Bis vor kurzem konnte der Zuwachs bei den Fremdwährungseinlagen nicht einer Zinsdifferenz zugunsten des US-Dollars zugeschrieben werden (Grafik 2). Während der Asienkrise nahmen die Fremdwährungseinlagen zu, trotz der sich für den US-Dollar ungünstig entwickelnden Zinsdifferenz (gemessen anhand der Zinssätze für einmonatige US-Dollar-Einlagen abzüglich der Renditen von 1-Monats-Einlagen in Neuen Taiwan-Dollar).<sup>4</sup> 1999 stieg die Zinsdifferenz dann

---

<sup>4</sup> 1-Monats-Einlagezinsen bei der First Commercial Bank.

## Fremdwährungseinlagen und Zinsdifferenzen

Mrd. Neue Taiwan-Dollar (LS) und Prozent (RS)



von rund 0,25 % auf über 0,75 % zugunsten des US-Dollars, aber dennoch blieben die Fremdwährungseinlagen praktisch unverändert. Erst als dieser Renditenaufschlag im Mai 2000 175 Basispunkte erreichte, begannen diese Einlagen stark zuzunehmen. Anfang dieses Jahres verschwand die Zinsdifferenz, und die Einlagen gingen zurück.

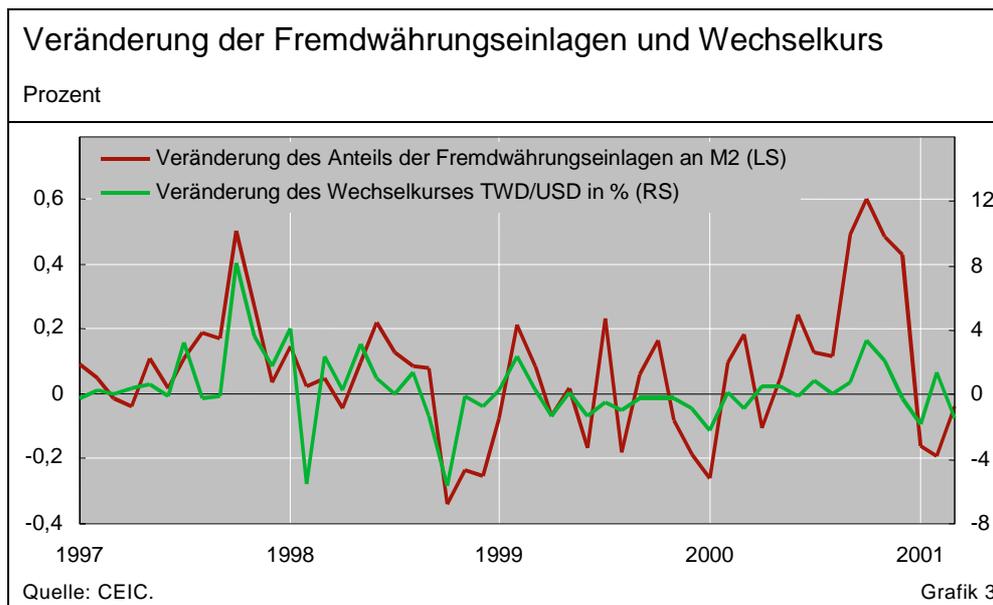
### Wechselkurserwartungen

Die Wechselkursbewegungen korrelierten seit 1997 eng mit dem Wachstum der Fremdwährungseinlagen (Grafik 3). Als sich der Neue Taiwan-Dollar in der Zeit von Mitte 1997 bis zum Herbst 1998 gegenüber dem US-Dollar abwertete, nahmen die Fremdwährungseinlagen spürbar zu: von NT-\$ 300 Mrd. (US-\$ 12 Mrd.) auf beinahe NT-\$ 700 Mrd. (US-\$ 20 Mrd.). Beim nachfolgenden festeren Trend der Landeswährung, der sich bis ins erste Halbjahr 2000 fortsetzte, blieben die Fremdwährungseinlagen relativ unverändert. Mit der Mitte 2000 wiederum einsetzenden Abwertung nahmen diese Einlagen jedoch erneut stark zu. Als sich der Neue Taiwan-Dollar Anfang 2001 erholte, gingen sie wieder zurück.

Vergleicht man die beiden Abwertungsphasen – zur Zeit der Asienkrise und im Jahr 2000 –, reagierten die privaten Haushalte und Unternehmen in Taiwan offenbar stärker auf den Wechselkurs. Insbesondere scheint die Verlagerung hin zu Fremdwährungseinlagen, im Verhältnis zum Ausmass der Verschlechterung des Wechselkurses, im zweiten Fall sehr viel ausgeprägter. Darin dürfte sich eine Wechselwirkung zwischen den Wechselkurserwartungen (auf Basis der jüngsten tatsächlichen Kurse) und den Zinsdifferenzen widerspiegeln. Mit anderen Worten: Einleger reagieren angesichts eines im Vergleich zum Neuen Taiwan-Dollar höheren US-Dollars möglicherweise stärker auf bestehende Erwartungen betreffend Wechselkursgewinne. Zum selben

Erwartete Abwertung als plausible Erklärung für die Zunahme der Fremdwährungseinlagen ...

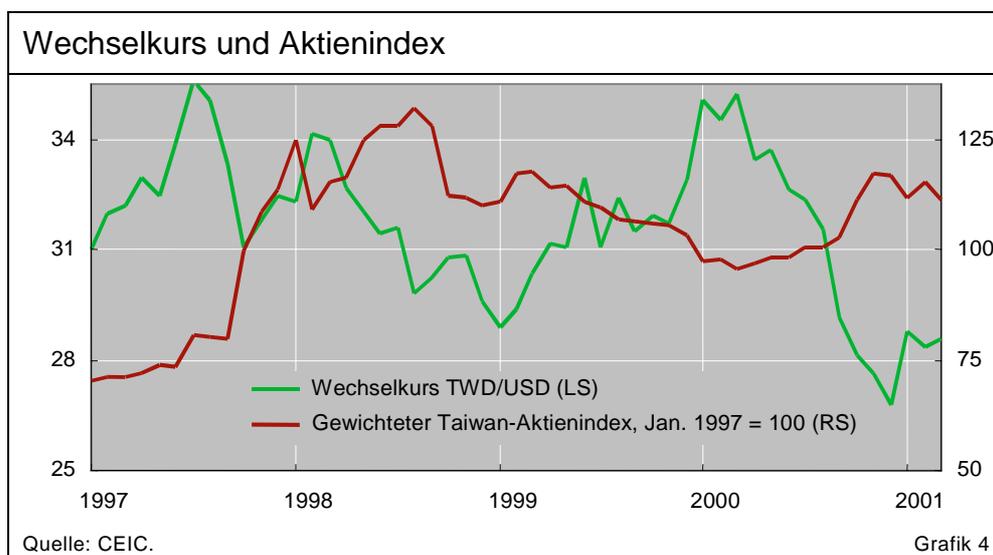
... vor allem bei Zinsvorteilen für Fremdwährungseinlagen



Schluss kommt man auch mit folgender Argumentation: Offenbar musste während der Asienkrise an den extrapolierten Erwartungen betreffend Wechselkursgewinne aus gehaltenen Fremdwährungen festgehalten werden, um den sicheren Verlust aus der Zinsdifferenz zu überwinden. In jüngerer Zeit boten dieselben Erwartungen neben dem sicheren Aufschlag auf die für Einlagen in US-Dollar geltenden Zinsen zusätzliche Gewinnmöglichkeiten.

Eine weitere Erklärung ist, dass die Verlagerung hin zu Fremdwährungseinlagen die Entwicklung des taiwanischen Aktienmarktes widerspiegelt (Grafik 4). Bei dieser Betrachtungsweise können die Fremdwährungseinlagen zu Kapitalgewinnen und -verlusten in der Landeswährung führen und sich somit als eine relativ riskante Klasse von Anlagen erweisen – weniger instabil als eine Aktienanlage, doch dieser recht ähnlich. Somit fand während der Asienkrise die Verlagerung zu Fremdwährungseinlagen vor dem Hintergrund

Schwäche am Aktienmarkt als weiterer möglicher Einflussfaktor



schwacher Aktienkurse statt, und sie nahm im Jahr 2000 zu, als die Aktienkurse den jähen Sturz des Nasdaq nachvollzogen. Umgekehrt fiel die Stärke von Nasdaq, taiwanischem Aktienmarkt, Neuem Taiwan-Dollar und Kapitalzuflüssen nach Taiwan mit abnehmenden Fremdwährungseinlagen Anfang des Jahres 2001 zusammen. Angesichts der Schwächetendenz der Währung, als gebietsfremde Anleger Geld aus dem nachgebenden taiwanischen Aktienmarkt abzogen – sowohl 1997/98 als auch im Jahr 2000 –, lässt sich dieser alternative Erklärungsansatz in der Praxis jedoch nur schwer vom rein wechselkursbezogenen Ansatz unterscheiden.

## Schlussfolgerung

Die Fremdwährungseinlagen in Taiwan nahmen während der Asienkrise und im Jahr 2000 zu. Es gibt keinen Beweis dafür, dass Länder- oder Kreditrisiken bei dem jüngsten raschen Anstieg eine wesentliche Rolle spielten. Diese Entwicklung scheint in erster Linie auf Wechselkurserwartungen im Zusammenspiel mit Zinsdifferenzen zwischen Fremd- und Landeswährungseinlagen zurückzuführen zu sein. Bei einer solchen Betrachtungsweise dürfte der drastische Rückgang der US-Dollar-Zinssätze, der durch die Auswirkungen der Mindestreservevorschriften auf Renditen von Fremdwährungseinlagen in Taiwan noch verstärkt wurde, dazu führen, dass Fremdwährungseinlagen an Attraktivität verlieren. Insbesondere die Verlagerung hin zu Fremdwährungseinlagen als Reaktion auf eine bestehende Erwartung einer Verschlechterung des Wechselkurses dürfte in der nahen Zukunft weniger ausgeprägt sein als im Jahr 2000. Gleichzeitig dürften sich jedoch in diesen Wechselkurserwartungen die Entwicklung der Aktienmärkte weltweit und die dazugehörigen Kapitalströme niederschlagen.

Ohne Renditenaufschlag auf US-Dollar-Einlagen vermutlich geringere Wechselkursreagibilität der Einlagen

## Empirische Bestimmungsfaktoren der Zunahme der Fremdwährungseinlagen in Taiwan

Wir führten verschiedene Regressionen durch, um festzustellen, ob die Daten folgende Theorie stützen: Die Fremdwährungseinlagen in Taiwan nahmen jeweils zu, wenn eine Abwertung des Neuen Taiwan-Dollars erwartet wurde, wenn die Zinssätze für US-Dollar-Einlagen höher waren als für Einlagen in Landeswährung und wenn die Aktienkurse rückläufig waren. Die untenstehenden Regressionskoeffizienten weisen das richtige Vorzeichen auf und sind signifikant, womit unsere Theorie empirisch bestätigt wird.

Stichprobe 1991:01-2001:03

$$F_t = 0,041 + 0,034 e_{t-1} + 0,212RD_t - 0,004S_t$$

(3,7)    (5,6)            (2,4)            (- 3,4)

$$R^2 = 0,29 \quad DW = 1,65$$

wobei

$F_t$  = Wechselkursbereinigte Veränderungen der Fremdwährungseinlagen als Anteil an der Geldmenge M2

$e_{t-1}$  = Verzögerte Veränderung des Wechselkurses TWD/USD in Prozent

$RD_t$  = Zinsdifferenz (1-Monats-Sätze für USD abzüglich 1-Monats-Sätze für TWD)

$S_t$  = Prozentuale Veränderung des gewichteten Taiwan-Aktienindex

Hinweis: t-Statistik in Klammern

Wir prüften auch die Hypothese, dass die Zunahme der Fremdwährungseinlagen in stärkerem Zusammenhang mit einer Währungsabwertung stand, wenn die Zinsdifferenz US-Dollar-Einlagen begünstigte. Wir ergänzten die Gleichung mit einer binären Variablen  $d_t$ , die 1 betrug, wenn der US-Dollar-Kurs über dem NT-Dollar-Kurs lag, und im umgekehrten Falle 0 und betrachteten nacheinander Regressionen mit den folgenden Ergänzungen:  $d_t$ ,  $d_t(e_{t-1})$  und  $d_t(e_{t-1}RD_t)$ .

$$F_t = 0,036 + 0,026 e_{t-1} + 0,169RD_t - 0,003S_t + 0,49 d_t(e_{t-1}RD_t)$$

(3,3)    (4,0)            (1,9)            (- 3,3)    (2,6)

$$R^2 = 0,33 \quad DW = 1,83$$

Punktschätzungen deuten darauf hin, dass ein Zinsvorteil für Fremdwährungseinlagen entweder die Verlagerung hin zu diesen Einlagen beschleunigt oder sie gegenüber kürzlich erfolgten Wechselkursschwankungen reagibler macht. Diese Schätzungen sind allerdings nur im Falle von  $d_t(e_{t-1}RD_t)$  signifikant.

## Sicherheiten am „Grosshandels“-Finanzmarkt

Adressenausfallrisiken im Grosshandelsgeschäft („wholesale business“) werden in den letzten Jahrzehnten zunehmend durch bilaterale Besicherungsvereinbarungen gedeckt. In einem Bericht des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System, CGFS) – oft als Johnson-Bericht<sup>1</sup> bezeichnet – wurde darauf hingewiesen, dass Mängel in der Besicherungspraxis im Herbst 1998 die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte beeinträchtigt haben. Der CGFS setzte daraufhin eine Arbeitsgruppe mit dem Mandat ein, einen Überblick über Entwicklungen bei der Verwendung von Sicherheiten zu erstellen. Der Bericht der Arbeitsgruppe „Sicherheiten“ wurde im März veröffentlicht.<sup>2</sup> Im vorliegenden Beitrag werden einige der wichtigsten Ergebnisse vorgestellt.

### Trends bei der Verwendung von Sicherheiten

Bedingt durch den zunehmenden Handel mit Wertpapieren und Derivaten, die Entwicklung besicherter Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme sowie die Ausdehnung des Finanzgeschäfts weltweit hat die Verwendung von Sicherheiten in den letzten Jahren stark zugenommen. Das grössere Augenmerk, das dem Risikomanagement insbesondere infolge einer Reihe von Marktstörungen in den neunziger Jahren zuteil wurde, hat zu einem Anstieg der Finanztransaktionen beigetragen, bei denen Sicherheiten eingesetzt werden, um grosse Kreditrisiken, wie z.B. Risiken zwischen Händlern oder Adressenausfallrisiken bei komplexen Marktrisiken, besser steuern zu können. Im Vergleich zu anderen Verfahren zur Reduzierung von Kreditrisiken bietet die Besicherung zwei deutliche Vorteile, die wohl der Grund für ihre weite Verbreitung im Handel sind. Zum einen sind die Transaktionskosten relativ gering. Die Besicherungsvereinbarungen sind weitgehend standardisiert, so dass sie für kurzfristige

Zunehmende  
Verwendung von  
Sicherheiten ...

---

<sup>1</sup> Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999): *A review of financial market events in autumn 1998*, Basel, Oktober.

<sup>2</sup> Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001): *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, Basel, März. URL: <http://www.bis.org/publ/cgfs17.htm>. Geleitet wurde die Arbeitsgruppe „Sicherheiten“ von Christine Cumming, Federal Reserve Bank, New York.

Transaktionen mit einer Vielzahl unterschiedlicher Vertragsparteien geeignet sind. Zum anderen bieten dingliche Sicherheiten im Gegensatz zu anderen Verfahren der Risikominderung, wie Garantien oder Kreditderivaten, einen fundierten Schutz.

... an Märkten für Repo-Geschäfte ...

Finanzinstitute wie Banken oder Wertpapierhändler arbeiten im wesentlichen in drei Bereichen ihres Grosshandelsgeschäfts mit Sicherheiten. Erstens ist der Bereich der Wertpapierpensionsgeschäfte (Repo-Geschäfte) zu nennen: Verbesserungen der Finanzinfrastruktur, der gesetzlichen Rahmenbedingungen und der Verfahren des Risikomanagements haben den Einsatz von Repo-Geschäften erleichtert, und mit dem allgemein zunehmenden Handel ist das Geschäft schnell gewachsen (Tabelle 1).

... bei Derivatengeschäften ...

Zweitens sind Besicherungen am Markt für Derivate üblich. Eine Besicherung der Risiken von Derivaten ermöglicht es den Finanzinstituten, das Marktrisiko bei begrenztem Adressenausfallrisiko zu steuern. Dies erleichtert das Management und die Kontrolle des Gesamtkreditrisikos im Handelsbereich und führt zu einer effizienteren Nutzung des ökonomischen und auch des aufsichtsrechtlichen Kapitals. Bei ausserbörslichen Derivaten hat die Besicherung deutlich zugenommen, obwohl unbesicherte Transaktionen nach wie vor die Norm sind. Darin zeigt sich u.a., dass die Teilnehmer an den ausserbörslichen Märkten im allgemeinen hohe Kreditratings vorweisen konnten.

Repo-Markt in ausgewählten Ländern <sup>1</sup>										
	Transaktionen mit allen Gegenparteien								Transaktionen ohne MFI <sup>2</sup>	
	USA <sup>3</sup> USD	Frankreich <sup>4</sup> EUR <sup>10</sup>	Vereinigtes Königreich <sup>5</sup> GBP	Japan <sup>6</sup> JPY	Italien <sup>7</sup> EUR <sup>10</sup>	Deutschland <sup>7</sup> EUR <sup>10</sup>	Belgien EUR <sup>10</sup>	Schweden <sup>8</sup> SEK	Euro-Raum <sup>9</sup> EUR <sup>10</sup>	Niederlande <sup>9</sup> EUR <sup>10</sup>
1990	777,8				11,0					
1995	1 520,4	240,3		11 079,8	77,3					
1996	1 649,8	322,8		11 945,5	85,2					
1997	2 194,5	320,2	74,9	9 979,5	87,4				211,0	
1998	2 372,0	296,4	97,1	11 516,5	93,3				183,9	
1999	2 517,1	159,1	102,5	20 798,6	122,5	81,2	111,7		155,3	
2000	2 636,8	149,1	138,2	22 661,0	163,7	137,8	97,7	400,0	186,2	6,2
US-Dollar										
2000	2 636,8	240,0 <sup>7</sup>	206,0	197,2	137,8	119,6	90,9	42,2	173,3	5,8

<sup>1</sup> Offene Beträge zum Jahresende, Mrd.; 2000: neueste verfügbare Daten; Umrechnungen zu Wechselkursen am Jahresende. Vergleichbarkeit der Zahlen unter den einzelnen Ländern wegen unterschiedlicher Messverfahren eingeschränkt. <sup>2</sup> Monetäre Finanzinstitutionen. <sup>3</sup> Repo- und Reverse-Repo-Geschäfte von US-Staatspapier-Händlern. <sup>4</sup> Repo-Geschäfte von Händlern mit französischen Staatspapieren. <sup>5</sup> Staatspapier-Repos und Verkäufe mit Rücknahmevereinbarung; Daten für November. <sup>6</sup> Gesamter offener Betrag am Markt für Anleihe-Repo-Geschäfte. <sup>7</sup> Repo-Geschäfte inländischer monetärer Finanzinstitutionen mit anderen Sektoren. <sup>8</sup> Repo-Geschäfte über Staatsanleihen und Hypothekenwertpapiere; grobe Schätzung. <sup>9</sup> Inländische Repo-Geschäfte der monetären Finanzinstitutionen. <sup>10</sup> EUR: Euro-Umrechnungskurs auch auf Daten vor 1999 angewandt.

Tabelle 1

Drittens wird auch in Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen vermehrt mit Sicherheiten gearbeitet. In vielen Ländern stellen die Zentralbanken Innertageskredit für Grossbetrags-Zahlungssysteme mit Bruttozahlungsausgleich in Echtzeit (RTGS-Systeme) nur bei vollständiger Besicherung zur Verfügung. Derartige Systeme ermöglichen schnelle endgültige Zahlungen, wobei eine Besicherung des Debetsaldos die Zentralbanken vor Verlusten schützt. Wichtig ist dabei auch, dass für die Teilnehmer eine geringere Notwendigkeit besteht, die Bonität der einzelnen Gegenparteien zu bewerten. Dies hat positive Auswirkungen auf das Funktionieren der Zahlungsverkehrssysteme, bei denen sich die offenen Positionen sehr schnell ändern können und die Gegenparteien nicht unbedingt im voraus bekannt sind.

... und in Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen

Die Aktiva, die traditionell vorzugsweise für Sicherungszwecke verwendet wurden, sind Barmittel und Staatsanleihen.<sup>3</sup> Aufgrund der wachsenden Nachfrage nach Sicherheiten und des rückläufigen Volumens an Staatsanleihen wurden die Märkte offensichtlich gezwungen, sich anzupassen. Eine ihrer Anpassungsreaktionen war, die Palette der als Sicherheiten akzeptierten Aktiva zu verbreitern. So werden inzwischen auch Aktien, die in bedeutenden Indizes enthalten sind, aufgrund ihrer hohen Liquidität in gewissem Umfang akzeptiert. Eine andere Art, sich an veränderte Nachfrage-/Angebotsbedingungen anzupassen, besteht darin, die vorhandenen Sicherheiten möglichst effizient zu nutzen. Grosse Marktteilnehmer denken intensiv darüber nach, wie sie offene Positionen bei der Abwicklung senken können, so dass sie im Rahmen der Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme weniger Liquidität und Sicherheiten benötigen. Insbesondere hat das Interesse an der Frage zugenommen, wie die Rolle von Clearing-Häusern als zentraler Gegenpartei an Märkten ausgedehnt werden könnte, an denen das Clearing zur Zeit entweder langsam oder auf bilateraler Basis erfolgt.

Breitere Palette von Sicherheiten

## Die Vorteile von Sicherheiten nutzen: Rolle des Risikomanagements

Mit einer Besicherung besteht für den Sicherungsnehmer weniger Anlass, die Bonität einer Vielzahl von Kontrahenten zu überwachen. Statt dessen wird er sich auf das Risiko der Sicherheiten selbst konzentrieren müssen, insbesondere auf die Bonität der als Sicherheit akzeptierten Papiere und ihre Liquidität. Die Verwendung von Sicherheiten mit geringen Kredit- und Liquiditätsrisiken vereinfacht dieses Risikomanagement und senkt damit die Kosten der Verwendung von Sicherheiten. Deshalb geben die Marktteilnehmer Staatspapieren und Barmitteln den Vorzug.

Sicherheiten mit niedrigem Risiko entlasten das Risikomanagement ...

---

<sup>3</sup> Bargeld ist theoretisch die perfekte Sicherheitsleistung. Die üblicherweise zur Besicherung verwendeten Vermögenswerte wie Schatzwechsel und Staatsanleihen haben Eigenschaften, die denen von Geld nahekommen. In der Praxis werden Barmittel als Sicherheiten in Form von Bankeinlagen gestellt, und es entstehen operationelle Risiken beim Transfer dieser Einlagen sowie das Risiko, dass das einlagene Institut ausfällt.

... machen es aber nicht überflüssig

Doch selbst die Verwendung von Aktiva mit geringen Risiken ist kein Ersatz für ein sachgemässes Risikomanagement bei den Sicherheiten, da sich für den Sicherungsnehmer selbst dann ungedeckte Risiken ergeben können, wenn der Wert der Sicherheit stabil bleibt. In ausserbörslichen Kontrakten ändert sich der Wert der besicherten Positionen in der Regel im Zeitablauf. Der Marktwert von Derivattransaktionen unterliegt z.B. im wesentlichen Zufallsschwankungen, die recht gross sein können. Darüber hinaus ist es möglich, dass sich aufgrund der Zeit, die für die Durchführung der einzelnen Schritte einer Besicherung notwendig ist, ungedeckte Risiken ergeben.

Herausforderungen durch breitere Palette von Sicherheiten ...

Da vermehrt auch Anleihen privater Emittenten oder Aktien als Sicherheiten akzeptiert werden, hat die Rolle des Risikomanagements an Bedeutung gewonnen. Im allgemeinen wird es schwieriger, das potentielle Ausmass offener Positionen nach einer Übertragung von Sicherheiten abzuschätzen. Die Preisvolatilität der Sicherheit kann hoch und variabel sein, und bei geringer Liquidität ist es unter Umständen nicht leicht, den Liquidationserlös zu schätzen. Noch komplexer wird das Problem, wenn es darum geht, die Korrelation zwischen der besicherten Position und dem als Sicherheit verwendeten Vermögenswert zu beurteilen. Eine negative Korrelation zwischen den beiden Grössen erhöht offene Positionen und das Kreditrisiko, weil der Wert der Sicherheit mit steigendem Risiko des Kontrahenten sinkt. Eine derartige negative Korrelation könnte sich z.B. dann ergeben, wenn Zweifel an der Solidität des Bankensystems aufkommen und Bankanleihen als Sicherheit verwendet werden.

... und mögliche Anpassungen im Risikomanagement

Derartige Risiken lassen sich mit einem Risikomanagement für Sicherheiten grundsätzlich auf drei Arten steuern: Erstens kann der Puffer zur Deckung möglicher offener Positionen vergrössert werden, indem höhere Abschläge auf den Sicherungswert vorgenommen werden. Zweitens können Sicherheiten verwendet werden, deren Wert sich im allgemeinen im Gleichschritt mit dem Wert der besicherten Position verändert. Der Schutz kann hier jedoch mit den Marktbedingungen variieren und ist damit nicht umfassend. Drittens kann der Zeitraum, über den offene Positionen bestehen, durch Anpassungen der Marktvereinbarungen und durch Verbesserungen der Marktinfrastruktur, insbesondere durch häufigere Nachschussforderungen, verkürzt werden. Der zunehmende Einsatz von hochentwickelten Verfahren des Sicherheitenmanagements hat Auswirkungen auf die Märkte, an denen Positionen besichert werden, und auf die Märkte der Instrumente, die als Sicherheiten verwendet werden. So können hochentwickelte Systeme die Zutrittsbarrieren zu Märkten erhöhen, an denen Sicherheiten verwendet werden, insbesondere für Händler.

## Auswirkungen der Besicherung auf das System als Ganzes

Besicherung fördert Effizienz ...

Die Verwendung von Sicherheiten fördert die Effizienz des Finanzsystems. Die Bereitschaft, Sicherheiten zu stellen, signalisiert Bonität und verringert damit Informationsasymmetrien und reduziert das Problem der Kreditrationierung. Auf diese Weise verbreitert die Besicherung den Marktzugang. Dies hat wiederum

positive Auswirkungen auf die Funktionsweise der Märkte, da ein breiter gefächertes Spektrum an Marktteilnehmern tendenziell den Wettbewerb sowie tiefe und liquide Märkte fördert. Darüber hinaus begünstigt die Senkung der Informationskosten sowohl die Entwicklung solider Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme als auch die Entwicklung von Clearing-Mechanismen an Märkten, an denen sich Kontrahenten und offene Positionen oft schnell ändern.

Eine Reduzierung des individuellen Adressenausfallrisikos dürfte auch zur Stabilität des Finanzsystems insgesamt beitragen. Viele Grosshandels-Finanzmärkte, z.B. die internationalen Interbankmärkte und die Märkte für ausserbörsliche Derivate, differenzieren in ihrer Preissetzung nicht wirksam zwischen risikoreichen und risikoarmen Gegenparteien.<sup>4</sup> An diesen Märkten besteht die Tendenz zur Kreditrationierung, und die Kreditgeber neigen insbesondere bei angespannten Marktverhältnissen dazu, sich abrupt zurückzuziehen. Der Schutz vor Kreditrisiken durch Stellung von Sicherheiten dürfte diese an Grosshandels-Finanzmärkten bestehende Tendenz, dass in Krisensituationen die Kredit- und Liquiditätsflüsse versiegen, etwas abschwächen, insbesondere wenn diese Märkte nicht im Epizentrum des Initialschocks liegen. Die Repo-Märkte und die Futures-Börsen sind z.B. bei Marktturbulenzen oft relativ widerstandsfähig, und die Kreditrationierung bleibt beschränkt. Doch eine Grundvoraussetzung dafür ist ein angemessenes Management der mit Sicherheiten verbundenen Risiken.

... und Stabilität  
des Finanzsystems  
insgesamt

Während diese risikosenkenden Effekte unumstritten sind, kann die weitverbreitete Verwendung von Sicherheiten an den Grosshandels-Finanzmärkten dennoch mit gewissen unerwünschten externen Effekten verbunden sein. Zum einen ergeben sich potentiell negative Auswirkungen auf ungesicherte Gläubiger, und zum anderen wird das Finanzsystem potentiell destabilisiert, wenn das Sicherheitenmanagement unzulänglich ist.

Mögliche negative  
externe Effekte

Werden Sicherheiten verpfändet, um bestehende Positionen abzusichern, wirkt sich dies auf die ungesicherten Gläubiger des Sicherungsgebers aus, weil die verpfändeten Aktiva nicht mehr zur Deckung anderer Verbindlichkeiten zur Verfügung stehen. Darüber hinaus nimmt die durchschnittliche Qualität der verbleibenden Aktiva ab, da an Grosshandelsmärkten im allgemeinen nur Aktiva relativ hoher Qualität als Sicherheit akzeptiert werden. Infolgedessen sind die Forderungen ungesicherter Gläubiger durch weniger, illiquide und risikoreichere Aktiva gedeckt. Wenn zur Unterstützung einer Geschäftsausweitung auf Sicherheiten zurückgegriffen wird, stehen zur Deckung der Forderungen der ungesicherten Gläubiger die vorher vorhandenen Aktiva noch immer zur Verfügung. Dennoch wird die Hebelwirkung grösser, wenn die Expansion nicht von einer Kapitalerhöhung begleitet wird, so dass sich das Risiko der ungesicherten Gläubiger erhöht. Wie sich dieses letztendlich verändert, kann allgemein nur im Rahmen einer dynamischen Analyse bewertet werden, bei der die Auswirkungen der Besicherung auf Geschäftsstruktur und

Auswirkungen für  
ungesicherte  
Gläubiger

---

<sup>4</sup> S. Henri Bernard und Joseph Bisignano (2000): „Information, liquidity and risk in the international interbank market: implicit guarantees and private credit market failure“, *BIS Working Papers*, Nr. 86, März.

Ertragskraft des Sicherungsgebers berücksichtigt werden. Wenn die Besicherung eine Ausweitung in neue, gewinnträchtige Bereiche ermöglicht, kann sich das Risiko für die ungesicherten Gläubiger sogar verringern.

Unabhängig davon, welcher Effekt sich bei dynamischer Betrachtungsweise für die ungesicherten Gläubiger unter dem Strich ergibt, steht doch fest, dass die Verwendung von Sicherheiten den Anreiz für eine Überwachung der Risiken durch die Sicherungsnehmer reduziert. Wenn besicherte Kreditgeber sich auf Sicherheiten verlassen und in ihren Überwachungsanstrengungen nachlassen, werden sowohl die gesicherten als auch die ungesicherten Kreditgeber betroffen sein, wenn dadurch ein erhöhtes Ausfallrisiko des Sicherungsgebers nicht erkannt wird.

## Besicherung in Krisenzeiten

Die folgenden Fallstudien über Stresssituationen an Märkten bzw. das Versagen eines einzelnen Instituts machen deutlich, wie die Verwendung von Sicherheiten die Marktdynamik verändern kann.

### *Entwicklung an den Finanzmärkten im Herbst 1998*

Der Zahlungsausfall Russlands und seine Unfähigkeit, seine Rubelschulden zu bedienen, brachten einigen Anlegern beträchtliche Verluste und waren für die Marktteilnehmer Anlass für eine Neubewertung von Kreditrisiken. Das Ergebnis lässt sich als eine weltweite Flucht in Liquidität beschreiben, angeheizt durch eine „weltweite Nachschussforderung“. Wie dieser Ausdruck bereits nahelegt, spielte die Dynamik im Zusammenhang mit der Verwendung von Sicherheiten bei diesem Prozess eine Schlüsselrolle. Einige der betroffenen Positionen waren in hohem Masse fremdfinanziert, nämlich über besicherte Finanzierungsvereinbarungen wie Wertpapierleihen, Repo-Geschäfte und Nachschusskonten an Futures-Börsen, die täglich neu bewertet werden mussten. In einem durch grössere Unsicherheit und erhöhte Vorsicht gekennzeichneten Umfeld schränkten viele Marktteilnehmer ihre Aktivitäten ein und verringerten ihre Risikoengagements. Gleichzeitig wurden in vielen Marktsegmenten die Anforderungen an Sicherheiten verschärft, was auf erhöhte Besorgnis hinsichtlich der Adressenausfallrisiken schliessen lässt. Als Folge davon nahm die Liquidität an vielen Märkten stark ab, wobei sich die Geld-Brief-Spanne ausweitete und die Abwicklung grosser Transaktionen schwieriger wurde.

Die Krise des Jahres 1998 hat verdeutlicht, dass sich aus potentiellen Risiken besicherter Positionen und der Notwendigkeit, diese Positionen zu verkaufen, grosse ungesicherte Kreditrisiken ergeben können. Darüber hinaus zeigte sich, dass zwischen Fremdfinanzierung, Marktrisiko, Finanzierungsvereinbarungen, Besicherungspraxis und Liquidität der Märkte für Vermögenswerte wichtige Beziehungen bestehen. Eine genauere Betrachtung der Besicherung ergibt, dass drei Faktoren zum Ausmass der Krise beigetragen haben. Erstens ermöglichte die Verwendung von Sicherheiten eine Hebelwirkung, die sich in Zeiten angespannter Märkte als zu hoch herausstellte. Zweitens vertrauten die Marktteilnehmer zu sehr auf den Schutz aufgrund von Sicherheitsleistungen und täglichen Nachschussforderungen und unterschätzten die Auswirkungen grosser Kursänderungen auf die Höhe der Engagements. Drittens schliesslich führte das späte Erkennen dieser Zusammenhänge zu einer Verschärfung der Sicherungsstandards, was sehr wesentlich zum Aufbau des grossen Liquiditätsdrucks beitrug.

### *Das Scheitern des Granite-Fonds 1994*

Die Strategie des Granite-Fonds beruhte auf der Arbitrage mit hypothekarisch gesicherten Anleihen, die äusserst zinsreagibel sind, da ihr Preis auch den Wert der in den zugrundeliegenden Hypotheken enthaltenen Vorauszahlungsoption widerspiegelt. Als Folge der geldpolitischen Straffung durch die Federal Reserve verloren die von Granite gehaltenen

Positionen im Jahr 1994 deutlich an Wert. Als dieser Verlust anhielt, sah sich Granite einer Welle von Nachschussforderungen ausgesetzt. Viele seiner Geschäftspartner hatten ihr Kreditrisikoengagement nicht überwacht und stellten plötzlich fest, dass sie nicht über ausreichend Sicherheiten verfügten. Andere wiederum waren zu hoch besichert, liessen aber einen Verkauf überschüssiger Positionen durch Granite nicht zu. Zum Zusammenbruch kam es, als die Händler begannen, Granite-Positionen aufzulösen, um den Nachschussforderungen nachkommen zu können. Die Märkte für hypothekarisch gesicherte Wertpapiere erwiesen sich als sehr wenig liquide, und die Händler mussten feststellen, dass sie nicht ohne weiteres Geschäfte auflösen konnten, um die Wertpapiere, die sie selbst für Repo-Transaktionen verwendet hatten, zurückzubekommen.

In bezug auf das Management von Sicherheiten ist der Fall des Granite-Fonds in dreierlei Hinsicht interessant. Der Wert einer Sicherheit kann sich wesentlich ändern, wenn Wertpapiere, die als Sicherheiten verwendet werden, an einem Markt gehandelt werden, dessen Liquidität sich abrupt ändert. In den Besicherungsvereinbarungen war die Korrelation zwischen der Kreditwürdigkeit des Vertragspartners und dem Wert der Sicherheit nicht berücksichtigt worden. Die Auswirkungen dieser beiden Faktoren verstärkten sich noch durch ein mangelhaftes Risikomanagement: Die Kontrahenten hatten die Positionen und die Sicherheiten zu nachlässig und zu selten bewertet. Als die Gegenparteien das Problem erkannten, reagierten sie mit einer plötzlichen Verschärfung der Standards, wodurch sich die Lage noch verschlechterte.

#### *Die Auswirkungen des Crash am US-Aktienmarkt 1987*

Der Kurssturz der Aktien am 19. Oktober 1987 löste bei Händlern und Investoren eine sehr starke Nachfrage nach Liquidität aus. Die Ursache für den plötzlichen Einbruch der Aktienkurse waren die vielen Verkäufe im Zusammenhang einer Portfolioabsicherung. Die Verkäufe an den Kassa-, Futures- und Optionsmärkten hatten Verwerfungen zur Folge, die auf die Dynamik bei der Verwendung von Sicherheiten zurückzuführen waren. An diesen Märkten wurde in bezug auf Sicherheitsleistungen unterschiedlich verfahren. Unter normalen Marktbedingungen mit moderaten Preisänderungen konnten die Marktteilnehmer mit einander gegenüberstehenden Positionen am Kassa- und Futures-Markt das Missverhältnis zwischen den Zahlungsströmen aus täglichen Nachschussforderungen auf dem Futures-Markt einerseits und dem Kassamarkt andererseits, wo nur eine Einschusszahlung erforderlich war, leicht ausgleichen. Mit dem Kursverfall stiegen die Innertages- und Tagesendnachsüsse sehr stark an und lösten einen beachtlichen und unerwarteten Geldbedarf aus. Da es nicht möglich war, Gewinne an einem Markt zu realisieren, um Nachschussforderungen an einem anderen zu erfüllen, ergab sich ein sehr ausgeprägter Liquiditätsengpass. Zwar war die Verwendung von Sicherheiten für dieses Problem nicht ursächlich, doch trug der Zwang, Positionen zu veräussern, um Nachschussforderungen erfüllen zu können, zu übertriebenen Verkäufen und einem Überschiessen der Kurse bei, während sich voneinander abweichende Vereinbarungen über Einschussleistungen als wesentliche Ursache für Liquiditätsanspannungen erwiesen.

Eine Reihe von Turbulenzen an Finanzmärkten legt nahe, dass sich die Verwendung von Sicherheiten in Krisenzeiten negativ auf die Finanzmärkte auswirken kann (Kasten). Es zeigten sich drei Unzulänglichkeiten, die dazu führen können, dass sich Erschütterungen im Markt noch verstärken. Erstens verliessen sich die Marktteilnehmer in der Anfangsphase einer Krise zu sehr auf die Wirksamkeit von Sicherheiten und täglichen Nachschussforderungen, vernachlässigten aber das Risiko einer übermässigen Verschuldung grosser Kontrahenten und die Gefahr erheblicher Schwankungen der offenen Positionen bei starken Preisbewegungen. Zweitens verschärfte das überstürzte Bemühen, Fehler zu korrigieren und die Sicherheitenstandards zu straffen, die Turbulenzen am Markt. Höhere Nachschussforderungen und/oder höhere Ab-

Einfluss auf  
Finanzmarkt-  
dynamik ...

schläge auf den Marktwert von Sicherheiten in Zeiten turbulenter Märkte können sowohl bei den Finanzinstituten, die zusätzliche Sicherheiten bereitstellen müssen, als auch an den Märkten, wo die Teilnehmer versuchen, Vermögensgegenstände zu verkaufen, um ihre Liquidität zu erhöhen, den Liquiditätsdruck noch erhöhen. Drittens können unterschiedliche Besicherungspraktiken in den verschiedenen Marktsegmenten (z.B. Kassamarkt, Markt für Futures und Optionen) auch bei Instituten, die ihre Positionen durch Hedging abgesichert haben, zu Liquiditätsengpässen führen. Das Problem liegt darin, dass Nachschussforderungen in einem Marktsegment möglicherweise nicht mit erhaltenen Einschusszahlungen aus anderen Segmenten abgedeckt werden können.

... decken Mängel im Risikomanagement auf

Zwar verschärfen Nachschussforderungen und eine allgemeine Straffung der Sicherheitenstandards in Zeiten angespannter Finanzmärkte wahrscheinlich Liquiditätsengpässe, doch standen die destabilisierenden Wirkungen von Sicherheiten, die in den vorstehend beschriebenen Fällen beobachtet wurden, zum Teil in engem Zusammenhang mit einem mangelhaften Management der Sicherheiten- und Adressenausfallrisiken. Während Nachschussforderungen wohl die unvermeidliche Folge erhöhter Volatilität auf dem Markt für Sicherheiten sind, können eine übermässige Fremdfinanzierung und Überreaktionen aufgrund von Fehlern beim Risikomanagement in der Vergangenheit durch geeignetes Risikomanagement prinzipiell vermieden werden.

## Ausblick

Minderung des Kreditrisikos immer wichtiger

Die Verwendung von Sicherheiten und das Angebot an Vermögenswerten, die als Sicherheiten dienen, dürften sich in den nächsten Jahren noch weiter entwickeln. Mit der Zeit hat der zunehmende Wettbewerb sowohl im Finanzsystem als auch in der Realwirtschaft tendenziell die Gewinnspannen verkleinert und zu einer geringeren durchschnittlichen Bonität der Marktteilnehmer – Banken wie Nichtbanken – geführt. Schrumpfende Gewinnspannen im Finanzsektor erhöhen den Druck, grössere Risiken zu übernehmen. Dies dürfte zu einer Zunahme von besicherten Transaktionen führen. Ein weiteres Element, das auf die Verwendung von Sicherheiten Einfluss hat, ist die Konsolidierung sowohl bei den Finanzinstituten als auch in der Finanzinfrastruktur, z.B. eine wachsende Bedeutung der zentralen Gegenparteien. Ein dritter Faktor sind Verfügbarkeit und Kosten von Substituten wie Verbriefung von Forderungen oder Kreditderivaten. Insgesamt macht es ein wachsendes Interesse an einer Minderung des Kreditrisikos in Verbindung mit einem breiteren Spektrum an Finanzmarktakteuren wahrscheinlich, dass die Verwendung von Sicherheiten weiter zunehmen wird.

Grössere Nachfrage nach Sicherheiten in Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen

Ein Feld, in dem sich die Verwendung von Sicherheiten anhaltend stark ausweitet, ist der Bereich der Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme. Aufgrund des Bedarfs an qualitativ hochwertigen Sicherheiten zur Beschaffung von Innertagesliquidität (insbesondere in Systemen, bei denen der Ausgleich über Konten bei einer Zentralbank erfolgt) oder zur Steuerung des Kredit- und Liquiditätsrisikos (wie in vielen Systemen mit Nettoausgleich) fallen in diesen

Systemen für die direkten und die mittelbaren Nutzer Kosten an. Die Transaktionen, die über diese Systeme abgewickelt werden, sind umfangreich und nehmen ständig zu.

Eine grössere Nachfrage nach Sicherheiten an den Grosshandels-Finanzmärkten hat in verschiedenen wichtigen Ländern bereits zu Änderungen der Zusammensetzung des Sicherheitenpools geführt, und es besteht weiterer Anpassungsbedarf. Preisanpassungen bei den verschiedenen Arten von Sicherheiten könnten Anreize geben, das Angebot an risikoarmen Sicherheiten durch Verbriefung von Aktiva zu erhöhen und andere liquide Wertpapiere mit geringem Kreditrisiko zu schaffen. Zu den Anpassungen auf der Nachfrage-seite gehört u.a., das Spektrum der als Sicherheiten akzeptierten Aktiva zu verbreitern oder den derzeitigen Bestand effizienter zu nutzen, z.B. durch vermehrten Rückgriff auf Netting oder zentrale Gegenparteien.

Angesichts der potentiell destabilisierenden Auswirkungen eines unangemessenen Sicherheitenmanagements machen die Änderungen hinsichtlich der Verwendung und der Art der Sicherheiten Anpassungen im Risikomanagement erforderlich. Eine grössere Vielfalt von Aktiva als Sicherheiten zuzulassen bedeutet, dass sich für den Sicherungsnehmer die Preisvolatilität erhöht und sich möglicherweise auch die Korrelation mit der besicherten Position oder der Kreditwürdigkeit des Kontrahenten verstärkt, was ein sorgfältiges Risikomanagement notwendig macht. Eine solide Bewertung von Sicherheiten bei Abschluss und über die Dauer eines Geschäfts sind entscheidend für das Risikomanagement. Dazu gehören umfassende Stresstests der besicherten und unbesicherten Engagements sowie der möglichen Korrelationen von Änderungen des besicherten Engagements und dem Wert der Sicherheit an sich; erforderlich ist ausserdem eine Bewertung der möglichen Auswirkungen von Marktanspannungen auf Liquidität und Bonität bedeutender Kontrahenten.

Die Auslagerung des Sicherheiten-Risikomanagements auf zentrale Gegenparteien könnte bei der Lösung einiger Probleme hilfreich sein, indem etwa die Risiken durch Netting-Vereinbarungen reduziert werden oder das Management der Sicherheiten – und gegebenenfalls deren Verwertung – einer einzigen, besser informierten Stelle übertragen wird. Doch eine starke Abhängigkeit von zentralen Gegenparteien könnte auch neue Probleme aufwerfen. Die Konzentration einer Vielzahl von Risiken auf eine einzige Stelle, die eine für den Markt sehr wichtige Dienstleistung erbringt, wirft sofort die Frage nach dem operationellen Risiko auf. Darüber hinaus könnte sich die Ansteckungsgefahr für andere Märkte wesentlich erhöhen, da die in verschiedenen Märkten aufgebauten offenen Positionen bei der Abrechnung aggregiert werden. Zentrale Gegenparteien sollten deshalb nicht als Allheilmittel für die Gegenpartei-risiken im Grosskundengeschäft betrachtet werden. Ihre Vorteile werden nur dann voll zum Tragen kommen, wenn die mit ihnen verbundenen Risiken eindeutig erkannt und angemessen gesteuert werden.

Sich verändernder  
Sicherheitenpool ...

... wird Anpassun-  
gen der Besiche-  
rungspraxis mit sich  
bringen ...

... z.B. durch  
Einsatz zentraler  
Gegenparteien

## Strukturelle und regulatorische Entwicklungen

### Initiativen und Berichte zu Finanzinstituten

#### *April*

BCBS veröffentlicht  
Erhebung 1999 zur  
Offenlegung

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) veröffentlichte die Ergebnisse seiner Erhebung von 1999 zur Offenlegung durch Banken. Die Erhebung ist Teil der ständigen Bestrebungen des BCBS, durch verbesserte Offenlegung eine wirksame Marktdisziplin im Bankgeschäft und an den Kapitalmärkten zu fördern.<sup>1</sup> Wie schon in den Vorjahren wird die Offenlegung sowohl quantitativer als auch qualitativer Informationen in den Geschäftsberichten von Banken untersucht. Die Ergebnisse zeigen ein unterschiedliches Niveau der Offenlegung in den betrachteten Bereichen. Im allgemeinen machten die Banken Angaben zu eigenkapitalbezogenen Posten, zu den Rückstellungen für das Kreditrisiko, zur Diversifizierung des Kreditrisikos und zu den Rechnungslegungsgrundsätzen. Hingegen waren die Angaben zu Bereichen wie der Modellierung des Kreditrisikos sowie der Verwendung interner und externer Bonitätsbeurteilungen mangelhaft. Unzureichend war die Offenlegung auch in den Bereichen Derivate und Verbriefung.

Arbeitsgruppe über  
Offenlegung gibt  
Empfehlungen  
heraus

Die Multidisziplinäre Arbeitsgruppe für verbesserte Offenlegung, die von vier internationalen Gremien mit Verantwortlichkeiten im Finanzsektor getragen wird,<sup>2</sup> veröffentlichte einen Bericht mit Empfehlungen zur Verbesserung der Offenlegungspraxis von Finanzinstituten in aller Welt.<sup>3</sup> Der Bericht beruht auf Daten, die bei 44 Finanzinstituten in neun Ländern erhoben wurden, und empfiehlt u.a., dass die Offenlegung mit der internen Risikomanagement-Praxis der Institute übereinstimmen sollte. Die Informationen sollten umfassen: a) den Höchst-, Median- und Tiefstwert in der Berichtsperiode sowie den

---

<sup>1</sup> Eine verbesserte Offenlegung wird auch in der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung als dritte Säule vorgeschlagen, neben den Mindestkapitalanforderungen und der Überprüfung durch die Aufsichtsinstanzen.

<sup>2</sup> Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS), Ausschuss für das weltweite Finanzsystem der Zentralbanken der Zehnergruppe (CGFS), Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) und International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

<sup>3</sup> S. Final Report of the Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure, BCBS, CGFS, IAIS und IOSCO, Basel, April 2001.

Periodenendstand des Value-at-Risk (VaR) der aktiv gehandelten oder zum Marktwert bewerteten Positionen, b) eine umfassende qualitative Darlegung der Deckung des Liquiditätsrisikos, und c) Angaben zu den Kreditengagements, gegliedert nach Art des Engagements oder Geschäftsbereich, Bonität und Laufzeit. Darüber hinaus würden quantitative Angaben zu bestimmten Bereichen, z.B. zum Liquiditätsrisiko, eine bedeutende Lücke in der Offenlegung im Finanzausweis schliessen. Dennoch seien weitere Arbeiten an den Konzepten und Methoden der Risikobeurteilung erforderlich, bevor solche Offenlegungen abschliessend beurteilt werden können.

Die Europäische Kommission legte einen Vorschlag für eine Richtlinie vor, durch die eine gruppenweite Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten sichergestellt werden soll. Die vorgeschlagene Richtlinie, die eine engere Zusammenarbeit unter den Aufsichtsinstanzen der einzelnen Finanzbranchen erfordern würde, würde die Vorschriften für Finanzkonglomerate und homogene Finanzgruppen einander angleichen, um eine Gleichbehandlung zu gewährleisten. Anlass für den Vorschlag war die anhaltende Konsolidierung im europäischen Finanzdienstleistungssektor.

Vorschlag der Europäischen Kommission über Richtlinie zu Finanzkonglomeraten

#### *Mai*

Der BCBS veröffentlichte eine Erörterung von Risikomanagement-Grundsätzen für die elektronische Durchführung von Bankgeschäften („E-Banking“).<sup>4</sup> Da der BCBS zu dem Schluss kam, dass detaillierte Risikomanagement-Vorschriften für den sich rasch wandelnden Bereich des E-Banking kontraproduktiv sein könnten, gab er seine Empfehlungen in Form allgemeiner Leitlinien ab. Er arbeitete 14 Grundsätze heraus, die den Banken bei der Ausweitung ihrer bestehenden Grundsätze und Verfahren der Risikoüberwachung im E-Banking von Nutzen sein können.

BCBS veröffentlicht Grundsätze für Risikomanagement im E-Banking

Eine BCBS-Arbeitsgruppe für das internationale Bankgeschäft, in der auch ausgewählte Mitglieder der Offshore-Gruppe von Bankenaufsichtsbehörden vertreten waren, verfasste eine Erklärung über die gegenseitige Zusammenarbeit unter Bankenaufsichtsbehörden, in der die wichtigsten Elemente der bilateralen Beziehungen zwischen Bankenaufsichtsbehörden verschiedener Länder (und gegebenenfalls zwischen Bankenaufsicht und anderen Aufsichtsgremien des Finanzsektors) dargelegt werden.<sup>5</sup> Die Erklärung soll den allgemeinen Rahmen für eine Vereinbarung zwischen Aufsichtsinstanzen vorgeben, wobei den betreffenden Instanzen genügend Ermessensspielraum und Flexibilität verbleiben, um eventuell weitere Einzelheiten und Verantwortlichkeiten zu regeln.

BCBS-Arbeitsgruppe schlägt Rahmenkonzept für Zusammenarbeit unter Aufsichtsgremien vor

---

<sup>4</sup> S. *Risk management principles for electronic banking*, BCBS, Basel, Mai 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>5</sup> S. *Essential elements of a statement of cooperation between banking supervisors*, BCBS, Basel, Mai 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

Verabschiedung einer EU-Richtlinie über die Modernisierung der Rechnungslegungsvorschriften

Der Ministerrat der Europäischen Union und das Europäische Parlament verabschiedeten eine Richtlinie, mit der die EU-Rechnungslegungsvorschriften durch Einführung der „fair-value“-Methode modernisiert werden. Mit der neuen Richtlinie werden die EU-Rechnungslegungsrichtlinien den Entwicklungen der Märkte und der internationalen Rechnungslegungsstandards angepasst; für europäische Unternehmen, die sich weltweit Kapital beschaffen, wird es damit einfacher, die Rechnungslegungsanforderungen der internationalen Kapitalmärkte zu erfüllen. Die Richtlinie gilt zwar auch für Banken, die Kommission hielt jedoch fest, dass damit noch keine auf dem „fair value“ (Zeitwert) basierende Rechnungslegung eingeführt werden soll; diese Idee wird von der Kommission noch gesondert analysiert werden.

### *Juni*

BCBS gibt neuen Zeitplan für die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung bekannt

Der BCBS gab einen revidierten Zeitplan für den Abschluss und die Umsetzung der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung bekannt. Der Ausschuss wird Anfang 2002 einen vollständigen und detaillierten Vorschlag für eine zusätzliche Konsultationsrunde veröffentlichen und die Neue Eigenkapitalvereinbarung im Verlauf des Jahres 2002 abschliessen. Dementsprechend ist als Umsetzungstermin der neuen Vereinbarung das Jahr 2005 vorgesehen. Der Zeitplan wurde geändert, damit der BCBS die zahlreich eingegangenen Stellungnahmen behandeln und in Zusammenarbeit mit dem Bankgewerbe die bestmöglichen Vorschläge ausarbeiten kann. Der BCBS hob mehrere wichtige Entscheidungen hervor, die er hinsichtlich der Vorschläge getroffen hat. Erstens bekennt sich der Ausschuss nach wie vor entschieden zur 3-Säulen-Struktur der Neuen Eigenkapitalvereinbarung und zum allgemeinen Ziel, die Eigenkapitalanforderungen risikogerechter zu gestalten. Zweitens bekräftigt er sein Ziel, dass beim revidierten Standardansatz der Umfang des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals für die durchschnittliche Bank etwa gleich bleiben soll, und seinen Standpunkt, dass die Anreize für den Standardansatz und die auf internen Ratings basierenden Ansätze („IRB-Ansätze“) so gestaltet sein sollen, dass die Banken die fortgeschritteneren Verfahren für die Behandlung des Kreditrisikos wählen. Insbesondere wird es nach Ansicht des Ausschusses erforderlich sein, das Grundniveau beim IRB-Basisansatz sowohl für Portfolios kommerzieller Kredite als auch für Privatkundenportfolios herabzusetzen. Drittens wird die angestrebte Eigenkapitalquote für das operationelle Risiko (20 %) vermindert werden, da die Meinung vorherrscht, dass dies eine zu grosse Kapitalallokation für dieses Risiko wäre. Viertens sind seiner Ansicht nach weitere Anstrengungen nötig, um sicherzustellen, dass die neuen Vorschläge zu einer angemessenen Behandlung der Kreditengagements gegenüber kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) führen. Für KMU-Kredite dürfte somit eine geringere Eigenkapitalunterlegung vorgesehen werden als in den Vorschlägen von Januar 2001.

Die kanadische Regierung verabschiedete ein Gesetz zur Reform des Finanzsektors des Landes. Einer der Hauptpunkte der Reform ist eine Neudefinition von „Banken in breit gestreutem Besitz“, so dass ein Anleger – nach einer Überprüfung seiner fachlichen und charakterlichen Eignung – jetzt bis zu 20 % jeglicher Kategorie von stimmberechtigten Aktien und bis zu 30 % jeglicher Kategorie von nicht stimmberechtigten Aktien halten darf. Dank dieser Änderung können die Banken jetzt in erheblichem Umfang Aktien austauschen, und sie können strategische Allianzen und Joint Ventures eingehen.<sup>6</sup>

Reform des Finanzsektors in Kanada

## Initiativen und Berichte zu den Finanzmärkten und ihrer Infrastruktur

### April

Das Credit Derivatives Market Practice Committee der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) gab bekannt, dass es eine Einigung über Dokumentationsfragen im Zusammenhang mit Umschuldungen im Rahmen von Credit-Default-Swaps erzielt habe. Ein Rahmenkonzept, das einen Anhang zu den *Credit Derivatives Definitions* von 1999 umfasst, wurde von der ISDA anlässlich ihrer Generalversammlung in Washington, D.C., vorgelegt. Mit dem neuen Ansatz können Kredit-Swaps mit oder ohne Umschuldungsklausel gehandelt werden. Wenn sie eine Umschuldungsklausel enthalten, würde die neue Regelung unter bestimmten Umständen die Laufzeit der Schuldtitel begrenzen, die nach Eintreten einer Umschuldung lieferbar sind; damit würde die „Cheapest-to-deliver“-Option eingeschränkt, die bei jüngsten Umschuldungen Probleme verursacht hat. Darüber hinaus müssten alle lieferbaren Aktiva uneingeschränkt übertragbar sein, und eine Gleichrangigkeitsklausel (*pari-passu*-Klausel) würde den Käufer der Absicherung dazu verpflichten, einen Schuldtitel im gleichen Rang zu liefern wie der ursprünglich abgesicherte Schuldtitel. Das neue Rahmenkonzept dürfte die Verkäufer von Absicherung bei einer Umschuldung besser schützen, da der Wert und die Übertragbarkeit der lieferbaren Aktiva bei Default-Swaps mit physischer Abwicklung (das übliche Lieferverfahren an diesem Markt) sichergestellt sind. Ausserdem dürfte dadurch die Liquidität des Marktes für Credit-Default-Swaps wiederhergestellt werden. Nachdem das Umschuldungsproblem erledigt ist, will sich die ISDA jetzt mit den übrigen Dokumentationsfragen befassen, z.B. der Frage nach dem Rechtsnachfolger im Falle einer Firmenliquidation.

Neue ISDA-Dokumentation für Kredit-Swaps ...

... mit Begrenzung der Laufzeit lieferbarer Aktiva

### Mai

Die Europäische Kommission legte einen Vorschlag für eine Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation vor. Die vorgeschlagene Richtlinie würde die Standards für die Marktintegrität im Wertpapierbereich in der gesamten Europäischen Union verbessern. Sie würde ferner potentielle Wider-

Europäische Kommission schlägt Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation vor ...

---

<sup>6</sup> Das kanadische Bankengesetz verbietet jedoch auch weiterhin, dass ein grosses Finanzinstitut von einem einzigen Aktionär oder einer Gruppe von Aktionären kontrolliert wird.

... sowie Richtlinie über einen „Europäischen Pass“ für Emittenten

sprüche und Schlupflöcher vermindern, da sie einen einheitlichen Rahmen für Kompetenzverteilung, Durchsetzung und Zusammenarbeit in der Europäischen Union festlegt. Die Europäische Kommission schlug ferner eine Richtlinie vor, mit der ein neuer „einheitlicher Emittentenpass“ eingeführt würde, wonach ein Prospekt, sobald er von der Aufsichtsinstanz des Herkunftslandes des Emittenten genehmigt worden ist, in der gesamten Europäischen Union für ein öffentliches Zeichnungsangebot und/oder den Handel an einem regulierten Markt zuzulassen wäre. Die vorgeschlagene Richtlinie würde die Auflage von Prospekten vereinfachen und die Kapitalaufnahme in der gesamten Europäischen Union erleichtern. Dies sind die ersten beiden Vorschläge für Richtlinien, die im Rahmen des beschleunigten Rechtsetzungsverfahrens vorgelegt werden, das der Ausschuss der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte im Februar 2001 empfahl und das zwischen wesentlichen Rahmenprinzipien und Modalitäten für die Umsetzung im einzelnen differenziert (s. unten).<sup>7</sup>

USA: Bekanntgabe einer gemeinsamen Regelung für Wertpapier-Futures durch CFTC und SEC

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) und die Securities and Exchange Commission (SEC) der USA gaben Vorschläge für eine gemeinsame Regelung der Umsetzung der neuen gesetzlichen Vorschriften über Wertpapier-Futures bekannt. Der Commodity Futures Modernization Act 2000 (CFMA) hob das Verbot von Futures auf einzelne Aktien und auf eng definierte Wertpapierindizes auf. Er setzte ausserdem einen Rahmen für die gemeinsame Regulierung von Wertpapier-Futures durch CFTC und SEC. Während Futures auf die weit gefassten Indizes weiterhin der alleinigen Zuständigkeit der CFTC unterstehen, bezieht sich die von CFTC und SEC vorgeschlagene gemeinsame Regelung auf die Unterscheidung zwischen weit und eng gefassten Indizes.

### *Juni*

FATF aktualisiert Liste nicht kooperativer Länder

Die Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) veröffentlichte ihren 12. Jahresbericht.<sup>8</sup> Darin wird die erstmals im Juni 2000 veröffentlichte Liste der „nicht kooperativen“ Länder und Territorien aktualisiert, d.h. die Bahamas, die Kaimaninseln, Liechtenstein und Panama wurden gestrichen, nachdem sie bedeutende Reformen in Angriff genommen hatten.<sup>9</sup> Ferner wird die Anwendung zusätzlicher Gegenmassnahmen (u.a. die Möglichkeit einer verstärkten Überwachung und Meldung von Finanztransaktionen) gegenüber Nauru, den Philippinen und Russland mit Wirkung vom 30. September 2001 empfohlen, sofern diese Länder nicht massgebliche gesetzliche Regelungen im Zusammenhang mit der Geldwäsche erlassen.

---

<sup>7</sup> Eine Zusammenfassung des Berichts findet sich im *BIZ-Quartalsbericht* vom Juni 2001 (S. 77, Kasten).

<sup>8</sup> Die FATF ist ein unabhängiges internationales Gremium; ihr Sekretariat befindet sich bei der OECD.

<sup>9</sup> Ausführlichere Erläuterungen finden sich im *BIZ-Quartalsbericht* vom August 2000.

Aufgrund der Empfehlungen des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte setzte die Europäische Kommission einen Europäischen Wertpapierausschuss (EWA) und einen Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (AEWRB) ein. Die beiden Ausschüsse mit beratender Funktion werden die Kommission bei ihrer Aufgabe, den Aktionsplan für Finanzdienstleistungen umzusetzen und den Rechtsetzungsprozess zu beschleunigen, unterstützen und insofern eine entscheidende Rolle spielen. Dem EWA werden hochrangige Vertreter der Mitgliedstaaten angehören. Er wird die Europäische Kommission in Fragen der Wertpapierpolitik beraten. Sobald ihm im Mitentscheidungsverfahren auch Durchführungsbefugnisse übertragen worden sind, wird er in einer späteren Phase auch als Regelungsausschuss tätig werden. Der AEWRB wurde als unabhängige Beratungsinstanz aus Vertretern der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden eingesetzt. Er wird die Kommission in allen technischen Detailfragen des Wertpapierrechts beraten. Er wird auch dazu beitragen, die Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsinstanzen zu verstärken, um für eine kohärentere Anwendung des Gemeinschaftsrechts in der täglichen Praxis der Mitgliedstaaten zu sorgen.

Europäische Kommission setzt zwei Ausschüsse für Wertpapiermärkte ein

Das Forum of European Securities Commissions (FESCO) veröffentlichte Vorschläge für gemeinsame europäische Standards zur Behandlung von alternativen Handelssystemen (alternative trading systems, ATS). Die neuen Standards sind erforderlich, da die bestehenden Verhaltensregeln die besonderen Risiken, die sich aus der Art der über ATS erbrachten Dienstleistungen ergeben, nicht vollständig abdecken. Mit den Standards sollen ein angemessener Schutz der Nutzer von ATS und die Integrität des Marktes sichergestellt werden; der Schwerpunkt liegt auf den Bereichen Zulassung, Transparenz, Berichtspflichten und Verhinderung von Marktmissbrauch.

FESCO-Vorschläge zu alternativen Handelssystemen

Die Securities Industry Association (SIA) der USA billigte einen Kodex von Verhaltensregeln, die von Brokerfirmen zu beachten sind, um die Integrität von Forschung und Analyse im Wertpapierbereich sicherzustellen. Die Verhaltensregeln wurden von einem Ausschuss hochrangiger Wirtschaftsforschungsfachleute aus den 14 grössten Mitgliedsfirmen des Verbands aufgestellt. Diese Richtlinien sind eine Reaktion auf öffentliche Kritik an der Integrität der Forschungsabteilungen der Firmen und auf die Besorgnis, dass bei der Arbeit der Analysten die Notwendigkeit, Emissionsmandate oder Corporate-Finance-Geschäfte zu akquirieren, eine zu grosse Rolle spielt. Sie behandeln alle Aspekte der Rolle der Forschungsabteilungen in Wertpapierhäusern und sollen dafür sorgen, dass die Forschung objektiv, unabhängig und absolut integer ist. Die wesentlichen Empfehlungen des Berichts sind: Forschungsabteilungen sollten nicht dem Investment Banking oder einem anderen Geschäftsbereich unterstellt sein, der ihre Unabhängigkeit gefährden könnte; die Analysten sind dazu anzuhalten, sowohl zu melden, wenn eine Aktie gekauft werden sollte, als auch, wenn sie verkauft werden sollte; die Analysten sollten keine Transaktionen durchführen, die ihren eigenen Empfehlungen zuwiderlaufen, und sie sollten ihre Beteiligung an von ihnen analysierten Unternehmen offenlegen;

USA: SIA billigt Verhaltenskodex für Wirtschaftsanalysten

schliesslich sollte die Entlohnung der Analysten nicht direkt mit Investment-Banking-Geschäften, Umsätzen, Handelserträgen oder Vermögensverwaltungseinnahmen verknüpft sein.

In USA Genehmigung eines neuartigen Futures-Marktes durch CFTC

Die CFTC gab bekannt, dass sie den Antrag von BrokerTec Futures Exchange, LLC, auf Anerkennung als Kontraktmarkt genehmigt habe. BrokerTec erklärte, sie werde im dritten Quartal 2001 Futures auf US-Schatzanweisungen einführen. Die CFTC erteilte die Genehmigung im Rahmen des Commodity Exchange Act, in der durch den CFMA geänderten Fassung. Die neue gesetzliche Regelung ermöglicht die Schaffung von Kontraktmärkten für Wertpapier-Futures durch nationale Wertpapierbörsen, nationale Wertpapierverbände oder alternative Handelssysteme.

Einführung von Positionslimits durch Eurex

Eurex, die deutsch-schweizerische Derivatibörse, führte Positionslimits für Kapitalmarkt-Futures ein, die im September 2001 auslaufen. Damit sollte die frühzeitige Übertragung offener Positionen in den nächsten Verfallszyklus unterstützt werden. Die Positionslimits, die in Relation zum Emissionsvolumen der billigsten zu liefernden Anleihe stehen, gelten für Long-Positionen der Marktteilnehmer (getrennt nach Eigenhandels- und Kundenhandelspositionen). Als zusätzliche Änderung zur Flexibilisierung des Lieferprozesses reduzierte Eurex die Vertragsstrafe für verspätete Lieferung von Wertpapieren in bestimmten Abwicklungszyklen.

Marktvereinheitlichung der spanischen Aktien- und Derivatibörsen

Vertreter der Aktien- und Derivatibörsen Spaniens und ihrer Clearing- und Abwicklungssysteme unterzeichneten eine Vereinbarung, mit der eine gemeinsame neue Holdinggesellschaft mit dem Namen Bolsas y Mercados Españoles gegründet wird. Für die Schaffung dieser Holding sind der Erlass gesetzlicher Regelungen und die Bewertung der einzelnen Unternehmen erforderlich. Die Holding soll später einmal am Aktienmarkt notiert werden, und möglicherweise wird sie eine Allianz mit anderen europäischen Börsen anstreben.

Chronologie der wichtigsten strukturellen und regulatorischen Entwicklungen		
Monat	Gremium	Initiative
April 2001	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Veröffentlichung der Ergebnisse der Erhebung 1999 zur Offenlegung durch Banken
	Multidisziplinäre Arbeitsgruppe für verbesserte Offenlegung	Veröffentlichung eines Berichts mit Empfehlungen zu Verbesserungen der Offenlegungspraxis von Finanzinstituten
	Europäische Kommission	Vorschlag einer Richtlinie über gruppenweite Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten
Mai 2001	International Swaps and Derivatives Association (ISDA)	Bekanntgabe eines Rahmenkonzepts für Umschuldungen bei Credit-Default-Swaps durch das Credit Derivatives Market Committee der ISDA
	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Veröffentlichung eines Berichts über Risikomanagement-Praktiken im elektronischen Bankgeschäft
	Arbeitsgruppe für grenzüberschreitendes Bankgeschäft des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht	Veröffentlichung des Entwurfs einer Erklärung über gegenseitige Zusammenarbeit unter Bankenaufsichtsinstanzen
	EU-Ministerrat und Europäisches Parlament	Verabschiedung einer Richtlinie über die Modernisierung der EU-Rechnungslegungsvorschriften
	Europäische Kommission	Vorschlag von Richtlinien über i) Insider-Geschäfte und Marktmanipulation und ii) einen „Europäischen Pass“ für Emittenten
Juni 2001	Commodity Futures Trading Commission und Securities and Exchange Commission der USA	Bekanntgabe von Vorschlägen über eine gemeinsame Regelung des Handels mit Wertpapier-Futures
	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Bekanntgabe eines revidierten Zeitplans für den Abschluss und die Umsetzung der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung
	Securities Industry Association der USA	Billigung eines Verhaltenskodex für Forschung und Analyse in Brokerfirmen
	Regierung von Kanada	Verabschiedung eines Gesetzes zur Reform des Finanzsektors des Landes
	Financial Action Task Force on Money Laundering	Aktualisierung der Liste nicht kooperativer Länder beim Kampf gegen die Geldwäsche
	Europäische Kommission	Einsetzung eines Europäischen Wertpapierausschusses und eines Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden
	Forum of European Securities Commissions	Veröffentlichung von Vorschlägen für gemeinsame europäische Standards für alternative Handelssysteme
	Commodity Futures Trading Commission, USA	Genehmigung eines Antrags von BrokerTec Futures Exchange auf Zulassung als US-Kontraktmarkt
	Eurex	Einführung von Positionslimits für Kapitalmarkt-Futures und Herabsetzung der Vertragsstrafe für verspätete Wertpapierlieferungen
	Spanische Aktien- und Derivatbörsen	Unterzeichnung einer Vereinbarung über Gründung einer neuen, einheitlichen Holding-Gesellschaft