

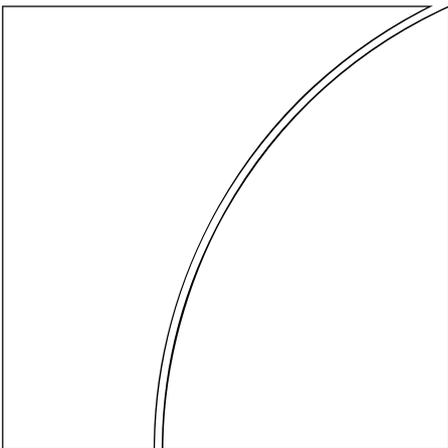


BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

# **BIZ-Quartalsbericht**

Dezember 2001

Internationales  
Bankgeschäft  
und internationale  
Finanzmärkte



BIZ-Quartalsbericht  
Währungs- und Wirtschaftsabteilung

Redaktionskomitee:

Joseph Bisignano  
Claudio Borio  
Renato Filosa

Robert McCauley  
Eli Remolona  
Philip Turner

Paul Van den Bergh  
William White

Bei Fragen zu diesem Bericht:

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

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

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

Bezug von Publikationen oder Aktualisierung der Versandliste:

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
Information, Presse & Bibliothek  
CH-4002 Basel, Schweiz

E-mail: [publications@bis.org](mailto:publications@bis.org)

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

Diese Publikation ist auch auf der BIZ-Website verfügbar ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

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

ISSN 1021-2531

Auch in Englisch, Französisch und Italienisch veröffentlicht.

# BIZ-Quartalsbericht

Dezember 2001

## Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

1. Überblick: Finanzmärkte erweisen sich als widerstandsfähig .....	1
<i>Terrorangriffe lösen Marktstörungen aus</i> .....	2
<i>Rasche Rückkehr der Zuversicht an den Aktienmärkten</i> .....	3
<i>Steilere Renditenstrukturkurven angesichts erwarteter rascher Erholung</i> .....	6
<i>Grössere Kreditzinsspannen, aber Erholung bei den Anleiheemissionen der Unternehmen</i> .....	9
<i>Aufstrebende Volkswirtschaften leiden unter zunehmender Risikoscheu</i> .....	11
2. Das internationale Bankgeschäft .....	14
<i>Nachlassende Nachfrage nach Interbank-Finanzierungen in US-Dollar</i> .....	15
<i>Banken kreditwillig, aber wenig Kreditnehmer in den USA</i> .....	16
<i>Mittelflüsse an Nichtbanken in Europa weiterhin positiv</i> .....	18
<i>Neufinanzierungen für aufstrebende Volkswirtschaften auf erstklassige Schuldner begrenzt</i> .....	19
Kasten: Internationale Konsortialkredite: Verlagerung zu Kreditnehmern mit höherer Bonitätseinstufung .....	23
3. Die internationalen Märkte für Schuldtitel .....	25
<i>Anhaltender Rückgang des Nettoabsatzes über das gesamte Laufzeitenspektrum</i> .....	25
<i>Mittelaufnahme des privaten Sektors besonders stark rückläufig</i> .....	28
<i>Konjunkturrückgang und Turbulenzen erfassen die Entwicklungsländer</i> ..	30
<i>Rückläufiger Absatz sowohl in US-Dollar als auch in Euro</i> .....	31
4. Märkte für derivative Instrumente .....	33
<i>Verschiebung des Geldmarktgeschäfts zu Optionen infolge beschleunigter Hypothekenrefinanzierungen</i> .....	34
<i>Gesamtumsatz in Anleihekontrakten erneut rückläufig</i> .....	37
<i>Trotz Marktturbulenzen rückläufiges Geschäft mit Aktienindexkontrakten</i> ..	39
<i>Geringfügiges Wachstum des ausserbörslichen Marktes im ersten Halbjahr 2001</i> .....	39
Kasten: Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten .....	43

## Features

Warum der Umsatzrückgang an den weltweiten Devisenmärkten?	
Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2001 .....	44
<i>Die Einführung des Euro</i> .....	45
<i>Konsolidierung im Bankensektor</i> .....	47
<i>Die zunehmende Bedeutung des elektronischen Handels</i> .....	49
<i>Veränderte Struktur der Marktteilnehmer</i> .....	51
<i>Zusammenfassung</i> .....	51
<i>Bibliographie</i> .....	53

Das Entstehen neuer Referenz-Zinsertragskurven .....	54
<i>Die Referenzwertfunktion von Staatspapieren</i> .....	54
<i>Unternehmensanleihen streben nach Referenzstatus</i> .....	57
<i>Besicherte Schuldtitel – Referenzwert für kurze Laufzeiten</i> .....	60
<i>Zunehmende Verwendung von Zinsswaps als Referenzwerte</i> .....	62
<i>Schlussbemerkungen</i> .....	63
<i>Bibliographie</i> .....	64
Der Einfluss transatlantischer Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs .....	65
<i>Fusionen/Übernahmen und der Dollar/Euro-Wechselkurs – einige Hintergrundinformationen</i> .....	67
<i>Zum Prozess grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen</i> .....	68
<i>Empirisches Vorgehen und Bewertung</i> .....	71
<i>Zusammenfassung</i> .....	74
<i>Bibliographie</i> .....	76

## Strukturelle und regulatorische Entwicklungen

<i>Initiativen und Berichte zu Finanzinstituten</i> .....	77
<i>Initiativen und Berichte zu den Finanzmärkten und ihrer Infrastruktur</i> ....	80
Kasten: Verstärkter Kampf gegen die Geldwäsche nach Terrorangriffen vom 11. September .....	83
Chronologie der wichtigsten strukturellen und regulatorischen Entwicklungen .....	84

## 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: Finanzmärkte erweisen sich als widerstandsfähig

Die Terroranschläge am 11. September in den USA versetzten die weltweiten Finanzmärkte in eine ganz neue Unsicherheit. Im Sommer hatte das Schwinden der Hoffnung auf eine wirtschaftliche Erholung die wichtigsten Aktienmärkte bereits geschwächt, und in den aufstrebenden Volkswirtschaften waren wieder Probleme aufgetreten. In den meisten Kategorien internationaler Finanzströme trat im zweiten Quartal und zu Beginn des dritten ein Rückgang ein, da die Schuldner ihre Investitionsvorhaben kürzten und ihre Bilanzen sanierten. Die Terrorakte erschütterten das Vertrauen der Verbraucher und Produzenten zusätzlich und liessen eine allgemeine weltweite Verlangsamung des Wachstums noch wahrscheinlicher werden. Aber nachdem der erste Schock überwunden war, begannen die Märkte trotz anhaltend ungünstiger Wirtschaftsdaten eine Erholung im Verlauf von 2002 zu antizipieren.

Die unmittelbaren Folgen der tragischen Ereignisse waren Störungen an einigen Märkten und Umschichtungen in weniger riskante Vermögenswerte. Die US-Aktienmärkte waren vier Tage lang geschlossen. Die Aktienmärkte Europas und Asiens blieben offen, stellten aber den Handel mit den Aktien von US-Unternehmen ein und verzeichneten Kursrückgänge. Als die US-Börsen wieder öffneten, fielen auch dort die Kurse, wenn auch weniger stark als vielerorts erwartet worden war. Durch den Schaden, den der Geschäftsbetrieb von Inter-Dealer-Brokern, Kommunikationsverbindungen und einige Clearing- und Abwicklungssysteme in New York erlitten, wurden manche Segmente der US-Festzinsmärkte vorübergehend stark in ihrer Funktion beeinträchtigt.

Angesichts der Umstände erwiesen sich die meisten Märkte wie auch die Stimmung der Marktteilnehmer als bemerkenswert widerstandsfähig. Die Währungsbehörden stellten mittels Offenmarktgeschäften, Diskontkrediten und Währungsswaps Liquidität bereit und verstärkten diese Massnahmen noch durch Leitzinssenkungen. Innerhalb einer Woche arbeiteten die meisten Festzinsmärkte wieder, wenngleich mit geringerer Kapazität. Gegen Ende September erholte sich der Absatz am Markt für Unternehmensschuldtitle, und Mitte Oktober waren die Aktienkurse auf ihr Niveau vor den Anschlägen zurückgekehrt. Die Anleger rechneten jetzt zwar mit einer stärkeren weltweiten Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, glaubten aber offenbar weiterhin

an eine Erholung bis Mitte 2002. Diese Überzeugung wurde noch dadurch gestützt, dass in mehreren Ländern die Geldpolitik unverzüglich gelockert wurde, wobei in den USA noch eine expansivere Fiskalpolitik hinzukam.

Auf die aufstrebenden Volkswirtschaften erstreckte sich dieser beständige mittelfristige Optimismus nicht. Eine erhöhte Risikoscheu und Sorge über die Auswirkungen des Abschwungs in den Industrieländern führten zu höheren Risikoaufschlägen und zu Abflüssen von Portfolioinvestitionen aus mehreren, wenn auch nicht allen aufstrebenden Volkswirtschaften. Aufstrebende Volkswirtschaften mit defizitärer Leistungsbilanz bekamen den weltweiten Einbruch bei den Finanzierungen am Bankkredit- und am Wertpapiermarkt zu spüren. Die Probleme bestimmter Schuldner wie Argentiniens und der Türkei trübten die Stimmung ebenfalls, aber der Ansteckungseffekt auf die Finanzmärkte anderer aufstrebender Volkswirtschaften war offenbar begrenzt.

## Terrorangriffe lösen Marktstörungen aus

Die Verluste an Menschenleben und die Sachschäden an der Infrastruktur von Manhattan wegen der Angriffe vom 11. September führten zu schwerwiegenden Störungen an den Finanzmärkten. Der US-Aktienmarkt blieb vier Handelstage lang geschlossen, die längste Schliessung seit den dreissiger Jahren. Die US-Anleihemärkte für Direktgeschäfte schlossen für zwei Tage; nach der Wiedereröffnung verlängerten sich die Abwicklungszeiten. Am US-Interbankkreditmarkt für Tagesgeld behinderten der unterbrochene Geschäftsbetrieb von Inter-Dealer-Brokern und Telekommunikationsprobleme den Abgleich zwischen Kreditnehmern und -gebern. Im Rahmen eines „Gentlemen's Agreement“ wurden am Tag der Terrorangriffe alle Tagesgeldgeschäfte zum Zielsatz der Federal Reserve anstatt zu einem Marktsatz abgewickelt. In Europa sahen sich einige Finanzinstitute für kurze Zeit mit einem Mangel an Dollars für die Abwicklung von Devisengeschäften konfrontiert; ferner verzeichneten sie eine erhöhte vorsorgliche Nachfrage nach Liquidität in anderen Währungen.

Der Kassa- und der Repomarkt für US-Schatzanleihen waren wegen der Infrastrukturschäden und der Verluste an Menschenleben bei mehreren Inter-Dealer-Brokern, der Schäden an den Telekommunikationsverbindungen und der Zerstörung der Hauptbetriebsstelle einer bedeutenden Clearing-Bank besonders hart getroffen. Alle diese Probleme verhinderten während einiger Tage nach den Attacken die Abwicklung von Pensionsgeschäften im Wert von mehreren Milliarden Dollar. Infolgedessen stieg die Zahl der „gescheiterten“ Transaktionen an den Kassa- und Repo-Märkten für Schatztitel auf eine noch nie dagewesene Höhe, und dadurch erhöhte sich wiederum die Nachfrage nach bestimmten Schatzpapieren, insbesondere den zuletzt ausgegebenen Schatzanweisungen. Betriebsstörungen an den kurzfristigen Geldmärkten trugen zu einer Zunahme des Geschäfts mit den entsprechenden Derivaten bei, da die Marktteilnehmer nach Alternativen für Absicherungen und das Eingehen von Positionen suchten (s. „Märkte für derivative Instrumente“, S. 33).

Terrorangriffe beeinträchtigen mehrere Finanzmärkte ...

... insbesondere US-Schatztitelmärkte

Rasches Handeln der Währungs- und Finanzbehörden trägt zur Wiederherstellung des Marktbetriebs bei

Die Währungs- und Finanzbehörden reagierten rasch. In den Tagen nach den Terrorangriffen stellte die Federal Reserve mit Pensionsgeschäften und dem Diskontfenster reichlich Liquidität im Bankensystem bereit. In einer gemeinsamen Erklärung, die dazu beitrug, die Flucht in sichere Werte zu bremsen, hielten die Finanzminister der G7-Länder ihre Entschlossenheit fest, jegliche „Beeinträchtigung der Weltwirtschaft“ möglichst gering zu halten. Swapvereinbarungen zwischen der Federal Reserve und mehreren Zentralbanken milderten die Befürchtungen über einen Dollar-Engpass bei ausländischen Finanzinstituten.

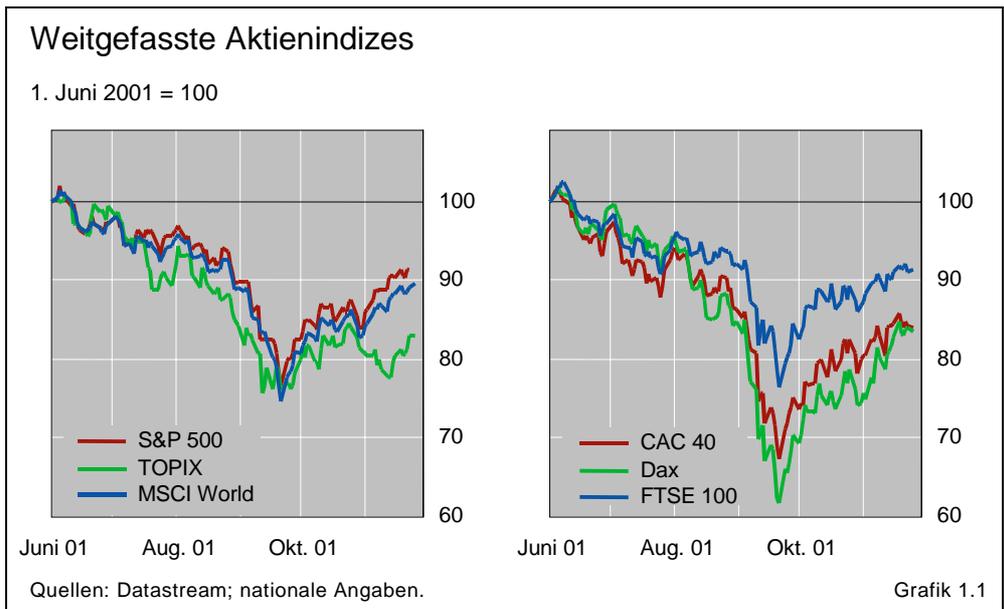
Dank staatlicher Massnahmen, der Wiederherstellung der Telekommunikationsverbindungen und der Zusammenarbeit unter Marktteilnehmern konnten die meisten Märkte schon eine Woche nach den Angriffen wieder annähernd normal arbeiten. Die Innertagesvolatilität der US-Tagesgeldsätze blieb bis in den Oktober hinein ungewöhnlich hoch, aber dank der Liquiditätszufuhr der Federal Reserve überschritt der effektive Satz die Zielvorgabe nie in nennenswertem Ausmass.

Als letzter kehrte der Repomarkt zum Normalbetrieb zurück; bis in den Oktober hinein blieb die Zahl der gescheiterten Transaktionen hoch. In den Wochen unmittelbar nach den Attacken stieg sie sogar noch an. Dies führte zu einem Problem beim Sicherheitenangebot, da sich Wertpapierverleiher vom Markt zurückzogen. Um Abhilfe zu schaffen, hob die Federal Reserve zügig einige Beschränkungen ihres Wertpapierleiheprogramms auf und bot Wertpapiere, an denen ein Mangel herrschte, im Austausch gegen leichter erhältliche an. In der Zeit vom 11. bis Ende September verlieh die Federal Reserve Schatzpapiere im Nominalwert von insgesamt \$ 70 Mrd. Am 4. Oktober vergrösserte das US-Finanzministerium das Angebot an Schatzpapieren nochmals, indem es für \$ 6 Mrd. 10jährige Schatzanweisungen in einer ungeplanten Aufstockung einer früheren Emission ausgab. Mitte Oktober war das Ausmass gescheiterter Transaktionen am Repomarkt auf ein gemässigttes Niveau gesunken.

## Rasche Rückkehr der Zuversicht an den Aktienmärkten

Enttäuschende Wirtschaftsnachrichten lösen schon vor dem 11. September Baisse aus ...

Schon vor dem 11. September waren die Nachrichten aus der Weltwirtschaft nicht gut. Während fast des ganzen Sommers hatten enttäuschende gesamtwirtschaftliche Daten und Gewinnwarnungen die Kurse an den Aktienmärkten gedrückt. Am 30. August hatten Gewinnwarnungen von Sun Microsystems und Corning den Dow Jones zum ersten Mal seit April unter 10 000 Punkte sinken lassen. Am 7. September meldete der Bericht über die Beschäftigungssituation in den USA (ohne Agrarsektor) eine Einbusse von 113 000 Stellen, mehr als doppelt so viel wie erwartet. Auch die düstere Einschätzung der europäischen Wirtschaftslage hatte sich verstärkt. Die Daten wiesen einen Rückgang der deutschen Industrieproduktion um 1,5 % im Juli aus, viel mehr, als die Marktteilnehmer erwartet hatten. In der Zeit von Ende Mai bis 10. September hatte



der S&P 500 17 % eingebüsst, der TOPIX 24 %, der FTSE 100 16 % und der Dax 26 %. Die meisten Märkte verzeichneten das tiefste Kursniveau seit der Krise von 1998.

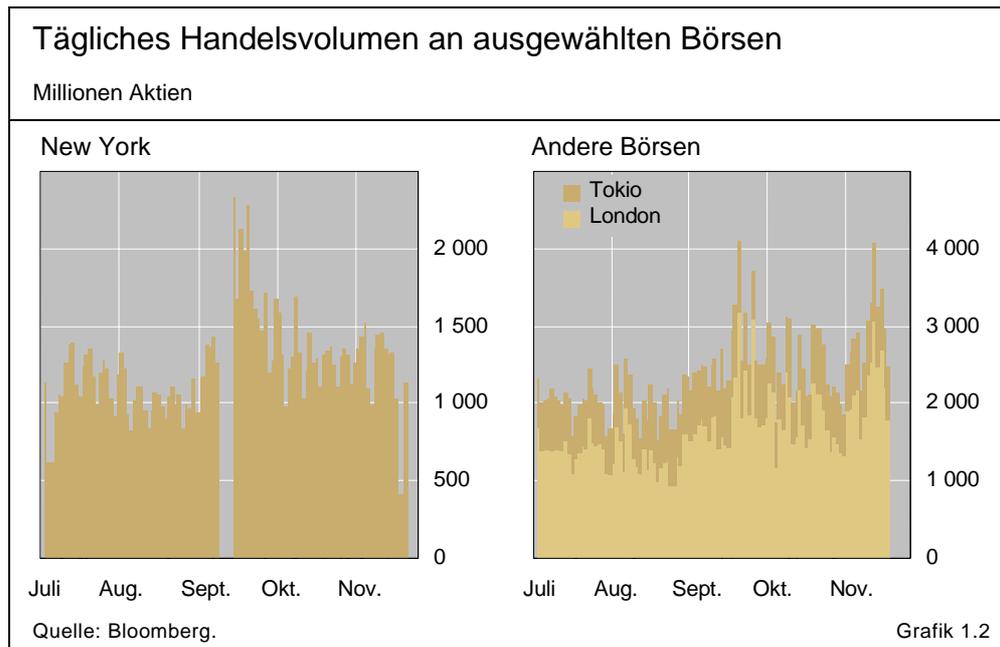
Der Schock der Ereignisse vom 11. September verstärkte die allgemeine Unsicherheit noch. Die Reaktion der Aktienkurse auf die Terrorangriffe zeigte sich zuerst an den Märkten ausserhalb der USA. An den europäischen Märkten, die noch für den Nachmittagshandel offen waren, begannen die Kurse sofort abzubröckeln (Grafik 1.1). Als die asiatischen Märkte am folgenden Tag öffneten, fielen auch dort die Kurse. Im Verlauf der Woche fielen der FTSE 100 um 5,5 %, der Dax um 11,9 % und der TOPIX um 2,3 %; zum Teil wurden damit erhebliche Kurseinbussen in New York vorweggenommen.

Als der US-Aktienmarkt am Montag nach den Attacken den Handel wieder aufnahm, büsste der S&P 500 an diesem Tag 4,9 % ein, im Verlauf der Woche 11,6 %. Der MSCI World Index büsste im Zeitraum vom 10. bis zum 21. September insgesamt 12 % ein, was einem Wertverlust von \$ 3 Bio. für den gesamten weltweiten Markt entspricht. Im Verhältnis waren diese Einbussen jedoch kleiner als am 19. Oktober 1987, als der US-Markt um über 20 % einbrach. Die asiatischen und europäischen Märkte machten sogar einen Teil ihrer Verluste rasch wieder wett, als die dortigen Anleger sahen, dass der Kursrückgang am US-Markt weniger schlimm als befürchtet war.

Während der viertägigen Schliessung des US-Marktes hatte sich ein Verkaufsdruck aufgebaut, der bei der Wiedereröffnung zu einem Rekordhandelsvolumen führte. Die Kapazitäten der Börsen wurden dadurch jedoch nicht überfordert. Die New Yorker Aktienbörse im besonderen setzte am ersten Handelstag nach den Terrorangriffen ein Rekordvolumen von 2,2 Milliarden Aktien um, rund zweieinhalb Mal soviel wie sonst. In den folgenden Tagen war der Handel wieder weniger hektisch, aber noch Ende September lag der

... die sich nach den Terrorattacken beschleunigt

Erfolgreiche Verarbeitung grosser Handelsvolumina an den Märkten ...



Umsatz mindestens 25 % über dem Einjahresdurchschnitt (Grafik 1.2). Der Umsatzsprung in New York griff offenbar auch auf die europäischen Märkte über, obwohl diese in der Woche der Terrorangriffe offen geblieben waren.

Die allgemeinen Aktienkurseinbussen Mitte September wurden weitgehend durch Unsicherheit über die Folgen der Angriffe für die Weltwirtschaft als Ganzes verursacht. Diese Unsicherheit hinderte die Anleger jedoch nicht daran, jene Unternehmen zu identifizieren, deren Ertragslage vermutlich unmittelbar betroffen war. Aktien von Fluglinien und Reiseunternehmen litten am meisten. Auch Versicherungsaktien erlitten Einbussen; sie erholten sich jedoch wieder, als klar wurde, dass sich die Zahlungen im Zusammenhang mit den Terrorakten breit auf die Branche verteilen würden und dass die Nachfrage nach Versicherungsleistungen wahrscheinlich steigen würde. Titel der Rüstungsindustrie erlebten einen Kursanstieg.

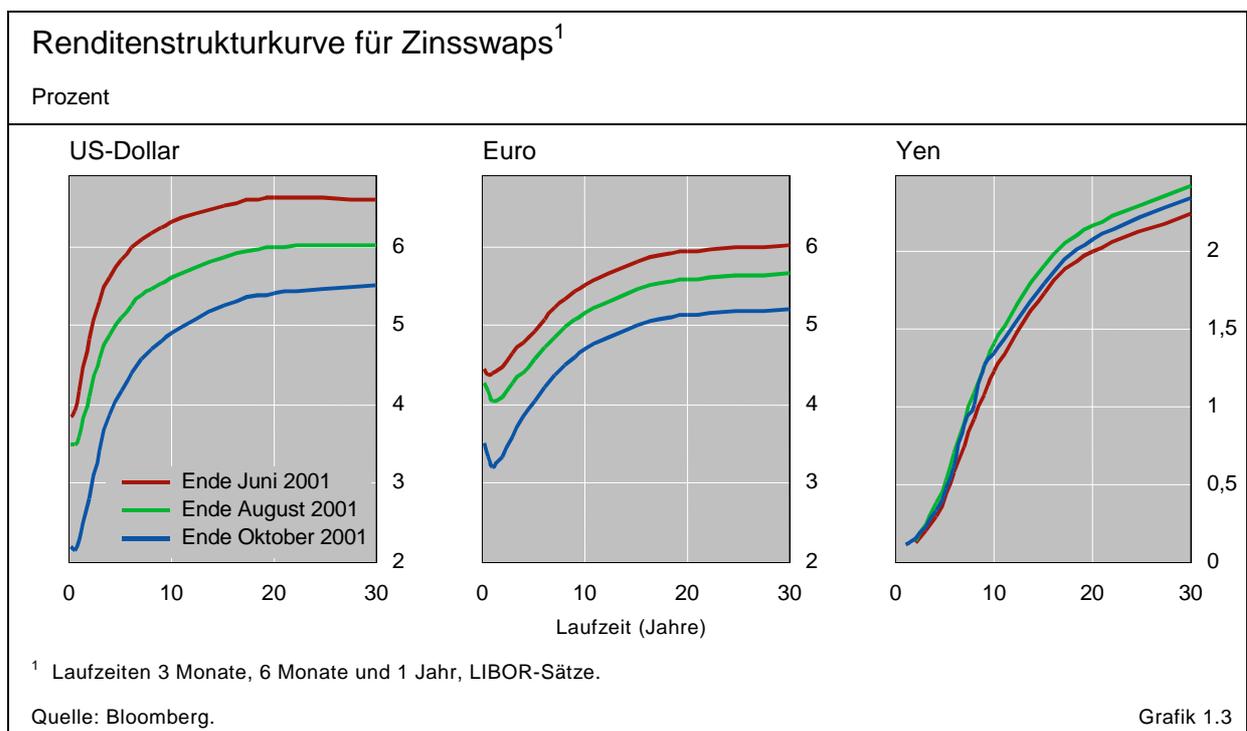
Durch das Vorgehen verschiedener Behörden und Anleger konnte eine Abwärtsspirale bei den Kursen verhindert werden. Die Federal Reserve senkte ihren Leitzinssatz am frühen Morgen des 17. September, kurz bevor die Märkte in New York öffneten, um 50 Basispunkte. Die EZB und andere Zentralbanken schlossen sich dem kurz darauf an. Im Verlauf dieses Tages und während der restlichen Woche sahen einige institutionelle Anleger freiwillig von Verkäufen ab, und Analysten verzichteten bei ihren Anlageempfehlungen auf Herabstufungen. Unternehmen nutzten die Lockerung der Wertpapiervorschriften, um eigene Aktien zurückzukaufen. US-Aktieninvestmentfonds, die mit aussergewöhnlich hohen Nettorücknahmen konfrontiert waren, verwendeten ihre Barmittel, anstatt Aktienbestände aufzulösen. Banken- und Versicherungsaufsicht interpretierten vorübergehend einige Vorschriften grosszügig, z.B. wenn Institute gezwungen gewesen wären, in grossem Umfang Vermögenswerte zu veräussern, um die vorgeschriebene Eigenkapitaldecke zu halten.

In der letzten Septemberwoche setzte eine allgemeine Markterholung ein. Der Kursanstieg wurde zum Teil durch die Empfehlung von Marktstrategen, wieder Aktien zu kaufen, ausgelöst, zum Teil auch durch die erklärte Unterstützung einer unerwartet breiten Länderkoalition für die unter Führung der USA ergriffenen Massnahmen zur Bekämpfung des Terrorismus. Offenbar setzte sich die Ansicht durch, dass eine gelockerte Geldpolitik und massiv erhöhte Ausgaben der öffentlichen Hand die Weltwirtschaft wirksam ankurbeln würden. In diesem Umfeld zählten wirtschaftliche Daten oft weniger als Meldungen über politische und militärische Entwicklungen. Bis Mitte Oktober hatten die Aktienmärkte beinahe den gesamten Wertverlust nach den Attacken wieder wettgemacht, obwohl in mehreren Ländern die Beschäftigung, die Verbraucherstimmung und die Industrieproduktion unerwartet stark sanken. Im November zogen die Märkte noch weiter an, als positivere Wirtschaftsdaten bekannt wurden und der Krieg in Afghanistan Ergebnisse zeitigte.

... und schliesslich weitgehende Erholung

### Steilere Renditenstrukturkurven angesichts erwarteter rascher Erholung

In allen drei wichtigsten Währungsräumen wurden die Renditenstrukturkurven nach dem 11. September steiler, womit sich ein Trend fortsetzte, der im Sommer begonnen hatte (Grafik 1.3). Im Falle der USA und des Euro-Raums war dies auf den Rückgang der kurzfristigen Sätze zurückzuführen, mit dem die Wirtschaft stimuliert werden sollte. In Japan verharrten die kurzfristigen Sätze nahe bei null, die längerfristigen erhöhten sich im Zuge einer expansiven Fiskalpolitik geringfügig.



Steilere  
US-Renditenstruk-  
turkurve Ergebnis  
tieferer kurzfristiger  
Leitzinsen ...

Die US-Dollar-Swapsätze fielen im Zeitraum Ende Juni bis Ende Oktober um rund 110 Basispunkte am langen Ende und um 170 Basispunkte am kurzen. Angesichts der sich rasch verschlechternden Wachstumsaussichten und des Fehlens von Inflationsdruck senkte die Federal Reserve ihre Zielvorgabe für den Tagesgeldsatz am 27. Juni und am 21. August um je 25 Basispunkte. Nach den Terrorangriffen nahm sie noch drei Reduktionen um je 50 Basispunkte vor, am 17. September, 2. Oktober und 6. November. Der Umsatz am US-Schatztitelmarkt konzentrierte sich auf die 2jährige Schatzanweisung, traditionellerweise die Laufzeit, die für das Eingehen von Positionen auf künftige Massnahmen der Fed verwendet wird. Bewegungen der 2-Jahres-Renditen lassen darauf schliessen, dass die Märkte nach der Zinssenkung vom 6. November nicht mehr die Erwartung weiterer Zinssenkungen in die Preisbildung einfliessen liessen, sondern mit stabilen oder steigenden kurzfristigen Sätzen zu rechnen begannen.

... und engere  
Swapsreads  
Ergebnis eines  
erhöhten Schatz-  
titelangebots

Die Aussicht auf ein grösseres Angebot an Staatsanleihen verhinderte, dass sich die Senkungen der kurzfristigen Sätze voll am langen Ende der Zinsertragskurve niederschlugen. Die Märkte rechneten mit dem Wiederauftreten von Defiziten im Staatshaushalt, zum Teil als unvermeidliche Folge der Rezession, zum Teil wegen Plänen einer aggressiven Lockerung der Fiskalpolitik. Die voraussichtliche Erhöhung des Angebots an Staatspapieren veranlasste die Anleger, eine relativ höhere Rendite für das Halten dieser Papiere zu verlangen. Infolgedessen verengte sich der Swapsread von 80-90 Basispunkten für 10jährige Anleihen vor dem 11. September auf 70 Basispunkte danach. Die steile Zinsertragskurve signalisierte ferner, dass die Anleger immer noch mit einer „V-förmigen“ Erholung rechneten, auch wenn die Erwartungen hinsichtlich des Ausmasses des Abschwungs weiter stiegen und der voraussichtliche Zeitpunkt der Erholung immer weiter in die Zukunft verschoben wurde. Ende Oktober war in die kurzfristige Terminkurve die Erwartung eingeflossen, dass die Zinssätze im zweiten Quartal 2002 ihre Richtung ändern würden, was bedeutet, dass die Anleger damit rechneten, dass bis dann Anzeichen einer Erholung zu beobachten sein würden. Als das US-Finanzministerium am 30. Oktober bekanntgab, der Absatz der 30jährigen Anleihe werde eingestellt, erhöhte sich die Knappheitsprämie für diese Emission, und die Zinsertragskurve wurde etwas weniger steil; insgesamt veränderte sich ihre Form jedoch kaum.

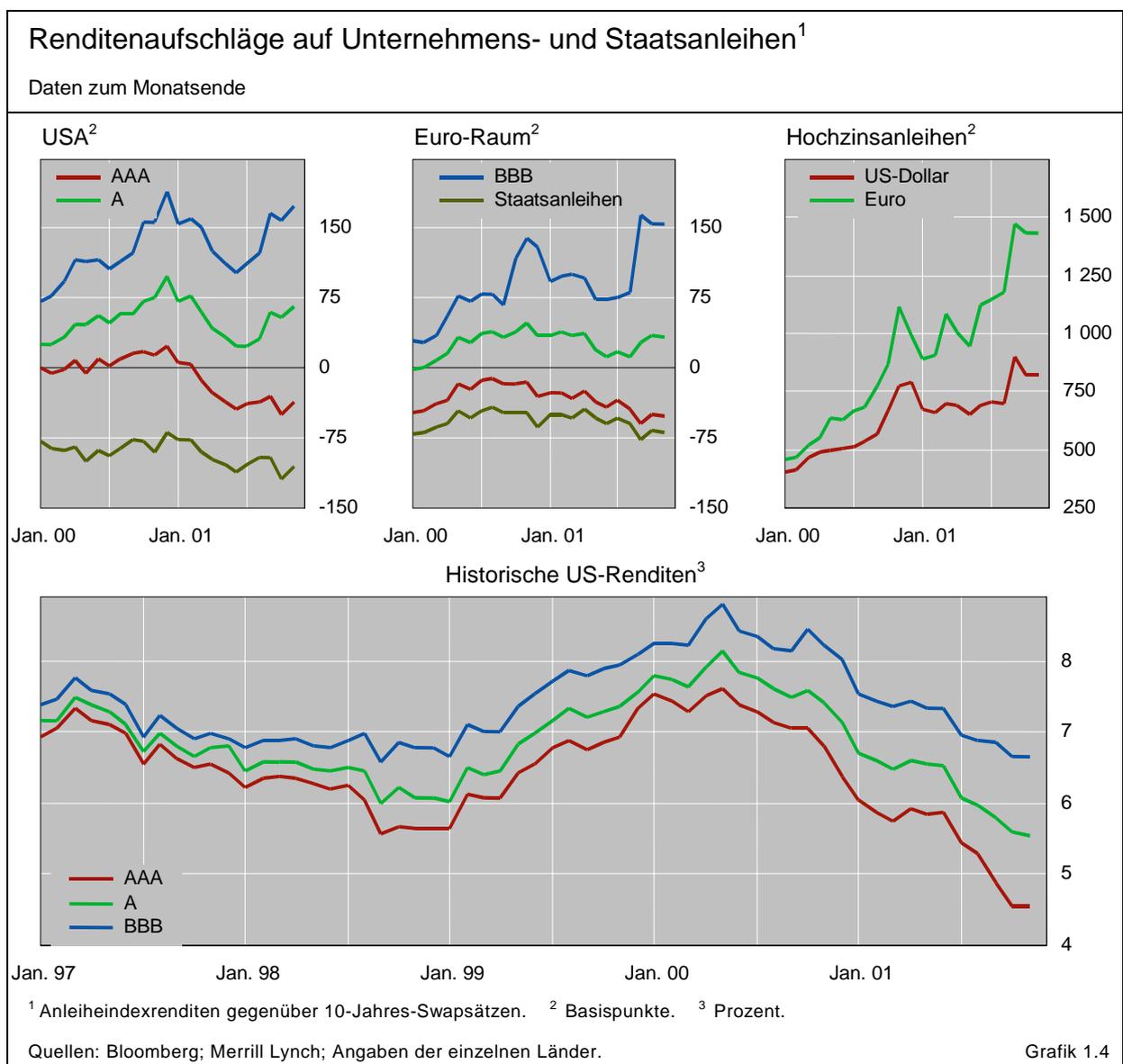
Sinkende kurz-  
fristige Sätze auch  
im Euro-Raum ...

Eine ähnliche Kombination eines Rückgangs der Zinssätze insgesamt und eines Steilerwerdens der Zinsertragskurve trat auch im Euro-Raum auf. Die EZB senkte ihren Leitzinssatz am 30. August um 25 Basispunkte und am 17. September und 8. November um je 50 Basispunkte. Da mit praktisch jeder neuen Veröffentlichung von Statistiken das Bild eines langsameren Wachstums, zunehmender Arbeitslosigkeit und einer schwachen Inflation deutlicher wurde, bezogen die Terminkurven im September und Oktober die Erwartung der Märkte ein, in den nächsten Monaten würden die Zinssätze weiter gesenkt. Nach der Zinssenkung der EZB im November verschwand diese Erwartung. Wie in den USA rechneten die Märkte weiterhin damit, dass das Wachstum

sich irgendwann im Jahr 2002 erholen würde. Anders als in den USA beeinflussten Angebotseffekte offenbar die Entwicklung am langen Ende der Zinskurve nur wenig.

In Japan zogen die langfristigen Zinssätze leicht an, während die kurzfristigen Sätze sehr tief blieben. Dies war den anhaltend schlechten Nachrichten aus der Wirtschaft und der damit verbundenen Erwartung zuzuschreiben, dass die Haushaltspolitik expansiv bleiben werde. Die Märkte rechneten auf kurze und mittlere Sicht mit keinen grossen Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, da ein Rückgang der Nachfrage nach japanischen Exportgütern zu erwarten war und das Programm der Regierung zur Restrukturierung des Bankensektors nur zögerlich vorankam.

... und kaum veränderte Zinsertragskurven in Japan



## Grössere Kreditzinsspannen, aber Erholung bei den Anleiheemissionen der Unternehmen

Ausweitung der Kreditzinsspannen im dritten Quartal ...

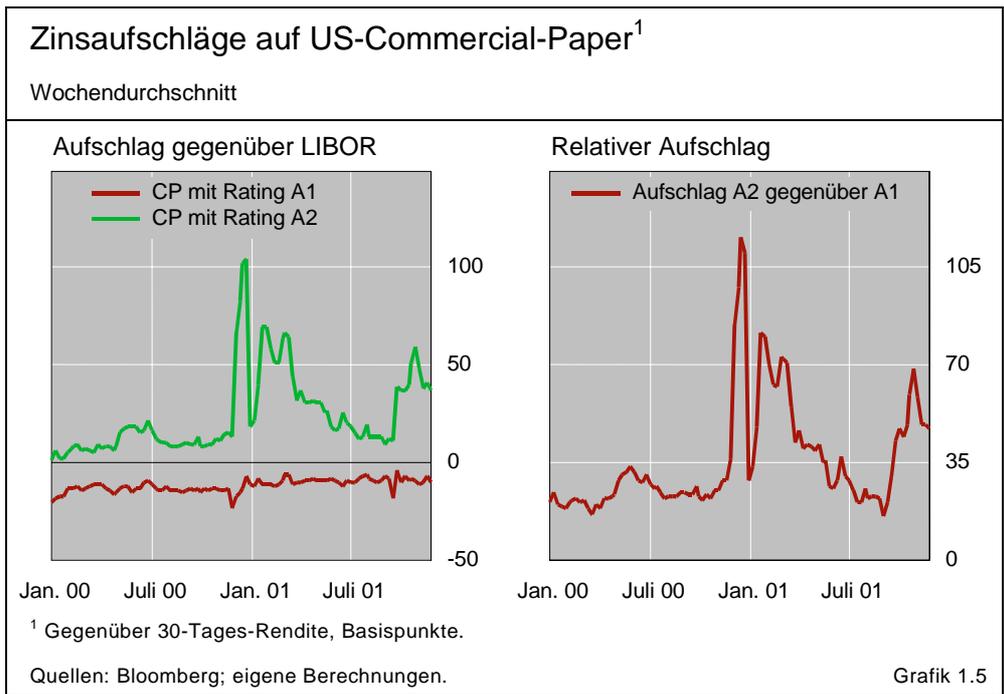
Der Abstand zwischen den Renditen auf Unternehmensanleihen mit niedrigerer Bonitätseinstufung und den Swaprenditen weitete sich im dritten Quartal stetig aus (Grafik 1.4, obere Felder), womit sich ein seit Januar zu beobachtender Trend umkehrte. Zuzuschreiben war diese Entwicklung den immer schlechteren Wirtschaftsnachrichten aus den USA und Europa und dem Anstieg der Ausfallraten auf einen Stand, wie er seit mindestens zehn Jahren nicht mehr verzeichnet worden war. Während die Zinsaufschläge bei Papieren mit Anlagequalität im allgemeinen unter ihrem jüngsten Spitzenwert vom Dezember 2000 blieben, erhöhten sie sich im spekulativen Bereich deutlich über die Niveaus von Ende 2000, insbesondere in Europa. Der Anstieg der Zinsaufschläge für Papiere mit Anlagequalität gegenüber Swaps war weitgehend das Ergebnis sinkender Swaprenditen, wobei die Unternehmensrenditen selbst im allgemeinen eher sanken oder stabil blieben (Grafik 1.4, unteres Feld).

... insbesondere nach dem 11. September ...

Die langfristigen Kreditzinsspannen weiteten sich in den Tagen nach dem 11. September weiter aus. Der Abstand zwischen den Renditen von 10jährigen Unternehmensanleihen mit BBB-Rating und Swaps vergrösserte sich um 8 Basispunkte, als die Märkte wieder öffneten, und um insgesamt 37 Basispunkte bis Ende September. Einige Beobachter befürchteten, die Versicherungsgesellschaften würden unverzüglich in grossem Umfang Unternehmensanleihen verkaufen, um damit ihre Leistungen im Zusammenhang mit der Katastrophe zu finanzieren, aber das geschah nicht. Wie auch am Aktienmarkt waren die Anleihen verwundbarer Branchen wie Fluggesellschaften besonders hart getroffen, und diese mussten mit einer Herabstufung durch die Rating-Agenturen rechnen. Die Zinsaufschläge auf Commercial Paper, bei denen zu Beginn des Jahres Turbulenzen eingekehrt waren, die aber seither stetig enger geworden waren, schnellten nach den Attacken hoch. Sie blieben während des ganzen Monats Oktober hoch und volatil, nachdem mehrere prominente Emittenten herabgestuft worden waren (Grafik 1.5).

... wenn auch weniger stark als angesichts fallender Aktienkurse zu erwarten

Im Vergleich zu der Ausweitung, die im Kurseinbruch der Aktien impliziert war, war die tatsächliche Ausweitung der Kreditzinsspannen nach dem 11. September gering. Die Zinsspannen wurden aber umgekehrt auch nicht wesentlich enger, als sich die Aktienkurse ab Ende September erholten. Bis Mitte Oktober waren die Märkte offenbar zu dem Schluss gelangt, dass die wirtschaftlichen Folgen der Attacken zwar das schon hohe Kreditrisiko des Unternehmenssektors noch verstärken würden, dass aber Aktien immer noch eine Gelegenheit boten, von den Vorteilen einer zukünftigen Erholung zu profitieren. Mit anderen Worten: Offenbar reduzierten die Anleger ihre Gesamtbeurteilung von Anlagen in Unternehmenstiteln nicht nennenswert, berücksichtigten jedoch möglicherweise eine erhöhte Unsicherheit dieser Bewertungen. In einigen Fällen, insbesondere bei Unternehmen mit hoher Fremdfinanzierung, führte diese erhöhte Unsicherheit zu relativ niedrigeren



Marktwerten von Anleihen (die als Short-Positionen auf Volatilität interpretiert werden können) und höheren Marktwerten von Aktien (die von stärkerer Volatilität profitieren).<sup>1</sup>

Schon vor dem 11. September hatte die weltweite Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu einem starken Rückgang sowohl des Brutto- als auch des Nettoabsatzes von Wertpapieren beigetragen. Im Gegensatz zu Ende 2000/Anfang 2001, als die Schuldner je nach den gerade herrschenden Marktbedingungen zwischen verschiedenen Finanzierungsarten hin- und herwechselten, war im dritten Quartal 2001 ein Rückgang in praktisch allen Kategorien von Finanzströmen zu verzeichnen. Am internationalen Markt für Schuldtitel fiel der Nettoabsatz um beinahe 40 %, wobei der Rückgang fast ausschliesslich auf den verringerten Nettoabsatz des privaten Sektors (Finanzinstitute und Wirtschaftsunternehmen) zurückzuführen war (s. „Die internationalen Märkte für Schuldtitel“, S. 25). Der Umlauf internationaler Geldmarktinstrumente sank während des Quartals um \$ 46 Mrd., und an verschiedenen inländischen Märkten wurde ein vergleichbarer Rückgang des Absatzes kurzfristiger Schuldinstrumente beobachtet. Auch die Bruttomittelaufnahme am internationalen Konsortialkreditmarkt brach ein (s. „Internationale Konsortialkredite: Verlagerung zu Kreditnehmern mit höherer Bonitätseinstufung“, S. 23).

Trotz der unsicheren Lage nach den Terroranschlägen behielten Schuldner mit Anlagerating im wesentlichen Zugang zu den Märkten für Schuldtitel. Als Bristol-Myers Squibb am 25. September eine Anleihe mit AAA-Rating im Umfang von \$ 5 Mrd. auflegte, war das ein Signal, dass beim Absatz von Unternehmensschuldtiteln mit Anlagerating am internationalen Markt wieder

Die meisten Kategorien von Finanzströmen im dritten Quartal rückläufig ...

... Schuldner mit Anlagequalität jedoch weiter am Markt

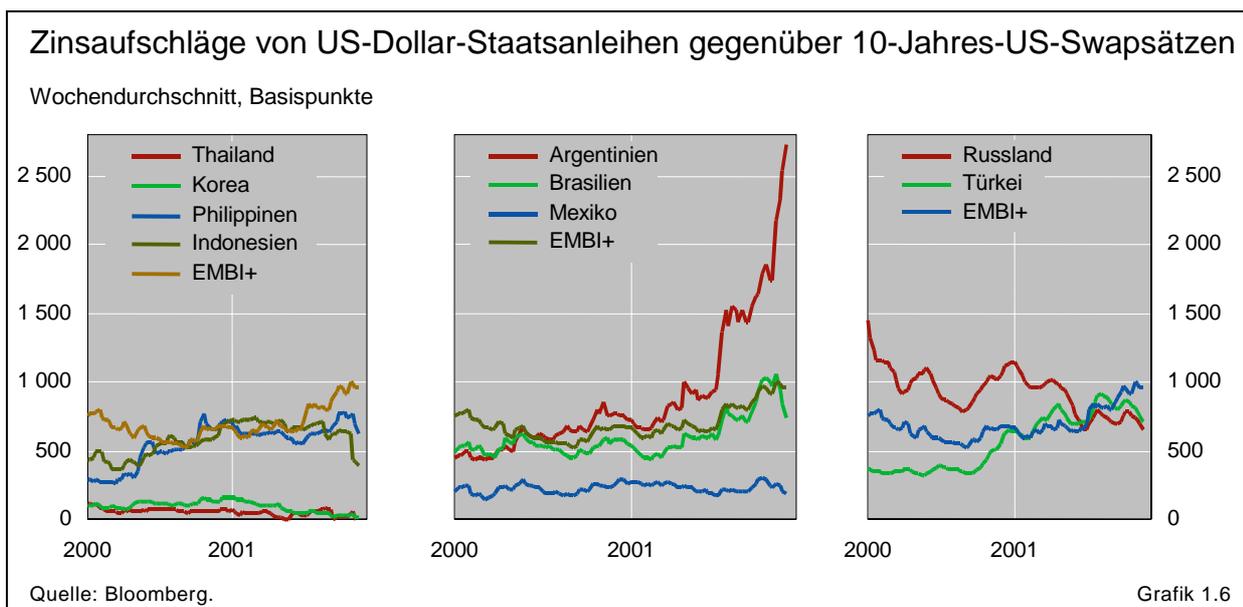
<sup>1</sup> Eine ausführliche Erörterung dieser „optionsgestützten“ Theorie der Anleihen- und Aktienbewertung findet sich im Kasten „Kreditzinsspannen und Volatilität der Aktienmärkte“ von B. Cohen im *BIZ-Quartalsbericht* vom November 2000.

einigermaßen normale Verhältnisse eingeleitet waren. Im Oktober wurde von sehr starkem Absatz berichtet; zum Teil dürfte es sich aber um die Aufarbeitung von Rückständen gehandelt haben. Angesichts des schlechten Abschneidens der Aktienmärkte und der niedrigen Renditen von Staatsanleihen und kurzfristigen Instrumenten waren die Anleger nach wie vor dankbare Abnehmer von Schuldtiteln mit Anlagequalität. Schuldner mit niedrigerer Bonitätseinstufung sahen sich jedoch nicht nur mit höheren Zinsaufschlägen konfrontiert, sondern auch mit geringeren Absatzmöglichkeiten. Der japanische Inlandsmarkt für Unternehmensanleihen wurde durch die am 14. September erklärte Zahlungsunfähigkeit von Mycal Corp. erschüttert, einem grossen Einzelhändler, dem inländische Rating-Agenturen ein Anlagerating gegeben hatten.

### Aufstrebende Volkswirtschaften leiden unter zunehmender Risikoscheu

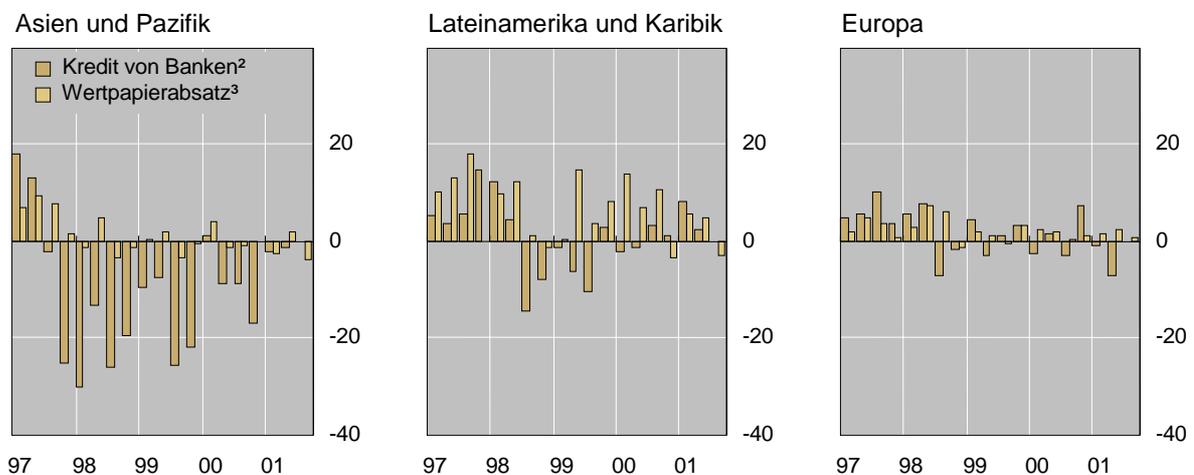
Fallende Aktienkurse, steigende Kreditzinsaufschläge und sinkende Finanzierungsströme in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften ...

Die wachsende Erkenntnis, dass sich das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern erheblich verlangsamt und die Risikoscheu der internationalen Anleger zunahm, liess die Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften fallen und die Risikoprämien für Kredite steigen (Grafik 1.6). Der Absatz von Schuldtiteln von Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften ging im dritten Quartal zurück, und auch die Bankkredite für diese Schuldner zeigten Anzeichen einer Verlangsamung (Grafik 1.7). Im Gegensatz zu den früheren Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den Jahren 1997/98 schienen die Möglichkeiten, die Exporte zu steigern und so die verringerten Kapitalzuflüsse zu kompensieren, begrenzt. Einige Schuldner, wie Mexiko und die führenden osteuropäischen Volkswirtschaften, profitierten nach



## Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebenden Volkswirtschaften<sup>1</sup>

Mrd. US-Dollar



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

Quellen: Bank of England; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Angaben; standortbezogene BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft. Grafik 1.7

wie vor von relativ engen Zinsspannen und stabilen Währungen. Ob sie aber unter den Bedingungen nach dem 11. September immer noch ohne weiteres Zugang zu den Kapitalmärkten haben, bleibt abzuwarten. Die Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften erholten sich im Gegensatz zu den Indizes der Industrieländer generell nicht vollständig von ihren Tiefständen Ende September.

Argentinien und die Türkei standen weiterhin im Zentrum der Aufmerksamkeit. Anfang September erhöhte der IWF das Argentinien zur Verfügung gestellte Kreditpaket um \$ 8 Mrd. auf rund \$ 22 Mrd. Davon waren \$ 3 Mrd. zur Unterstützung einer freiwilligen Umstrukturierung der Schulden Argentiniens bestimmt. Die Probleme Argentiniens drückten auch auf die Stimmung der Anleger gegenüber Brasilien, wo die Währung wegen einer erheblichen Verlangsamung des Wachstums, zu der noch eine Energiekrise hinzukam, in der Zeit von Jahresbeginn bis Ende Oktober 28 % ihres Wertes einbüßte. Die Türkei kämpfte weiterhin mit Schwächen ihres Bankensystems, und darüber hinaus muss sie für 2001 mit einem beträchtlichen Rückgang des realen BIP rechnen.

Am 1. November gab die argentinische Regierung Pläne zur Umstrukturierung der Staatsschulden durch Schuldenabtausch bekannt. Es wurde eine Verzinsung von 7 % für Anleihen und andere Instrumente angeboten, deren ursprünglicher Kupon 10 % und mehr betragen hatte (und deren implizite Fälligkeitsrendite angesichts der im Preis argentinischer Anleihen enthaltenen Ausfallprämie noch weit höher gewesen war). Die erste Phase des Abtauschs betraf inländische Anleger, die die angebotenen Konditionen grossenteils

... und Probleme Argentiniens und der Türkei im Zentrum der Aufmerksamkeit ...

akzeptierten, und sie wurde am 30. November abgeschlossen. Eine zweite, auf die internationalen Anleger ausgerichtete Phase ist geplant. Einige internationale Anleger sahen die ursprüngliche Ankündigung des Abtauschs als De-facto-Ausfall an, und der Preis der zinsvariablen Referenzanleihe des Landes sank am 1. November um 6,3 %. Da die Schuldensituation schon seit einiger Zeit in breiten Kreisen als unhaltbar angesehen worden war, dürfte diese Reaktion wohl kaum das Ergebnis einer grundlegenden Neubewertung der Bonität Argentiniens gewesen sein. Vielmehr dürfte der Kursrückgang darauf hindeuten, dass die Anleger auf eine Umstrukturierung gehofft hatten, bei der sich die multilateralen Organisationen stärker beteiligen würden.

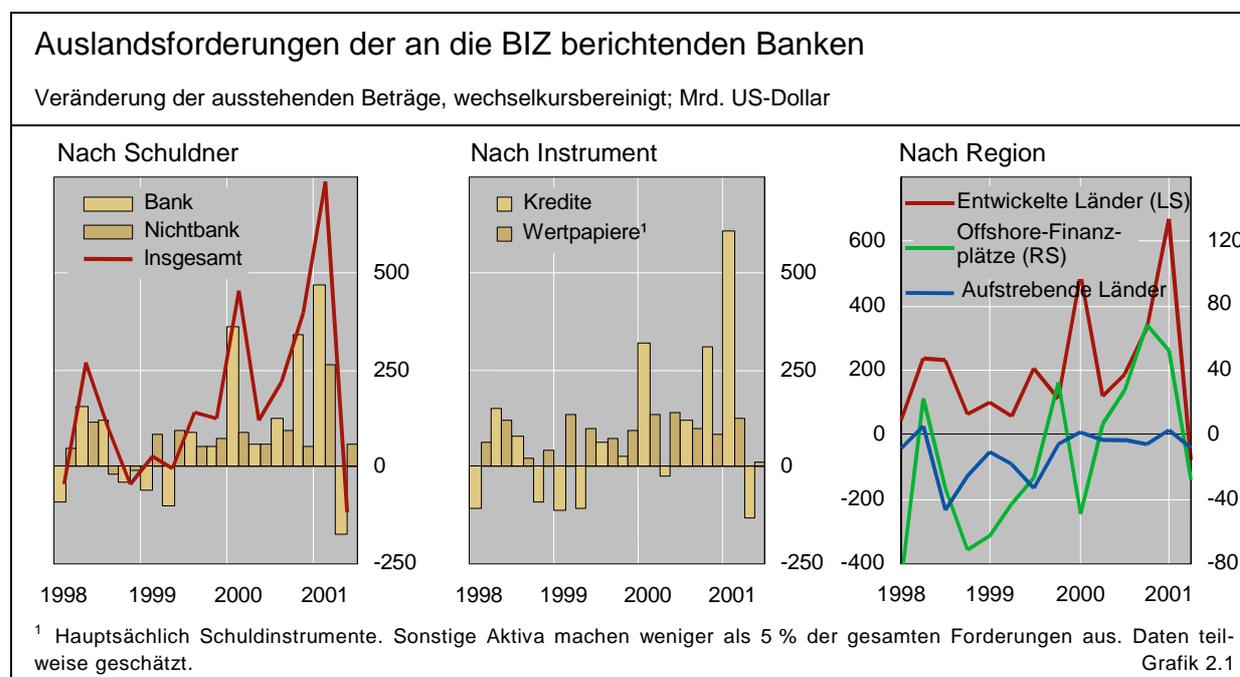
... aber kaum  
Ansteckungseffekte

Diese Probleme griffen jedoch offenbar nur in sehr begrenztem Masse auf andere aufstrebende Volkswirtschaften über. Die Anleger hatten schon mehrere Monate lang ihr Engagement in aufstrebenden Volkswirtschaften auf das gewünschte Niveau korrigiert und überliessen das Risiko denjenigen, die eher bereit waren, die zu erwartenden Turbulenzen auszusitzen. Die Banken hatten schon im ersten Halbjahr 2001 begonnen, ihr Engagement in der Türkei und Argentinien zu verringern, in einigen Fällen durch Verwendung von risikomindernden Instrumenten wie Sicherheiten und Garantien (s. „Das internationale Bankgeschäft“, S. 14). Infolge dieser Auflösung von Positionen hatten sich die Zinsaufschläge für die als Risiken eingestuften Länder, insbesondere für die Schulden Argentiniens, schon im Juli stark ausgeweitet. Da die Portfolioanlagen ihren Stand von 1996/97 nicht wieder erreichten, waren die Zahl und der Einfluss globaler Anleger mit Engagements in einem breiten Spektrum aufstrebender Volkswirtschaften relativ gering. Da ausserdem viele Länder flexiblere Wechselkursregimes eingeführt hatten, konnten sie sich dem externen Schock der weltweiten Verlangsamung des Wirtschaftswachstums anpassen, ohne untragbare Leistungsbilanzdefizite auflaufen zu lassen.

Es schien daher unwahrscheinlich, dass eine weitere Verschlechterung der Aussichten bestimmter Länder zu einem überstürzten Rückzug der Anleger führen würde, wie dies in früheren Krisen der Fall gewesen war. Vielmehr verbesserte sich die Stimmung gegenüber Brasilien ab Mitte Oktober markant, und der Real legte von Mitte Oktober bis Ende November gegenüber dem US-Dollar rund 10 % zu. Auch gegenüber der Türkei wurde die Stimmung freundlicher, wozu Fortschritte bei der Verabschiedung eines neuen Unterstützungspakets des IWF beitrugen.

## 2. Das internationale Bankgeschäft

Die schwache Nachfrage nach Kreditfinanzierungen hemmte das Wachstum des internationalen Bankgeschäfts im zweiten Quartal 2001. Gemäss der standortbezogenen Bankenstatistik fielen die Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken im zweiten Quartal um \$ 118 Mrd. auf \$ 10,9 Bio. (Grafik 2.1). Die internationalen Mittelströme zu Unternehmen oder anderen Nichtbanken verlangsamten sich deutlich im Vergleich zu dem bemerkenswert hohen Niveau des ersten Quartals, da die Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Lage die Nachfrage nach neuen Kreditfinanzierungen dämpfte. Da weder Tilgungszahlungen von Nichtbanken noch Kreditvergaben an solche Schuldner rezykliert werden mussten, lösten die Banken einige der hohen Interbankpositionen auf, die sie im Vorquartal aufgebaut hatten. Folglich verringerten sich die Auslandsforderungen der Banken um den Rekordbetrag von \$ 175 Mrd.



Für die aufstrebenden Volkswirtschaften präsentierte sich ein uneinheitliches Bild. In einigen Regionen, insbesondere in Asien und in erdölexportierenden Ländern, die nach wie vor Leistungsbilanzüberschüsse aufwiesen, blieb die Kreditnachfrage gering. Die Banken im Berichtsgebiet verringerten ihre Auslandsforderungen gegenüber Ländern, die als höhere Risiken eingestuft werden, wie die Türkei. Gegenüber mehreren anderen Schuldnern mit niedrigerer Bonitätseinstufung, darunter Argentinien, erhöhten sie ihre Forderungen, wobei sie jedoch ihr Risiko mit Hilfe risikomindernder Instrumente, z.B. Garantien, begrenzten. Insgesamt fielen die internationalen Forderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften im zweiten Quartal um \$ 8 Mrd.

### Nachlassende Nachfrage nach Interbank-Finanzierungen in US-Dollar

Starker Rückgang der US-Dollar-Interbankforderungen

Nach mehreren Quartalen hohen Wachstums verringerte sich das Geschäft am internationalen Interbankmarkt im zweiten Quartal um \$ 204 Mrd. (Tabelle 2.1). Ein Grossteil des Rückgangs ist anscheinend auf die sinkende Nachfrage nach Finanzierungen in US-Dollar zurückzuführen. Tilgungen an Banken mit Sitz in der Karibik und in anderen Finanzzentren führten zu einem Rückgang der US-Dollar-Interbankforderungen um \$ 100 Mrd. Besonders bemerkenswert ist der Richtungswechsel in der Kreditvergabe von US-Banken. Noch im letzten Quartal 2000 und im ersten Quartal 2001 hatten ausländische Banken beträchtliche US-Dollar-Finanzmittel bei US-Banken nachgefragt. Im zweiten Quartal dagegen zahlten sie ausstehende US-Dollar-Verbindlichkeiten zurück.

Internationale Interbankforderungen								
Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar								
	1999	2000				2001		Stand Ende Juni 2001
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	
Forderungen insgesamt <sup>1</sup>	12,6	945,4	62,7	145,3	323,8	569,0	-204,1	7 971,8
<i>darunter:</i>								
<i>Auslandsforderungen</i>	- 17,2	892,8	60,1	126,5	342,5	472,0	- 175,0	7 206,9
US-Dollar	- 108,3	324,9	37,8	77,5	116,4	146,0	- 100,1	3 269,1
Euro	281,8	312,1	31,4	27,5	39,5	314,5	10,3	2 091,5
<i>darunter: im Euro-Raum<sup>2</sup></i>	154,3	88,4	-13,1	10,9	15,8	63,9	25,7	774,8
Yen	- 195,9	81,8	- 5,4	- 2,4	88,0	- 9,2	- 21,6	580,6
Pfund Sterling	- 0,3	65,4	4,4	9,4	4,0	52,9	- 41,0	354,6
Schweizer Franken	14,5	- 0,7	-29,3	7,2	- 11,2	18,8	- 12,9	186,9
Sonstige Währungen <sup>3</sup>	20,9	161,8	23,9	26,2	87,2	45,9	- 38,7	1 489,1

<sup>1</sup> Auslandsforderungen an Banken in allen Währungen und Inlandsforderungen in Fremdwährungen an Banken mit Sitz in berichtenden Ländern. <sup>2</sup> Euro-Auslandsforderungen der berichtenden Banken im Euro-Raum an Gebietsansässige des Euro-Raums. <sup>3</sup> Einschl. nicht aufgliederbare Währungen.

Tabelle 2.1

Das Geschäft im Euro-Segment des internationalen Interbankmarktes normalisierte sich im zweiten Quartal mit einem Forderungsanstieg von \$ 10 Mrd. nach einem aussergewöhnlich kräftigen Anstieg um \$ 315 Mrd. im ersten Quartal. Die Mittelströme zwischen dem Vereinigten Königreich und dem Euro-Raum, im ersten Quartal noch massgebend für die Ausweitung des Geschäfts, kehrten sich im zweiten Quartal um, so dass grenzüberschreitende Euro-Positionen gegenüber dem Vereinigten Königreich teilweise aufgelöst wurden. Im Gegensatz dazu weitete sich das Geschäft innerhalb des Euro-Raums erneut aus. Die grössten Transaktionen fanden zwischen Banken mit Hauptsitz in Deutschland und Frankreich und ihren Geschäftsstellen in Luxemburg statt.

### Banken kreditwillig, aber wenig Kreditnehmer in den USA

In der Trendverschiebung am Interbankmarkt im zweiten Quartal kam der Einbruch der Kreditvergabe an Nichtbanken zum Ausdruck. Die Eintrübung der weltwirtschaftlichen Perspektiven dämpfte die Nachfrage der Nichtbanken nach neuen Kreditfinanzierungen. Folglich verlangsamten sich die grenzüberschreitenden Mittelströme an Nichtbanken von \$ 267 Mrd. im ersten Quartal auf \$ 57 Mrd. im zweiten (Tabelle 2.2).

Auslandsforderungen der Banken gegenüber Nichtbanken								
Veränderung der ausstehenden Beträge, Wechselkursbereinigt; Mrd. US-Dollar								
	1999	2000			2001		Stand Ende Juni 2001	
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.		2. Q.
Forderungen an Nichtbanken insgesamt	303,1	296,9	58,2	94,1	53,8	266,5	57,4	3 705,3
Kredite	102,7	66,7	– 0,2	22,9	16,8	198,7	36,7	2 204,3
Wertpapiere <sup>1</sup>	200,3	230,2	58,4	71,3	37,0	67,8	20,7	1 501,0
Entwickelte Länder	275,3	265,8	40,5	81,2	55,7	228,9	45,8	2 766,5
Europa	259,0	205,9	25,5	67,3	39,2	92,1	23,8	1 496,5
<i>darunter: Euro-Raum<sup>2</sup></i>	156,8	60,8	3,5	12,2	10,9	42,6	7,2	641,2
Japan	– 64,5	– 67,5	– 8,5	– 10,3	– 33,5	– 7,0	4,3	113,5
USA	86,0	123,4	26,8	22,3	48,4	141,5	9,8	1 066,6
Offshore-Finanzplätze	24,6	47,0	18,5	7,0	16,2	25,2	7,5	366,6
Entwicklungsländer	– 15,9	– 15,7	2,9	5,2	– 13,6	9,3	4,8	489,8
Nicht aufgliederbar <sup>3</sup>	19,1	– 0,2	– 3,6	0,8	– 4,5	3,0	– 0,7	82,3
US-Dollar	141,5	125,0	25,2	26,7	58,2	137,5	30,1	1 724,6
Euro	185,1	157,4	16,6	52,6	21,2	128,3	– 0,2	1 139,8
Yen	– 7,0	19,1	37,4	– 8,6	– 26,0	6,2	7,3	256,1
Sonstige Währungen <sup>4</sup>	– 16,5	– 4,6	– 20,9	23,4	0,4	– 5,5	20,2	584,8

<sup>1</sup> Hauptsächlich Schuldtitel. Sonstige Aktiva entsprechen weniger als 5 % der gesamten ausstehenden Forderungen. Daten teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Euro-Auslandsforderungen der berichtenden Banken im Euro-Raum an Schuldner des Euro-Raums. <sup>3</sup> Einschl. Forderungen an internationale Organisationen. <sup>4</sup> Einschl. nicht aufgliederbare Währungen. Tabelle 2.2

Schwächere Mittelströme zu US-Nichtbanken ...

Ebenso wie die Mittelströme in die USA die Expansion des Geschäfts im ersten Quartal angetrieben hatten, bewirkten sie auch die Verlangsamung im zweiten Quartal. Die Auslandsforderungen an Nichtbanken in den USA erhöhten sich im zweiten Quartal nur um \$ 10 Mrd. Dies war der kleinste Anstieg seit zwei Jahren. Sowohl die Kreditvergabe als auch die Wertpapierkäufe fielen schwach aus.

... trotz Zuwachs bei den Konsortialkrediten

Die Verlangsamung der grenzüberschreitenden Mittelströme an Nichtbanken aus den USA ist überraschend angesichts der Tatsache, dass US-Kreditnehmer im zweiten Quartal am internationalen Konsortialkreditmarkt Finanzmittel in Rekordumfang (brutto) aufnahmen. Die gegensätzliche Entwicklung der standortbezogenen Bankenstatistik und der Konsortialkreditstatistik lässt vermuten, dass Konsortialkredite entweder hauptsächlich als Backup-Fazilitäten konzipiert waren und dementsprechend nicht beansprucht wurden oder dass sie zur Refinanzierung fälliger Kredite verwendet oder am Sekundärmarkt verkauft wurden.<sup>1</sup> Wahrscheinlich treffen alle drei Erklärungen für den Einbruch der grenzüberschreitenden Mittelflüsse an US-Nichtbanken im zweiten Quartal zu. Die im Markt für Commercial Paper (CP) aktiven Kreditnehmer bauten ihre Kreditlinien aus, in der Erwartung, dass sie den Marktzugang aufgrund sich eintrübender Gewinnaussichten verlieren könnten. Insbesondere die Zeichnung einer Fazilität über \$ 14,7 Mrd. durch die General Motors Acceptance Corporation im Juni erfolgte offenbar aufgrund einer Vorahnung, denn nach einer Bonitätsherabstufung im Oktober verschlechterte sich der Zugang dieses Unternehmens zum CP-Markt. Zudem nutzten die Kreditnehmer anscheinend den auf die Senkungen des Notenbankzinses durch die Federal Reserve folgenden Renditerückgang, um ausstehende Kredite zu refinanzieren. Schließlich fanden die Banken an einem Markt, in dem trotz sich verschlechternder volkswirtschaftlicher Perspektiven die Kreditzinsspannen enger wurden, für Kredite mit Anlagequalität bereitwillige Käufer.

Insgesamt weisen die drei von der BIZ publizierte Reihen von Bankenstatistiken – standortbezogen, konsolidiert und Konsortialkreditgeschäft – darauf hin, dass die internationalen Banken im zweiten Quartal weiterhin gewillt waren, US-Schuldnern Kredit zu gewähren. Die grenzüberschreitenden Mittelströme an Nichtbanken in den USA nahmen zwar ab, doch selbst als sich die Gewinnaussichten verschlechterten, gab es bei den Banken im Berichtsgebiet

---

<sup>1</sup> Die Statistik über das internationale Konsortialkreditgeschäft und die standortbezogene Statistik zum Bankgeschäft sind nicht direkt miteinander vergleichbar. Erstere weist Bruttowerte aus, die auf den gezeichneten Fazilitäten basieren, während letztere Nettowerte ausweist, die aus den Bilanzen der berichtenden Banken stammen. Zudem wird in der Konsortialkreditstatistik die Kreditvergabe von Inlandsbanken (wenn sie Teil eines internationalen Konsortiums sind) berücksichtigt, während sich die Bankenstatistik auf die Auslandsforderungen von internationalen Banken bezieht. Die Beteiligung von US-Banken an internationalen Konsortien, die Kredite an US-Schuldner vergeben, ist substanziell. Deswegen erklärt die inländische Kreditvergabe einen Teil der inkongruenten Entwicklung der beiden Statistiken. Die einem Konsortium angehörenden Auslandsbanken könnten zudem Kredite über ihre Niederlassungen oder Tochtergesellschaften in den USA herausgelegt haben. Dies ist allerdings unwahrscheinlich, da die US-Daten zu den Finanzströmen im zweiten Quartal eine deutliche Verlangsamung der inländischen Kreditvergabe ausweisen. Ausserdem gibt die konsolidierte internationale Bankenstatistik keinen Hinweis auf eine verstärkte Kreditvergabe von Auslandsbanken in den USA.

keine Anzeichen für eine Rückführung ihrer Forderungen an Nichtbanken des privaten Sektors, deren Anteil an den gesamten ausstehenden Forderungen an die USA im zweiten Quartal mit 57 % stabil blieb. Stattdessen verringerten die Banken ihre Bestände an US-Schatzpapieren, wodurch sich der Anteil des öffentlichen Sektors an den ausstehenden Forderungen um 1 Prozentpunkt auf 13 % verringerte.

Auch im dritten Quartal standen offenbar zumindest Schuldner mit Anlagqualität Kreditfinanzierungen zur Verfügung. Zwar verlangsamte sich die Konsortialkreditvergabe im Vergleich zu dem aussergewöhnlich hohen Volumen des zweiten Quartals (s. „Internationale Konsortialkredite: Verlagerung zu Kreditnehmern mit höherer Bonitätseinstufung“, S. 23). Mit \$ 181 Mrd. lag sie jedoch nur wenig unter dem Volumen des Vorjahresquartals, als die US-Wirtschaft noch deutlich kräftiger wuchs als im dritten Quartal 2001.

### Mittelflüsse an Nichtbanken in Europa weiterhin positiv

Auch die Mittelflüsse an Nichtbanken in Europa verlangsamten sich im zweiten Quartal, wenn auch nicht so deutlich wie in den USA. Die Auslandsforderungen an Nichtbanken in Europa erhöhten sich zwar weniger als in den Vorquartalen, aber doch um \$ 24 Mrd. (Tabelle 2.2). Die meisten Finanzmittel flossen nach Italien, gefolgt von Frankreich. Die grössten Abnahmen verzeichneten das Vereinigte Königreich und die Niederlande.

Im zweiten Quartal resultierten erneut die meisten Mittelflüsse aus inner-europäischen Transaktionen. Die Mittelflüsse an europäische Nichtbankschuldner von Banken mit Geschäftssitz in Europa beliefen sich auf \$ 20 Mrd., während im Vergleich hierzu \$ 4 Mrd. von nichteuropäischen Banken zuflossen.<sup>2</sup> Die Übernahme der Bank Austria durch die HypoVereinsbank stärkte die Position deutscher Banken als wichtigste Quelle internationaler Bankkredite für den öffentlichen Sektor, Unternehmen und Nichtbankfinanzinstitute in Europa. Gemäss der konsolidierten Bankenstatistik erhöhte sich der Anteil deutscher Banken an den ausstehenden Auslandsforderungen gegenüber europäischen Nichtbanken im zweiten Quartal um 2 Prozentpunkte auf 25 %. Die japanischen Banken behaupteten ihren Marktanteil von 11 %, gefolgt von den Schweizer und den französischen Banken mit jeweils 9 %, und den US-Banken mit 8 %.

Deutsche Banken stärken ihre Position in Europa

---

<sup>2</sup> Die standortbezogene Bankenstatistik berücksichtigt nur Kredite und keine Wertpapierkäufe von Banken in den USA. Deswegen unterschätzt sie die Finanzströme zwischen Europa und den USA. Die konsolidierte Bankenstatistik beinhaltet sowohl Kredite als auch Wertpapiere. Der Statistische Anhang enthält einen Überblick über die wichtigsten Unterschiede zwischen der konsolidierten und der standortbezogenen Bankenstatistik.

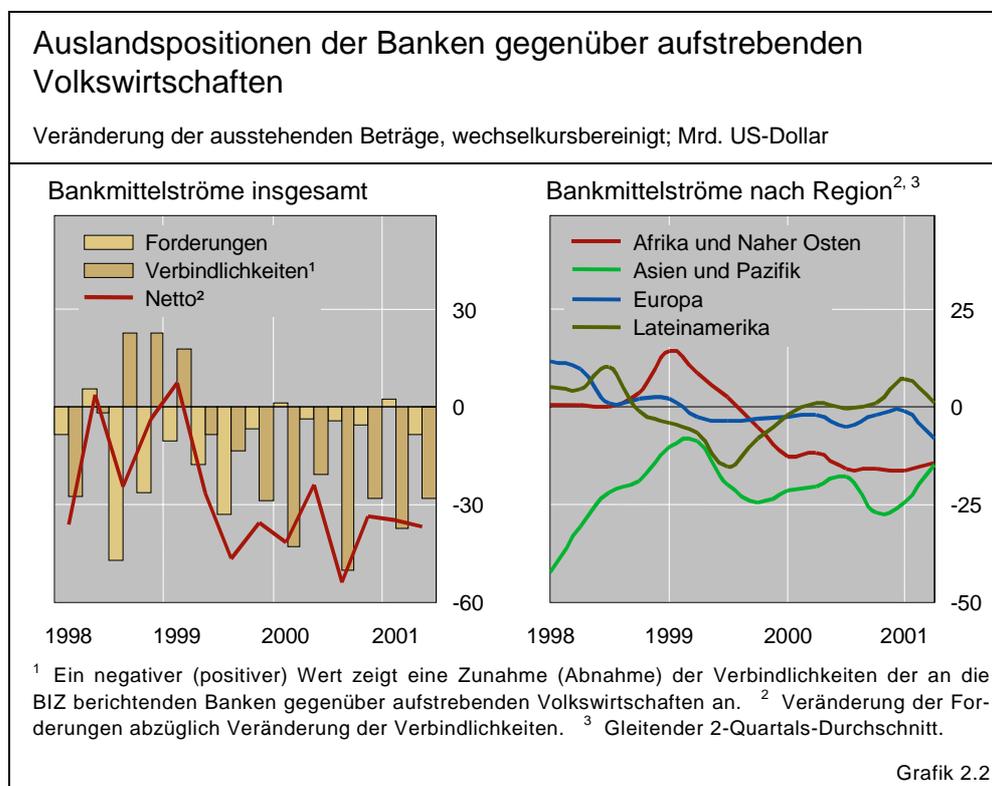
## Neufinanzierungen für aufstrebende Volkswirtschaften auf erstklassige Schuldner begrenzt

Starker Rückgang der Auslandsforderungen an aufstrebende Volkswirtschaften ...

Anders als die Industrieländer, in denen offenbar Nachfragefaktoren die Hauptursache der Verlangsamung der Bankmittelströme im zweiten Quartal waren, präsentierten die aufstrebenden Volkswirtschaften ein uneinheitliches Bild. Die Auslandsforderungen an aufstrebende Volkswirtschaften verzeichneten im zweiten Quartal mit \$ 9 Mrd. ihren stärksten Rückgang seit fast zwei Jahren (Grafik 2.2 und Tabelle 2.3). Aufgrund von Leistungsbilanzüberschüssen blieb die Nachfrage nach ausländischen Bankkrediten in Asien und anderen Regionen schwach. Banken im Berichtsgebiet erhöhten weiterhin moderat ihre Ausleihungen gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften mit Bedarf an Auslandsfinanzierungen, einschliesslich solchen mit höherem Risiko, wie Argentinien und Russland. Gleichzeitig trafen sie jedoch Massnahmen zur Begrenzung ihrer Risiken, indem sie zum Beispiel hauptsächlich an erstklassige Schuldner oder nur gegen Besicherung und mit Garantien Kredite vergaben.

... insbesondere an die Türkei

Die Türkei verzeichnete im zweiten Quartal mit \$ 5,1 Mrd. erneut den grössten Forderungsrückgang; insgesamt schrumpften damit im ersten Halbjahr 2001 die Auslandsforderungen gegenüber der Türkei um 15 % ihres Standes von Ende 2000. Der Rückgang resultierte grösstenteils aus dem Fälligwerden kurzfristiger Kredite an türkische Banken und den öffentlichen Sektor. Der türkische Staat zahlte einen Konsortialkredit von \$ 1 Mrd. zurück, der im Dezember 2000 bereitgestellt worden war. Türkische Banken nahmen den internationalen Konsortialkreditmarkt im zweiten Quartal nicht in Anspruch,



nachdem sie im Jahr 2000 ihre Verbindlichkeiten kräftig erhöht hatten. Im dritten Quartal jedoch kehrten einige erstklassige Banken an den Markt zurück und zeichneten neue Kredite im Volumen von \$ 1,4 Mrd.

Die Auslandsforderungen an Brasilien stagnierten im zweiten Quartal, nachdem sie zuvor sechs Quartale in Folge angestiegen waren. Banken aus den USA und dem Euro-Raum stellten brasilianischen Schuldern weiterhin beträchtliche Kreditsummen zur Verfügung, denen jedoch ein Rückgang der in den karibischen Finanzzentren verbuchten Bestände an von Banken emittierten Wertpapieren um \$ 3 Mrd. gegenüberstand. Die konsolidierte Bankenstatistik weist im zweiten Quartal einen Anstieg der Auslandsforderungen an Brasilien um \$ 1,5 Mrd. aus. Dies deutet darauf hin, dass es sich bei einem Teil der Wertpapierverkäufe um Geschäfte zwischen verbundenen Niederlassungen gehandelt haben dürfte.

Auslandspositionen der Banken gegenüber Entwicklungsländern								
Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar								
	1999	2000			2001		Stand Ende Juni 2001	
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.		2. Q.
Forderungen insgesamt	- 68,0	- 11,9	- 3,6	- 3,9	- 5,5	2,7	- 8,4	867,3
Afrika und Naher Osten	0,2	- 7,6	- 1,0	- 1,6	1,2	- 5,6	- 1,6	139,5
Saudi-Arabien	2,1	0,1	- 0,1	0,0	1,4	- 1,9	0,1	23,8
Asien und Pazifikraum	- 61,3	- 29,0	- 7,2	- 6,6	- 18,2	- 0,8	- 1,5	272,8
Festland-China	- 17,1	- 5,4	- 3,4	- 1,6	- 0,4	- 1,8	1,5	57,7
Taiwan, China	- 3,3	- 4,3	- 0,1	- 1,1	- 4,3	- 0,2	1,3	15,8
Europa	9,1	10,9	2,6	0,3	8,4	0,4	- 7,3	158,5
Russland	- 6,5	- 6,6	- 1,3	- 3,3	- 0,6	- 1,2	0,3	33,7
Türkei	5,9	11,3	2,6	2,5	3,4	- 2,3	- 5,1	40,4
Lateinamerika	- 16,0	13,8	2,1	4,0	3,2	8,7	2,0	296,5
Argentinien	0,7	1,2	- 0,1	2,3	0,3	- 1,7	1,5	46,4
Brasilien	- 8,9	9,5	0,2	3,2	4,6	4,0	0,0	98,2
Verbindlichkeiten insgesamt <sup>1</sup>	32,6	141,5	20,5	50,2	28,2	37,5	28,3	1 089,5
Afrika und Naher Osten	- 6,9	47,2	8,4	21,0	10,1	17,8	3,3	328,2
Saudi-Arabien	- 17,9	10,9	- 0,9	7,3	4,9	4,7	- 1,4	62,1
Asien und Pazifikraum	5,0	65,3	9,5	12,1	16,9	12,5	14,7	378,2
Festland-China	- 4,1	35,7	10,4	5,2	8,1	0,6	3,5	104,5
Taiwan, China	7,5	19,2	0,6	6,1	12,6	3,4	6,8	73,2
Europa	20,8	19,4	4,8	7,7	5,0	6,0	3,0	127,4
Russland	3,8	7,2	3,4	3,2	- 1,8	3,8	2,6	29,4
Türkei	3,3	2,3	- 0,6	0,3	2,6	- 1,3	0,5	19,3
Lateinamerika	13,8	9,6	- 2,1	9,3	- 3,9	1,2	7,3	255,7
Argentinien	0,1	3,2	0,1	3,7	- 1,0	- 6,0	2,3	36,6
Brasilien	2,2	- 4,6	- 8,9	2,3	0,7	- 2,6	2,2	46,6
Nettoströme <sup>2</sup>	- 100,7	- 153,4	- 24,1	- 54,1	- 33,7	- 34,8	- 36,7	- 222,2
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Einlagen von OPEC-Staaten</i>	- 19,6	37,7	9,1	17,9	8,5	12,7	2,3	243,7

<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. Tabelle 2.3

Zunahme der Auslandsforderungen an Argentinien und Russland ...

Die Auslandsforderungen an Argentinien erhöhten sich im zweiten Quartal trotz wachsender Bedenken im Hinblick auf die weitere Entwicklung der Wirtschaft und des Staatshaushalts um \$ 1,5 Mrd. Banken aus Europa und den USA verringerten zwar ihre Bestände an argentinischen Wertpapieren. Gleichzeitig vergaben aber Banken aus den USA und anderen Finanzplätzen neue Kredite in Höhe von \$ 1,7 Mrd. Der Anstieg der Auslandsforderungen an Argentinien ist jedoch nicht gleichzusetzen mit einer Ausweitung der ausstehenden Risiken der Banken. Tatsächlich zeigt die konsolidierte Bankenstatistik, dass die Banken im Berichtsgebiet ihr Risikoengagement gegenüber Argentinien im zweiten Quartal verringerten. Nach Konsolidierung der Geschäftstätigkeit der lokalen Tochtergesellschaften mit den Mutterbanken fielen die bilanzwirksamen Auslandsforderungen um \$ 1,6 Mrd. oder 2 %. Anscheinend haben die Bankentöchter in Argentinien auf US-Dollar lautende argentinische Staatsanleihen verkauft, wodurch der Anteil der Forderungen an den öffentlichen Sektor im zweiten Quartal um 3 Prozentpunkte auf 20 % der gesamten konsolidierten Forderungen zurückfiel. Derartige Verkäufe beeinflussen nicht notwendigerweise die Auslandspositionen, schlagen sich jedoch in einem Rückgang der konsolidierten Forderungen nieder.<sup>3</sup> Das Netto-Risikoengagement der Banken, bei dessen Berechnung die Nutzung risikobegrenzender Instrumente berücksichtigt wird, verringerte sich mit \$ 3,2 Mrd. in noch grösserem Umfang. Dies lässt vermuten, dass Banken unbesicherte Kredite nicht erneuerten und Garantien und Besicherungen für ihre Forderungen verlangten.

... aber sinkendes Netto-Risikoengagement der Banken

Auch die Auslandsforderungen an Russland erhöhten sich im zweiten Quartal, während das Netto-Risikoengagement der Banken weiter zurückging. Der Anstieg der Auslandsforderungen betrug zwar lediglich \$ 0,3 Mrd., aber er beendete die langanhaltende Abwärtsbewegung, die im August 1998 begonnen hatte, als Russland ein Schuldenmoratorium erklärte. Von Juni 1998 bis Juni 2001 verringerten sich die Auslandsforderungen an Russland um \$ 26 Mrd. bzw. 40 %. Weiterhin haben nur ganz erstklassige russische Schuldner Zugang zum internationalen Kreditmarkt. Im Allgemeinen sind Neukredite zum Beispiel durch Erdöl- oder Erdgaseinnahmen besichert oder werden von europäischen oder anderen Exportkreditversicherern garantiert. Aufgrund solcher Garantien sank das Netto-Risikoengagement der Banken gegenüber Russland im zweiten Quartal um etwa \$ 1 Mrd.

Schwächere Einlagenströme aus OPEC-Ländern ...

Die erdölexportierenden Länder und die aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien leiteten ihre aus den Leistungsbilanzüberschüssen stammenden Devisen auch weiterhin in den internationalen Bankkreditmarkt. Erste Anzeichen weisen jedoch darauf hin, dass die Nettozuflüsse an die Banken aus diesen Regionen bald abnehmen könnten. Mitgliedsländer der OPEC tilgten im zweiten Quartal weitere \$ 2,8 Mrd. gegenüber Banken im Berichtsgebiet. Der Rückgang der Erdölpreise liess jedoch die Einlagenströme auf \$ 2,3 Mrd. – das

---

<sup>3</sup> Solche Verkäufe schlagen sich dann in der Auslandsposition nieder, wenn die Verkaufserlöse an den Hauptsitz fließen.

niedrigste Volumen seit 1999 – fallen. Gegenüber Asien insgesamt verlief die Entwicklung der Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken im Rahmen der bisherigen Trends: Die Auslandsforderungen verringerten sich um \$ 1,5 Mrd., während sich die Auslandsverbindlichkeiten um \$ 14,7 Mrd. erhöhten. Allerdings fand der Rückgang der grenzüberschreitenden Forderungen gegenüber einigen Ländern ein Ende und vereinzelt konnten auch wieder Zuwächse verzeichnet werden. Die Auslandsforderungen an die Philippinen und an Malaysia stiegen im dritten Quartal in Folge, und zwar um \$ 0,5 Mrd. bzw. \$ 0,3 Mrd. Zudem verschiebt sich die Forderungsstruktur weg vom privaten und hin zum öffentlichen Sektor. Die Forderungen an den öffentlichen Sektor erhöhten sich in den Philippinen um 2 Prozentpunkte und in Malaysia um 3 Prozentpunkte auf jeweils 20 % der ausstehenden konsolidierten Forderungen. In Taiwan, China (im folgenden Taiwan genannt) verdoppelten sich die Forderungen an den öffentlichen Sektor auf 12 % der konsolidierten Forderungen.

Neben Krediten für den öffentlichen Sektor flossen beträchtliche Kreditsummen von Banken im Berichtsgebiet auch an Banken in Taiwan, so dass sich die Forderungen an die gesamte Volkswirtschaft um \$ 1,3 Mrd. erhöhten. Da Finanzierungen in US-Dollar jedoch auch im Inland verfügbar waren, lenkten taiwanesishe Banken überschüssige US-Dollar zurück in das internationale Bankgeschäft, mit der Folge, dass die Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Taiwan um \$ 6,8 Mrd. zunahmen. Gegenüber Festland-China stiegen die grenzüberschreitenden Forderungen mit \$ 1,5 Mrd. in einer vergleichbaren Masse. Da ihr Bedarf an US-Dollar gering war, platzierten Banken aus Festland-China weiterhin hohe Einlagen bei internationalen Banken. Dies führte im zweiten Quartal zu einem kräftigen Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten von Banken gegenüber Festland-China um \$ 3,5 Mrd.<sup>4</sup>

... aber weitere Zunahme der Einlagen aus Taiwan und Festland-China

---

<sup>4</sup> In Features früherer *BIZ-Quartalsberichte* wird das Wachstum von Fremdwährungseinlagen in Taiwan und Festland-China untersucht. S. Robert N. McCauley und Y. K. Mo, „Fremdwährungseinlagen von Unternehmen und Privatpersonen bei Banken in China“, August 2000, S. 38-43, und Ben S. C. Fung und Robert N. McCauley, „Analyse der Zunahme der Fremdwährungseinlagen in Taiwan“, September 2001, S. 55-63.

## Internationale Konsortialkredite: Verlagerung zu Kreditnehmern mit höherer Bonitätseinstufung

*Blaise Gadanez*

Nach einem Rekordvolumen im zweiten Quartal verlangsamte sich im dritten Quartal das Zeichnungsvolumen internationaler Konsortialkredite auf \$ 304 Mrd. Saisonbereinigt betrug die Abnahme 26 %. Das langsamere Wachstum im dritten Quartal ist zu einem grossen Teil auf den Rückgang der Kreditvergabe an Schuldner mit niedrigerer Bonitätseinstufung zurückzuführen. Während Schuldner mit einer Bonitätseinstufung von BBB oder schlechter im Verlauf der letzten Jahre etwa zwei Drittel der insgesamt an bonitätsbewertete Schuldner vergebenen internationalen Konsortialkredite in Anspruch nahmen, fiel ihr Anteil im dritten Quartal auf 50 % zurück. Trotz des Rückgangs hielt sich das Geschäftsvolumen über dem Durchschnitt des Zeitraums 1997-1999, als das Wachstum der Weltwirtschaft noch wesentlich höher ausfiel.

Die Kreditnachfrage von Schuldnern aus den USA summierte sich im dritten Quartal auf \$ 181 Mrd. Das waren 42 % weniger als im zweiten Quartal, aber nur 9 % weniger als im entsprechenden Vorjahresquartal. Finanzinstitute, inklusive der Finanzierungstöchter von Unternehmen, nahmen den Konsortialkreditmarkt deutlich weniger in Anspruch. Ihr Anteil an für Schuldner aus den USA bereitgestellten Krediten fiel von 39 % im zweiten Quartal auf 20 % im dritten. Die grössten Fazilitäten zeichneten im dritten Quartal Philip Morris USA mit \$ 8 Mrd. und Kraft mit \$ 6 Mrd. Aufgrund dieser Kredite erreichte der Sektor Nahrungsmittel, Getränke und Tabak einen Anteil von 12 % an der gesamten Kreditvergabe im Vergleich zu durchschnittlich 3 % im Vorjahr.

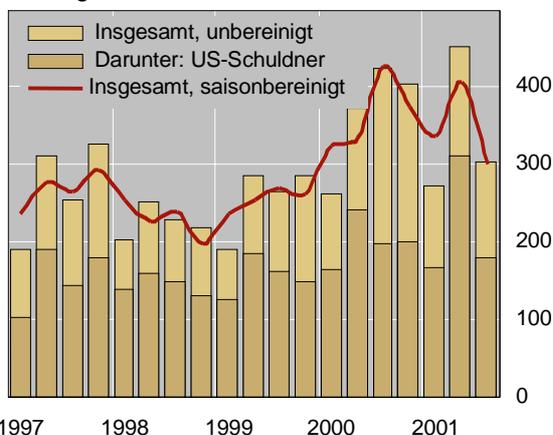
In Europa fiel das Zeichnungsvolumen im Vergleich zum zweiten Quartal um 21 % auf \$ 75 Mrd. Das waren 58 % weniger als im Vorjahresquartal, als die Kredite an Telekommunikationsunternehmen ein Rekordvolumen erreicht hatten. Die grössten Kredite wurden für Telekommunikationsunternehmen bereitgestellt, die damit auslaufende Fazilitäten refinanzieren. British Telecom zeichnete eine Fazilität über £ 5,5 Mrd., Telecom Italia und Deutsche Telekom Fazilitäten von je € 5 Mrd.

Die neu bereitgestellten Konsortialkredite für aufstrebende Volkswirtschaften erhöhten sich im dritten Quartal auf \$ 18 Mrd. Das ist mehr als der Durchschnitt der ersten zwei Quartale des Jahres 2001, aber immer noch weniger als der Durchschnitt des Jahres 2000. Hiervon erhielten Schuldner aus Südafrika mit \$ 4,6 Mrd. das grösste Volumen. Die South African Reserve Bank zeichnete \$ 1,5 Mrd., um damit bilaterale Kredite zu refinanzieren. Für Old Mutual, ein Versicherungsunternehmen, wurden £ 900 Mio. zur Refinanzierung einer früheren Fazilität bereitgestellt. Koreanische Schuldner, darunter hauptsächlich Banken, zeichneten Fazilitäten über insgesamt \$ 1,6 Mrd.

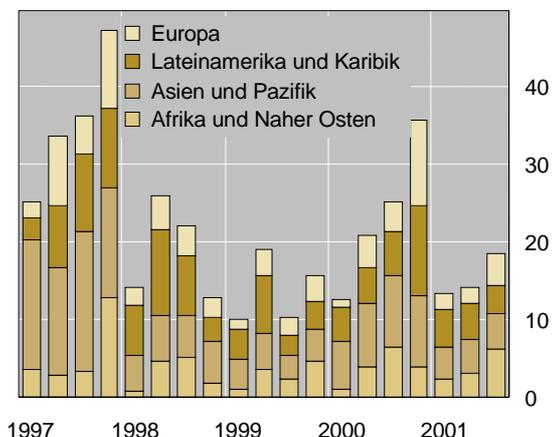
## Geschäft am internationalen Konsortialkreditmarkt

Mrd. US-Dollar

Bereitgestellte Fazilitäten



Fazilitäten für aufstrebende Volkswirtschaften



Quellen: Dealogic Capital Data Loanware; BIZ.

Türkische Kreditnehmer nahmen im dritten Quartal Konsortialkredite über \$ 1,5 Mrd. in Anspruch, nach einer nur geringfügigen Kreditaufnahme in den zwei Vorquartalen. Kreditnehmer waren fast ausschliesslich türkische Banken, die damit ihren Wiedereintritt in den internationalen Konsortialkreditmarkt signalisierten. Dieses Privileg mussten sie jedoch teuer bezahlen. Die Zinsspannen für auf Libor basierende Fazilitäten, die für türkische Banken bereitgestellt wurden, weiteten sich von etwa 110 Basispunkten im Jahr 2000 auf 200 Basispunkte im dritten Quartal 2001 aus. Das Zeichnungsvolumen lateinamerikanischer Schuldner fiel auf den niedrigsten Stand seit 1999. Insbesondere die Aktivität mexikanischer Kreditnehmer fiel im Vergleich zu den Vorquartalen zurück. Argentinien nahm im dritten Quartal Kredite in Höhe von \$ 0,4 Mrd. für Erdöl- und Erdgasprojekte auf.

### 3. Die internationalen Märkte für Schuldtitel

Im Zuge des weltweiten Konjunkturrückgangs gab die Nachfrage nach internationalen Finanzierungen während des dritten Quartals 2001 weiter nach. In diesem Quartal fiel der Nettoabsatz am internationalen Markt für Schuldtitel um beinahe 40 % auf \$ 169 Mrd. (Tabelle 3.1). Der Rückgang erfasste nicht nur das gesamte Laufzeitenspektrum, sondern auch verschiedene Wirtschaftsräume und Branchen. Die Finanzinstitute erlebten einen besonders starken Rückgang ihres Nettoabsatzes, wodurch sich eine Entwicklung fortsetzte, die sich bereits im vergangenen *BIZ-Quartalsbericht* abgezeichnet hatte. Der angekündigte Bruttoabsatz an den internationalen Märkten für Anleihen und Notes ging in demselben Zeitraum von \$ 533 Mrd. auf \$ 423 Mrd. zurück (Tabelle 3.2).

Die Gesamtilgungen bei den internationalen Anleihen und Notes waren im dritten Quartal 2001 nach wie vor hoch, nämlich \$ 207 Mrd.; für die ersten drei Quartale des Jahres ergibt sich damit ein kumuliertes Tilgungsvolumen von \$ 642 Mrd., das bisher höchste Volumen in einem Dreivierteljahreszeitraum. Diese Entwicklung ist zum einen auf den kontinuierlichen Anstieg des Gesamtabsatzes in den letzten Jahren zurückzuführen und zum anderen darauf, dass Schuldner, die ein vorzeitiges Kündigungsrecht vereinbart haben, danach streben, durch Refinanzierung ihrer Schulden die Kosten der Mittelaufnahme zu senken. Der Bruttoabsatz festverzinslicher Papiere nahm im dritten Quartal dramatisch ab, während bei zinsvariablen Papieren ein leichter Anstieg zu verzeichnen war, was darauf schließen lässt, dass die Schuldner bezüglich weiterer Zinssenkungen etwas zuversichtlicher waren als die Gläubiger.

#### Anhaltender Rückgang des Nettoabsatzes über das gesamte Laufzeitenspektrum

Weltweiter  
Abschwung führt zu  
rückläufigem  
Absatz ...

Der weltweite Abschwung bewirkte, dass der Rückgang des Nettoabsatzes am internationalen Markt für Schuldtitel auch im dritten Quartal 2001 anhielt. Von diesem Rückgang war das gesamte Laufzeitenspektrum betroffen. Am kurzen Ende ergab sich wie schon im Vorquartal sogar ein negativer Nettoabsatz, denn der Umlauf internationaler Geldmarktinstrumente sank um \$ 46 Mrd.

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel								
Mrd. US-Dollar								
	1999	2000		2001			Stand Ende Sept. 2001	
	Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.		3. Q.
Nettoabsatz insgesamt	1 241,2	1 246,0	317,5	312,6	325,3	277,4	168,7	7 085,1
Geldmarktinstrumente <sup>1</sup>	135,6	152,1	42,3	46,6	2,2	- 26,2	- 46,3	416,4
<i>Commercial Paper</i>	49,1	55,2	17,6	23,3	22,3	10,1	- 12,0	241,4
Anleihen und Notes <sup>1</sup>	1 105,6	1 093,8	275,1	265,9	323,0	303,5	214,9	6 668,6
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	293,6	358,7	78,0	90,3	85,7	70,5	72,8	1 700,4
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	780,8	718,0	196,2	166,2	233,5	222,5	139,4	4 710,1
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	31,2	17,1	0,9	9,4	3,8	10,5	2,7	258,1
Entwickelte Länder	1 164,0	1 162,7	294,6	299,1	312,9	253,6	157,5	6 134,0
USA	483,2	465,5	140,0	121,2	153,1	119,8	94,6	2 124,6
Euro-Raum	516,2	559,8	137,8	138,1	146,6	100,7	61,4	2 521,2
Japan	2,4	- 27,4	- 8,4	- 5,4	- 5,5	2,1	- 6,4	272,3
Offshore-Finanzplätze	11,2	18,9	6,8	6,6	7,4	5,6	4,1	91,5
Entwicklungsländer	40,9	42,0	13,5	- 0,7	6,8	12,7	- 3,9	469,4
Internationale Organisationen	25,1	22,3	2,6	7,6	- 1,8	5,5	10,9	390,2
Privater Sektor	1 020,1	980,6	239,5	252,0	264,8	216,6	116,4	5 291,2
<i>Finanzinstitute<sup>2</sup></i>	867,4	799,5	188,2	201,0	221,7	160,1	98,7	4 255,4
<i>Unternehmen</i>	152,7	181,1	51,4	51,1	43,1	56,5	17,7	1 035,9
Öffentlicher Sektor <sup>3</sup>	196,0	243,0	75,3	53,0	62,2	55,3	41,4	1 403,6
<i>Zentralstaatl. Stellen</i>	37,5	51,3	8,7	- 3,6	8,5	7,7	- 2,9	498,2
<i>Andere staatl. Stellen</i>	158,5	191,7	66,6	56,5	53,7	47,5	44,2	905,4
<i>Nachrichtlich: CP Inland<sup>4</sup></i>	361,6	256,2	40,3	124,8	- 53,8	- 63,8	- 59,2	1 894,5
<i>darunter: USA</i>	232,8	208,3	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	- 58,5	1 412,6

<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> Daten für 3. Quartal 2001 teilweise geschätzt.

Quellen: Bank of England; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Stellen; BIZ. Tabelle 3.1

(Grafik 3.1, linkes Feld). Diesem Rückgang war im zweiten Quartal bereits eine Verringerung um \$ 26 Mrd. vorausgegangen. Der Bestand an international ausgegebenem Commercial Paper (CP), das den grössten Anteil der internationalen Geldmarktinstrumente bildet, verzeichnete im dritten Quartal einen Rekordrückgang um \$ 12 Mrd. In den USA verkleinerte sich der inländische CP-Markt sogar noch drastischer: Der Umlauf nahm nach einem Rückgang um \$ 131 Mrd. im ersten Halbjahr um weitere \$ 58 Mrd. ab.

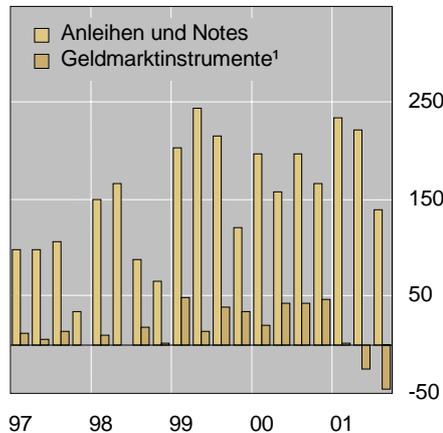
... vor allem bei kurzfristigen Instrumenten ...

Nach einem mässigen Rückgang im Vorquartal sank auch der Nettoabsatz längerfristiger Wertpapiere (Anleihen und Notes) im dritten Quartal 2001 erheblich. Mit \$ 215 Mrd. fiel der Nettoabsatz gegenüber dem jüngst, im ersten

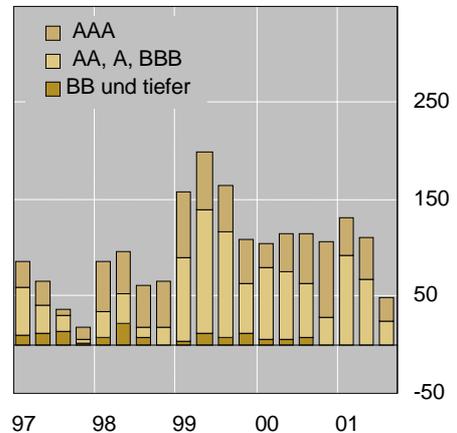
## Angekündigte Emissionen nach Laufzeit und Rating

Internationale Emissionen, Mrd. US-Dollar

Festverzinsliche Emissionen



Anleihen mit Rating²



<sup>1</sup> Ohne im selben Quartal glattgestellte Instrumente. <sup>2</sup> Einschl. Anleihen mit EMTN-Dokumentation.

Quellen: Bank of England; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Grafik 3.1

Quartal 2001, erreichten Spitzenwert um 33 % ab. Der Nettoabsatz festverzinslicher Papiere verzeichnete mit 37 % auf \$ 139 Mrd. im Quartalsvergleich absolut gesehen die stärkste Abnahme. Diese Entwicklung war von einem drastischen Rückgang des Volumens angekündigter Emissionen von festverzinslichen Anleihen und Notes von \$ 382 Mrd. im zweiten Quartal 2001 auf \$ 276 Mrd. im dritten begleitet. Vor allem die europäischen Schuldner reduzierten ihren Brutto- und Nettoabsatz in erheblichem Masse.

... und Anleihen mit Rating unter AAA

Der Nettoabsatz von Anleihen mit Rating nahm während des dritten Quartals 2001 in allen Rating-Kategorien ab. In der Kategorie AAA fiel der Nettoabsatz um 42 % auf \$ 25 Mrd., in den übrigen Kategorien mit Anlagequalität um 63 % auf \$ 24 Mrd. Wie bereits im Überblick erwähnt, weiteten sich die Kreditzinsspannen im Laufe des dritten Quartals kontinuierlich aus. Das legt den Schluss nahe, dass die Marktteilnehmer auf Grund der weltweiten Verschlechterung der Wirtschaftslage in ihrer subjektiven Beurteilung der Ausfallwahrscheinlichkeit pessimistischer waren. Trotz allem führte der drastische Rückgang der Referenz-Renditen im Laufe des dritten Quartals zu merklich niedrigeren Mittelaufnahmekosten für die Unternehmen. Dass die Emissionstätigkeit der Unternehmen trotz diesen niedrigeren Mittelaufnahmekosten nicht anstieg, bestätigt die Annahme, dass die derzeit sinkende Emissionstätigkeit den Auswirkungen des weltweiten Abschwungs auf die Mittelnachfrage der Schuldner und nicht einer Verschärfung der Konditionen durch die Kreditgeber zuzuschreiben ist.

## Mittelaufnahme des privaten Sektors besonders stark rückläufig

Der Nettoabsatz des privaten Sektors war im dritten Quartal 2001 unverändert rückläufig: Mit \$ 116 Mrd. fiel er gegenüber dem vorangegangenen Quartal um 46 % ab und blieb 56 % unter dem letzten Spitzenwert im ersten Quartal des Jahres. Der Gesamtrückgang des Nettoabsatzes auf dem internationalen Markt für Schuldtitel war fast ausschliesslich auf den im dritten Quartal verzeichneten Rückgang bei den Emissionen des privaten Sektors zurückzuführen. Seit Mitte der 90er Jahre ergab sich nur einmal eine noch grössere Abnahme in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen. Das war der 1998 durch die russische Wirtschaftskrise verursachte Rückgang von \$ 177 Mrd. im zweiten Quartal jenes Jahres auf \$ 58 Mrd. im vierten.

Rückgang hauptsächlich Folge von rückläufiger Mittelaufnahme des privaten Sektors ...

Die Fortsetzung der rückläufigen Entwicklung beim Nettoabsatz der Finanzinstitute im dritten Quartal 2001 war ausschlaggebend für die verminderte Mittelaufnahme des privaten Sektors. Mit \$ 99 Mrd. fiel der Nettoabsatz der Finanzinstitute gegenüber dem Vorquartal um \$ 61 Mrd. und betrug nur 45 % des Spitzenwerts vom ersten Quartal. Der verminderte Nettoabsatz ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass die Finanzinstitute von einer allgemein rückläufigen Kreditnachfrage ausgehen. Während des zweiten

... insbesondere der Finanzinstitute

Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	1999	2000		2001			
	Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Angekündigte Emissionen insgesamt	1 628,1	1 706,6	441,8	384,0	550,8	532,5	423,2
Zinsvariable Emissionen	416,1	520,5	133,1	128,2	133,7	132,1	138,8
Festverzinsliche Emissionen	1 159,9	1 129,5	292,2	242,1	405,0	382,1	276,3
Eigenkapitalbezogene Emissionen <sup>1</sup>	52,1	56,5	16,5	13,8	12,1	18,3	8,1
US-Dollar	723,1	794,1	216,9	179,5	257,5	255,5	219,8
Euro	639,6	582,2	136,5	134,4	214,4	191,3	129,9
Yen	78,1	128,8	33,5	19,2	27,5	36,0	32,1
Sonstige Währungen	187,4	201,5	54,8	51,0	51,4	49,7	41,3
Privater Sektor	1 265,0	1 319,2	338,3	303,6	410,2	397,1	293,0
<i>Finanzinstitute</i> <sup>2</sup>	1 047,9	1 083,8	277,9	248,8	331,4	307,1	245,1
<i>Unternehmen</i>	217,2	235,5	60,4	54,8	78,8	90,1	47,8
<i>davon: Telekommunikation</i>	83,0	114,7	24,5	19,0	49,2	31,9	15,6
Öffentlicher Sektor	286,2	318,2	89,1	65,9	123,7	112,6	110,2
<i>Zentralstaatliche Stellen</i>	93,6	92,5	23,5	4,5	28,5	20,8	13,2
<i>Andere staatliche Stellen</i>	192,6	225,7	65,6	61,3	95,2	91,8	97,0
Internationale Organisationen	76,9	69,2	14,4	14,5	17,0	22,7	20,0
Bruttoabsatz	1 632,7	1 708,2	440,3	419,9	539,2	522,0	421,8
Tilgungen	527,1	614,4	165,2	153,9	216,2	218,5	206,9

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

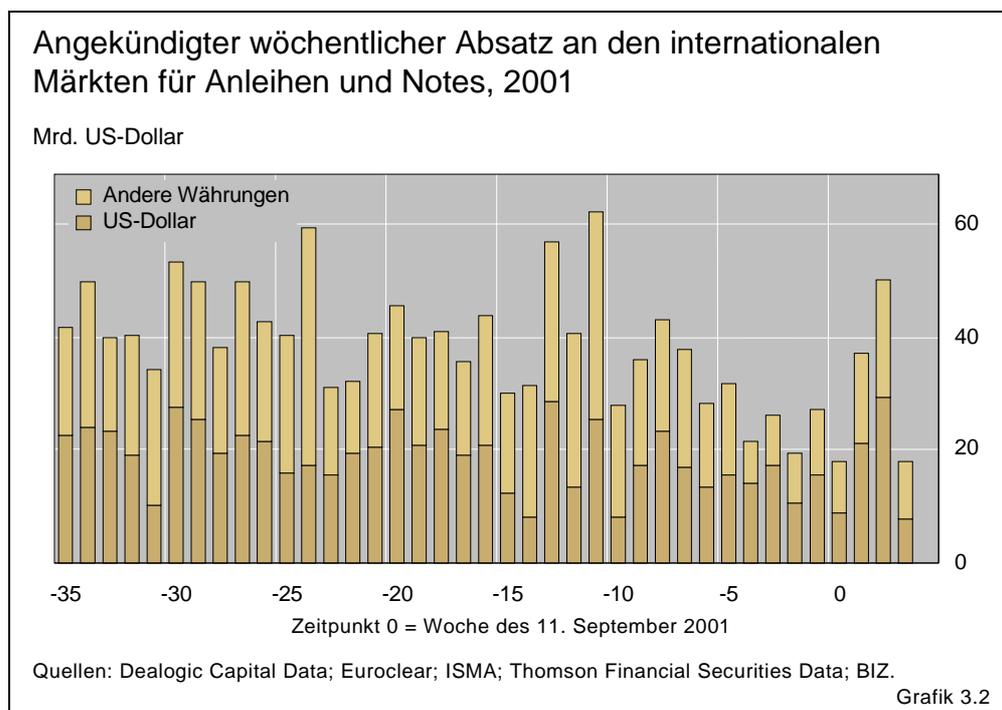
Quellen: Bank of England; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle 3.2

Quartals war der Abwärtstrend auf den verminderten Finanzierungsbedarf US-amerikanischer und deutscher Finanzinstitute zurückzuführen. Während des dritten Quartals griff dieser Trend auf andere europäische Industrieländer und Japan über.

Der Nettoabsatz der Unternehmen (ohne Finanzsektor) fiel vom zweiten auf das dritte Quartal 2001 ebenfalls stark, nämlich von \$ 57 Mrd. auf \$ 18 Mrd. Die Emissionstätigkeit der Unternehmen war während des dritten Quartals tendenziell rückläufig und folgte damit dem allgemeinen Trend der Ankündigungen im internationalen Markt für Anleihen und Notes, der in der Woche des 11. September die Talsohle erreichte (Grafik 3.2). Die Ankündigungen erholten sich in den drei Wochen nach den Terroranschlägen überraschend gut, wobei ein besonders hohes Emissionsvolumen bei Unternehmen mit AAA-Rating zu beobachten war. Ein Beispiel für eine vergleichsweise umfangreiche Emission in den Tagen nach den Terroranschlägen war die Emission im Wert von \$ 5 Mrd. in zwei Tranchen von Bristol-Myers Squibb, einem AAA-Emittenten, mit einem relativ engen Zinsaufschlag von rund 100 Basispunkten. Auch General Electric Capital nahm in der Woche nach den Terroranschlägen mit zwei AAA-Emissionen Mittel in Höhe von \$ 4,7 Mrd. auf.

Der Nettoabsatz des öffentlichen Sektors nahm in demselben Zeitraum ebenfalls ab, jedoch nicht in so starkem Masse. Dies ist weitgehend auf den verminderten Mittelbedarf der zentralen Staatshaushalte zurückzuführen, deren Nettoabsatz von \$ 8 Mrd. im zweiten Quartal auf -\$ 3 Mrd. im dritten zurückging. Der Nettoabsatz staatsnaher Emittenten nahm im gleichen Zeitraum leicht ab, nämlich von \$ 48 Mrd. auf \$ 44 Mrd. Dagegen stieg der Bruttoabsatz dieser Emittenten von \$ 100 Mrd. auf \$ 112 Mrd. Der Anstieg ist hauptsächlich auf die Aktivitäten der US-Wohnungsbau-Finanzierungsinstitute

US-„Agencies“  
weiterhin aktive  
Emittenten



zurückzuführen, deren Bruttoabsatz langfristiger Schuldtitel von \$ 79 Mrd. im Vorquartal auf ein Rekordhoch von \$ 88 Mrd. im dritten Quartal kletterte. Das Streben dieser Emittenten nach einem „Benchmark“-Status für ihre Emissionen sowie der sprunghafte Anstieg von Hypothekenrefinanzierungen in den USA trugen zu der Aufwärtsentwicklung des Bruttoabsatzes bei.

## Konjunkturrückgang und Turbulenzen erfassen die Entwicklungsländer

Der Nettoabsatz am internationalen Markt für Schuldtitel durch Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zeigte im dritten Quartal 2001 mit -\$ 4 Mrd. eine leicht negative Entwicklung. Angesichts der Auswirkungen des weltweiten wirtschaftlichen Abschwungs auf die erwarteten Exporterlöse dieser Länder sowie der Turbulenzen, von denen sie im Juli erfasst wurden, ist das kaum überraschend. Die Nettokreditaufnahme sank in allen Regionen, wobei der Nettoabsatz von Emittenten aus Lateinamerika und der Karibik im dritten Quartal 2001 gegenüber dem zweiten mit \$ 7,4 Mrd. auf -\$ 3,8 Mrd. am stärksten zurückging. Dies war hauptsächlich auf den Einbruch des Nettoabsatzes bei mexikanischen Emittenten zurückzuführen. Die Nettomittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften aus dem asiatisch-pazifischen Raum gab innerhalb dieses Zeitraums ebenfalls nach und fiel von \$ 1,8 Mrd. auf -\$ 3,5 Mrd., wodurch die Terraingewinne dieser Schuldner im Vorquartal wieder verloren gingen.

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften tilgen netto Schulden ...

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region <sup>1</sup>								
Mrd. US-Dollar								
Region/Währung		1999	2000		2001			
		Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Nordamerika	US-Dollar	434,2	379,4	115,3	99,8	123,0	96,0	83,0
	Euro	47,8	44,8	17,7	10,8	20,9	14,7	7,0
	Yen	- 2,0	16,9	3,5	3,1	3,3	5,2	6,5
	Sonstige Währungen	16,8	16,3	3,8	7,8	4,9	3,1	- 1,5
Europa	US-Dollar	59,6	172,8	42,3	54,0	24,7	13,2	- 3,4
	Euro	514,0	412,3	83,3	104,6	129,3	104,3	53,3
	Yen	4,1	40,7	7,9	- 2,5	- 6,0	1,9	4,0
	Sonstige Währungen	76,5	89,0	25,8	24,9	18,7	10,9	11,6
Sonstige	US-Dollar	52,5	63,8	14,1	8,3	3,6	19,5	7,4
	Euro	39,0	15,1	1,9	2,0	5,4	4,1	0,5
	Yen	- 13,6	- 20,3	- 2,4	- 4,6	- 3,3	4,5	- 2,1
	Sonstige Währungen	12,3	15,0	4,3	4,4	0,8	0,1	2,6
Insgesamt	US-Dollar	546,3	616,0	171,7	162,1	151,3	128,6	87,0
	Euro	600,8	472,2	102,9	117,4	155,6	123,0	60,8
	Yen	- 11,5	37,4	9,0	- 4,0	- 6,0	11,6	8,3
	Sonstige Währungen	105,5	120,3	33,8	37,1	24,4	14,2	12,6

<sup>1</sup> Basis: Nationalität des Schuldners.

Quellen: Bank of England; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle 3.3

Dennoch bewahrten sich einige aufstrebende Volkswirtschaften im dritten Quartal den Zugang zum internationalen Markt für Schuldtitel. Argentinien beispielsweise legte Papiere im Wert von \$ 356 Mio. in verschiedenen verhältnismässig kleinen Emissionen auf, wobei die grösste Emission – \$ 74 Mio. – durch die Provinz Buenos Aires erfolgte. Die öffentliche Diskussion über die Umschuldung der argentinischen Schulden bildete offensichtlich kein Hindernis. Mexiko, dessen Nettomittelaufnahme während des dritten Quartals erheblich abnahm, verzeichnete neue Ankündigungen in Höhe von \$ 3,1 Mrd., Brasilien in Höhe von \$ 3,5 Mrd.

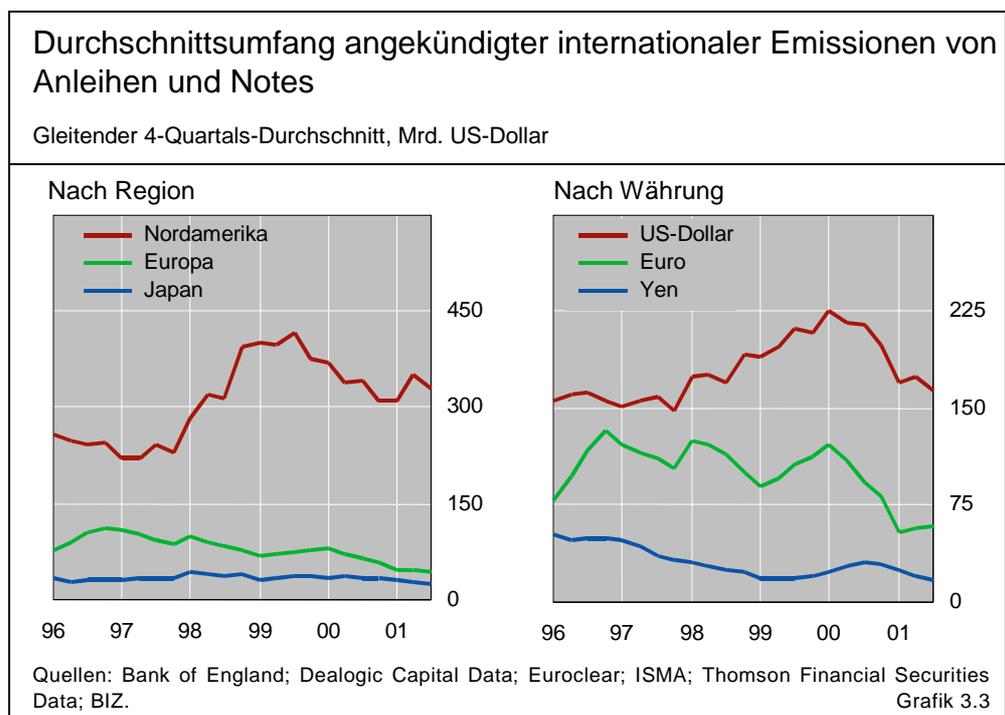
... und ihr Zugang zu Kapitalmärkten bleibt uneinheitlich

Die seit den Terroranschlägen des 11. September noch unsichereren Aussichten der aufstrebenden Volkswirtschaften schränkten den Zugang von Schuldner aus diesen Ländern zum internationalen Markt für Schuldtitel gegen Ende des dritten Quartals stark ein. Als zwei grosse mexikanische Schuldner bekanntgaben, dass wegen der sich verschlechternden wirtschaftlichen Lage einige Zinszahlungen möglicherweise nicht geleistet würden, erhöhte sich die Risikoscheu der globalen Anleger noch mehr. Die beiden einzigen bedeutenden Emissionen von Staatspapieren aufstrebender Volkswirtschaften nach dem 11. September erfolgten am 11. Oktober durch Chile (\$ 650 Mio.) und am 27. November durch die Dominikanische Republik (\$ 500 Mio.).

## Rückläufiger Absatz sowohl in US-Dollar als auch in Euro

Absatz von Euro-Titeln stärker rückläufig als US-Dollar-Absatz

Der weltweite Abschwung führte zu einem fortgesetzten Rückgang des Nettoabsatzes von Dollar- und Euro-Wertpapieren; bei den Dollar-Papieren ging der Absatz im dritten Quartal 2001 gegenüber dem zweiten um etwa 30 %, bei



Euro-Titeln um etwa 50 % zurück. Die Mittelnachfrage scheint in Europa besonders stark gesunken zu sein. Der Nettoabsatz von Euro-Wertpapieren europäischer Emittenten sank vom ersten auf das zweite Quartal um 19 % und vom zweiten auf das dritte um weitere 50 %. Demgegenüber ist der Nettoabsatz von Dollar-Wertpapieren nordamerikanischer Schuldner in den letzten zwei Quartalen um knapp 33 % gesunken.

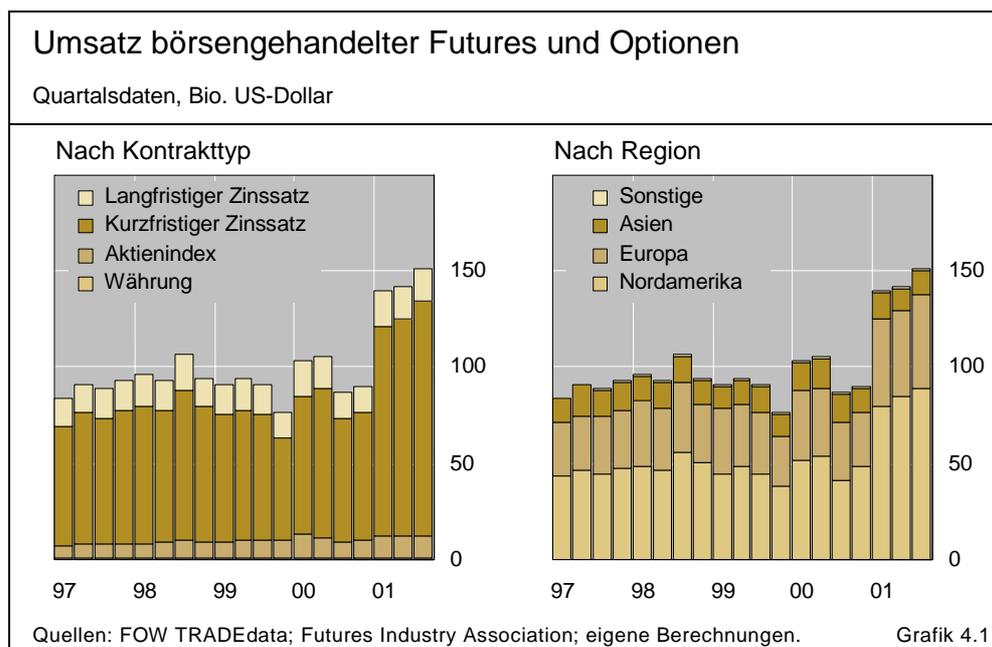
Während der ersten drei Quartale 2001 war eine Fortsetzung der allgemeinen Entwicklung hin zu kleineren Emissionen festverzinslicher Wertpapiere zu verzeichnen (Grafik 3.3). Nach Regionen erfolgte der proportional gesehen grösste Rückgang im Zeitraum 1997-2001 in Europa, wo das durchschnittliche Ankündigungsvolumen einer europäischen Emission um fast 50 % sank. Der Durchschnittsumfang von Euro-Emissionen stieg während der Zeit der Einführung der gemeinsamen Währung, weil einige Schuldner den Referenzwertstatus für ihre Emissionen anstrebten (s. „Das Entstehen neuer Referenzzinsertragskurven“, S. 54). In jüngster Zeit verringerte sich der Umfang von Euro-Emissionen jedoch. Auch bei den Yen-Emissionen sank der Durchschnittsumfang im Zeitraum 1997-2001 drastisch, nämlich von \$ 33 Mio. auf \$ 16 Mio.

Anhaltender Trend  
zu kleineren  
Emissionen

## 4. Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Derivate erreichte im dritten Quartal 2001 einen neuen Höchststand; der Nominalwert der von der BIZ erfassten Kontrakte erhöhte sich um 6 % auf \$ 150 Bio. Im Juli und August war das Gesamtgeschäft zwar eher gedämpft, doch lösten die Terrorangriffe vom 11. September auf Wahrzeichen der USA einen Aufschwung des Handels aus. Darüber hinaus setzte sich eine Reihe schon in den Vorperioden beobachteter Trends fort. So gab es weiterhin einen kräftigen Handel mit US-Geldmarktkontrakten, nachdem dieser schon in den beiden Vorquartalen vor dem Hintergrund einer geldpolitischen Lockerung und eines Wandels in der Risikomanagement-Praxis aussergewöhnlich lebhaft gewesen war. Das Geschäft mit anderen Kontrakttypen, z.B. Kontrakten auf Staatsanleihen und auf Aktienindizes, blieb dagegen im allgemeinen verhalten.

Die neuesten halbjährlichen Daten der BIZ zu den aggregierten Positionen am weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate zeigen eine leichte Erholung im ersten Halbjahr 2001; der Umlauf der Kontrakte erhöhte sich um 4 % auf



\$ 98,8 Bio. Das Wachstum des ausserbörslichen Marktes hat sich zwar im vergangenen Jahr verlangsamt, aber einige Segmente, z.B. die US-Dollar-Zinsswaps, bleiben robust.

### Verschiebung des Geldmarktgeschäfts zu Optionen infolge beschleunigter Hypothekenrefinanzierungen

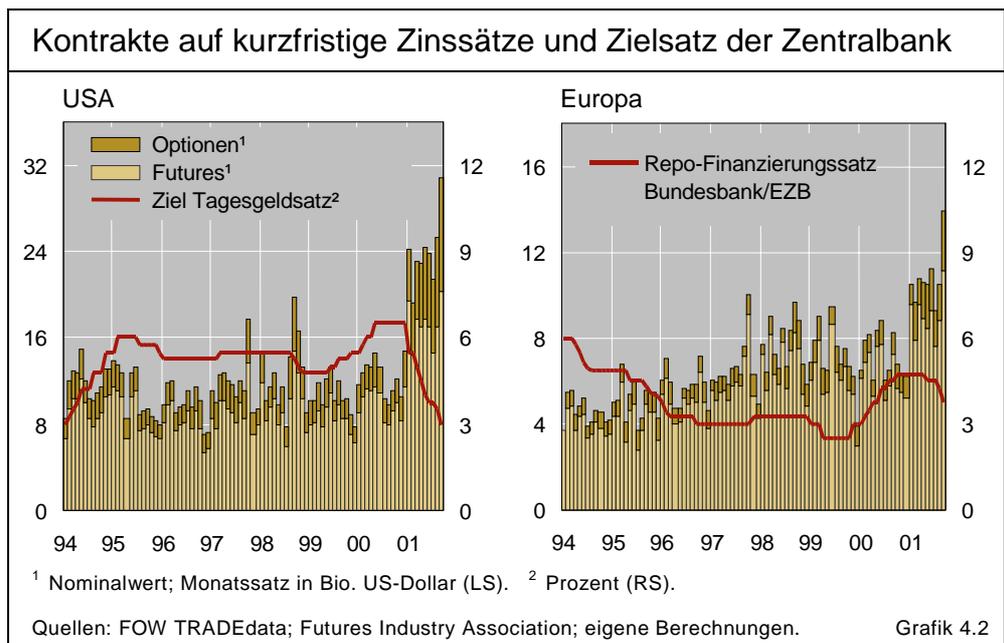
Das Geschäft mit börsengehandelten Zinskontrakten beschleunigte sich im dritten Quartal 2001. Der Gesamtumsatz stieg um 7 % auf \$ 137,9 Bio., nach einem Anstieg um lediglich 1 % im Vorquartal. Einmal mehr waren Geldmarkt-Futures und -Optionen die treibende Kraft des Geschäfts; die Transaktionen nahmen um 9 % auf \$ 122,1 Bio. zu.

Der Umsatz von Geldmarkt-Futures erhöhte sich um 2 % auf \$ 88,5 Bio. Das Transaktionsvolumen dieser Instrumente, das seit Jahresbeginn ungewöhnlich gross ist, lässt sich mit einer Reihe konjunktureller und struktureller Faktoren erklären. Eines der wichtigsten konjunkturellen Elemente war die Lockerung der US-Geldpolitik. Das Schwinden der Hoffnung auf eine Erholung in den USA weckte immer stärkere Erwartungen von Leitzinssenkungen, was das Geschäft mit kurzfristigen US-Instrumenten begünstigte. Gleichzeitig entstanden auch in anderen Regionen angesichts zunehmender Anzeichen von wirtschaftlicher Schwäche ähnliche Erwartungen und förderten das Geschäft mit Geldmarktkontrakten. Die Entwicklung bei den Instrumenten auf kurzfristige Zinssätze des Euro-Raums und in Pfund Sterling verlief denn auch ähnlich, wenn auch weniger ausgeprägt, wie bei den kurzfristigen US-Sätzen.

Der Handel mit kurzfristigen Instrumenten erhielt darüber hinaus Auftrieb durch die Terrorangriffe vom 11. September, die eine tiefe Verunsicherung an den Märkten auslösten. Die grosszügige Liquiditätsabgabe der Zentralbanken

Umsatz kurzfristiger Futures gefördert durch Leitzinssenkungen ...

... und Turbulenzen nach Attentaten vom 11. September



verstärkte die Erwartungen, die Leitzinssätze würden gesenkt, noch zusätzlich und kurbelte das Geldmarktgeschäft an. Da die wichtigsten US-Futuresbörsen ihren Sitz in Chicago haben, wurde der Geschäftsbetrieb der Futuresmärkte weniger stark beeinträchtigt als der der Kassamärkte; möglicherweise verlagerten sich sogar einige Transaktionen für Absicherungen und das Eingehen von Positionen auf Geldmarktsätze von den Kassa- zu den Futuresmärkten.<sup>1</sup>

Lebhafter Handel mit US-Geldmarktoptionen dank Hypothekenrefinanzierungen

Eine weitere bemerkenswerte Entwicklung im dritten Quartal war die rasante Zunahme des Handels mit Optionen auf Geldmarkt-Futures (um 33 % auf \$ 33,6 Bio.). Der Handel mit solchen Optionen, der seit Anfang 2001 an den US-Märkten besonders lebhaft war, erhielt offenbar durch die gleichen Faktoren Auftrieb wie die Geldmarktfutures. Darüber hinaus hing er offenbar eng mit Entwicklungen am US-Hypothekenmarkt zusammen. Unter Hypothekarkreditbanken und den Inhabern von mit Hypothekarkrediten unterlegten Wertpapieren kam die Besorgnis auf, dass vorzeitige Tilgungen von Hypotheken sich bei einem weiteren Rückgang der langfristigen Zinssätze beschleunigen könnten, und dies führte seit Jahresbeginn zu einer allmählichen Zunahme der Nachfrage nach „Receiver Swaptions“ (Optionen auf den Erhalt von Festzinszahlungen gegen variable Zinszahlungen in Zinsswaps).<sup>2</sup> Die Händler, die solche Swaptions anboten, sicherten dann ihre Short-Optionspositionen ausserbörslich oder an einer Optionsbörse ab. Das Geschäft bei den kurzfristigen Zinsoptionen scheint weitgehend in Einklang mit Entwicklungen am US-Hypothekenmarkt zu stehen, wo gegen Ende des dritten Quartals die Refinanzierungsanträge einen Rekordumfang erreichten.

Akteure mit Fremdfinanzierung aktiver bei kurzfristigen Instrumenten ...

Die hohen Umsätze in US-Geldmarktinstrumenten waren möglicherweise noch anderen vorübergehenden Einflussfaktoren zuzuschreiben. Einigen Marktteilnehmern fiel auf, dass Akteure mit Fremdfinanzierung, insbesondere solche, die dynamische Handelsstrategien verfolgten, in den letzten Monaten im kurzfristigen Segment sehr aktiv waren und Eurodollarkontrakte bei Markterholungen kauften.<sup>3</sup> Solche Akteure finden in der Regel Futures attraktiver als Kassamarkt-Wertpapiere, denn mit Futures können sie: a) ihre bilanzwirksamen Risiken minimieren, b) die Finanzierungsrisiken verringern, die mit

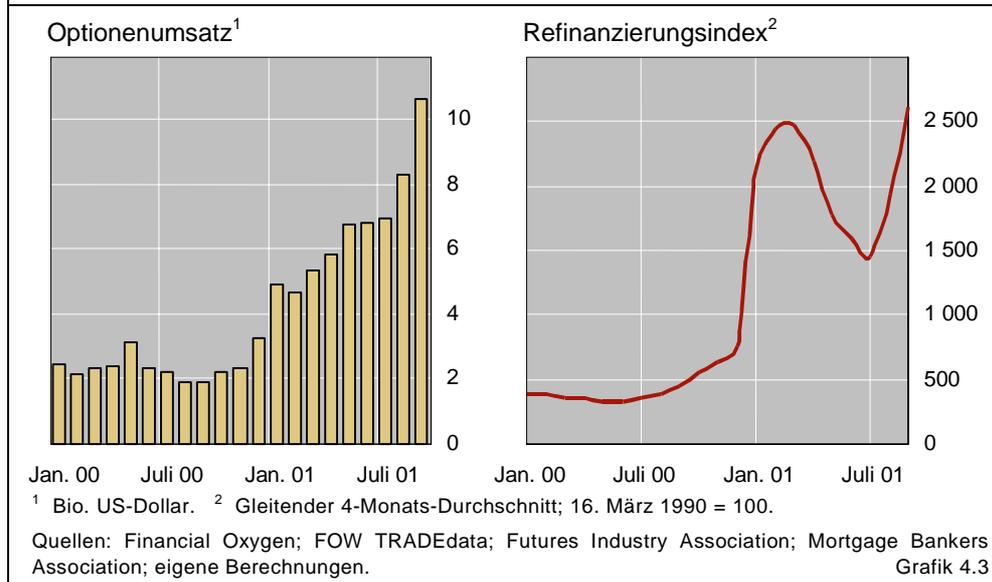
---

<sup>1</sup> Das CBOT und die CME setzten den Handel mit Festzinsinstrumenten am 11. September aus und waren am 12. September geschlossen. Der Handel wurde am 13. September wieder aufgenommen, aber mit kürzeren Geschäftszeiten.

<sup>2</sup> Anleger, die hypothekenunterlegte Wertpapiere erwerben, sind einem erheblichen Risiko der vorzeitigen Tilgung (oder Konvexitätsrisiko) ausgesetzt, da die Hypothekarschuldner gewisse Tilgungsrechte haben, z.B. das Recht, die Hypothek zu günstigeren Konditionen neu abzuschliessen, wenn die langfristigen Zinssätze sinken. Solche vorzeitigen Tilgungen veranlassen wiederum die Emittenten, die Wertpapiere zu kündigen, da der zugrundeliegende Hypothekenpool schrumpft. Um sich vor einer Verkürzung der Duration ihres Portfolios und vor einem Verlust an Zinserträgen zu schützen, können die Inhaber hypothekenunterlegter Wertpapiere Receiver- (oder Call-)Swaptions erwerben, so dass sie zu im voraus festgelegten Konditionen feste Zinszahlungen erhalten, wenn ihre Wertpapiere gekündigt werden.

<sup>3</sup> Dieses Thema wird in Gerald Lucas und Joseph Schatz, „Futures vs cash volumes“, *Merrill Lynch Fixed Income Strategy*, 24. August 2001, ausführlich erörtert.

## Umsatz Optionen auf kurzfristige US-Zinssätze und US-Hypothekenfinanzierungsindex



möglichen Kürzungen von Kreditlinien für Pensionsgeschäfte verbunden sind, und c) die besonderen Risiken im Zusammenhang mit „speziellen“ Zinssätzen für Pensionsgeschäfte vermeiden.<sup>4</sup>

Im lebhaften Geschäft am kurzfristigen Markt dürften auch tieferliegende Faktoren mitwirken, z.B. dass die Marktteilnehmer für Absicherungen und Handel von der Zinsertragskurve der US-Schatztitel zu den auf dem LIBOR beruhenden Geldmarkt- und Swapkurven wechselten (s. „Das Entstehen neuer Referenz-Zinsertragskurven“ auf S. 54). In früheren *BIZ-Quartalsberichten* wurde die Rolle des weltweiten Absatzes festverzinslicher Wertpapiere bei der Expansion des Zinsswapmarktes und dadurch auch des Marktes für Eurodollarfutures hervorgehoben. Der nach wie vor lebhafte Eurodollarfuture-Umsatz im Vergleich zum rückläufigen Gesamtabsatz festverzinslicher Wertpapiere im dritten Quartal (s. „Der internationale Markt für Schuldtitel“ auf S. 25) scheint auf längerfristige Veränderungen im Risikomanagement-Verhalten von Marktteilnehmern, vielleicht aber auch auf das Auftreten neuer Marktteilnehmer hinzudeuten.<sup>5</sup> In diesem Zusammenhang vermerkten Marktkreise, dass Hypothekarbanken und Anleger in letzter Zeit vermehrt aktiv

... aber auch  
Mitwirkung tiefer-  
liegender Faktoren  
am lebhaften  
kurzfristigen Markt

<sup>4</sup> Der Ausdruck „speziell“ bezeichnet am Repomarkt Kreditzinssätze, die unter den Marktsätzen für Tages- oder Termingeld liegen; sie gelten für Kredite, die mit Wertpapieren besichert sind, an denen ein knappes Angebot besteht. Finanzmarktteilnehmer, die bereit sind, solche Wertpapiere anzubieten, können erhebliche Reduktionen ihrer Finanzierungskosten erzielen.

<sup>5</sup> Der Absatz festverzinslicher Wertpapiere ist im allgemeinen mit einer Nachfrage nach kurzfristigen Zinsswaps für Absicherungszwecke verbunden. Eine schwächere Nachfrage nach solchen Swaps würde zu einem entsprechenden Umsatzrückgang bei den Geldmarkt-Futures führen, da diese Instrumente häufig für die Absicherung kurzfristiger Swaps verwendet werden.

Zinsswaps zur Steuerung der Duration ihrer Portfolios hypothekenunterlegter Wertpapiere einsetzen.<sup>6</sup>

## Gesamtumsatz in Anleihekontrakten erneut rückläufig

Im Gegensatz zum anhaltend lebhaften Geldmarktgeschäft ging das Gesamtgeschäft mit längerfristigen Instrumenten im zweiten Quartal in Folge zurück, wenn auch nur geringfügig. Der Umsatz von Anleihekontrakten sank um 2 % auf \$ 15,9 Bio. Die langfristigen Zinssätze bewegten sich im dritten Quartal in einer engen Spanne, was diese verhaltene Entwicklung erklären dürfte. Selbst in den Wochen unmittelbar nach den Terrorangriffen des 11. September sanken die Renditen auf Staatsanleihen nämlich sehr viel weniger als diejenigen auf Geldmarktverbindlichkeiten. Darin kamen vermutlich die Erwartung einer Erholung im späteren Jahresverlauf und die Besorgnis zum Ausdruck, die Lockerung der US-Finanzpolitik werde zu höheren Haushaltsdefiziten und das wiederum zu einer erneuten Nettokreditaufnahme des Staates führen.

Weiterhin  
rückläufiger Umsatz  
der Kontrakte auf  
US-Staatsanleihen ...

Während im zweiten Quartal die Eurex den stärksten Umsatzrückgang verzeichnete (-14 %), war es im dritten Quartal das CBOT (-8 %). Besonders schwach war der US-Umsatz im Juli; im August erholte er sich etwas, als die Volatilität zunahm. Die Ereignisse des 11. September gaben dem Geschäft zwar in der zweiten Monatshälfte Auftrieb, doch wurde der Gesamtumsatz des Monats durch die 2tägige Schliessung des CBOT beeinträchtigt. Insgesamt verzeichneten alle Kontrakte auf US-Staatsanleihen und -Schatzanweisungen mit Ausnahme des Kontrakts auf 2jährige Schatzanweisungen ein geringeres Transaktionsvolumen. Der Kontrakt auf 2jährige Schatzanweisungen wird allgemein für das Eingehen von Positionen auf erwartete Massnahmen der Federal Reserve verwendet.

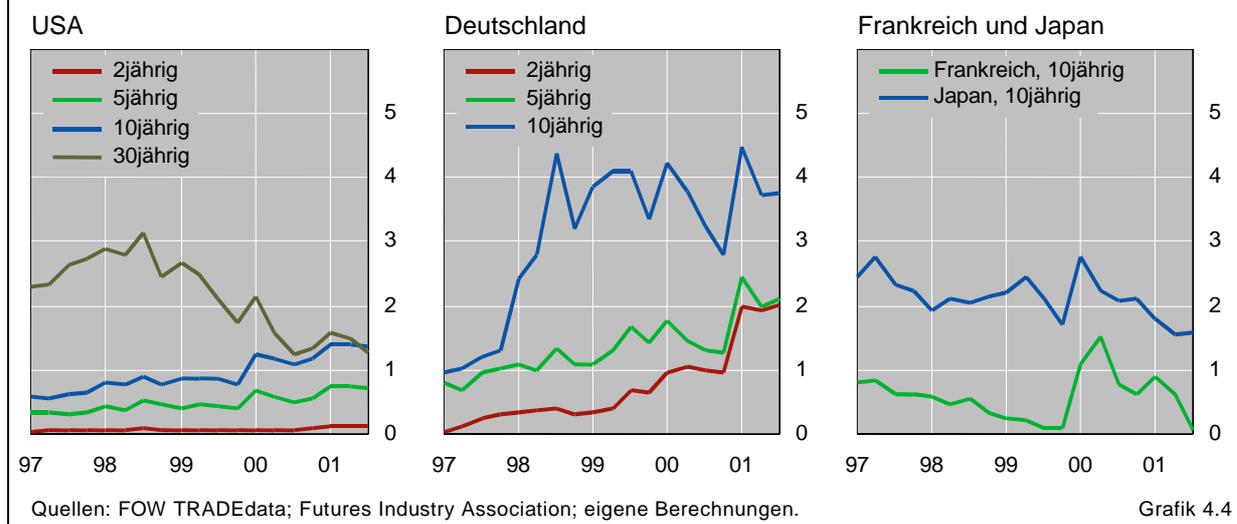
Trotz der schwerwiegenden Störungen am Markt für US-Schatztitel behaupteten sich einige der Trends am Markt für längerfristige US-Derivate. Unsicherheit über den Status der 30jährigen Schatzanleihen beeinträchtigte weiterhin den Handel an den Kassa- und Futuresmärkten. Nach einer kurzen Erholung im ersten und zweiten Quartal nahm der Kontrakt auf Schatzanleihen seine Talfahrt wieder auf (-15 %). Der Handel mit Futures auf 10jährige Schatzanweisungen erlitt sehr viel geringere Einbussen (-2 %), so dass dieses Instrument die Futures auf Schatzanleihen als umsatzstärkster Kontrakt in den USA verdrängte.

---

<sup>6</sup> Dieses Thema wird in verschiedenen Ausgaben des alle zwei Monate erscheinenden Berichts *The global credit strategist* von Credit Suisse First Boston erörtert.

## Umsatz in Kontrakten auf Staatsanleihen

Quartalsumsatz in Futures, Bio. US-Dollar



An der Eurex nahm der Handel mit Kontrakten auf deutsche Staatsanleihen um 5 % zu. Nach den Terrorangriffen auf die USA erhöhte sich der Umsatz stark; einigen Marktbeobachtern zufolge war ein Teil dieser Umsatzsteigerung darauf zurückzuführen, dass sich bei den Staatsanleihezinssätzen der Handel von US-Referenzkontrakten auf deutsche Kontrakte verlagerte. Der Anstieg konzentrierte sich auf die 2- und 5jährigen Laufzeiten (Euro-Schatz und Euro-Bobl); damit verstärkte sich der Trend, dass sich die mittelfristigen deutschen Staatspapiere zunehmend als europäische Referenzwerte durchsetzen. Gleichzeitig verhinderten offenbar die Positionslimits der Eurex für ihre Staatsanleihekontrakte sowie Aussagen der Finanzagentur (die neue Schuldenverwaltungsstelle Deutschlands), sie werde Massnahmen zur Verhinderung von Engpässen ergreifen, erfolgreich das Auftreten solcher Marktstörungen.

Dagegen verzeichnete der Matif (Euronext Paris) einen weiteren starken Einbruch im Handel mit dem Euro-„Notionnel“ (-90 %), dem langjährigen Flaggschiffinstrument am Festzinsmarkt. Marktcommentatoren schrieben diesen Einbruch der Liquidation der Matif Intervention Bancaire (MIB), einem Ende 1999 geschaffenen Marktstützungsinstrument, im September zu. Die Einführung der MIB hatte im Jahr 2000 den Handel belebt, aber die Verlagerung der Liquidität zu den Futures auf deutsche Staatsanleihen an der Eurex erschwerte zunehmend grössere Transaktionen an der französischen Börse. Damit bestätigt sich einmal mehr, dass die Liquidität sich tendenziell auf einige wenige Instrumente konzentriert und dass im allgemeinen in jeder Zeitzone wenig Raum für mehr als einen Kontrakt auf eine bestimmte Laufzeit besteht. Der Matif hat eine Marktmacherstruktur für seinen verbesserten Kontrakt auf 5jährige Staatsanleihen eingerichtet. Diesem Instrument werden angesichts der Tatsache, dass sich die Fristigkeitenstruktur der französischen Staatsschuld verkürzen dürfte, bessere Chancen eingeräumt.

... aber wachsender Handel mit 2- und 5jährigen deutschen Anleihekontrakten

Versiegen des Handels mit dem französischen Euro-„Notionnel“

An der LIFFE schliesslich wuchs der Umsatz des vor kurzem eingeführten Euro-Swapnote-Kontrakts im dritten Quartal erneut, um fast 30 % (nähere Angaben finden sich im vorherigen *BIZ-Quartalsbericht*). Allerdings ist das Geschäft mit diesen Kontrakten nach wie vor unbedeutend, d.h. es entspricht knapp 2 % des Umsatzwerts von Futures auf deutsche Staatsanleihen.

## Trotz Marktturbulenzen rückläufiges Geschäft mit Aktienindexkontrakten

Rückgang bei Aktienindexinstrumenten im dritten Quartal ...

Der Umsatzwert bei den Aktienindexkontrakten sank im dritten Quartal 2001 um 4 % auf \$ 11,6 Bio. In Europa und in der Asien-Pazifik-Region entwickelte sich das Geschäft dynamisch (+13 % bzw. 18 %), in Nordamerika dagegen brach es ein (-15 %). Wie schon im Vorquartal verzeichneten die Optionen auf Aktienindizes stärkere Umsätze als die entsprechenden Futures.

Im Handel spiegelte sich weitgehend die jeweilige Marktvolatilität wider; er nahm im Verlauf des Quartals allmählich zu, als enttäuschende Meldungen aus der Wirtschaft und Gewinnwarnungen an den Aktienmärkten ihren Tribut forderten. Die Marktvolatilität erhöhte sich Ende August erheblich, als Gewinnwarnungen von Sun Microsystems und Corning den Dow Jones Industrial Index zum ersten Mal seit April unter 10 000 Punkte sinken liessen. Die Angriffe vom 11. September führten dann zu tiefer Verunsicherung. Da der Handel mit US-Aktienindexkontrakten für den Rest der Woche eingestellt war, schnellte der Umsatz in anderen Ländern abrupt hoch, und mehrere europäische Börsen verzeichneten neue Tagesumsatzrekorde. Als am Morgen des 17. September der Handel an den US-Derivatmärkten wieder aufgenommen wurde, kam es zu einem aussergewöhnlichen Umsatzsprung, da der Überhang an Verkaufsaufträgen verarbeitet wurde. Der Umsatzrückgang von 15 % an den nordamerikanischen Börsen im Berichtsquartal ist nicht allein auf die Unterbrechung wegen der Terrorangriffe zurückzuführen, da die Umsätze im Juli und August deutlich unter jenen des zweiten Quartals lagen. Wären die US-Aktienmärkte nicht vier Tage lang geschlossen gewesen, hätte das Quartalsgeschäft mit Aktienindexkontrakten einen grösseren Umfang erreicht, aber insgesamt wäre es vermutlich gleichwohl rückläufig gewesen.

... trotz Rekordtätigkeit nach dem 11. September

## Geringfügiges Wachstum des ausserbörslichen Marktes im ersten Halbjahr 2001

Erste Daten aus der halbjährlichen BIZ-Erhebung zu Positionen am weltweiten Markt für ausserbörsliche Derivate zeigen eine leichte Erholung des Geschäfts im ersten Halbjahr 2001. Der gesamte geschätzte Nominalwert offener ausserbörslicher Kontrakte betrug Ende Juni 2001 \$ 98,8 Bio.; dies entspricht einem Anstieg um 4 % seit Ende Dezember 2000. Der ausserbörsliche Markt ist im vergangenen Jahr langsamer gewachsen, aber einige seiner Segmente sind nach wie vor sehr aktiv.

Unterteilt nach allgemeinen Risikokategorien nahm der Bestand der Devisen- und der Zinskontrakte um 8 % bzw. 4 % zu, bei den Aktienkontrakten blieb er stabil. Ein Vergleich des ausserbörslichen Geschäfts mit dem Börsengeschäft zeigt eine unterschiedliche Wachstumsrate im ersten Halbjahr 2001. Die offenen Positionen in Zins- und Aktienindexkontrakten, den umsatzstärksten Finanzkontrakten an den Derivatbörsen, erhöhten sich gegenüber Ende Dezember 2000 um 39 % bzw. 28 %. Wenn dieser rasche Umsatzanstieg anhält, wäre dies eine erhebliche Abweichung vom bisherigen Muster. In den letzten zehn Jahren hat der ausserbörsliche Markt nämlich in der Regel stärker expandiert als das Börsengeschäft.

Unterschied zwischen ausserbörslichem Geschäft und Börsengeschäft

Die jüngsten Zahlen deuten ausserdem darauf hin, dass die Konsolidierung im Finanzsektor nicht so sehr das Geschäft insgesamt beeinflusst als vielmehr die Verteilung des Geschäfts auf die verschiedenen Kontrahenten. Einige Marktteilnehmer hatten nämlich damit gerechnet, dass die Ende 2000 erfolgte Fusion von J.P. Morgan und Chase den Gesamtbestand an US-Dollar-Positionen schrumpfen lassen würde.<sup>7</sup> Dies war nicht der Fall; Positionen mit US-Dollar verzeichneten einen kräftigen Anstieg. Hingegen dürfte die Konsolidierung im Finanzsektor die Ursache für das schwächere Wachstum der Positionen zwischen Händlern sowohl im Zins- als auch im Devisensegment gewesen sein.

Konsolidierung im Finanzsektor beeinflusst Verteilung des Geschäfts auf Kontrahenten

Der Markt für *Zinsinstrumente* wuchs im ersten Halbjahr 2001 um 4 % auf \$ 67,5 Bio. Drei bedeutende Entwicklungen sind erwähnenswert. Erstens erhielt das Geschäft Auftrieb durch ein erneutes Wachstum des Zinsswapmarktes, des bei weitem grössten Segments des ausserbörslichen Marktes; der Umlauf stieg um 5 % auf \$ 51,4 Bio. Dagegen blieb das Geschäft mit Forward Rate Agreements und Zinsoptionen schleppend und verzeichnete im Berichtszeitraum praktisch keinen Zuwachs. Zweitens bietet der Markt für Zinsprodukte offenbar einem immer grösseren Kreis von Finanzmarktteilnehmern Raum, wie das stetige Wachstum der Positionen nicht berichtender Finanzinstitute seit 1998 zeigt. Diesem Wachstum gegenüberzustellen ist das schwächere Geschäft der berichtenden Händler und das verhaltene Geschäft mit Nichtbankkunden. Drittens holen die US-Dollar-Instrumente gegenüber den Euro-Instrumenten rasch auf (s. die Grafik auf S. 62).

Wieder Wachstum bei den Zinsswaps ...

... und grösserer Teilnehmerkreis

Das Geschäft am US-Dollar-Swapmarkt war im ersten Halbjahr 2001 ganz besonders lebhaft, und der Kontraktbestand erhöhte sich um 22 % auf \$ 15,9 Bio. Dieser Markt ist in den letzten Jahren im Zuge eines Wandels bei den Absicherungs- und Handelspraktiken rasch gewachsen. Die verminderte Liquidität der langfristigen US-Staatsanleihen veranlasste die Marktteilnehmer, sich nach anderen Absicherungs- und Handelsinstrumenten umzusehen, wie z.B. Zinsswaps. Darüber hinaus hat sich der Kreis der am Swapmarkt aktiven Teilnehmer erweitert und schliesst jetzt u.a. US-Hypothekarbanken und

Rasches Wachstum des US-Dollar-Swapmarktes infolge Wandels bei Absicherungs- und Handelspraktiken

---

<sup>7</sup> Fusionen und Übernahmen führen zu einer Konsolidierung der bilateralen Transaktionen und damit zu einer Verminderung der offenen Kontrakte.

## Märkte für ausserbörsliche Derivate weltweit<sup>1</sup>

Ausstehende Beträge in Mrd. US-Dollar

	Nominalwert				Bruttomarktwert			
	Ende Dez. 1999	Ende Juni 2000	Ende Dez. 2000	Ende Juni 2001	Ende Dez. 1999	Ende Juni 2000	Ende Dez. 2000	Ende Juni 2001
<b>Gesamtsumme</b>	88 202	94 008	95 199	98 835	2 813	2 572	3 180	3 114
<b>A. Devisenkontrakte</b>	14 344	15 494	15 666	16 910	662	578	849	773
Devisenterminkontrakte und Devisenswaps	9 593	10 504	10 134	10 582	352	283	469	395
Währungsswaps	2 444	2 605	3 194	3 832	250	239	313	314
Optionen	2 307	2 385	2 338	2 496	60	55	67	63
<b>B. Zinskontrakte<sup>2</sup></b>	60 091	64 125	64 668	67 465	1 304	1 230	1 426	1 573
FRA	6 775	6 771	6 423	6 537	12	13	12	15
Swaps	43 936	47 993	48 768	51 407	1 150	1 072	1 260	1 404
Optionen	9 380	9 361	9 476	9 521	141	145	154	154
<b>C. Aktienbezogene Kontrakte</b>	1 809	1 645	1 891	1 884	359	293	289	199
Termingeschäfte und Swaps	283	340	335	329	71	62	61	49
Optionen	1 527	1 306	1 555	1 556	288	231	229	150
<b>D. Rohstoffkontrakte<sup>3</sup></b>	548	584	662	590	59	80	133	83
Gold	243	261	218	203	23	19	17	21
Sonstige	305	323	445	387	37	61	116	62
Termingeschäfte und Swaps	163	168	248	229	...	...	...	...
Optionen	143	155	196	158	...	...	...	...
<b>E. Sonstige<sup>4</sup></b>	11 408	12 159	12 313	11 986	429	392	483	486
<b>Bruttokreditengagement<sup>5</sup></b>					1 023	937	1 080	1 019

<sup>1</sup> Bereinigt um Doppelzählungen. Ausstehende Nominalbeträge durch Halbierung der Positionen gegenüber anderen berichtenden Händlern bereinigt. Bruttomarktwerte berechnet als Summe der gesamten positiven Bruttomarktwerte von Kontrakten und des absoluten Betrags des negativen Bruttomarktwerts von Kontrakten mit nichtberichtenden Kontrahenten. <sup>2</sup> Nur Kontrakte in einer einzigen Währung. <sup>3</sup> Bereinigung um Doppelzählungen geschätzt. <sup>4</sup> Geschätzte Positionen der nicht regelmässig berichtenden Institute. <sup>5</sup> Bruttomarktwert nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateraler Netting-Vereinbarungen. Tabelle 4.1

Anleger in hypothekarisch gesicherten Wertpapieren ein (s. den Abschnitt über börsengehandelte Derivate). Die Lockerung der Geldpolitik in den USA begünstigte Absicherungsgeschäfte und das Eingehen von Positionen am US-Dollar-Swapmarkt ebenfalls.

Langsameres  
Wachstum des  
Euro-Swapmarktes

Nach einem deutlichen Rückgang im zweiten Halbjahr 2000 expandierte der Markt für Euro-Zinsswaps wieder, und der Kontraktbestand erhöhte sich um 7 % auf \$ 17,6 Bio. Die Euro-Swaps verzeichneten nach der Einführung der Einheitswährung ein rasches Wachstum, da Swaps zu einem attraktiven Referenzwert der europäischen Märkte für festverzinsliche Instrumente wurden. Das seit Mitte 2000 langsamere Wachstum des Marktes deutet darauf hin, dass sich der Bestandsanpassungsprozess seinem Abschluss nähert.

Der Umlauf der Yen-Zinsswaps verringerte sich um 12 % auf \$ 9,7 Bio. Dieser Rückgang dürfte auf die Ansicht zurückzuführen sein, dass sich die japanischen Zinssätze in einer engen Spanne bewegen würden. Er ist im übrigen schlecht mit jüngsten Pressemeldungen zu vereinbaren, wonach japanische Banken grosse einseitige Positionen mit Entgegennahme von Festzinsen eingegangen sind.

Bei den *Währungsinstrumenten* erhöhte sich der Wert der ausstehenden Kontrakte um 8 % auf \$ 16,9 Bio. Bei den offenen Devisenterminpositionen und Devisenswaps, dem grössten Marktsegment der Währungsinstrumente, betrug der Zuwachs 4 %, bei den Währungsoptionen 7 % und bei den Währungsswaps 20 %. Die Währungsswaps verzeichnen seit Beginn der Datenerhebung der BIZ zum ausserbörslichen Markt ein stetiges Wachstum. Das Geschäft wurde gefördert durch das grosse weltweite Volumen von Konsortialkrediten und Wertpapieremissionen.

Im Segment der *Aktienprodukte* blieb der Bestand nach einem kräftigen Wachstum, in der Vorperiode praktisch unverändert bei \$ 1,9 Bio. Bei den *Rohstoffkontrakten*, dem kleinsten Marktsegment, trat ein Rückgang um 11 % auf \$ 0,6 Bio. ein.

Die geschätzten *Bruttomarktwerte* sanken geringfügig auf \$ 3,1 Bio., nachdem sie im zweiten Halbjahr 2000 einen ungewöhnlich grossen Zuwachs von 24 % verzeichnet hatten. Die Verhältniszahl zwischen Bruttomarktwert und Nominalwert sank von 3,3 % auf 3,1 %.

Detailliertere Ergebnisse zum weltweiten Bestand ausserbörslicher Kontrakte aus der *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* werden im Dezember 2001 veröffentlicht. Die neue 3-Jahresreihe, die ein breiteres Spektrum von Marktteilnehmern erfasst, wird auch Angaben zu Kreditderivaten enthalten.<sup>8</sup>

Veröffentlichung  
weiterer Ergebnisse  
der 3-Jahres-  
erhebung

---

<sup>8</sup> Diese Instrumente sind in der regelmässigen halbjährlichen Erhebung über die Märkte für ausserbörsliche Derivate nicht erfasst.

## Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten

*Gabriele Galati und Serge Jeanneau*

Im April dieses Jahres nahmen 48 Zentralbanken und Währungsbehörden an der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten teil (*Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*). Sie erhoben Daten zum Umsatz an den traditionellen Devisenmärkten – Kassa- und Termingeschäfte sowie Devisenswaps – und an den Märkten für ausserbörsliche Währungs- und Zinsderivate.<sup>1</sup> Im Oktober veröffentlichten die BIZ und die beteiligten Zentralbanken erste globale Statistiken aus der Erhebung.<sup>2</sup> Die BIZ plant, die endgültigen globalen Ergebnisse zum Devisenmarktumsatz und die endgültigen Statistiken zum Umsatz und Umlauf an den ausserbörslichen Derivatmärkten Anfang 2002 zu veröffentlichen.

Laut der Erhebung betrug der Devisenmarktumsatz im April 2001 \$ 1 210 Mrd., verglichen mit \$ 1 490 Mrd. im April 1998, was einem Rückgang von 19 % zu den jeweiligen Wechselkursen entspricht. Dies kontrastiert mit den Ergebnissen vorangegangener Erhebungen, die jeweils ein rasches Wachstum des Devisenmarktgeschäfts gemeldet hatten. Nach Instrumenten betrachtet, war der Rückgang an den Kassamärkten am deutlichsten. Bei der Gliederung nach Kontrahenten verzeichneten der Handel am Interbankmarkt sowie zwischen Banken und nicht zum Finanzsektor gehörenden Kunden markante Einbussen, das Geschäft zwischen Banken und Kunden aus dem Finanzsektor stieg dagegen an. In einem Feature (S. 44) werden die Faktoren untersucht, die zum Rückgang der Devisenmarktumsätze beigetragen haben dürften.

Am Markt für ausserbörsliche Derivate betrug der durchschnittliche Tagesumsatz \$ 575 Mrd., ein Anstieg um 53 % gegenüber April 1998.<sup>3</sup> Die Erhebung zeigte eine gegensätzliche Entwicklung der Zins- und der Währungsinstrumente; die ersteren verzeichneten nach wie vor ein kräftiges Wachstum (um 85 % auf \$ 489 Mrd.), die letzteren einen Rückgang (um 31 % auf \$ 67 Mrd.). Das Wachstum des Zinssegments war hauptsächlich dem lebhaften Geschäft bei den Zinsswaps zuzuschreiben: Der Umsatz stieg um 114 % auf \$ 331 Mrd. Die rasche Expansion war vor allem darauf zurückzuführen, dass der US-Dollar- und der Euro-Swapmarkt an Tiefe gewannen.

### Weltweiter Umsatz an den Devisenmärkten und am Markt für ausserbörsliche Derivate<sup>1</sup>

Tagesdurchschnitt im April; Mrd. US-Dollar

	1995	1998	2001
A. Umsatz Devisenmärkte	1 190	1 490	1 210
Kassageschäfte	494	568	387
Termingeschäfte	97	128	131
Devisenswaps	546	734	656
B. Umsatz ausserbörsliche Derivate	200	375	575
Währungsswaps	4	10	7
Währungsoptionen	41	87	60
FRA	66	74	129
Zinsswaps	63	155	331
Zinsoptionen	21	36	29

<sup>1</sup> Bereinigt um in- und ausländische Doppelzählungen.

<sup>2</sup> Die Daten zum Umlauf ausserbörslicher Derivate wurden Ende Juni 2001 erhoben. Erste Ergebnisse wurden im Dezember 2001 veröffentlicht. <sup>3</sup> Die Ergebnisse der einzelnen Länder werden um Doppelzählungen am inländischen Händlermarkt bereinigt; die Gesamtergebnisse werden um in- und ausländische Doppelzählungen am Händlermarkt und um geschätzte Meldelücken bereinigt. <sup>4</sup> Der ausserbörsliche Markt besteht aus „nicht traditionellen“ Devisenderivaten – wie Währungsswaps und -optionen – sowie allen Zinsderivatkontrakten.

## Warum der Umsatzrückgang an den weltweiten Devisenmärkten? Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2001<sup>1</sup>

Aus der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten des Jahres 2001 geht hervor, dass in der Zeit von 1998 bis 2001 der Umsatz an den Devisenmärkten deutlich zurückgegangen ist.<sup>2</sup> Im April 2001 belief sich der durchschnittliche Tagesumsatz an den herkömmlichen Devisenmärkten auf \$ 1 210 Mrd., gegenüber \$ 1 490 Mrd. im April 1998. Zu den jeweiligen Wechselkursen entspricht das einem Rückgang von 19 %, in konstanten Kursen einer Abnahme von 14 % (Tabelle 1). Der Umsatzrückgang der letzten drei Jahre kontrastiert mit den

Rückläufige Devisenmarktumsätze 1998-2001

Umsatz an den Devisenmärkten weltweit <sup>1</sup>					
Tagesdurchschnitt im April, Mrd. US-Dollars					
	1989	1992	1995	1998 <sup>2</sup>	2001
Kassageschäfte	317	394	494	568	387
Termingeschäfte	27	58	97	128	131
Devisenswaps	190	324	546	734	656
Geschätzte Meldelücken	56	44	53	60	36
„Traditioneller“ Umsatz insgesamt	590	820	1 190	1 490	1 210
<i>Nachrichtlich:</i>					
<i>Umsatz zu Wechselkursen vom April 2001<sup>3</sup></i>	<i>570</i>	<i>750</i>	<i>990</i>	<i>1 400</i>	<i>1 210</i>

<sup>1</sup> Bereinigt um in- und ausländische Doppelzählungen. <sup>2</sup> Revidiert seit der letzten Erhebung. <sup>3</sup> Nicht-US-Dollar-Teil von Devisentransaktionen umgerechnet aus laufenden Dollarwerten in die ursprünglichen Währungsbeträge zum durchschnittlichen Wechselkurs vom April jedes Erhebungsjahres und dann zurückgerechnet in US-Dollar zum durchschnittlichen Wechselkurs vom April 2001. Tabelle 1

<sup>1</sup> Les Skoczylas und Paola Gallardo leisteten hervorragende Forschungsassistenten. Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

<sup>2</sup> Die Erhebung wurde im April d.J. von 48 Zentralbanken und Währungsbehörden durchgeführt. Erfasst wurden Daten zum Umsatz an herkömmlichen Devisenmärkten – Kassa, Termin und Devisenswaps – sowie zu ausserbörslichen Währungs- und Zins-Derivaten.

Gemeldeter Devisenmarktumsatz nach Kontrahent <sup>1</sup>				
Tagesdurchschnitt im April, Mrd. US-Dollar				
	1992	1995	1998 <sup>2</sup>	2001
Insgesamt	776	1 137	1 430	1 173
Mit berichtenden Händlern	541	728	909	689
Mit anderen Finanzinstituten	96	230	279	329
Mit Kunden (ohne Finanzsektor)	137	179	241	156
Inland	316	526	658	499
Ausland	391	613	772	674

<sup>1</sup> Bereinigt um in- und ausländische Doppelzählungen. Ohne geschätzte Meldelücken. <sup>2</sup> Revidiert seit der letzten Erhebung. Tabelle 2

Ergebnissen der vorangegangenen Erhebungen, in denen jeweils ein starker Anstieg des Geschäfts an den Devisenmärkten verzeichnet worden war.<sup>3</sup>

Nach Instrumenten betrachtet, war der Rückgang an den Kassamärkten am stärksten, wo der durchschnittliche Tagesumsatz von \$ 568 Mrd. auf \$ 387 Mrd. fiel. Die Handelsumsätze bei Swapgeschäften gingen von \$ 734 Mrd. auf \$ 656 Mrd. zurück. Im Gegensatz dazu stiegen die Termin-geschäfte leicht auf \$ 131 Mrd. Bei der Gliederung nach Kontrahenten ging das Interbankgeschäft von \$ 909 Mrd. auf \$ 689 Mrd. deutlich zurück, und der entsprechende Anteil sank von 64 % auf 59 % (Tabelle 2). Der Handel zwischen Banken und nicht zum Finanzsektor gehörenden Kunden war ebenfalls rückläufig und fiel von \$ 241 Mrd. auf \$ 156 Mrd. Im Gegensatz dazu stieg das Geschäft zwischen Banken und Finanzinstituten von \$ 279 Mrd. auf \$ 329 Mrd.

Vier wichtige Ursachen

Die Hauptursachen für diese Veränderungen scheinen die Einführung des Euro, die Konsolidierung im Bankgewerbe, der wachsende Anteil des elektronischen Handels am Interbank-Kassamarkt und die Konsolidierung im Unternehmenssektor zu sein.<sup>4</sup> Im folgenden wird untersucht, wie sich diese Faktoren in den letzten Jahren auf die Devisenmärkte ausgewirkt haben, wobei der Einfluss auf die Handelsvolumina, die Volatilität, die Geld-Brief-Spannen sowie die Liquidität im Vordergrund stehen werden.

## Die Einführung des Euro

Schrumpfen wegen Wegfalls des Handels innerhalb des EWS

Die Einführung des Euro scheint ein wichtiger Grund für den Umsatzrückgang gewesen zu sein, weil dadurch der Handel innerhalb des EWS wegfiel. Zwar

<sup>3</sup> Der Rückgang des Gesamtumsatzes kam für die Marktteilnehmer nicht überraschend. (S. Leven 2001).

<sup>4</sup> Die Volatilität der Wechselkurse gilt zwar als wesentlicher Bestimmungsfaktor für die Devisenmarktumsätze, doch sind die Veränderungen der Handelsvolumina nur schwer mit dem Verlaufsmuster der Wechselkursvolatilität bei den verschiedenen Währungspaaren in der Zeit von April 1998 und 2001 in Einklang zu bringen.

Devisenmärkte und europäische Währungsunion						
Mrd. US-Dollar						
	Umsatz 1995 <sup>1</sup>			Umsatz 1998 <sup>1</sup>		
	Insgesamt	Gegen US-Dollar	Gegen Währungen des Euro-Raums <sup>2</sup>	Insgesamt	Gegen US-Dollar	Gegen Währungen des Euro-Raums <sup>2</sup>
US-Dollar	1 313,4	–		1 728,9	–	
Währungen des Euro-Raums <sup>2</sup>	869,8	551,4	201,1 <sup>3</sup>	956,5	704,1	110,2 <sup>3</sup>
D-Mark	583,8	364,9	106,1	602,5	413,1	63,4
Französischer Franc	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	16,8
Sonstige	...	...	...	223,1	185,8	24,7
ECU	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,3
Yen	371,4	329,9		396,5	353,1	
Pfund Sterling	139,7	102,8		211,6	159,1	
Schweizer Franken	116,3	85,7		138,8	108,7	
Insgesamt	1 571,8	1 313,4		1 968,9	1 728,9	

Anmerkung: Schätzungen kursiv.

<sup>1</sup> Durchschnittlicher täglicher Umsatz, bereinigt um inländische Doppelzahlungen zwischen Händlern. Die Tabelle berücksichtigt jeweils beide Währungen, die an Devisentransaktionen beteiligt sind, folglich wird jede Transaktion doppelt gezählt. Um dies zu berücksichtigen, wird die Gesamtsumme (die noch andere Währungen sowie nicht nach Währungen aufgliederbare Posten enthält) durch 2 geteilt. <sup>2</sup> Bei den Währungen des Euro-Raums ist ein gesonderter Ausweis nur für D-Mark, französischen Franc, Pfund Sterling, ECU und die Gesamtheit aller übrigen Währungen verfügbar. Zur Schätzung des Umsatzes in Währungen des Euro-Raums werden die Angaben für die übrigen EWS-Währungen aufgeschlüsselt anhand des Handels in jeweiliger Landeswährung auf der Grundlage des für Tabelle V.5 des 67. Jahresberichts verwendeten Ansatzes. <sup>3</sup> Vor Beginn der Währungsunion wurden Devisentransaktionen zwischen den Währungen der späteren Teilnehmerländer teilweise über den US-Dollar als Vehikelwährung abgewickelt. Eine Schätzung der derzeitigen Bedeutung von Euro, Dollar und Yen unter Abzug des Umsatzes innerhalb des Euro-Raums 1998 überzeichnet daher die Bedeutung des Euro, unterzeichnet die des Yen und führt zu korrekten Ergebnissen im Falle des Dollars.

Quellen: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (1995, 1998); eigene Berechnungen.

Tabelle 3

war der Handel mit EWS-Währungen bereits deutlich vor Beginn der europäischen Währungsunion (EWU) rückläufig – zwischen 1995 und 1998 ging das Geschäft innerhalb des EWS um ca. 5 % der weltweiten Handelsumsätze zurück (BIZ 1999) –, doch ergab die Konsolidierung der elf im Euro aufgegangenen Währungen zum 1. Januar 1999 einen weiteren Umsatzverlust in Höhe von rund 6 % des Gesamtumsatzes (Tabelle 3).<sup>5</sup>

In der Folge kam es zu keiner Umkehr dieses Trends – auch nicht durch einen im Vergleich zu den Vorgängerwährungen verstärkten Handel mit Euro.<sup>6</sup> Im April 2001 war der Euro bei 38 % aller Devisengeschäfte auf einer Seite

Handel mit Euro nicht bedeutender als mit Vorgängerwährungen

<sup>5</sup> Nach Bereinigung um Doppelzahlungen.

<sup>6</sup> Dieses Ergebnis ist mit der Vermutung von McCauley (1997) und der Schlussfolgerung von Galati und Tsatsaronis (2001), die von informellen Einschätzungen der Marktteilnehmer ausgingen, konsistent.

## Währungsanteile im gemeldeten Umsatz an den weltweiten Devisenmärkten<sup>1</sup>

Anteil am durchschnittlichen Tagesumsatz im April in Prozent

	1989	1992	1995	1998 <sup>2</sup>	2001
US-Dollar	90,0	82,0	83,3	87,3	90,4
Euro	.	.	.	.	37,6
D-Mark <sup>3</sup>	27,0	39,6	36,1	30,1	.
Französischer Franc	2,0	3,8	7,9	5,1	.
ECU und andere EWS-Währungen	4,0	11,8	15,7	17,3	.
Yen	27,0	23,4	24,1	20,2	22,7
Pfund Sterling	15,0	13,6	9,4	11,0	13,2
Schweizer Franken	10,0	8,4	7,3	7,1	6,1
Kanadischer Dollar	1,0	3,3	3,4	3,6	4,5
Australischer Dollar	2,0	2,5	2,7	3,1	4,2
Schwedische Krone <sup>4</sup>	...	1,3	0,6	0,4	2,6
Hongkong-Dollar <sup>4</sup>	...	1,1	0,9	1,3	2,3
Singapur-Dollar <sup>4</sup>	...	0,3	0,3	1,2	1,1
Währungen aufstrebender Volkswirtschaften <sup>4,5</sup>	...	0,5	0,4	3,0	5,3
Sonstige	22,0	8,5	7,9	9,3	10,0
Alle Währungen insgesamt	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0

<sup>1</sup> Da an jeder Transaktion zwei Währungen beteiligt sind, ergibt die Summe der prozentualen Anteile der einzelnen Währungen 200 % anstatt 100 %. Die Zahlen beziehen sich auf den gemeldeten „Netto-Netto“-Umsatz, d.h. sie sind um in- und ausländische Doppelzahlungen bereinigt, mit Ausnahme der Daten für 1989, die nur auf „Brutto-Brutto“-Basis verfügbar sind. <sup>2</sup> Revidiert seit der letzten 3-Jahres-Erhebung. <sup>3</sup> Daten für April 1989: ohne Inlandsgeschäfte mit D-Mark in Deutschland. <sup>4</sup> Daten für 1992-98: nur inländischer Handel mit Landeswährung. <sup>5</sup> 1992 und 1995: südafrikanischer Rand. 1998 und 2001: brasilianischer Real, chilenischer Peso, indische Rupie, koreanischer Won, malaisischer Ringgit, mexikanischer Peso, polnischer Zloty, russischer Rubel, Saudi-Riyal, südafrikanischer Rand, Taiwan-Dollar, thailändischer Baht und tschechische Krone.

Tabelle 4

beteiligt (Tabelle 4).<sup>7</sup> Das ist höher als der Anteil der D-Mark im Jahr 1998 (30 %), aber weniger als der aller Euro-Währungen zusammen in den Jahren 1998 (52 %) und 1995 (60 %). Ein Grossteil dieser Differenzen lässt sich mit dem Wegfall des Devisenhandels innerhalb des EWS erklären.

Die relative Bedeutung anderer Währungen scheint sich seit 1998 nicht wesentlich verändert zu haben. Der Anteil des Dollars am Devisenhandel erhöhte sich von 87 % im Jahr 1998 auf 90 % im Jahr 2001. Der Anteil des Yen stieg leicht auf 23 % im Jahr 2001. Die Kombination Dollar/Euro war im Jahr 2001 das mit Abstand am meisten gehandelte Währungspaar und machte 30 % des Gesamtumsatzes aus (Tabelle 5). Es folgen Dollar/Yen mit 20 % und Dollar/Pfund Sterling mit 11 %.

### Konsolidierung im Bankensektor

Beschleunigte Konsolidierung in den letzten Jahren

Ein zweiter Faktor, der zum Rückgang des Umsatzes an den Devisenmärkten beigetragen hat, ist die anhaltende Konsolidierung im Bankensektor. Banken-

<sup>7</sup> Dieser Anteil bezieht sich auf Umsätze, bei denen eine bestimmte Währung auf einer Seite der Transaktion erscheint; damit wird jede Transaktion doppelt erfasst.

Gemeldeter Devisenmarktumsatz nach Währungspaar <sup>1</sup>								
Tagesdurchschnitt im April, Mrd. US-Dollar und Prozent								
	1992		1995		1998 <sup>2</sup>		2001	
	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil
US-Dollar/Euro	.	.	.	.	.	.	352	30
US-Dollar/D-Mark	192	25	254	22	291	20	.	.
US-Dollar/franz. Franc	19	2	51	4	58	4	.	.
US-Dollar/ECU	13	2	18	2	17	1	.	.
US-Dollar/Sonstige EWS	43	6	104	9	176	12	.	.
US-Dollar/Yen	155	20	242	21	257	18	230	20
US-Dollar/Pfund Sterling	77	10	78	7	118	8	125	11
US-Dollar/Schweizer Franken	49	6	61	5	79	5	57	5
US-/kanadischer Dollar	25	3	38	3	50	3	50	4
US-/australischer Dollar	18	2	29	3	42	3	47	4
US-Dollar/Sonstige	48	6	72	6	172	12	197	17
Euro/Yen	.	.	.	.	.	.	30	3
Euro/Pfund Sterling	.	.	.	.	.	.	24	2
Euro/Schweizer Franken	.	.	.	.	.	.	12	1
Euro/Sonstige	.	.	.	.	.	.	22	2
D-Mark/Yen	18	2	24	2	24	2	.	.
D-Mark/Pfund Sterling	23	3	21	2	31	2	.	.
D-Mark/Schweizer Franken	13	2	18	2	18	1	.	.
D-Mark/franz. Franc	10	1	34	3	10	1	.	.
D-Mark/ECU	6	1	6	1	3	0	.	.
D-Mark/Sonstige EWS	21	3	38	3	35	2	.	.
D-Mark/Sonstige	20	3	16	1	18	1	.	.
Sonstige EWS/Sonstige EWS <sup>3</sup>	3	0	3	0	5	0	.	.
Andere Währungspaare	25	3	30	3	31	2	24	2
Alle Währungspaare	778	100	1 137	100	1 430	100	1 173	100

<sup>1</sup> Bereinigt um in- und ausländische Doppelzählungen. <sup>2</sup> Revidiert seit der letzten Erhebung. <sup>3</sup> Nur inländischer Handel in Landeswährung. Tabelle 5

fusionen, zum Teil durch die EWU gefördert, haben die Anzahl der Marktteilnehmer verringert. Dieser Trend war bereits zwischen 1995 und 1998 zu erkennen, hat sich aber in den letzten drei Jahren verstärkt. Der Rückgang der Anzahl der insgesamt berichtenden Banken aus den 26 Ländern, die an den letzten drei Erhebungen beteiligt waren, zeigt dies ganz eindeutig: 1 945<sup>8</sup> im Jahr 2001 gegenüber 2 205 im Jahr 1998 und 2 417 im Jahr 1995.<sup>9</sup> Darüber hinaus besteht seit Mitte der neunziger Jahre offensichtlich ein ausgeprägter rückläufiger Trend bei der Anzahl der Banken, die 75 % des jeweiligen Inlandsumsatzes realisieren (Tabelle 6). In den USA wurden 75 % der Devisengeschäfte im Jahr 2001 von lediglich 13 Banken getätigt; im Jahr 1998 waren

<sup>8</sup> Vorläufig.

<sup>9</sup> Die Zahlen beziehen sich auf berichtende Bankniederlassungen, nicht auf Bankinstitute.

Konzentration im Bankensektor							
	1992	1995		1998		2001	
	Anzahl der Teilnehmer	Anzahl der Teilnehmer	Anzahl Banken, auf die 75 % des Gesamtumsatzes entfallen	Anzahl der Teilnehmer	Anzahl Banken, auf die 75 % des Gesamtumsatzes entfallen	Anzahl der Teilnehmer	Anzahl Banken, auf die 75 % des Gesamtumsatzes entfallen
Vereinigtes Königreich	352	313	20 <sup>1</sup>	293	24	257	17
USA	180	130	20 <sup>2</sup>	93	20	79	13
Japan	330	345	24	356	19	342	17
Singapur	208	218	25	206	23	192	18
Deutschland	81	80	10	57	9	33	5
Schweiz	105	114	5	64	7	42	6
Hongkong	375	376	13-22 <sup>3</sup>	366	26	272	14

<sup>1</sup> 68 %. <sup>2</sup> 70 %. <sup>3</sup> Je nach Marktsegment.

Tabelle 6

es 20 Banken und im Jahr 1995 ebenfalls rund 20 Banken. Im Vereinigten Königreich deckten im Jahr 2001 17 Banken 75 % des Marktes ab; im Jahr 1998 waren es 24 Banken und im Jahr 1995 rund 20 Banken gewesen. Die Konsolidierung im Bankensektor hat zu einer Verringerung der Anzahl von Handelsabteilungen und zu einem Umsatzrückgang, insbesondere am Interbankmarkt, geführt.

Weniger Mittel für das Marktmacher-geschäft

Darüber hinaus hat die Konsolidierung dazu beigetragen, dass die Anzahl der Banken, die für eine breite Palette von Währungspaaren Geld- und Briefkurse stellen, deutlich geschrumpft ist. Zur Zeit gibt es weltweit an den Devisenmärkten nicht mehr als zwanzig Institute, die diese Dienstleistung anbieten können – deutlich weniger als Mitte der neunziger Jahre. Nach der Meinung von Marktbeobachtern hat sich der Trend, dass weniger Mittel für das Marktmacher-geschäft bereitgestellt werden, in den letzten Jahren beschleunigt.<sup>10</sup> Dies dürfte erklären, warum sich die Konsolidierung des Bankensektors erst im Jahr 2001 sichtbar auf den Umsatz an den Devisenmärkten ausgewirkt hat.

### Die zunehmende Bedeutung des elektronischen Handels

Wachsende Verbreitung des elektronischen Handels

Ein weiterer Faktor, der zum Umsatzrückgang beigetragen haben dürfte, ist der wachsende Anteil des elektronischen Handels am Interbankmarkt, der zu Lasten des Direkt- und des Telefonhandels geht. Die Verbreitung des elektronischen Handels nimmt zu, weil er kostengünstiger und effizienter und vor allem transparenter als der herkömmliche Handel ist. Nach Marktangaben werden heute in den wichtigsten Währungspaaren ca. 50-70 % der Umsätze elektronisch abgewickelt, verglichen mit 40 % im Jahr 1998 und etwa 10 % 1995. Zwei Händler, EBS und Reuters, dominieren derzeit dieses Marktsegment, wobei EBS vor allem den Handel mit Dollar, Euro, Yen und Schweizer Franken

<sup>10</sup> S. auch Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001a).

abdeckt und Reuters hauptsächlich Transaktionen in Pfund Sterling, schwedischen Kronen, australischen, kanadischen und neuseeländischen Dollars sowie in Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften vornimmt.

Die wachsende Bedeutung des elektronischen Handels hat über zwei Kanäle zu einem Umsatzrückgang am Interbank-Kassamarkt beigetragen. Zum einen hat sich der Umfang der Transaktionen aufgrund des vereinfachten Preisfindungsprozesses reduziert.<sup>11</sup> Vor dem Aufkommen elektronischer Handelssysteme mussten die Händler oft mehrere Transaktionen durchführen, um sich ein Bild von den Preisen am Markt zu machen. Elektronische Systeme hingegen sind in der Lage, einem Händler sofort die für ihn „besten“ Kurse am Markt zur Verfügung zu stellen – entsprechend den Kreditlimits des Händlers und seiner Kontrahenten –, ohne dass ein mit Unsicherheiten verbundener Preisfindungsprozess durchlaufen werden muss. Das bedeutet, dass die Devisenhändler im allgemeinen mit elektronischen Handelssystemen deutlich weniger Transaktionen durchführen müssen als bei den herkömmlichen Handelsformen. Das gilt insbesondere für kleine und mittelgroße Banken, die bestimmte Geschäfte nicht mehr über größere Banken abwickeln müssen.

Zweitens hat die Ausweitung des elektronischen Handels dazu geführt, dass der Spielraum für Transaktionen mit Hebelwirkung („leveraged trading“), mit denen die Devisenhändler versuchen, ihre Rentabilität zu maximieren, eingeschränkt wurde. Das soll an einem Beispiel erläutert werden: Ein Kunde beauftragt seine Bank, \$ 100 Mio. gegen Yen zu verkaufen. Der Devisenhändler wird das Geschäft auf der Grundlage seiner Markteinschätzung vornehmen. Geht er davon aus, dass der Dollarkurs fällt, wird er wahrscheinlich mehr als \$ 100 Mio. über Direktverhandlungen verkaufen und dann versuchen, den zusätzlich eingesetzten Betrag durch Marktmachertransaktionen auf gegenseitiger Basis oder über das bestehende Telefonhandelsnetz zurückzukaufen. Das ursprüngliche Handelsvolumen in Höhe von \$ 100 Mio. führt damit im Endeffekt zu einem Gesamtumsatz von über \$ 100 Mio. Marktbeobachter sind der Auffassung, dass die wachsende Verbreitung elektronischer Handelssysteme dieses Verfahren beeinflusste, nachdem der Anteil dieser Systeme einen kritischen Schwellenwert erreicht hatte. Da sich die Liquidität auf den elektronischen Handel konzentriert, ist wohl davon auszugehen, dass ein Auftrag über \$ 100 Mio. heute wahrscheinlich elektronisch abgewickelt wird und die Händler weniger dazu neigen, Kundenaufträge mit „leveraged trading“ zu verbinden. Entsprechend verringert sich der Umfang des Interbankhandels für eine gegebene Kundenorder. Warum die Händler in den letzten Jahren tendenziell weniger Transaktionen mit Hebelwirkung tätigten, bleibt eine offene Frage.

Auswirkungen auf  
Preisfindungs-  
prozess ...

... und Trans-  
aktionen mit  
Hebelwirkung

---

<sup>11</sup> S. auch Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001b).

## Veränderte Struktur der Marktteilnehmer

Rückläufiges  
Geschäft zwischen  
Banken und Nicht-  
finanzkunden ...

Ein weiterer Faktor, der zum weltweiten Umsatzrückgang an den Devisenmärkten beigetragen hat, ist der Einbruch beim Handel zwischen Banken und nicht zum Finanzsektor gehörenden Kunden (Tabelle 2). Während der Anteil dieses Segments am weltweiten Handel zwischen 1992 und 1998 konstant bei ca. 17 % gelegen hatte, fiel er im Jahr 2001 auf 13 %. Der Rückgang des Geschäftsvolumens mit Nichtbankkunden war für alle Devisenhandelszentren und Währungen relativ einheitlich. Erklären lässt sich dies möglicherweise mit der anhaltenden Konzentration des Unternehmenssektors an den internationalen Märkten. Es wird vermutet, dass sich dieser Trend in den letzten Jahren verstärkt und zu einer deutlich geringeren Nachfrage nach Devisen bei den Finanzabteilungen der Unternehmen geführt hat.

... aber expan-  
dierender Handel  
zwischen Banken  
und Kunden aus  
dem Finanzsektor

Im Gegensatz zum Rückgang des Geschäfts mit Nichtbankkunden hat das Geschäft zwischen Banken und Finanzinstituten, zu denen auch Pensionsfonds, Investmentfonds und Hedge-Fonds gezählt werden, absolut betrachtet stark zugenommen, und sein Anteil am Gesamtvolumen ist von 20 % auf 28 % gestiegen. Marktbeobachter führen diesen Anstieg im wesentlichen auf die in der letzten Zeit grösser gewordene Bedeutung der Portfoliomanager an den Devisenmärkten zurück. In Schweden und Kanada, wo die Lockerung der Auflagen für institutionelle Anleger das Geschäft ankurbelte, war dieser Trend am deutlichsten zu erkennen.

Geringere Bedeu-  
tung der Hedge-  
Fonds an den  
Devisenmärkten

Dagegen waren nach Angaben von Marktteilnehmern die Anzahl und das Umsatzvolumen von Hedge-Fonds, insbesondere Makro-Hedge-Fonds, rückläufig. Makro-Fonds, die zumeist in der Erwartung von Auf- bzw. Abwertungen einer Währung Positionen auf eine bestimmte Entwicklung eingehen, spielten an den Devisenmärkten der neunziger Jahre eine wichtige Rolle. Nach dem Fall LTCM im Herbst 1998 hatten diese Fonds als Folge veränderter Risikopräferenzen der Anleger und drastisch reduzierter Engagements der Kreditgeber deutlich weniger Möglichkeiten, auf Hebelwirkungen zu setzen. Entsprechend sollen sich die Makro-Fonds seit Ende 1998 zu einem grossen Teil von den Devisenmärkten zurückgezogen haben (Tsatsaronis 2000). Dieser Trend wird offensichtlich durch die Tatsache bestätigt, dass zwei dieser Fondsgesellschaften, die in den neunziger Jahren eine Schlüsselrolle auf den Devisenmärkten gespielt hatten, die Tiger- und die Quantum-Fonds, im Verlauf des Jahres 2000 liquidiert wurden bzw. ihre Tätigkeit einschränken mussten. Zwar lässt sich belegen, dass die Hedge-Fonds im Verlauf des Jahres 2001 wieder an den Devisenmärkten aufgetreten sind, doch scheint ihre jetzige Rolle weit- aus weniger bedeutend zu sein als im Jahr 1998.

## Zusammenfassung

Vier Faktoren am  
Werk

Dieses Feature hat vier Faktoren ermittelt, die zum Umsatzrückgang an den Devisenmärkten beigetragen haben dürften. Der Bedeutung nach der wichtigste Faktor scheint die Konsolidierung des Bankensektors zu sein, die sich vor allem auf das Interbankgeschäft auswirkte. Die Konzentration im Bank-

gewerbe hat zwar seit Mitte der neunziger Jahre zugenommen, doch hat sich der Trend in den letzten drei Jahren anscheinend noch verstärkt. Zweitens hat die Einführung des Euro durch den Wegfall des Handels innerhalb des EWS allmählich zu einem Umsatzrückgang an den Devisenmärkten geführt. Dabei betrug der Rückgang zwischen 1995 und 1998 ca. 5 % des weltweiten Handelsvolumens und zum 1. Januar 1999 nochmals 6 %. Drittens hat die wachsende Bedeutung des elektronischen Handels dank vereinfachter Preisfindungsprozesse und durch den Wegfall der Anreize zur Nutzung von Hebelwirkungen („leveraged trading“) eine Schrumpfung des Interbank-Kassamarktes verursacht. Obwohl sich dieser Trend bereits zu Beginn der neunziger Jahre abzeichnete, ist es möglich, dass der Anteil elektronischer Handelssysteme am Interbankmarkt in den letzten Jahren einen kritischen Wert erreichte, der erkennbare Auswirkungen auf den Umsatz hatte. Der vierte Faktor zur Erklärung der gesunkenen Umsätze ist der Einbruch bei den Geschäften zwischen Banken und Kunden ausserhalb des Finanzsektors. Eine mögliche Erklärung hierfür ist die zunehmende internationale Konzentration im Unternehmenssektor. Diese Entwicklung konnte durch das rasante Wachstum des Geschäfts zwischen Banken und Finanzinstituten, das durch die zunehmende Bedeutung des Portfoliomanagements auf Kosten der Hedge-Fonds gestiegen sein dürfte, nicht ausgeglichen werden.

Einfluss der Konzentration im Unternehmenssektor

Obwohl diese vier Faktoren zweifellos zum Umsatzrückgang an den Devisenmärkten beigetragen haben, steht noch nicht mit Sicherheit fest, wie sie sich insgesamt auf die Marktliquidität ausgewirkt haben. Da für eine direkte Messung der Liquidität an den Devisenmärkten keine Daten zur Verfügung stehen, müssen indirekte Grössen wie Handelsvolumen, Geld-Brief-Spannen und Volatilität herangezogen werden.

Gesamteinfluss auf Liquidität unklar

In bezug auf das Ausmass der Marktspannen scheint die Einführung des Euro die Bedingungen am Markt nicht wesentlich beeinflusst zu haben. Nach Aussagen von Beobachtern deckte sich die Geld-Brief-Spanne des Euro im Verhältnis zu den wichtigsten Währungen im Jahr 2001 im allgemeinen mit derjenigen der D-Mark im Jahr 1998. Eine wichtige Ausnahme scheint der Euro/Yen-Markt zu sein, wo die Spannen im Vergleich zu den D-Mark/Yen-Geschäften des Jahres 1998 grösser geworden sein sollen. Auch hinsichtlich des Verlaufs der Wechselkursvolatilität des Euro (Tabelle 7) sind keine Änderungen festzustellen. Darüber hinaus hat die Einführung des Euro nach Aussagen von Marktteilnehmern zumeist keine wesentlichen Änderungen der Marktliquidität verursacht. Insgesamt scheinen die Ergebnisse darauf hinzudeuten, dass der Euro die Bedingungen am Markt nicht wesentlich verändert hat.

Die zunehmende Verbreitung des elektronischen Handels hat sicherlich zu einem Rückgang der Handelsvolumina und einer Verengung der Spannen geführt, doch wie er sich auf die Liquidität auswirkt, ist schwer zu sagen. Aussagen zu nennenswerten Wirkungen der Konsolidierung auf die Liquidität sind ebenfalls schwierig. Dennoch scheinen die beiden letztgenannten Trends darauf hinzudeuten, dass der Interbankmarkt nunmehr effizienter ist als Mitte

Volatilität an den wichtigsten Devisenmärkten <sup>1</sup>			
	Yen/US-Dollar	Euro <sup>2</sup> /Yen	Euro <sup>2</sup> /US-Dollar
1980-89	10,2	7,3	10,9
1990-99	11,2	10,7	9,5
1997	11,5	11,4	8,6
1998	17,5	15,4	8,2
1999	12,6	14,2	9,3
2000	9,2	16,1	13,6
2001 Jan.-Okt.	10,1	14,1	11,6

<sup>1</sup> Monatliche Standardabweichung der auf Jahresrate hochgerechneten täglichen Renditen. <sup>2</sup> Vor 1999: D-Mark.  
Quellen: EZB; eigene Berechnungen. Tabelle 7

Schön-Wetter-  
Liquiditäts-  
Hypothese

der neunziger Jahre. Allerdings haben engere Spannen und damit geringere Renditen zu einem Rückgang von Marktmacherkapital geführt. Dementsprechend mag sich die Liquidität unter normalen Marktbedingungen zwar verbessert haben, doch hat die mangelnde Fähigkeit oder Bereitschaft der Marktteilnehmer, in Zeiten angespannter Märkte Liquidität anzubieten, wohl zugenommen, wie von der „Schön-Wetter-Hypothese“ angedeutet.<sup>12</sup>

## Bibliographie

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

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001b): „The implications of electronic trading in financial markets“, *CGFS Publications*, Nr. 16, Januar.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1999): *69. Jahresbericht*, Basel.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: „Market functioning and central bank policy“, *BIS Papers* (erscheint demnächst).

Borio, Claudio (2000): „Marktliquidität und Anspannungen: Ausgewählte Fragen und ihre Bedeutung für die Gestaltung der Rahmenbedingungen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November.

Galati, Gabriele and Kostas Tsatsaronis (2001): „The impact of the euro on Europe's financial markets“, *BIS Working Papers*, Nr. 100.

Leven, Rob (2001): „The shrinking FX market“, *Lehman Brothers Global Foreign Exchange Strategies*, 4. Januar.

McCauley, Robert (1997): „The euro and the dollar“, *BIS Working Papers*, Nr. 50.

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

<sup>12</sup> Zu einer Analyse der Liquidität unter Anspannung s. Borio (2000) und BIZ (demnächst).

## Das Entstehen neuer Referenz-Zinsertragskurven<sup>1</sup>

Damit Kreditaufnahme- und Anlageentscheidungen in einer Volkswirtschaft sachgemäss getroffen werden können, sollten die Kapitalmärkte alle verfügbaren Informationen über die Zukunftsaussichten der Kreditnehmer und die Bereitschaft der Anleger zum vorläufigen Konsumverzicht und zur Übernahme von Risiken berücksichtigen. Der Prozess, durch den die Kurse an den Märkten für festverzinsliche Instrumente auf neue Informationen reagieren und sich auf ihren Gleichgewichtswert hin bewegen, funktioniert effizienter, wenn sich die Marktteilnehmer auf bestimmte Schuldtitel einigen, welche bei der Konditionengestaltung für andere Wertpapiere als Bezugspunkt – oder Referenzwert – dienen können. In den letzten Jahrzehnten haben die Marktteilnehmer zur Bewertung der Kosten von Mittelaufnahmen über unterschiedliche Zeiträume auf die Zinsertragskurve von Staatspapieren zurückgegriffen; die Preisfindung in Hinblick auf die Inflationsaussichten und sonstige makroökonomische Rahmenbedingungen erfolgte hauptsächlich an den Märkten für Staatspapiere. Doch verfügen auch Schuldtitel des privaten Sektors, insbesondere besicherte Schuldtitel und Zinsswaps, über das Potential, Referenz-Zinsertragskurven zu liefern, und sie werden in zunehmendem Masse hierfür verwendet.

### Die Referenzwertfunktion von Staatspapieren

Der Referenzwertstatus staatlicher Schuldtitel ist auf eine Reihe von Merkmalen zurückzuführen, die zusammengenommen Staatspapieren einen Sonderstatus an den Finanzmärkten ermöglichen. Erstens gilt der Staat in den meisten Industrieländern als kreditwürdigster Schuldner; seine Wertpapiere werden als weitgehend ohne Ausfallrisiko angesehen. Aus diesem Grund wird die Zinsertragskurve von Staatspapieren weithin als bester Näherungswert für den risikofreien Nominalzinssatz verstanden. Zweitens fördern das grosse Volumen umlaufender staatlicher Schuldtitel und die Fungibilität der Emis-

Staatspapiere  
einzigartig an  
Finanzmärkten

---

<sup>1</sup> Dieses Feature stützt sich weitgehend auf eine Untersuchung, die Ökonomen von sechs Zentralbanken sowie von der BIZ über die neuesten Veränderungen an den wichtigsten Märkten für Festzinsinstrumente der Welt durchgeführt haben. S. *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, BIS Papers Nr. 5, Oktober 2001. Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

sionen den Handel. Daher sind staatliche Papiere, insbesondere die jeweils jüngsten Emissionen meistens liquider als nichtstaatliche Papiere. Drittens kann die öffentliche Hand wegen ihres hohen und langfristigen Kreditbedarfs ein breiteres Spektrum von Fälligkeiten bieten als viele andere Kreditnehmer. Dies fördert die Herausbildung von Zinsertragskurven. Und schliesslich ermöglicht die Existenz von gut entwickelten Repo- und Derivatmärkten für Staatstitel den Marktteilnehmern das Eingehen von Short- und Long-Positionen, die ihre Erwartungen künftiger Zinsbewegungen wiedergeben.

Wie nützlich eine Zinsertragskurve als Referenz für die Preisfindung in Hinblick auf makroökonomische Rahmendaten ist, hängt von den Bestimmungsgrössen der Fristenstruktur ab. Zu jedem bestimmten Zeitpunkt sollte die Fristenstruktur die aktuellen Erwartungen des Marktes zu den künftigen kurzfristigen Zinssätzen darstellen. Mit anderen Worten: Keine anderen Faktoren als die erwarteten künftigen Kassapreise sollten die Terminzinssätze systematisch beeinflussen. Empirische Untersuchungen der Zinsertragskurve von Staatstiteln bestätigen die reine Erwartungstheorie der Fristenstruktur eigentlich nicht. Die in den Renditen von Staatspapieren enthaltenen Terminzinssätze werden zusätzlich zu den erwarteten künftigen kurzfristigen Zinssätzen von den zeitlich variablen Liquiditäts- und Laufzeitaufschlägen beeinflusst. Zudem sind einzelne Anleihen unterschiedlich konvex, und diese unterschiedlichen Konvexitäten führen zu Renditedifferenzen zwischen den Fälligkeiten. Ferner beeinflussen offensichtlich auch spezifische Faktoren, wie Angebot und Nachfrage für bestimmte Wertpapiere, die Renditen. Hattori et al. (2001) stellen beispielsweise fest, dass die Renditen am Yen-Markt entsprechend dem jeweiligen Angebot von Unternehmens- und Staatsanleihen variieren. Andere Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass auch das absolute Angebot eine Rolle spielt (s. unten). Folglich sind Terminzinssätze für Staatspapiere eher verzerrte Schätzwerte der erwarteten künftigen Kassasätze.

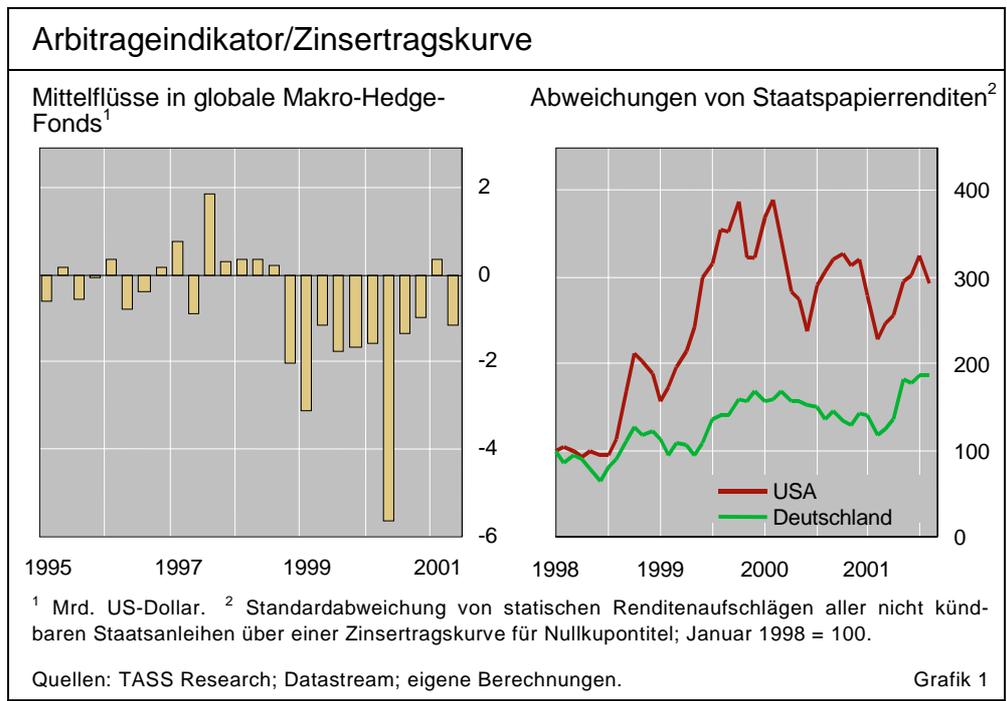
Renditen von Staatspapieren beeinflusst von rückläufigem Arbitrage-Geschäft ...

In den letzten Jahren hat die Bedeutung spezifischer Faktoren bei der Bestimmung der Renditen von Staatspapieren offensichtlich zugenommen. Die globale Finanzmarktkrise von 1998 veranlasste viele Marktteilnehmer, insbesondere die Marktmacher, zu einer Neubewertung ihres Risikomanagements (CGFS 1999b). Insbesondere die gestiegene Sensibilität für das Liquiditätsrisiko und für risikoübergreifende Korrelationen liess viele Händler und sonstige wichtige Akteure an den Anleihemärkten einen gewissen Abstand von Arbitragegeschäften halten. Der Niedergang globaler Makro-Hedge-Fonds im Gefolge der Krise von 1998 – drei der gefeiertsten Fonds (Long-Term Capital Management, Tiger und Quantum) gaben ihr Geschäft auf oder wurden restrukturiert – ist für diese veränderte Anlagephilosophie bezeichnend (Grafik 1 und Tsatsaronis 2000). Eine Folge hiervon ist, dass die im rechten Feld der Grafik 1 abgebildeten ausgeprägten Bewertungsanomalien, welche früher in der Regel rasch wieder verschwanden, jetzt länger andauern.

... abnehmender Liquidität ...

Die Krise von 1998 liess auch schlagartig erkennen, welche Risiken mit der Verwendung von Staatsanleihen und ihren Derivaten zur Absicherung von Positionen in Wertpapieren nichtstaatlicher Emittenten – bis zu diesem

Zeitpunkt eine Routinestrategie der Händler – verbunden sind. Immer wieder auftretende Störungen in der üblicherweise stabilen Beziehung zwischen den Renditen von staatlichen und nichtstaatlichen Titeln hatten die Marktteilnehmer bereits früher gezwungen, die Verwendung von US-Schatzwechseln als Absicherungsinstrumente für private Schuldtitel am Dollar-Geldmarkt neu zu überdenken, was schliesslich dazu führte, dass die Marktteilnehmer statt dessen den Eurodollar-Zinssatz als Referenz verwendeten (McCauley 2001). Die Ereignisse von August bis Oktober 1998 lösten an den Anleihemärkten einen ähnlichen Prozess aus. Für die Anleger mit Basiswährung Euro waren die Einführung der einheitlichen Währung und die Verknappungen am Markt für Terminkontrakte auf deutsche Staatsanleihen weitere Gründe, nach neuen Absicherungsinstrumenten Ausschau zu halten.<sup>2</sup> Jeder Marktteilnehmer, der private Schuldinstrumente nicht mehr mit Staatspapieren absichert, entzieht dem Staatspapiermarkt Liquidität und führt sie den Märkten für nichtstaatliche Titel zu. In dem Eigendynamik entwickelnden Prozess, durch den liquide Märkte noch liquider werden, erhöht sich für andere Marktteilnehmer der Anreiz, sich ebenso zu verhalten. Verschiedene Indikatoren bestätigen, dass die Liquidität an den Märkten für US-Schatztitel und britische Staatspapiere gesunken ist (BIZ 2001; Fleming 2001). An den Märkten für Staatspapiere im Euro-Währungsgebiet und in Japan blieb die Liquidität dagegen erhalten oder stieg sogar.



<sup>2</sup> Schulte und Violi (2001) analysieren Veränderungen an den europäischen Derivatmärkten seit der Einführung des Euro und Bedenken wegen der Verknappung bei Bund- und Bobl-Futures.

... und angebots-  
seitigen Schocks

Der tatsächliche oder erwartete Rückgang des Angebots an Staatspapieren verstärkte die idiosynkratischen Ausschläge bei deren Renditen und beeinträchtigte die Marktliquidität. Seit Mitte der neunziger Jahre haben die meisten Industrieländer (mit Ausnahme von Japan) auf dem Weg zu einem ausgeglichenen Staatshaushalt beträchtliche Fortschritte erzielt. Dies hat zu einem erheblichen Rückgang der Emission von Staatspapieren und in den Ländern mit Haushaltsüberschüssen sogar zur Schuldentilgung geführt. Zum Beispiel nahm der Umlauf von US-Schatzpapieren im Zeitraum Dezember 1998 bis Juni 2001 um 15 % ab. Cooper und Scholtes (2001) benutzten Swap-spreads als Mass für mögliche Abweichungen zwischen den Renditen von Staatsanleihen und wirklich risikofreien Zinssätzen und fanden Hinweise, dass der Rückgang der Staatspapiere die Renditen von US-Schatzanleihen und britischen Staatsanleihen unter die risikofreien Zinssätze fallen liess. Reinhart und Sack (demnächst erscheinend) zerlegen die Bewegungen der Renditen 10jähriger US-Schatzanleihen in mehrere nicht beobachtete Faktoren, einschliesslich einer idiosynkratischen Komponente zur Erfassung des Angebots und sonstiger nur für Schatzpapiere geltender Einflussgrössen. Sie kommen zu dem Schluss, dass die idiosynkratische Komponente in den letzten Jahren grösser geworden ist und dass sich die Renditen der Schatzanleihen demzufolge in zunehmendem Mass von den risikofreien Zinssätzen entfernt haben.

### Unternehmensanleihen streben nach Referenzstatus

Referenz-Zins-  
ertragskurve muss  
nicht risikofrei sein

Die Renditen von Staatsanleihen waren zwar – zumindest bis vor kurzem – ein Synonym für risikofreie Nominalzinssätze, doch muss eine als Referenz dienende Zinsertragskurve keine risikofreie Kurve sein. Die Preisfindung über makroökonomische Erwartungen muss sich nicht auf ein Instrument konzentrieren, welches selbst risikofrei ist. Sicherlich hat die Liquidität entscheidende Bedeutung. Bewegungen in den Referenzrenditen sollten nicht von Order-Ungleichgewichten bestimmt werden, in ihnen sollten sich vielmehr ausschliesslich neue Informationen zu fundamentalen Entwicklungen niederschlagen. Das Fehlen eines Kreditrisikoaufschlags ist jedoch keine Vorbedingung. Zur Ableitung von Markterwartungen zu den makroökonomischen Entwicklungen müssen nur die in den Terminzinssätzen enthaltenen Risikoaufschläge vorhersehbar sein.

Unternehmens-  
anleihen schon  
früher Referenz-  
werte ...

Früher, als die Märkte für Staatspapiere noch nicht so hochentwickelt waren wie heute, wurden die Markterwartungen zu den künftigen kurzfristigen Zinssätzen und Inflationsraten üblicherweise anhand von privaten Schuldtiteln eingeschätzt. Am US-Geldmarkt griffen die Marktteilnehmer in den fünfziger und sechziger Jahren zu diesem Zweck auf Anleihen erstklassiger Unternehmen, insbesondere der American Telephone and Telegraph, zurück. Ähnlich dienten in Japan in der gleichen Zeit Schuldverschreibungen von Banken und Anleihen der Telegraf- und Telefongesellschaft praktisch als Referenzwerte. Diese Anleihen waren nicht unbedingt Instrumente ohne Ausfallrisiko, doch damals begrenzte die stabile (unter staatlicher Aufsicht stehende)

Geschäftstätigkeit der Emittenten die Volatilität der mit ihnen verbundenen Kreditzinsaufschläge.

Im liberalisierteren wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld von heute wird die Bonitätsbewertung selbst erstklassiger Schuldner gelegentlich herabgestuft. Emittenten können ihre Entschlossenheit zur Erhaltung der Bonität ihrer Papiere mit verschiedenen Methoden unter Beweis stellen. In den Anleihekonditionen können erhebliche Änderungen der betrieblichen und finanziellen Risikomerkmale des Unternehmens beschränkt werden, oder die Zinszahlungen könnten mit der Bonitätsbewertung der Emittenten verknüpft werden. Doch es ist offensichtlich noch immer unwahrscheinlich, dass sich am Markt ein Konsens herausbildet, durch den die Anleihen eines bestimmten privaten Unternehmens Referenzstatus erhalten würden.

Ein Renditeindex ähnlich bewerteter Anleihen verspricht eher eine Lösung. Am Markt für Neuemissionen sind die aus einer Population vergleichbarer Anleihen konstruierten Zinsertragskurven bereits eine Referenz für die Preisgestaltung des Kreditrisikos. Zudem verwenden viele Vermögensverwalter einen Index als Referenzwert für ihre Performance. Grundsätzlich könnte die Referenzfunktion von Anleihemarktindizes auch zwecks Bewertung des Zinsänderungsrisikos auf die Zinsertragskurven ausgeweitet werden. Seit langem steht ein breites Spektrum von Unternehmensanleiheindizes zur Verfügung, doch hat sich bislang keiner von ihnen in dieser Rolle bei den Marktteilnehmern durchgesetzt. Bevor Zinsertragskurven zu funktionsfähigen Referenzgrössen werden können, sind weitere Verbesserungen der Preisfindung und der Liquidität erforderlich. Hierfür wird die Konstruktion eines auf einen Korb von Unternehmensanleihen bezogenen Futures-Kontraktes erwogen.

... und könnten es wieder werden

Schuldtitle von parastaatlichen Unternehmen und supranationalen Organisationen sind mögliche Kandidaten für diese Funktion. Parastaatliche Unternehmen und supranationale Organisationen werden häufig genau so hoch bewertet wie die hinter ihnen stehenden Staaten. In dem Bestreben, die Liquidität ihrer Wertpapiere zu verbessern, ahmen einige von ihnen jetzt die Emissionsstrategie des US-Finanzministeriums nach, das regelmässige Zeichnungsangebote für grosse Anleihen in den wichtigsten Laufzeitsegmenten begibt. Die Wohnungsbaufinanzierungsgesellschaften „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ in den USA, die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Deutschland und die Europäische Investitionsbank (EIB) haben in den letzten Jahren allesamt sogenannte „Benchmark“-Programme geschaffen.

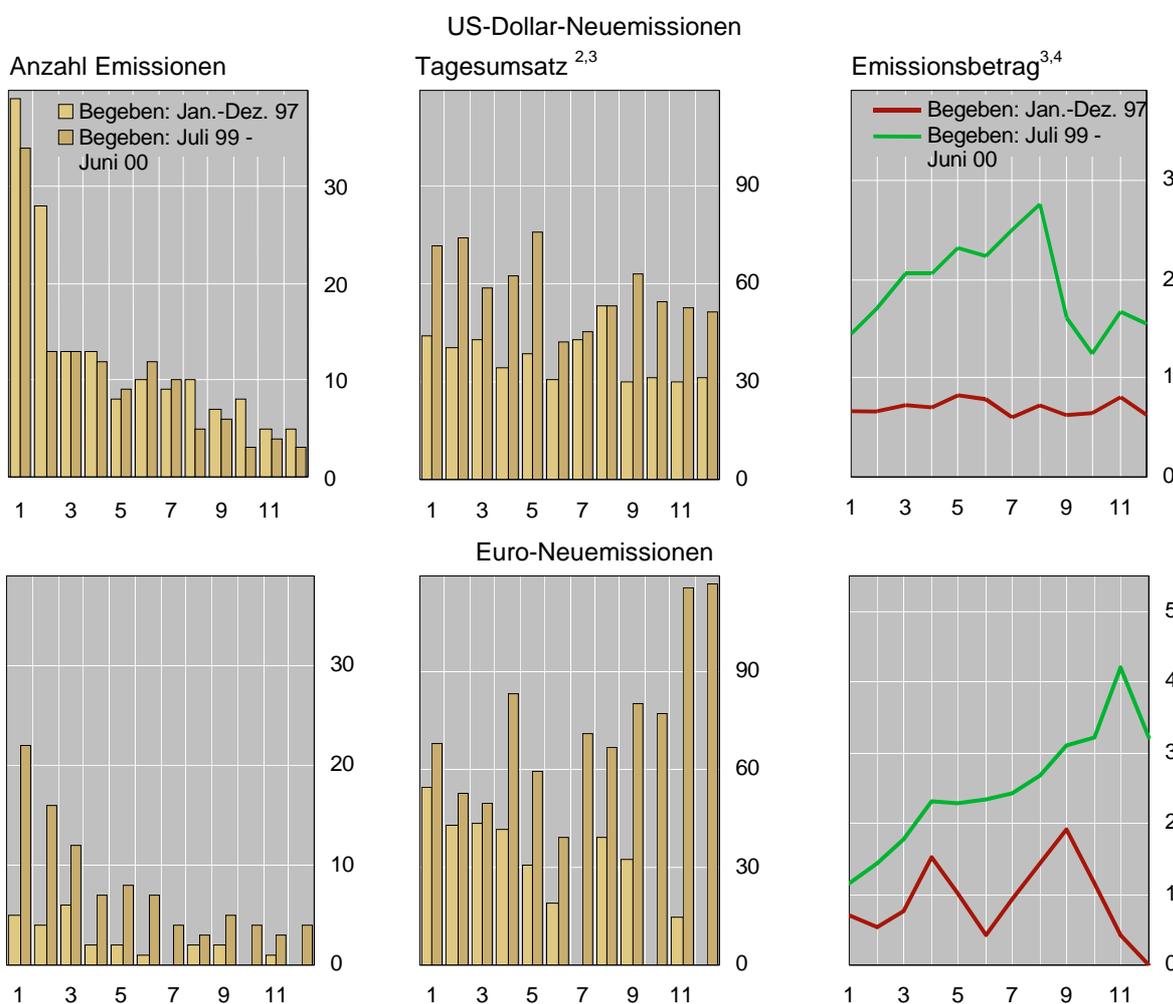
Es gibt gewisse Anzeichen, dass diese Programme die gewünschte Liquiditätskonzentration bewirken. Grafik 2 zeigt den Handelszyklus bei Euroclear für neu emittierte auf US-Dollar und Euro lautende Anleihen in den auf den Emissionsmonat folgenden Monaten. Eine verhältnismässig grosse Zahl von Anleihen wird in den ersten Monaten nach ihrer Emission bei Euroclear lebhaft gehandelt. Die Zahl der in den nachfolgenden Monaten umsatzstarken Anleihen nimmt rasch ab, wahrscheinlich weil die Emissionshäuser ihre Bestände verkauft haben. Am US-Dollar-Markt war der Handelszyklus bereits 1997 gut ausgeprägt, und es gibt keine Anzeichen dafür, dass die Umsätze im Jahr 2000

Liquidität konzentriert auf grosse, regelmässig aufgelegte Anleihen ...

weniger stetig waren. Am Euro-Markt wurden verhältnismässig wenige der 1997 begebenen Anleihen länger als einen Monat nach ihrer Emission aktiv gehandelt. Im Jahr 2000 dagegen wurden mehrere Anleihen bis zu 12 Monaten nach ihrer Begebung noch lebhaft gehandelt, und der durchschnittliche Tagesumsatz dieser Anleihen hatte sich nahezu verdoppelt. Zudem hatte sich der Handel an den Dollar- und Euro-Märkten auf Emittenten konzentriert, die den Markt regelmässig für grosse Beträge in Anspruch nahmen. Das Volumen der Dollar- und Euro-Neuemissionen, die mehrere Monate nach der Begebung noch lebhaft gehandelt wurden, war im Jahr 2000 nahezu doppelt so gross wie 1997: \$ 2 Mrd. gegenüber \$ 1 Mrd. Unter den umsatzstarken Namen

## Handelszyklus von nichtstaatlichen Anleihen

Neuemissionen, die nach dem Emissionsmonat aktiv an Euroclear gehandelt werden<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Ohne im Rahmen von mittelfristigen Notes-Programmen begebene Anleihen. Euroclear stellte die Publikation von Umsatzdaten im Januar 2001 ein, so dass die Stichprobe Juli 1999 bis Juni 2000 das Handelsvolumen nach mehr als sieben Monaten unterzeichnet. <sup>2</sup> Mio. US-Dollar. <sup>3</sup> Durchschnitt aller während des Monats aktiv gehandelten Neuemissionen. <sup>4</sup> Mrd. US-Dollar.

Quellen: Euroclear; BIZ (2001).

Grafik 2

dominierten deutlicher Emittenten mit hohem Kreditbedarf: am US-Dollar-Markt Ford Motor Credit, die Inter-American Development Bank; am Euro-Markt Pfandbriefemittenten (Depfa und Dexia), die Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale, die EIB und die KfW.

Trotz dieser positiven Entwicklungen an den Kassamärkten lässt das Geschehen an den Futures-Märkten erkennen, dass sich Wertpapiere der staatsnahen Unternehmen noch keine allgemeine Marktakzeptanz als Referenzinstrumente erworben haben. Nach einem anfänglich raschen Wachstum erreichten die Umsätze mit Futures-Kontrakten auf Fannie-Mae- und Freddie-Mac-Wertpapiere schnell ihr Maximum bei knapp über 1 % des Umsatzes mit Terminkontrakten auf US-Schatzanleihen. Zudem stagnierte der Handel mit diesen „Agency“-Futures, wohingegen sich die Umsätze mit Futures auf US-Staatsanleihen im ersten Quartal 2001 nach einer überraschenden Zinssenkung der Federal Reserve deutlich festigten. Mit den auf Pfandbriefe gehandelten Terminkontrakten machte man nach deren (kurzlebiger) Einführung im Jahr 1998 ähnliche Erfahrungen.

... die sich aber noch nicht als Referenzwerte durchgesetzt haben

Die grössere Liquidität von Kontrakten auf staatliche Anleihen ist einer der Gründe für das Zögern der Marktteilnehmer bei der Umstellung von Schatztitel-Futures auf Agency-Futures. Zum Teil wegen des Bestehens liquider Wertpapierpensions- und Wertpapierleihmärkte sind die Transaktionskosten für die Eröffnung und Absicherung von Finanzpositionen in Staatspapieren häufig niedriger als bei sonstigen Instrumenten, so dass Staatspapiere als Instrumente zum Eingehen und zur Absicherung von Positionen attraktiv bleiben. Ein weiterer Grund für die zögerliche Umstellung ist die anhaltende Debatte über den Umfang staatlicher Beteiligung an der Tätigkeit von parastaatlichen und supranationalen Unternehmen,<sup>3</sup> die die Ungewissheit über die künftigen Aufschläge auf den Kreditzins von deren Wertpapieren verstärkt.

## Besicherte Schuldtitel - Referenzwert für kurze Laufzeiten

Die durchschnittlichen Zinserträge besicherter Schuldtitel könnten zur Erstellung von als Referenzwert geeigneten Zinsertragskurven verwendet werden. An den wichtigsten Kapitalmärkten gelten die Zinssätze am allgemeinen besicherten Repomarkt bereits weithin als die Referenz-Zinsertragskurve für sehr kurze Laufzeiten (CGFS 1999a). Die Bedeutung der Repogeschäfte ist daran zu erkennen, dass viele Zentralbanken sie als geldpolitische Instrumente einsetzen. Risikofreie Instrumente, insbesondere Staatspapiere, waren in der Vergangenheit die bevorzugte Form der Besicherung von Repogeschäften. Grundsätzlich könnten jedoch andere Instrumente an die Stelle von Staatspapieren treten. In seinem Bericht über den Einsatz von Sicherheiten an den

Repo-Sätze  
Referenzrenditen  
für sehr kurze  
Laufzeiten ...

---

<sup>3</sup> Beispielsweise hatte es Anfang 2000 Bedenken bezüglich der Kreditwürdigkeit von „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ gegeben, nachdem im US-Kongress Vorstösse unternommen worden waren, die ihnen vom Staat gewährten Kreditlinien und lokalen Steuerbefreiungen aufzuheben. Dieser durch die Legislative ausgeübte Druck liess gegen Jahresende nach, als sich die Institute verpflichteten, ihre Eigenkapitalquoten zu erhöhen und ihre Offenlegungspraxis zu verbessern.

Geld- und Kapitalmärkten schlägt der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001) vor, Verbriefungstechniken zur Entwicklung von Ersatzinstrumenten von hoher Bonität und Liquidität einzusetzen. Zudem könnten die Massnahmen, die nichtstaatliche Emittenten wie „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ mit dem Ziel von mehr Transparenz und Liquidität ihrer Wertpapiere ergreifen, diese als Sicherheiten attraktiver werden lassen. Verbesserungen im Risikomanagement und in der Marktstruktur könnten den Einsatz von Sicherheiten mit höheren Emittenten- und Liquiditätsrisiken ebenfalls erleichtern.

Die Hauptschwierigkeit bei der Verwendung von Repozinssätzen als Referenzwerte ist deren Illiquidität jenseits der sehr kurzen Laufzeiten. Die Repomärkte der Industrieländer sind in der Regel etwa auf drei Monate (USA 12 Monate) liquide, und daher sind Erwartungen, die aus der Laufzeitenstruktur der Repozinssätze abgeleitet werden, für längere Fristigkeiten wahrscheinlich verzerrt. Am Euro-Markt besteht das zusätzliche Problem, dass es noch keinen integrierten Repomarkt gibt. Die nationalen Repomärkte sind seit der Einführung des Euro zwar enger mit einander verknüpft, doch die Art der Besicherung, die Preise und die Liquiditätsverhältnisse sind zwischen den Märkten noch sehr unterschiedlich (EZB 2001; Schulte und Violi 2001).

Einige Merkmale des umfassenderen Marktes für besicherte Schuldtitel könnten dafür sprechen, die Zinserträge aus durch Forderungen und Hypotheken unterlegten Wertpapieren als Referenzwerte zu verwenden. Erstens gehören solche Wertpapiere zu den liquidesten verfügbaren nichtstaatlichen Wertpapieren: Zum Beispiel stellt Mastroeni (2001) fest, dass die Geld-Brief-Spannen für Jumbo-Pfandbriefe mit denen deutscher Staatsanleihen vergleichbar sind. Zweitens kann die Laufzeit bis zu 30 Jahre oder noch länger sein. Drittens sind mit Forderungen und Hypotheken unterlegte Wertpapiere häufig so strukturiert, dass das Ausfallrisiko minimal ist. Viertens schliesslich beginnen sich Repomärkte für Pfandbriefe und sonstige Formen besicherter Schuldtitel zu entwickeln. Die Entscheidung der Federal Reserve von 1999, mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere der US-Wohnungsbaufinanzierungsgesellschaften als repofähige Sicherheiten zuzulassen, dürfte diesen Prozess beschleunigen.

Ein erheblicher Nachteil der Verwendung von durch Forderungen oder Hypotheken unterlegten Wertpapieren als Referenzinstrumente ist indes, dass das Risiko der vorzeitigen Rückzahlung und sonstiger latenter Optionen die Ermittlung der Zinserwartungen erschweren können. Zudem sind die Marktteilnehmer über die Bewertung des Kreditrisikos dieser Instrumente manchmal unterschiedlicher Meinung. Pfandbriefe sind das markanteste Beispiel. Bei der Bewertung von Pfandbriefen legt Standard and Poor's den Schwerpunkt auf die Bonität der Sicherheiten. Moody's hebt andererseits auch die Kreditwürdigkeit der Emissionsbank hervor. Moody's begründet dies damit, dass wegen des dynamischen Charakters des den Wertpapieren zugrundeliegenden Sicherheitenpools – neue Forderungen kommen als Ersatz für die zurückgezahlten Darlehen hinzu – eine Überwachung der Sicherheiten nicht ohne die Überwachung der Bank möglich ist, die die Forderungen verwaltet.

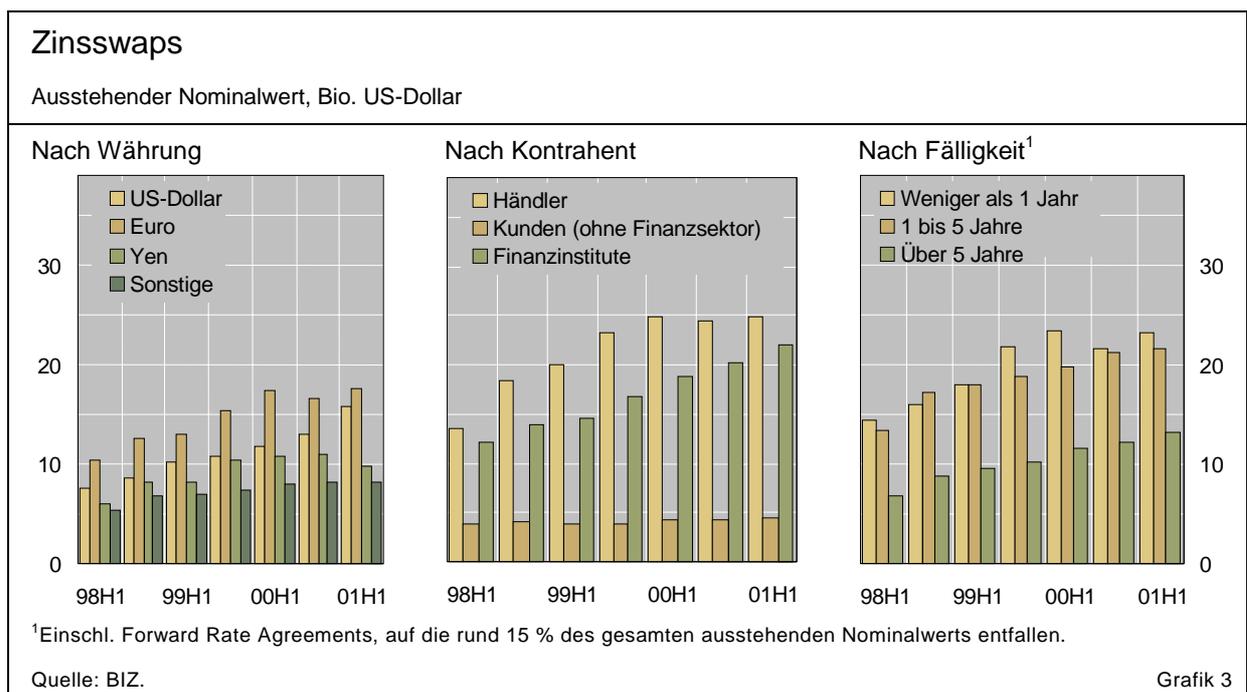
... und mit Forderungen oder Hypotheken unterlegte Wertpapiere könnten ähnliche Funktion bei längeren Laufzeiten wahrnehmen

## Zunehmende Verwendung von Zinsswaps als Referenzwerte

Eine weitere mögliche Referenz-Zinsertragskurve ist die festverzinsliche Seite der Zinsswaps. In der Vergangenheit gab das Kreditrisiko der Swaphändler Anlass zu Bedenken, und die Liquiditätsverhältnisse waren jenseits der kurzen Laufzeiten nicht besonders gut. Seit Mitte der neunziger Jahre haben die Gründung von Derivativtochtergesellschaften mit AAA-Rating und verschiedene Methoden der Risikominderung, insbesondere Einschusspflichten und Besicherungen, Befürchtungen wegen des Kontrahentenausfallrisikos vermindert (Remolona et al. 1996). Die in den Zinsswaps enthaltene Liquiditätsprämie ist ebenfalls gesunken, wobei geringere Geld-Brief-Spannen und eine grössere Markttiefe Ende der neunziger Jahre mit dem raschen Wachstum der Swapmärkte einhergingen. Die Liquidität ist noch immer am kurzen Ende der Kurve am höchsten. Tatsächlich sind auf den EONIA-Zinssatz (Euro OverNight Index Average) bezogene Swaps das liquideste Segment des Euro-Geldmarktes (EZB 2001). Doch, wie im rechten Teil der Grafik 3 zu sehen ist, nimmt der Handel im Segment der längeren Laufzeiten zu.

Liquiditäts- und Kreditaufschläge bei Swaps rückläufig ...

Das Spektrum der Akteure, die Zinsswaps einsetzen, erweitert sich ständig. Dies ist am Wachstum des im Mittelteil von Grafik 3 abgebildeten Händler-Kunden-Segments (Finanzinstitute und Nichtbankkunden) zu erkennen. Geschäfts- und Investmentbanken waren vielleicht die ersten Anleger, die Swaps in grösserem Umfang als Referenz-Zinsertragskurven verwendeten. Die Verbindlichkeiten der meisten Banken basieren auf kurzfristigen Interbanksätzen wie LIBOR oder EURIBOR. Daher neigen Banken dazu, die Preise an der Swapkurve auszurichten, in welche die Erwartungen des künftigen LIBOR oder EURIBOR eingegangen sind. Anleger mit grossen Anlageportfolios in mehreren Währungen sowie grosse Kreditnehmer mit Finanzierungsprogrammen in mehreren Währungen sprechen ebenfalls vermehrt von Renditen-



abständen auf Swaps statt auf Staatspapiere. Während Unterschiede zwischen den Märkten für Staatspapiere den Ländervergleich der Zinsertragskurven für Staatspapiere erschweren, bieten Swapkurven eine einigermaßen einfache Möglichkeit des märkteübergreifenden Vergleichs von Renditen und Finanzierungskosten. Sogar Staaten setzen inzwischen Swaps für das Management ihrer Risiken ein. Die Umstellung auf Swaps ist am Euro-Markt am weitesten fortgeschritten, wo die Anleger die Vorteile des Bezugs auf eine Euro-Swapkurve anstelle der Wahl unter zwölf Zinsertragskurven für Staatspapiere rasch erkannt haben. Der Dollar-Swapmarkt ist dabei, rasch aufzuschliessen.

... aber weiterer Rückgang abhängig von Übergang des Swaphandels an organisierte Börse

Dennoch beeinträchtigt die Marktstruktur die Attraktivität der Zinsswapkurve als Referenz-Zinsertragskurve. Der Handel am Zinsswapmarkt – praktisch an allen Freiverkehrsmärkten – wird von wenigen Händlern mit hoher Bonitätseinstufung dominiert. Der Swapmarkt hat daher vermutlich mit höheren Transaktionskosten zu kämpfen und bleibt weniger liquide als dies der Fall wäre, wenn Swaps an einer geregelten Börse gehandelt würden (McCauley 2001). Es wurden Schritte in dieser Richtung unternommen, doch derzeit machen die an Börsen erzielten Umsätze einen unerheblichen Bruchteil des weltweiten Swaphandels aus. Da Swapzinssätze auf unbesicherten Interbank-Einlagensätzen basieren, bleiben sie auch anfälliger für Änderungen in der Bonität der Banken. Die niedrige Bonität japanischer Banken verstärkt zum Beispiel die Ungewissheit über die künftige Entwicklung der Yen-Swapzinssätze und hält die Marktteilnehmer davon ab, Yen-Swaps als Referenz-Zinserträge einzusetzen.

## Schlussbemerkungen

Verschiebung der Preisbildung von einem einzigen (Staatspapier-)Markt an Spektrum von (nichtstaatlichen) Märkten

Infolge der Veränderungen, welche die Ereignisse von 1998, Verlagerungen im Angebot und die Einführung des Euro an den Märkten für festverzinsliche Instrumente ausgelöst haben, sind Staatspapiere nicht mehr der vorherrschende Referenzwert, wie sie dies noch vor ein paar Jahren waren. Mit der Zeit werden sich die Marktteilnehmer auf nur eine Referenz-Zinsertragskurve einigen; der Markt spart Ressourcen, wenn sich die Preisfindung auf ein homogenes Instrument konzentriert. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt konkurriert indes eine Vielzahl von Instrumenten um den Referenzstatus, und bislang hat sich keine einzelne Zinsertragskurve als Bezugsgrösse für das Eingehen von Positionen oder die Absicherung des Zinsänderungsrisikos herausgebildet.

Als der lange Zeit dominierende Referenzwert haben Staatspapiere noch immer viele Vorteile. An vorderster Stelle ist dies ihre enorme Liquidität. Auch wenn sich an einigen Märkten für Staatspapiere die Liquiditätsverhältnisse verschlechtert haben, sind sie nach wie vor besser als an den meisten anderen Märkten für Festzinsinstrumente. Die Repo-Zinssätze haben jedoch die Zinserträge von Staatspapieren als Referenz-Zinssätze am sehr kurzen Ende der Zinsertragskurve bereits abgelöst. Weitere Verbesserungen der Liquidität und der Struktur besicherter Schuldtitel sowie Zinsswaps könnten die Attraktivität dieser Instrumente als Referenz für längere Fälligkeiten erhöhen.

## Bibliographie

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999a): *Implications of repo markets for central banks*, BIZ, Basel, März.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999b): *A review of financial market events in autumn 1998*, BIZ, Basel, Oktober.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001): *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, BIZ, Basel, März.

BIS Study group on fixed income markets (2001): „The changing shape of fixed income markets“, *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, Nr. 5, Basel, Oktober, S. 1-43.

Cooper, N. und C. Scholtes (2001): „Government bond market valuations in an era of dwindling supply“, *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, Nr. 5, Basel, Oktober, S. 147-69.

Europäische Zentralbank (2001): *The euro money market*, EZB, Frankfurt, Juli.

Fleming (2001): „Measuring Treasury market liquidity“, *Federal Reserve Bank of New York staff reports* Nr. 133, Juli.

Hattori, M., K. Koyama und T. Yonetani (2001): „Analysis of credit spread in Japan's corporate bond market“, *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, Nr. 5, Basel, Oktober, S. 113-46.

Mastroeni, O. (2001): „Pfandbrief-style products in Europe“, *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, Nr. 5, Basel, Oktober, S. 44-66.

McCauley, R. N. (2001): „Wandel bei den Referenzwerten am Geld- und Anleihermarkt“, *BIZ-Quartalsbericht: Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte*, März, S. 45-52.

Reinhart, V. und B. Sack (erscheint demnächst): „The changing information content of market interest rates“, *Market functioning and central bank policy*, *BIS Papers*, Basel.

Remolona, E. M., W. Bassett und I. S. Geoum (1996): „Risk management by structured derivative product companies“, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Nr. 2, April, S. 17-38.

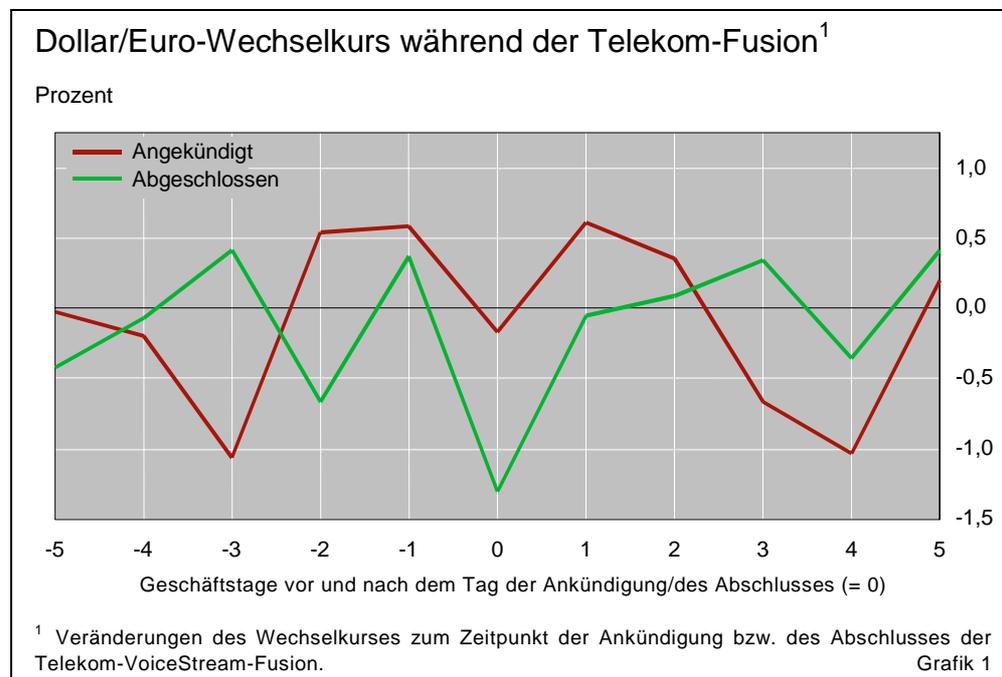
Schulte, W. und R. Violi (2001): „Interactions between cash and derivatives bond markets: some evidence for the euro area“, *The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists*, *BIS Papers*, Nr. 5, Basel, Oktober, S. 67-112.

Tsatsaronis, K. (2000): „Hedge-Fonds“, *BIZ-Quartalsbericht: Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte*, November, S. 66-77.

## Der Einfluss transatlantischer Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs<sup>1</sup>

Bedeutende transatlantische Fusionen und Übernahmen

Nach Meldungen vom 19. Juli 2000 über den unmittelbar bevorstehenden Erwerb des US-Mobilfunkunternehmens VoiceStream durch die Deutsche Telekom für \$ 53 Mrd. gegen bar und T-Aktien sank der Wert des Euro gegenüber dem Dollar um 1,06 % – eine erhebliche Veränderung innerhalb eines einzigen Tages. Am 24. Juli, dem Tag der offiziellen Ankündigung, verlor der Euro weitere 0,17 %, und in den 10 darauffolgenden Handelstagen gab er um insgesamt 2,94 % nach. Als das Geschäft schliesslich am 31. Mai 2001 unter Dach und Fach war, hatte der Euro gegenüber dem Dollar 1,30 % eingebüsst (Grafik 1).



<sup>1</sup> Die Autoren danken Angelika Donaubaue und Marian Micu für ihre hervorragende Unterstützung bei den Forschungsarbeiten. Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

In der öffentlichen Diskussion nehmen Meldungen über grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen breiten Raum ein. Dies lässt sich zum Teil damit erklären, dass es bei einer ganzen Reihe von aufsehenerregenden Abschlüssen, wie bei der oben erwähnten Übernahme von VoiceStream, um riesige Summen ging, aber auch mit möglichen Auswirkungen derartiger Geschäfte auf die Wechselkurse.<sup>2</sup> Marktbeobachter haben in den letzten Jahren auf den anhaltenden Abfluss von Kapital im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen vom Euro-Raum in die USA hingewiesen und sehen darin eine Belastung für den Euro. Jedoch steht noch immer nicht fest, welche praktischen Auswirkungen diese Fusionen und Übernahmen tatsächlich hatten, da der Tagesumsatz an den Devisenmärkten in der Grössenordnung von Billionen Dollar liegt.<sup>3</sup> Zudem erfolgt die Bezahlung bei nicht wenigen Übernahmen zumindest teilweise in Form von Aktien und nicht in bar und hat somit keinen direkten Einfluss auf den Umfang der Bargeldtransaktionen an den Devisenmärkten.

Dieses Feature beschäftigt sich mit der Frage, welcher Zusammenhang zwischen transatlantischen Fusionen und Übernahmen<sup>4</sup> und Veränderungen des Dollar/Euro-Wechselkurses in der Zeit vom 1. Januar 1999 bis zum 30. September 2001 besteht. Mögliche Auswirkungen grenzüberschreitender Risiken auf die Wechselkurse werden meist anhand von drei Hypothesen erklärt: dem Transaktionseffekt, dem Portfolioeffekt und dem Ankündigungseffekt. Wir wollen im folgenden prüfen, ob sich die letztgenannte Hypothese anhand der Daten über transatlantische Fusionen und Übernahmen bestätigen lässt; daneben wollen wir untersuchen, was für die erste Hypothese spricht.

Drei Wege für  
Wechselkurseffekte

Die weitere Vorgehensweise ist dabei wie folgt: Der erste Teil enthält nähere Angaben zur transatlantischen Fusions- und Übernahmetätigkeit und zur Entwicklung des Dollar/Euro-Wechselkurses in der Zeit von 1999 bis 2001, während im zweiten die grundlegenden Prozesse grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen beschrieben werden. Im dritten Teil folgen dann Ausführungen zur empirischen Vorgehensweise und Nachweise statistisch signifikanter Auswirkungen angekündigter Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs. Darüber hinaus wird dargelegt, dass die Stärke dieser Auswirkungen von der Art der Finanzierung einer Fusion bzw. Übernahme unabhängig ist, was gegen den Transaktionseffekt spricht.

---

<sup>2</sup> Grosse Fusionen oder Übernahmen wie die Telekom-VoiceStream-Transaktion können mit Blick auf die Leistungsbilanz beträchtliche Auswirkungen haben. In der Finanzierungsrechnung der EZB für den Monat Mai 2001 sind relativ grosse Nettoabflüsse von Direktinvestitionen im Wert von €40,4 Mrd. ausgewiesen. Die Abwicklung des Telekom-VoiceStream-Geschäfts, das sich auf \$ 27,1 Mrd. (€31,9 Mrd.) belief, machte damit ca. 78 % der Nettoabflüsse im Mai 2001 aus. S. EZB (2001).

<sup>3</sup> In der letzten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten wird der durchschnittliche Tagesumsatz an den herkömmlichen Devisenmärkten im April 2001 auf \$ 1,21 Bio. geschätzt. S. BIZ (2001b).

<sup>4</sup> Transatlantische Fusions- und Übernahmegeschäfte definieren wir als grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmetätigkeit, an der Unternehmen des Euro-Raums und der USA beteiligt sind.

Insgesamt lautet die Schlussfolgerung, dass Richtung und Intensität der Ströme im Zusammenhang mit transatlantischen Fusions- und Übernahme-geschäften sich mit der Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro in den Jahren 1999 und 2000 decken. Da das durchschnittliche monatliche Volumen der neu angekündigten grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen im Vergleich zu den Rekordwerten des letzten Jahres deutlich zurückgegangen ist, scheint dieser Rückgang in der letzten Zeit mit einer Schwächung des Dollars in Verbindung zu stehen.

## Fusionen/Übernahmen und der Dollar/Euro-Wechselkurs – einige Hintergrundinformationen

Relative Wachstumsaussichten stützen Nettoportfolioströme ...

Die Stärke des Dollars von Mitte der neunziger Jahre bis Mitte 2001 wurde meist auf die mittelfristig relativ besseren Wachstumsaussichten der USA im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften zurückgeführt. Dementsprechend scheinen die revidierten Erwartungen hinsichtlich der Wachstumsunterschiede zwischen den drei wichtigsten Währungsräumen auf der Basis von ein- bis zweijährigen Prognosen weitgehend mit den Bewegungen der Wechselkurse<sup>5</sup> übereinzustimmen. Diese Erwartungshaltung hat offenbar im Jahr 1999 – und noch deutlicher im Jahr 2000 – die anhaltenden, den Dollar stützenden Portfoliozuflüsse in die USA gefördert.

... und Netto-Fusions- und -Übernahmeströme in die USA

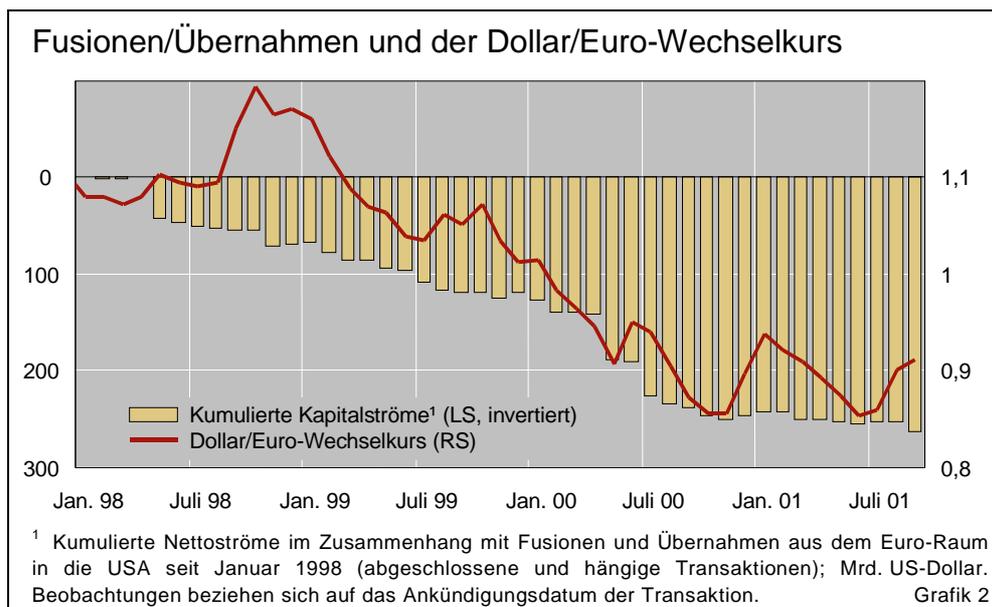
Darüber hinaus hat sich die Erwartung eines höheren mittelfristigen Wachstums tendenziell auch in den starken Zuflüssen an ausländischen Direktinvestitionen in die USA niedergeschlagen, die auf eine lebhaftere grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmetätigkeit schliessen lassen. Tatsächlich sind die Geschäfte im Zusammenhang mit Unternehmensfusionen und -übernahmen in den letzten Jahren zu einer bedeutenden Quelle internationaler Finanzströme geworden. Im Jahr 2000 erreichte die gesamte grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmetätigkeit ein Volumen von \$ 1,1 Bio. und lag damit um fast 50 % höher als im Jahr 1999. Die Nettozuflüsse im Zusammenhang mit angekündigten Fusionen und Übernahmen in die USA beliefen sich auf insgesamt \$ 217 Mrd., was 2,3 % des US-BIP entspricht. Im selben Zeitraum wurden im Euro-Raum Nettoabflüsse im Zusammenhang mit angekündigten Fusions- und Übernahmegeschäften in Höhe von \$ 278 Mrd. verzeichnet; die Bruttoabflüsse beliefen sich auf \$ 395 Mrd.<sup>6</sup> Die oben dargelegte Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar in den Jahren 1999 und 2000 ist damit mit den anhaltenden Kapitalflüssen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen von der Euro-Zone in die USA konsistent (Grafik 2).<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> S. BIZ (2001a).

<sup>6</sup> S. Montgomery et al. (2001).

<sup>7</sup> S. BIZ (2001a) und *Economist* (2000).



## Zum Prozess grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen

Zur Erklärung möglicher Auswirkungen grenzüberschreitender Unternehmensfusionen und -übernahmen auf die Wechselkurse werden in der Regel drei Hypothesen vorgebracht: der Transaktionseffekt, der Portfolioeffekt und der Ankündigungseffekt. Im folgenden wollen wir prüfen, ob sich die dritte Hypothese, ein angenommener Ankündigungseffekt, durch Daten untermauern lässt.

Die erste Hypothese bezieht sich auf die Wirkung von Transaktionen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen und geht davon aus, dass nur die tatsächlich über den Devisenmarkt fließenden Ströme für die Wechselkursentwicklung von Bedeutung sind. Aufgrund dieser Ströme erhöht sich die Nachfrage nach Dollar im Vergleich zum Euro, wenn ein europäisches Unternehmen ein US-Unternehmen erwirbt, was sich dann entsprechend auf den Wechselkurs auswirkt.

Transaktions-  
effekt ...

Die Transaktionshypothese geht davon aus, dass Zahlungen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen in bar und über die Devisen-(kassa)märkte erfolgen. Damit hängen etwaige Auswirkungen eines Fusions- oder Übernahmegeschäfts entscheidend von der Art seiner Finanzierung ab; diese kann mit verfügbaren Barmitteln erfolgen, durch die Ausgabe von Schuldtiteln, die Aufnahme von Bankdarlehen, die Ausgabe und/oder Übertragung von Aktien – oder durch eine Kombination dieser Möglichkeiten.<sup>8</sup> Zwar kommt es bei allen ausser der letztgenannten Finanzierungsart zu Bargeldbewegungen, doch bedeutet dies nicht zwangsläufig, dass diese Finanzierungsarten mit Devisentransaktionen verbunden sind; dies ist dann nicht der

<sup>8</sup> Der Aktientausch im Rahmen von Fusionen und Übernahmen dürfte sich hier indirekt auswirken. Obwohl er nicht unmittelbar mit Barzahlungen verbunden ist, hat er über den sogenannten Rückfluss (flowback) von Aktien potentiell Auswirkungen auf die Wechselkurse. Der Rückfluss wiederum hängt davon ab, wie die Anleger ihr Portfolio anpassen und ob bzw. in welchem Umfang die Erlöse aus den Aktienverkäufen repatriiert werden.

Fall, wenn eine Fusion oder Übernahme in der Währung des Zielunternehmens abgewickelt wird.<sup>9</sup>

... Portfolioeffekt ...

Die zweite Hypothese, deren Auswirkungen denen der Geldströme gleichgerichtet sind, beruht auf einem Portfolioausgleichseffekt (oder Aktieneffekt), wonach transatlantische Fusionen und Übernahmen eine im Vergleich zum Euro erhöhte Nettonachfrage nach Anlagen in Dollar erzeugen. Wenn auf Dollar und Euro lautende Vermögenswerte nicht voll substituierbar sind, müssen die Anleger einen entsprechenden Ausgleich in Form von höheren Renditen erhalten. Das wiederum setzt voraus, dass sich der Wechselkurs anpasst, um die Rentabilitätserwartungen mit der neuen Zusammensetzung des Portfolios in Einklang zu bringen. Die Auswirkungen der Finanzströme im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen auf die Wechselkurse hängen hier entscheidend davon ab, in welchem Umfang die Fremdwährungspositionen abgesichert werden. Da jedoch zu Absicherungsgeschäften kaum Daten vorliegen, ist es sehr schwierig, diese Hypothese empirisch zu verifizieren.

... und Ankündigungseffekt

Ausgangspunkt der dritten Hypothese zur Erklärung der Einflüsse grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen auf die Wechselkurse ist die Überlegung, dass schon die Ankündigung des Vorgangs – und nicht erst der Abschluss und die Abwicklung des entsprechenden Geschäfts – die Wechselkursentwicklung beeinflusst. Die Wirkung könnte dabei auf zwei Arten erfolgen: Zunächst dürfte der Wechselkurs auf die Ankündigung reagieren, da die Devisenhändler alles daran setzen werden, sich im Vorgriff auf den erwarteten Aufwertungsdruck auf die Währung entsprechend zu positionieren (Erwartungseffekt). Darüber hinaus könnten Ankündigungen von Unternehmensfusionen und -übernahmen signalisieren, wie die Unternehmen die Wachstumsaussichten in den betroffenen Währungszonen beurteilen (Signalwirkung). Ankündigungen werden so zum Ausdruck der Stärke einer Volkswirtschaft im Vergleich mit einer anderen – insbesondere, wenn die entsprechenden Ströme immer in die gleiche Richtung gehen (Grafik 2). Aufgrund dieser zweifachen Wirkung des Ankündigungseffekts dürften sich die Wechselkurse auch dann bewegen, wenn neu angekündigte Geschäfte nicht unmittelbar Devisentransaktionen zur Folge haben, und unabhängig von der jeweiligen Finanzierungsstrategie.

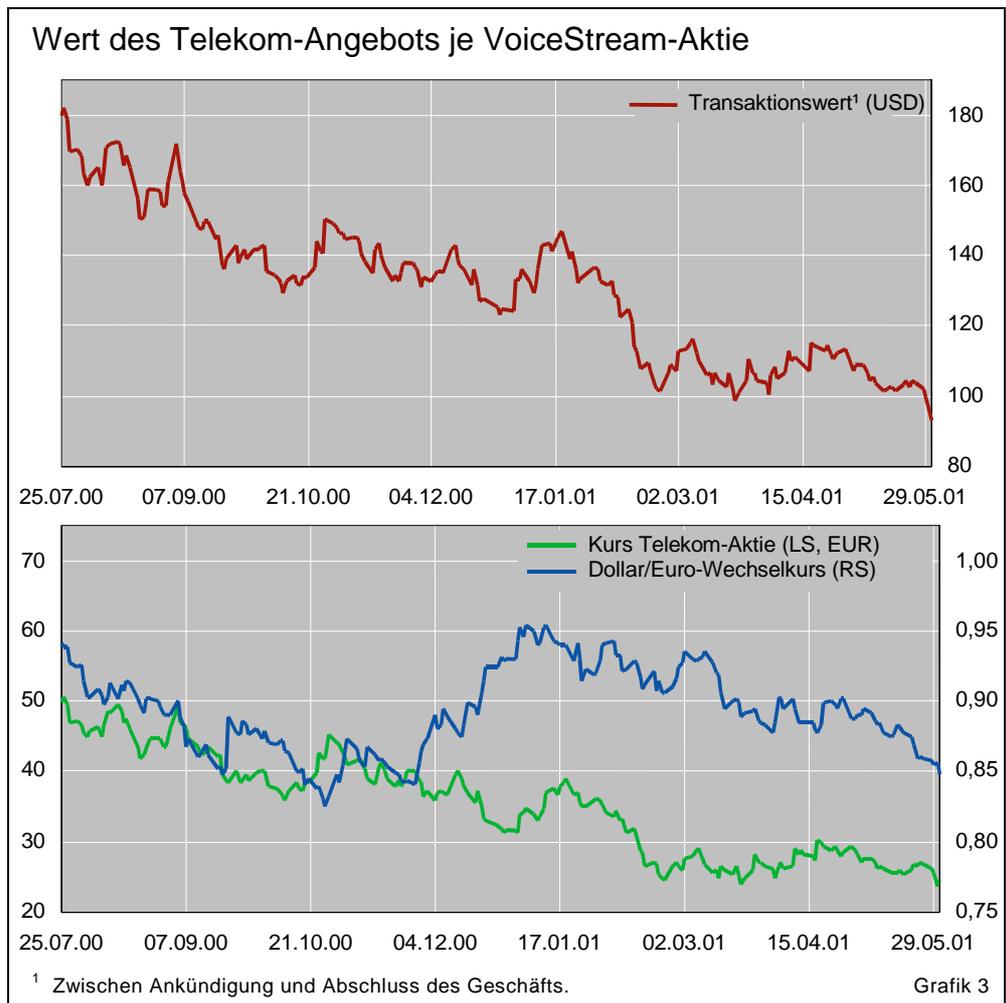
Änderung von Umfang und Finanzierung eines Geschäfts im Zeitverlauf

Der Versuch, ausgehend vom Ankündigungseffekt Devisentransaktionen vorwegzunehmen, wird durch beträchtliche Unsicherheit erschwert, da die zum Zeitpunkt der Ankündigung eines Geschäfts genannten Zahlen erheblich vom tatsächlichen Umfang des Geschäfts abweichen können. Die Übernahme des US-Mobilfunkunternehmens VoiceStream durch die Deutsche Telekom veranschaulicht dies. Als die Modalitäten des geplanten Geschäfts erstmals an die Öffentlichkeit kamen, wurde das US-Unternehmen im Übernahmeangebot mit \$ 53 Mrd. (€ 57,6 Mrd.) bewertet, wovon \$ 7,8 Mrd. in bar geboten wurden. Als das Geschäft schliesslich besiegelt war, belief sich der Wert auf \$ 27,1 Mrd. (€ 31,9 Mio.) und lag damit um ca. 49 % unter dem ursprünglich genannten

---

<sup>9</sup> Aufgrund der liquiden Märkte für Unternehmensanleihen ist dies für die USA und den Euro-Raum besonders von Bedeutung.

Betrag; davon wurden \$ 4,6 Mrd. in bar gezahlt (Grafik 3).<sup>10</sup> Auch wenn zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses der Umfang sowie die Barkomponente des Geschäfts wesentlich unter den ursprünglich genannten Zahlen lagen, war es doch im Hinblick auf die Leistungsbilanz von grosser Bedeutung.<sup>11</sup> Am Beispiel Telekom wird somit deutlich, welche signifikante Auswirkungen von grossen Fusions- und Übernahmetransaktionen ausgehen können, da grosse Akquisitionen tendenziell Ströme auslösen, die die Wechselkurse beeinflussen. Es macht allerdings auch deutlich, wie stark sich die Angaben über den Gesamtumfang eines Geschäfts und dessen Barkomponente mit der Zeit verändern können. Das macht es dem Handel schwer, den Umfang der Kapitalströme im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen im



<sup>10</sup> Als am 20. Juli 2000 die Konditionen des geplanten Geschäfts bekannt wurden, betrug der Wert des US-Unternehmens aufgrund des Übernahmeangebots von 3,2 Telekom-Aktien und \$ 30 in bar gegen eine VoiceStream-Aktie rund \$ 53 Mrd. Als das Geschäft am 24. Juli dann offiziell angekündigt wurde, belief sich das Gesamtvolumen des Geschäfts nur noch auf \$ 46,5 Mrd., da der Kurs der Telekom-Aktien seit dem Schlusskurs von € 60,4 am 19. Juli um ca. 15 % gefallen war. Kurz vor Abschluss des Geschäfts wurde das Angebot geändert auf 3,7 Telekom-Aktien und \$ 15,90 in bar für eine VoiceStream-Aktie, womit sich am 31. Mai 2001 ein Gesamtwert von \$ 27,1 Mrd. ergab. S. *Financial Times* (2000, 2001).

<sup>11</sup> S. oben und EZB (2001).

voraus richtig einzuschätzen, und kann die Wirkung von Ankündigungseffekten von Fusionen und Übernahmen beeinflussen.

## Empirisches Vorgehen und Bewertung

Eine empirische Überprüfung der drei genannten Arten von Auswirkungen von Fusionen und Übernahmen auf die Devisenmärkte ist wegen der nur beschränkt zur Verfügung stehenden Daten schwierig; insbesondere fehlen genaue Angaben dazu, wie einzelne Fusionen bzw. Übernahmen tatsächlich finanziert wurden und wie dabei abgesichert wurde. Da genaue Portfoliodaten fehlen, ist es nicht möglich, die Relevanz der Bestands- und Stromeffekte getrennt und im Detail zu untersuchen. Demgegenüber stehen Daten über die Auswirkung angekündigter transatlantischer Unternehmensfusionen und -übernahmen zur Verfügung, um die dritte Hypothese nachzuprüfen, d.h. den Ankündigungseffekt nachzuweisen. Darüber hinaus lässt sich die Transaktionshypothese indirekt belegen, indem man prüft, ob die Stärke des Ankündigungseffekts von der Art der Finanzierung einer Fusion oder Übernahme abhängt, d.h. ob ein bestimmtes Geschäft eine Barkomponente aufweist.

Die empirische Untersuchung der Beziehung zwischen Dollar/Euro-Wechselkurs einerseits und der Ankündigung transatlantischer Fusionen und Übernahmen andererseits erfolgt anhand eines Datensatzes mit Tagesangaben zu den Fusions- und Übernahmetransaktionen zwischen den USA und dem Euro-Raum. Die von Bloomberg stammenden Daten beziehen sich auf angekündigte grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen im Zeitraum Januar 1999 bis Ende September 2001. Der Datensatz enthält Angaben zum Umfang gemessen in US-Dollar und zur Finanzierung sämtlicher Transaktionen über \$ 100 Mio. (s. dazu Tabelle 1). Zwischen Januar 1999 und Ende September 2001 wurden 499 Geschäfte abgeschlossen, an denen US-Unternehmen das Ziel der Übernahme waren und Unternehmen aus dem Euro-Raum als Erwerber auftraten; demgegenüber gab es 372 Geschäfte, bei denen Unternehmen aus dem Euro-Raum das Ziel der Übernahme waren. Darüber hinaus enthält die Tabelle summarische statistische Daten zum Volumen transatlantischer Fusions- und Übernahme-geschäfte.

Untersuchung von Fusions- und Übernahmedaten von Januar 1999 bis Ende September 2001

Kapitalströme zwischen den USA und dem Euro-Raum aus Fusionen und Übernahmen <sup>1</sup>								
	Kapitalströme in die USA				Kapitalströme in den Euro-Raum			
	Anzahl Transaktionen		Transaktionsumfang		Anzahl Transaktionen		Transaktionsumfang	
	Ins-gesamt	Davon: in bar (%)	Durchschnitt (\$ Mio.)	Ins-gesamt (\$ Mrd.)	Ins-gesamt	Davon: in bar (%)	Durchschnitt (\$ Mio.)	Ins-gesamt (\$ Mrd.)
1999	154	51,3	715	89,2	147	42,9	240	40,0
2000	234	44,0	778	176,4	133	31,6	330	50,1
2001	111	49,5	360	35,2	92	50,0	195	18,9

<sup>1</sup> Alle abgeschlossenen und hängigen Geschäfte. 2001: Januar bis Ende September.

Quelle: Bloomberg. Tabelle 1

Methodologisch wird eine Regression der logarithmischen Differenzen des Dollar/Euro-Wechselkurses ( $XR$ ) auf die Änderungen der Vergangenheit, den Logarithmus der Volumina der derzeitigen bzw. zurückliegenden Fusionen und Übernahmen ( $M$ ) sowie eine Reihe von anderen Erklärungsvariablen ( $X$ ) verwendet.<sup>12</sup> In der verwendeten Spezifikation wird nach der Richtung der fusions- und übernahmebedingten Ströme differenziert. Um die Wirkung von Fusions- und Übernahmeankündigungen von der Wirkung von Meldungen über wichtige makroökonomische Variablen vom gleichen Tag unterscheiden zu können, wurde für beide Wirtschaftsräume eine zusätzliche Variable zur Erfassung der Wirkung der Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten aufgenommen. Die herangezogene Variable ist die unerwartete Komponente des NAPM- bzw. des Ifo-Index, die von Devisenhändlern genau beobachtet wird.<sup>13</sup> Um schliesslich noch Wochentageeffekte erfassen zu können, werden für jeden Werktag binäre Erklärungsvariablen aufgenommen.

$$\Delta \log XR_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^5 \alpha_{1,i} \Delta \log XR_{t-i} + \sum_{i=0}^5 (\beta_{EUR,i} \log M_{t-i} + \beta_{US,i} \log M_{t-i}) + \sum_{i=1}^5 \gamma_i X_i + \varepsilon_t$$

Die Gleichung wurde mit Daten der täglichen New Yorker Devisenkassakurse um 12 Uhr Ortszeit geschätzt. In Tabelle 2 sind die wichtigsten Ergebnisse wiedergegeben. Die Koeffizienten der fusions- und übernahmebedingten Ströme in die und aus den USA hatten die richtigen Vorzeichen. Somit hat die Ankündigung der Übernahme eines US-Unternehmens durch ein europäisches den Dollar gegenüber dem Euro gestärkt, während die Akquisition eines europäischen Unternehmens tendenziell, im Durchschnitt, den Euro stützte.

Statistische Signifikanz des Ankündigungseffekts

Geschätzter Einfluss der Kapitalströme aus Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs								
Januar 1999-September 2001								
	Lag	Koeffizient	t-Stat	Signifikanz	Lag	Koeffizient	t-Stat	Signifikanz
Ströme in den Euro-Raum	0	0,118	1,23	0,22	0-5	0,346	1,55	0,12
Ströme in die USA	0	-0,157	-1,89	0,06	0-5	-0,481	-2,52	0,01
US-NAPM-Index für die Industriekonjunktur	0	-0,972	-1,36	0,17	0-5	0,377	0,22	0,82
Deutsche ifo-Erhebung	0	4,551	5,04	0,00	0-5	7,857	3,28	0,00

Die abhängige Variable geht als logarithmische Differenz in die Regressionsgleichung ein, Fusions/Übernahmewerte als logarithmische Grössen, und die Ankündigungsvariable in ihrer ursprünglichen Form  $X_k$ . Koeffizient =  $\beta \cdot 10^3$ .  $R^2$  bereinigt = 0,09.

Tabelle 2

<sup>12</sup> Im gesamten Feature wird der Dollar/Euro-Wechselkurs in Dollar pro Euro angegeben.

<sup>13</sup> Die Anzahl der Makrovariablen wurde beschränkt, um Kollinearitätsprobleme zu vermeiden, die entstehen, wenn eine grosse Anzahl von Erklärungsvariablen verwendet wird. Spezifikationen mit anderen Variablen hatten keinen Einfluss auf die wichtigsten Ergebnisse. Zur Analyse der Bedeutung des Einflusses von Meldungen aus der Gesamtwirtschaft auf den Euro/Dollar-Wechselkurs s. Galati und Ho (2001).

Allerdings waren bei den fusions- und übernahmebedingten Zuflüssen in den Euro-Raum keine statistisch signifikanten Auswirkungen auf den Wechselkurs festzustellen, wohingegen sich die zeitgleich auftretenden Auswirkungen transatlantischer Fusionen und Übernahmen mit US-Zielunternehmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs auf dem 6 %-Niveau als signifikant erwiesen. Darüber hinaus zeigt sich, dass die kumulativen Koeffizienten der Volumina der laufenden Fusionen und Übernahmen sowie die der letzten fünf Lags für fusions- und übernahmebedingte Ströme in die USA statistisch hoch signifikant waren. Die entsprechende Wirkung von Akquisitionen europäischer Unternehmen durch US-Firmen hat zwar das richtige Vorzeichen, war aber wiederum statistisch nicht signifikant. Die Ergebnisse der Regression legen nahe, dass die wirtschaftliche Bedeutung der Ankündigungen von Fusionen und Übernahmen im Durchschnitt gering ist. Allerdings können die errechneten Auswirkungen sehr grosser Geschäfte auf den Euro/Dollar-Wechselkurs beträchtlich sein.<sup>14</sup>

Insgesamt betrachtet lassen diese Ergebnisse in bezug auf die Auswirkungen angekündigter Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Markt eine gewisse Asymmetrie vermuten, während sie gleichzeitig auf eine anhaltende Wirkung von Fusions- und Übernahmeankündigungen mit US-Zielunternehmen auf den Wechselkurs hinweisen.

In einem nächsten Schritt wurde der Inhalt von Ankündigungen von Fusionen und Übernahmen näher untersucht. Wie oben ausgeführt, dürfte bei Fusionen und Übernahmen die Wirkung des Ankündigungseffekts von den besonderen Merkmalen des Geschäfts abhängen, einschliesslich Umfang und Art der Finanzierung. Anhand von Informationen über die Bar- bzw. Aktienkomponente der einzelnen Geschäfte unseres Datensatzes wurde zunächst geprüft, ob die Reaktion des Wechselkurses auf die Ankündigung einer Fusion oder Übernahme von der Zahlungsart abhängt, d.h. davon, ob Zahlungen in bar vorgesehen sind. Dazu wurde die Regressionsgleichung um zwei binäre Variablen (jeweils eine pro Richtung der fusions- und übernahmebedingten Ströme) erweitert; bei Geschäften mit Barkomponente hat die Variable den Wert „1“, ansonsten „0“. Alternativ dazu wurden in einer zweiten Spezifikation Interaktionsvariablen verwendet, die im Falle von Bartransfers den Wert des Geschäfts annahmen und ansonsten den Wert „0“ hatten. Die empirischen Ergebnisse beider Spezifikationen legen nahe, dass statistisch betrachtet die Zahlungsart im Durchschnitt keinen signifikanten Einfluss darauf hat, wie sich Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs auswirken.<sup>15</sup>

Finanzierungsart  
offenbar uner-  
heblich ...

---

<sup>14</sup> Nach Tabelle 2 haben transatlantische Fusionen und Übernahmen mit US-Zielunternehmen für jeweils \$ 1 Mrd. eine Aufwertung des Dollars um 0,11 % gegenüber dem Euro zur Folge. Das Angebot der Telekom für VoiceStream, das am Tag der Ankündigung einen Wert von \$ 46,5 Mrd. hatte, impliziert eine Dollaraufwertung von 0,169 %, was der am 24. Juli 2000 festgestellten Änderung des Dollar/Euro-Wechselkurses um 0,17 % entspricht.

<sup>15</sup> Die Ergebnisse, die hier aus Platzgründen nicht wiedergegeben sind, stimmen mit denjenigen von Breedon and Fornasari (2000) überein, wonach die Geschäfte ohne Barkomponente zwar den Wechselkurs beeinflussen, doch von der Wirkung her statistisch nicht signifikant sind.

Zusätzlich wurde untersucht, ob die Auswirkungen transatlantischer Fusionen und Übernahmen von der Grösse der Transaktion abhängen, d.h. ob sogenannte „Mega-Deals“ noch zusätzliche Wirkungen haben. Dazu wurde die Regressionsgleichung nochmals um binäre Variablen erweitert (jeweils eine pro Richtung der fusions- und übernahmebedingten Ströme), die den Wert „1“ annehmen, wenn das Geschäftsvolumen \$ 1 Mrd. übersteigt; ansonsten beträgt der Wert „0“.<sup>16</sup> Als Alternative wurden Interaktionsvariablen verwendet. Auch hier hat sich gezeigt, dass sich in keiner der Spezifikationen Hinweise für eine statistisch signifikante Wirkung der Grösse einer Transaktion ergeben.

... und kein Zusatzeffekt von „Mega-Deals“

Schliesslich wurde geprüft, ob sich Ende 2000 der Einfluss von Informationen über Fusionen und Übernahmen verändert hat, als die grenzüberschreitenden Nettozuflüsse in die USA deutlich nachliessen.<sup>17</sup> Da Chow-Tests auf einen strukturellen Bruch Ende August 2000 hindeuteten, wurden unsere wichtigsten Regressionsgleichungen für die Zeit von September 2000 bis Ende September 2001 neu berechnet. Die in Tabelle 3 dargestellten Ergebnisse lassen im Gegensatz zum gesamten Zeitraum von Januar 1999 bis September 2001 vermuten, dass während dieses Teilzeitraums Informationen über Akquisitionen von Unternehmen des Euro-Raums durch US-Firmen im Durchschnitt einen statistisch signifikanten, positiven Einfluss auf den Euro gegenüber dem Dollar hatten.

## Zusammenfassung

Dieses Feature ging der Frage nach, inwiefern Ankündigungen transatlantischer Fusionen und Übernahmen mit Bewegungen der Dollar/Euro-Kassakurse im Zeitraum von Januar 1999 bis September 2001 in Einklang stehen. Dabei hat sich gezeigt, dass Ankündigungen von Fusionen und Übernahmen,

Geschätzter Einfluss der Kapitalströme aus Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs								
September 2000-September 2001								
	Lag	Koeffizient	t-Stat	Signifikanz	Lag	Koeffizient	t-Stat	Signifikanz
Ströme in den Euro-Raum	0	0,494	2,85	0,00	0-5	1,089	2,63	0,01
Ströme in die USA	0	-0,483	-3,23	0,00	0-5	-0,616	-1,45	0,15
US-NAPM-Index für die Industriekonjunktur	0	-2,159	-1,94	0,05	0-5	3,699	1,08	0,28
Deutsche ifo-Erhebung	0	1,595	0,93	0,35	0-5	9,007	2,25	0,02

Die abhängige Variable geht als logarithmische Differenz in die Regressionsgleichung ein, Fusions/Übernahmewerte als logarithmische Grössen, und die Ankündigungsvariable in ihrer ursprünglichen Form  $X_k$ . Koeffizient =  $\beta^* 10^3$ .  $R^2$  bereinigt = 0,18.

Tabelle 3

<sup>16</sup> Die Ergebnisse sind bei Schwellenwerten von \$ 2 oder \$ 5 Mrd. gesichert. Aus Platzgründen werden die Ergebnisse hier nicht wiedergegeben; sie stehen aber bei den Verfassern auf Anfrage zur Verfügung.

<sup>17</sup> S. *Economist* (2001).

bei denen eine Firma des Euro-Raums ein US-Unternehmen erwirbt, tatsächlich einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Wechselkurse hatten und dass die Stärke dieses Einflusses von der Finanzierung des Fusions- bzw. Übernahmehesäfts unabhängig war. War jedoch ein Unternehmen des Euro-Raums Ziel einer Fusion bzw. Übernahme, war kein statistisch signifikanter Einfluss auf den Wechselkurs festzustellen. Darüber hinaus gab es keine Bestätigung dafür, dass sogenannte „Mega-Deals“ zusätzliche Wirkungen haben. Die starken fusions- und übernahmebedingten Nettoströme vom Euro-Raum in die USA sind deshalb mit der Abschwächung des Euro gegenüber dem Dollar konsistent.

Aus diesen Ergebnissen lässt sich implizit schliessen, dass die Hypothese der Ankündigungseffekte offenbar die jeweiligen besonderen Merkmale (d.h. die Finanzierung) nicht voll abbildet. Das bedeutet, dass die Ankündigungseffekte die Reaktion der Händler auf die vorweggenommenen Devisenströme im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen nicht unbedingt widerspiegeln. Da statistisch signifikante Zusammenhänge hinsichtlich Grösse und Finanzierung fehlen, scheint es eher angezeigt, davon auszugehen, dass die Reaktion der Wechselkurse auf Ankündigungen von Fusionen und Übernahmen von der Stärke der kumulierten Nettoströme abhängen könnte, d.h. davon, wie der Markt den allgemeinen Trend von fusions- und übernahmebedingten Strömen wahrnimmt. Das könnte als Nachweis von Signaleffekten interpretiert werden: Die Ankündigung von Fusionen und Übernahmen ist ein Indikator für die relative Stärke des erwarteten Wirtschaftswachstums der beiden an einem solchen Geschäft beteiligten Volkswirtschaften – und somit gleichzeitig ein Indikator für zukünftige Fusionen und Übernahmen. Diese Interpretation des Ankündigungseffekts wird auch durch das Ergebnis gestützt, wonach gegen Ende des Jahres 2000 Meldungen über Akquisitionen von Firmen des Euro-Raums durch US-Unternehmen den Euro stützten und damit die bisherige asymmetrische Reaktion der Wechselkurse auf angekündigte Übernahmen europäischer Unternehmen im Vergleich zu amerikanischen beendete.

Insgesamt lässt sich als Schlussfolgerung feststellen, dass die grenzüberschreitende Fusions- und Übernahmetätigkeit die Stärkung des Dollars zwischen 1999 und 2000 gefördert hat. Allerdings bleibt auch festzustellen, dass sich das Tempo der Fusions- und Übernahmetätigkeit mit Beginn des vierten Quartals 2000 deutlich verlangsamt hat. Das durchschnittliche monatliche Nettovolumen neu angekündigter transatlantischer Fusionen und Übernahmen brach nach den Zahlen unseres Datensatzes von ca. \$ 10,5 Mrd. im Jahr 2000 auf \$ 1,8 Mrd. in den ersten drei Quartalen des Jahres 2001 ein. Dies ist ein Hinweis auf veränderte relative Wachstumsaussichten der beiden betroffenen Volkswirtschaften, die sich ihrerseits negativ auf den Dollar ausgewirkt haben dürften.

## Bibliographie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001a): *71. Jahresbericht*, Basel, Juni, S. 92-113.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001b): *Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity in April 2001: preliminary global data*, Basel, Oktober.

Breedon, F. und F. Fornasari (2000): „FX impact of cross-border M&A“, Lehman Brothers, *Global Economics Research Series*, April.

*Economist* (2000): „Bouncing back“, 2. November.

*Economist* (2001): „The great merger wave breaks“, 25. Januar.

Europäische Zentralbank (2001): „Euro area balance of payments“, *ECB Statistical Press Release*, 30. Juli.

*Financial Times* (2000): „Deutsche Telekom and VoiceStream approve \$ 50bn deal“, 24. Juli.

*Financial Times* (2001): „Deutsche Telekom deals give big US presence“, 1. Juni.

Galati, G. und C. Ho (2001): „The effect of macro news on the euro/dollar exchange rate“, *BIS Working Papers*, Nr. 105, Basel, Dezember.

Montgomery, J., A. Freiheit-Kinch und R. McCaughrin (2001): *Global linkages: cross-border M&A prospects*, Morgan Stanley Dean Witter, Global Equity Research, Juli.

## Strukturelle und regulatorische Entwicklungen

### Initiativen und Berichte zu Finanzinstituten

#### *Juli*

BCBS veröffentlicht  
Stellungnahmen  
des Bankgewerbes  
zur Neuen Eigen-  
kapitalvereinbarung

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) veröffentlichte auf der BIZ-Website alle nicht vertraulichen Stellungnahmen des Finanzgewerbes zu seinen Vorschlägen über eine Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung vom Januar 2001.<sup>1</sup> Verschiedene Arbeitsgruppen und Unterausschüsse des BCBS prüfen diese Stellungnahmen eingehend im Hinblick auf Verbesserungen der Vorschläge.

BCBS veröffentlicht  
Arbeitspapier über  
Behandlung erwarteter  
Verluste und  
künftiger Margenerträge  
nach dem  
IRB-Ansatz

Der BCBS publizierte ein gemeinsames Arbeitspapier der Task Force „Rechnungslegungsfragen“ und der Task Force „Modelle“ über die Behandlung erwarteter Verluste und künftiger Margenerträge nach dem auf internen Ratings basierenden Ansatz („IRB-Ansatz“).<sup>2</sup> Nach dem im Konsultationspaket vom Januar 2001 skizzierten IRB-Ansatz wird der aufsichtsrechtliche Eigenkapitalbedarf so berechnet, dass er sowohl erwartete als auch unerwartete Verluste in Forderungsbeständen abdeckt. Während eine Eigenkapitalunterlegung für unerwartete Verluste nicht umstritten ist, war die Reaktion des Bankgewerbes zu einer Eigenkapitalunterlegung für erwartete Verluste im allgemeinen negativ. Die Arbeitsgruppe legt in ihrem Papier einen pragmatischen Ansatz vor, d.h. die Eigenkapitalunterlegung wäre zwar nach wie vor darauf ausgelegt, die Summe der erwarteten und unerwarteten Verluste abzudecken, gleichzeitig würden aber tatsächlich vorgenommene Rückstellungen sowie – für den Privatkundenbestand – auch künftige Margenerträge anerkannt.

Die Europäische Kommission leitete eine Konsultationsrunde mit dem Bankgewerbe über die Anwendung der neuen Regelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung ein.<sup>3</sup> Die Kommission wird in den ersten Monaten von

---

<sup>1</sup> S. [www.bis.org/bcbs/index.htm](http://www.bis.org/bcbs/index.htm). Darüber hinaus enthält der Kasten auf S. 70 ff. des *BIZ-Quartalsberichts* vom März 2001 eine Zusammenfassung der Vorschläge.

<sup>2</sup> S. *Working paper on the IRB treatment of expected losses and future margin income*, BCBS, Basel, Juli 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>3</sup> S. die entsprechende Website ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int)).

2002, parallel zum Konsultationsverfahren des BCBS, ein Papier veröffentlichen, in dem die Einzelheiten der Anwendung der neuen Regelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung im Rahmen des EU-Rechts dargelegt sind.

Beginn eines neuen Konsultationsverfahrens der Europäischen Kommission zur Eigenkapitalausstattung

#### August

Der BCBS veröffentlichte ein Arbeitspapier der Task Force für Modelle über die IRB-Behandlung von Aktienrisiken im Anlagebuch der Banken.<sup>4</sup> Darin wird auf eine Reihe von Fragen näher eingegangen, die in einem im Januar 2001 veröffentlichten Begleitdokument über den IRB-Ansatz aufgeworfen wurden, unter Berücksichtigung weiterer Gespräche mit Branchenvertretern.<sup>5</sup>

BCBS veröffentlicht Arbeitspapier über Aktienrisiken

Der BCBS gab ein Papier über die interne Revision in Banken sowie das Verhältnis zwischen Bankenaufsicht und internen und externen Revisoren heraus.<sup>6</sup> Nach den in diesem Papier vorgestellten Grundsätzen, die allgemein anwendbar sind, müssen angemessene interne Kontrollen in Banken durch eine wirksame interne Revision ergänzt werden, welche die internen Kontrollsysteme unabhängig beurteilt.

BCBS gibt Papier über interne Revision heraus

#### September

Das Forum für Finanzstabilität (FSF) hielt am 6./7. September 2001 in London seine sechste Sitzung ab. Es untersuchte, wie die wichtigsten Finanzsysteme und -märkte auf den weltweiten wirtschaftlichen Abschwung reagierten. Die Mitglieder vertraten im allgemeinen die Ansicht, die meisten wichtigen Märkte und Finanzinstitute, die sich vorher eine solide Finanzlage aufgebaut hatten, hätten die mit dem Abschwung verbundenen finanziellen Anspannungen gut verkraftet. Darüber hinaus trugen viele der Massnahmen, die in den letzten Jahren zur Stärkung des internationalen Finanzsystems ergriffen worden waren, zur Milderung der Ansteckungseffekte bei. Dennoch erforderten die Wechselwirkung zwischen langsamerem Wirtschaftswachstum und möglichen Schwächen im Finanzsystem Wachsamkeit, da Spannungen oft erst im Laufe der Zeit zutage treten. Die Mitglieder waren sich einig, dass eine anhaltende Überwachung durch die Aufsicht und Zusammenarbeit unter Aufsichtsinstanzen wichtig seien. Das FSF erörterte ferner eine Reihe weiterer internationaler Finanzthemen, u.a. Rechnungslegung und Rückstellungen in Finanzinstituten, Marktdynamik sowie grosse und komplexe Finanzinstitute. Darüber hinaus hoben die Teilnehmer eine Anzahl potentieller Probleme im

Diskussion internationaler Finanzfragen an 6. FSF-Sitzung

---

<sup>4</sup> S. *Working paper on risk sensitive approaches for equity exposures in the banking book for IRB banks*, BCBS, Basel, August 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>5</sup> Das Dokument behandelte zentrale Fragen bei der Entwicklung von Eigenkapitalansätzen für Aktienrisiken in Banken, die für das Kreditrisiko den IRB-Ansatz verwenden; es wurde um Stellungnahmen zur Umsetzungsweise von marktbasierenden Ansätzen und auf Ausfallwahrscheinlichkeit/Ausfallquoten beruhenden Ansätzen für das Aktienrisiko gebeten.

<sup>6</sup> S. *Internal audit in banks and the supervisor's relationship with auditors*, BCBS, Basel, August 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

Zusammenhang mit dem vermehrten Einsatz von Mechanismen der Risikoübertragung, auch zwischen den verschiedenen Branchen des Finanzsektors, hervor und sprachen sich für eine weitere Untersuchung der Folgen dieser Innovationen für die Aufsicht und das gesamte Finanzsystem aus. Das FSF besprach die Schlussberichte von zwei Arbeitsgruppen; der eine behandelt Anreize zur Förderung der Umsetzung internationaler Standards für stärkere Finanzsysteme, der andere enthält Richtlinien für die Entwicklung wirksamer Einlagensicherungssysteme.<sup>7</sup>

Verzicht des BCBS auf geplante zusätzliche Eigenkapitalunterlegung des Restrisikos ...

Die Eigenkapital-Arbeitsgruppe des BCBS, die für die Entwicklung der Standardmethode für die Berechnung der angemessenen Eigenkapitalausstattung und die Behandlung von kreditrisikomindernden Methoden zuständig ist, veröffentlichte einen Lagebericht über die Arbeit an der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung.<sup>8</sup> Nach einer Analyse der Stellungnahmen aus dem Finanzgewerbe gab die Gruppe bekannt, sie verzichte auf die geplante Einführung einer zusätzlichen Eigenkapitalunterlegung für Sicherheiten, Kreditderivate und Bankgarantien. Im ursprünglichen Entwurf der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung hatte der BCBS die Einführung einer Eigenkapitalunterlegung von 15 % (der sogenannte „W“-Faktor) in Erwägung gezogen, d.h. diese Instrumente wären zu 85 % als risikomindernd anerkannt worden. Mit der Einführung einer solchen Anforderung sollten die Restrisiken berücksichtigt werden, die sich aus der Möglichkeit ergeben, dass das Verfahren des Kredit-schutzes nicht gemäss den Erwartungen des Käufers der Absicherung funktioniert. Nach Ansicht der Eigenkapital-Arbeitsgruppe wird dieses Restrisiko anstatt im Rahmen der Ersten Säule (Mindestkapitalanforderungen) besser im Rahmen der Zweiten Säule (aufsichtliches Überprüfungsverfahren) behandelt.<sup>9</sup>

... und Vorschlag einer Herabsetzung der Eigenkapitalunterlegung des operationellen Risikos

Die Arbeitsgruppe „Risikomanagement“ des BCBS veröffentlichte ein Arbeitspapier über die aufsichtsrechtliche Behandlung des operationellen Risikos.<sup>10</sup> Das Papier vermittelt einen Überblick über die Arbeit der Gruppe, die die Vorschläge für eine Mindestkapitalanforderung für das operationelle Risiko im Rahmen der Ersten Säule weiterentwickelt. Dabei sind an den Vorschlägen vom Januar 2001 eine Reihe erheblicher Änderungen vorgenommen worden, u.a. eine Herabsetzung des Gesamtumfangs der Eigenkapitalunterlegung des operationellen Risikos, eine Ausweitung des „internen Bemessungsansatzes“

---

<sup>7</sup> S. *Final Report of the FSF Follow-Up Group on Incentives to Foster Implementation of Standards, und Guidance for developing effective deposit insurance systems*, FSF, Basel, September 2001. Beide Berichte sind auf der Website [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org) verfügbar. Ein Feature über internationale Standards wurde im *BIZ-Quartalsbericht* vom März 2001 veröffentlicht.

<sup>8</sup> S. *Update on work on the New Basel Capital Accord – Basel Committee Newsletter Nr. 2*, Basel, September 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

<sup>9</sup> Die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung beruht auf drei sich ergänzenden Elementen oder „Säulen“. Mit Säule 3 wird anerkannt, dass die Marktdisziplin die Mindestkapitalanforderungen (Säule 1) und das aufsichtliche Überprüfungsverfahren (Säule 2) unterstützen kann.

<sup>10</sup> S. *Working paper on the regulatory treatment of operational risk*, BCBS, Basel, September 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

auf eine Vielzahl fortgeschrittener Messtechniken sowie eine Prüfung der Rolle von Versicherungen bei der Risikominderung. Hinsichtlich des ersten Punktes veranlasste eine Prüfung der von Banken eingereichten Daten den BCBS, eine Herabsetzung der Mindestkapitalunterlegung von 20 % auf 12 % vorzuschlagen. Nach Ansicht des BCBS führt dieser tiefere Satz zu Eigenkapitalbeträgen, die eher den operationellen Risiken entsprechen, denen grosse und komplexe Bankkonzerne tatsächlich ausgesetzt sind.

Die Arbeitsgruppe „Transparenz“ des BCBS veröffentlichte überarbeitete Offenlegungsanforderungen im Rahmen der Dritten Säule der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung.<sup>11</sup> Die neuen Vorschläge, die in drei grosse Kategorien eingeteilt werden (Anwendungsbereich der Eigenkapitalvereinbarung, Eigenkapitalausstattung sowie Risikoengagements und -beurteilung), verringern den Umfang der Offenlegung gegenüber dem im Januar 2001 veröffentlichten Dokument erheblich.

BCBS veröffentlicht neue Offenlegungsanforderungen

## Initiativen und Berichte zu den Finanzmärkten und ihrer Infrastruktur

### *Juli*

Die Europäische Kommission eröffnete ein offenes Konsultationsverfahren über mögliche Änderungen der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Investment Services Directive / ISD). Veranlasst wurde die drei Monate dauernde Konsultation durch die Notwendigkeit einer Klärung und Ausdehnung bestehender Bestimmungen, der Gewährleistung eines homogenen und hohen Schutzes für Anleger und einer Untermauerung vorhandener ISD-Bestimmungen. Die ISD, die 1996 in Kraft trat, führte einen „europäischen Pass“ (einmalige Zulassung) für Wertpapierfirmen und geregelte Märkte ein. Obwohl sie viel zur Schaffung EU-weit gleicher Wettbewerbsbedingungen beitrug, sind für einen vollständig integrierten Wertpapiermarkt weitere Harmonisierungsschritte notwendig. Dies war die zweite offene Konsultation der Kommission seit der Veröffentlichung des Lamfalussy-Berichts im Februar 2001 (s. den Kasten auf S. 77 f. des *BIZ-Quartalsberichts* vom Juni).

ISD-Konsultation der Europäischen Kommission

Das Europäische Parlament lehnte eine vorgeschlagene Richtlinie über einheitliche Regeln für Übernahmeangebote in der Europäischen Union ab. Die vorgeschlagene Richtlinie, deren erster Entwurf 1989 vorgelegt wurde, hätte für die Unternehmen Mindestverhaltensregeln für Übernahmen festgelegt und dadurch Rechtssicherheit gewährleistet. Sie zielte insbesondere darauf ab, bei einer Änderung der Kontrollverhältnisse im Unternehmen für Minderheitsaktionäre EU-weit einen angemessenen Schutz zu garantieren.

Europäisches Parlament lehnt Übernahme-richtlinie ab

Das European Securities Forum (ESF), eine Gruppe führender Investmentbanken, gab in einer Erklärung bekannt, es sei mit seinem Projekt, eine zentrale Gegenpartei und Netting-Einrichtung für alle europäischen Aktien zu

ESF gibt Pläne für zentrale europäische Gegenpartei auf

---

<sup>11</sup> S. *Working paper on Pillar 3 – market discipline*, BCBS, Basel, September 2001. Verfügbar auf der BIZ-Website ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

schaffen, nur wenig vorangekommen. Der ESF-Vorsitzende merkte an, dass wegen grosser rechtlicher, regulatorischer, technologischer und kommerzieller Hindernisse Fortschritte in absehbarer Zukunft unwahrscheinlich seien. Insbesondere hätte ein Weiterverfolgen des Projekts zusätzliche Ressourcen erfordert, die einzusetzen die Banken angesichts des derzeitigen Klimas nicht gewillt seien. Zudem sei auch die Restrukturierung der Börsen zu einem Hindernis geworden, da ein erheblicher Teil der Börsenerträge jetzt aus Clearing und Abwicklung stammt.

Die bedeutendsten Clearing-Organisationen der Welt gaben die Gründung eines neuen Verbands – CCP 12 – bekannt, dessen Zweck die Verbesserung der weltweiten Dienstleistungen in den Bereichen Clearing, Netting und zentrale Gegenpartei ist. Die Mitgliedsorganisationen nannten ein breites Spektrum von Fragen, das sie informell angehen wollen, z.B. verbesserter Informationsaustausch, verstärkter Einsatz von Sicherheiten, Entwicklung von Kooperationsmöglichkeiten und Bestimmung von Mindeststandards für die Risikomanagement-Praxis.

Finanzinstitute wollen integrale Analysen

Nach der Veröffentlichung von Richtlinien durch die Securities Industry Association im Juni 2001 (s. S. 78 des *BIZ-Quartalsberichts* vom September) gaben zwei Finanzinstitute Massnahmen bekannt, mit denen die Integrität von Wertpapieranalysen sichergestellt werden soll. Mit diesen Massnahmen, die Analysten Einschränkungen für das Halten von Aktien, die sie auch analysieren, auferlegen, wird auf die Besorgnis reagiert, dass bei der Arbeit der Analysten die Notwendigkeit, Emissionsmandate oder Corporate-Finance-Geschäfte zu akquirieren, eine zu grosse Rolle spielt.

### *August*

Gemeinsame Regelung von CFTC und SEC über Wertpapier-Futures-Handel

Die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) und die Securities and Exchange Commission (SEC) der USA verabschiedeten die erste gemeinsame Regelung, die den Handel mit Wertpapier-Future-Instrumenten in den USA erlaubt. Die Regelung, mit der Bestimmungen des Commodity Futures Modernization Act 2000 umgesetzt werden, hebt das 19 Jahre alte Verbot des Handels mit Futures auf einzelne Aktien und auf eng definierte Wertpapierindizes auf. Darüber hinaus wird eine Methode festgelegt, nach welcher bestimmt wird, ob ein Index eng oder weit definiert ist. Futures auf eng definierte Indizes gelten als Wertpapier-Future-Instrumente und unterliegen damit der gemeinsamen Regulierung durch CFTC und SEC. Für Futures auf weit definierte Indizes ist allein die CFTC zuständig.

### *September*

FATF veröffentlicht ihre Debatten über nicht kooperative Länder

Die Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) veröffentlichte ihre Debatten über „nicht kooperative“ Länder seit der Publikation ihres zweiten Berichts über nicht kooperative Länder und Territorien („NCCT“) im Juni 2001.<sup>12</sup> Die FATF gab bekannt, dass Sanktionen gegen Russland nicht mehr

---

<sup>12</sup> Die FATF ist ein unabhängiges internationales Gremium; ihr Sekretariat befindet sich bei der OECD. Weitere Informationen sind auf der Website [www.fatf-gafi.org](http://www.fatf-gafi.org) verfügbar.

nötig seien, da dieses Land Gesetze erlassen habe, mit denen Mängel im Kampf gegen die Geldwäsche behoben werden; diese neuen gesetzlichen Bestimmungen müssten jedoch erst noch wirksam umgesetzt werden, bevor das Land von der Liste der NCCT gestrichen werden könne. Hingegen würden Massnahmen gegen Nauru ergriffen, wenn es Mängel in seinem Recht nicht behebe, sowie gegen die Philippinen, wenn diese keine adäquaten Rechtsnormen erliessen. Die FATF fügte schliesslich noch Grenada und die Ukraine der Liste der NCCT hinzu, da es ihnen nicht gelungen sei, umfassende Rechtsnormen gegen die Geldwäsche einzuführen.

Die CFTC und die SEC schlugen eine Regelung zur Umsetzung von weiteren Bestimmungen des Commodity Futures Modernization Act 2000 vor. Die Regelung betrifft den Einzug von Kundeneinschusszahlungen für Wertpapierfutures, und sie beseitigt doppelte und widersprüchliche Regelungen über den Schutz von Kundeneigentum.

CFTC und SEC  
schlagen Einschuss-  
regelung für  
Wertpapierfutures vor

## Verstärkter Kampf gegen die Geldwäsche nach Terrorangriffen vom 11. September

Nach den Terrorangriffen vom 11. September gegen Ziele in New York und Washington ergriffen die US-Regierung und andere Staaten eine Reihe von Massnahmen mit dem Ziel, die Finanzierungsquellen für solche Angriffe zu ermitteln und die Finanzinfrastruktur mutmasslicher Terroristengruppen zu demontieren.

Der Präsident der Vereinigten Staaten unterzeichnete, gestützt auf verschiedene Gesetze, u.a. den International Emergency Economic Powers Act, einen Erlass, mit dem die US-Vermögenswerte von terroristischen Organisationen, einigen genau bezeichneten Personen und bestimmten karitativen, humanitären und geschäftlichen Organisationen, die den Terrorismus finanzieren oder unterstützen, gesperrt werden. Die US-Vermögenswerte jeglicher ausländischer Finanzinstitute, die für die genannten Organisationen oder Personen irgendwo in der Welt Dienstleistungen erbringen, können eingefroren werden.

Gemäss jüngster Gesetzgebung hat die US-Regierung ferner grössere Vollzugsbefugnisse im Hinblick auf die Verhütung der Finanzierung von Terrorismus, z.B. erweiterte Befugnisse zum Telefonabhören und zur Beschlagnahmung von Vermögenswerten. Die Rechtsnormen ermächtigen die staatlichen Behörden, Finanzinstitute einer verstärkten Melde- und Aufzeichnungspflicht zu unterstellen. Ausserdem wird eine erhöhte Sorgfaltspflicht gegenüber Institutionen oder Konten, die zur Verschleierung von Transaktionen im Zusammenhang mit terroristischen Aktivitäten dienen können, eingeführt.

Die US-Regierung unternahm ferner Schritte, um sich eine internationale Zusammenarbeit bei der Einfrierung von verdächtigen Konten in anderen Staaten zu sichern. Aufgrund dieser Schritte gaben zahlreiche Industrie- und Entwicklungsländer Pläne zur Sperrung von Vermögenswerten von Terroristen und ihren Verbündeten bekannt. Die G7-Finanzminister betonten in einer Erklärung die Wichtigkeit einer energischeren Umsetzung der UNO-Sanktionen gegen die Finanzierung von Terrorismus und forderten die FATF auf, sich auch mit solchen Finanzaktivitäten zu befassen. In einer ausserordentlichen Plenarsitzung Ende Oktober erweiterte die FATF ihren Aufgabenbereich über die Geldwäsche hinaus und gab eine Reihe neuer Empfehlungen zur Bekämpfung der Terrorismusfinanzierung ab.

Das US-Finanzministerium gab nach Absprache mit dem Justizministerium die Einführung der Geldwäschestrategie 2001 bekannt, eines umfassenden Programms mit Schwerpunkt auf der strafrechtlichen Verfolgung bedeutender Geldwäscheorganisationen und Terroristengruppen, die für illegale oder terroristische Zwecke Mittel in die USA verschieben. Im Rahmen der Strategie sollen u.a. zwei neue spezialisierte Geldwäsche-Task-Forces mit Sitz in Chicago und San Francisco eingesetzt werden. Das US-Finanzministerium schuf ferner das Foreign Terrorist Asset Tracking Center, dessen Aufgabe die Ermittlung und Lahmlegung der Finanzinfrastruktur von terroristischen Organisationen in aller Welt ist.

Chronologie der wichtigsten strukturellen und regulatorischen Entwicklungen		
Monat	Gremium	Initiative
Juli 2001	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Veröffentlichung auf der BIZ-Website von Stellungnahmen des Finanzgewerbes zu Vorschlägen vom Januar 2001 über eine Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung
	Gemeinsame Task Force „Rechnungslegungsfragen“ und „Modelle“ des BCBS	Veröffentlichung eines Arbeitspapiers über die Behandlung erwarteter Verluste und künftiger Margenerträge nach dem auf internen Ratings basierenden Ansatz
	Europäische Kommission	Beginn einer neuen Konsultationsrunde über die Anwendung der neuen Eigenkapitalvorschriften
	Europäische Kommission	Beginn eines offenen Konsultationsverfahrens über die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie
	Europäisches Parlament	Ablehnung einer vorgeschlagenen Richtlinie über einheitliche Regeln für Übernahmeangebote in der Europäischen Union
	European Securities Forum	Bekanntgabe geringer Fortschritte beim Projekt, eine zentrale europäische Gegenpartei und Netting-Einrichtung für europäische Aktien zu schaffen
	Bedeutende Clearing-Organisationen	Bekanntgabe der Gründung von CCP 12 mit dem Ziel der Verbesserung der weltweiten Dienstleistungen bei Clearing, Netting und zentraler Gegenpartei
	Private Finanzinstitute	Bekanntgabe von Massnahmen für integrale Wertpapieranalysen
August 2001	Task Force „Modelle“ des BCBS	Veröffentlichung eines Arbeitspapiers über die Behandlung von Aktienrisiken im Anlagebuch nach dem auf internen Ratings basierenden Ansatz
	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht	Veröffentlichung eines Papiers über die interne Revision in Banken
	Commodity Futures Trading Commission und Securities and Exchange Commission der USA	Verabschiedung erster gemeinsamer Regeln über US-Wertpapierfutures
September 2001	Forum für Finanzstabilität	Sechste Sitzung in London
	Eigenkapital-Arbeitsgruppe des BCBS	Veröffentlichung eines Lageberichts über die Arbeiten an der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung
	Arbeitsgruppe „Risiko-management“ des BCBS	Veröffentlichung eines Arbeitspapiers über die Behandlung des operationellen Risikos
	Arbeitsgruppe „Transparenz“ des BCBS	Veröffentlichung überarbeiteter Offenlegungsanforderungen
	Financial Action Task Force on Money Laundering	Veröffentlichung der Ergebnisse der Debatten über „nicht kooperative“ Länder
	Commodity Futures Trading Commission und Securities and Exchange Commission der USA	Veröffentlichung des Entwurfs einer Regelung zur Umsetzung von Bestimmungen des Commodity Futures Modernization Act 2000