



Pressemitteilung

Presseanfragen: +41 61 280 8188
press.service@bis.org
www.bis.org

Ref.-Nr.:

8. März 2004

BIZ-Quartalsbericht März 2004

Der heute veröffentlichte *BIZ-Quartalsbericht* gliedert sich in zwei Teile. Im ersten Teil werden die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten, die Finanzierungsströme am Bankkredit- und am Anleihemarkt sowie das Geschehen an den Derivatmärkten analysiert. Im zweiten Teil behandeln vier Artikel besondere Aspekte des Marktes für Wohnimmobilien. Im ersten wird als Auftakt die Beziehung zwischen der Verschuldung der privaten Haushalte und der Gesamtwirtschaft erörtert, im zweiten werden Bestimmungsfaktoren der Preise von Wohnimmobilien in einer Auswahl von Ländern untersucht, und im dritten wird das häufige Zusammentreffen von Spitzen bei den Aktienkursen und den Preisen für Wohneigentum analysiert. Im vierten Artikel schliesslich wird eine Fallstudie des dänischen Hypothekenmarktes vorgelegt; dieser Markt erlaubt ähnlich wie der US-Markt eine vorzeitige Tilgung, vermag aber offenbar die damit verbundene Volatilität der langfristigen Zinssätze zu vermeiden.

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

Risikobereitschaft verleiht Märkten Auftrieb

Rund um die Welt erholten sich die Finanzmärkte über den Jahreswechsel hinaus, sodass die ohnehin schon beeindruckenden Kursgewinne des Jahres 2003 noch weiter anwuchsen. Zwar hätte eine Verbesserung der Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft und der Finanzlage von Unternehmen einen gewissen Anstieg der Kurse von Aktien, Unternehmensschuldtiteln und Staatspapieren durchaus gerechtfertigt, doch das Ausmass des Anstiegs liess darüber hinaus auf robuste Risikobereitschaft schliessen. Nicht einmal weitere Enthüllungen über Unregelmässigkeiten in Unternehmen schienen die Anleger zu beunruhigen.

Während sich die Aktien- und Kreditmärkte erholten, sanken die Staatspapier- und Swaprenditen. Die Anleger an den Anleihemärkten richteten ihr Augenmerk offenbar weniger auf die weltweiten Wachstumsaussichten als auf den fehlenden Inflationsdruck und den wahrscheinlichen Kurs der Geldpolitik in den USA und im Euro-Raum. Möglicherweise wird die Bedeutung des tiefen Zinsniveaus für den Boom an anderen Märkten dadurch illustriert,

dass Ende Januar, nachdem die US-Notenbank die Sprachregelung zu ihrer akkommodierenden Geldpolitik geändert hatte, ein Renditenanstieg die Kurse an den Kredit- und Aktienmärkten vorübergehend sinken liess.

Der internationale Anleihemarkt

Der Nettoabsatz internationaler Anleihen erreichte im *vierten Quartal* 2003 mit \$ 460 Mrd. einen neuen Rekordstand. Der Anstieg war hauptsächlich auf eine massive Absatzsteigerung von Emittenten des Euro-Raums sowohl bei Anleihen und Notes als auch bei Commercial Paper zurückzuführen. Der Nettoabsatz von Finanzinstituten und Unternehmen nahm zu, hingegen gingen die Staatspapieremissionen zurück. Das vierte Quartal bildete den Höhepunkt eines Jahres, in dem der Absatz von Euro-Wertpapieren sowohl absolut als auch im Vergleich zu anderen Märkten erheblich zulegte.

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten erneut einen hohen Nettoabsatz, vergleichbar mit jedem vierten Quartal seit 1996. Dass diese Schuldner so leicht Mittel beschaffen konnten, dürfte einem anhaltenden Renditestreben der internationalen Anleger angesichts weiterhin enger werdender Renditenaufschläge zuzuschreiben gewesen sein. In Asien war der Nettoabsatz von chinesischen Staatsanleihen und Anleihen von Finanzinstituten beträchtlich; in Osteuropa waren vor allem russische Finanzinstitute und der polnische Staat für die Nettomittelaufnahme verantwortlich. Bei den lateinamerikanischen Emissionen stachen brasilianische Schuldner hervor.

Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzderivate ging im *vierten Quartal* 2003 weiter zurück. Der Wert der gehandelten Zins-, Aktienindex- und Währungskontrakte belief sich auf insgesamt \$ 207 Bio., ein Rückgang um 7% gegenüber dem dritten Quartal. Das Geschäft verteilte sich nicht gleichmässig auf die grossen Marktrisikokategorien; bei den Zinskontrakten war ein beträchtlicher Rückgang festzustellen, bei den Währungs- und Aktienindexkontrakten dagegen ein moderater Zuwachs. Die Abnahme des Gesamtumsatzes der Zinsinstrumente, der grössten Marktrisikokategorie, war auf einen Einbruch sowohl bei den Geldmarkt- als auch bei den Staatsanleihekonztrakten zurückzuführen.

Dennoch stieg der Gesamtumsatz der Finanzkontrakte für das Jahr 2003 als Ganzes; er erreichte \$ 874 Bio., was einem Zuwachs von 26% gegenüber dem Vorjahr entspricht. In allen Marktrisikokategorien war das Geschäft lebhaft, ganz besonders am kleinen Markt der Währungskontrakte, wo es lange rückläufig gewesen war.

Das internationale Bankgeschäft

Nach einer erheblichen Mittelaufstockung in den drei Vorquartalen schrumpfte der internationale Interbankmarkt im *dritten Quartal* 2003. Rund ein Drittel des jüngsten Zuwachses verschwand aus den internationalen Bankbilanzen. Der Rückgang erfolgte vorwiegend in Form eines Abbaus des Interbankgeschäfts, wodurch Mittel für neue Kredite an den privaten Nichtbankensektor frei wurden. Die Neukreditvergabe war zum Teil einer erhöhten Mittelnachfrage an Offshore-Finanzplätzen und möglicherweise einer Belebung der Kreditnachfrage von Unternehmen zuzuschreiben.

Die Banken im Berichtsgebiet fuhren fort, ihre Forderungsbestände gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften in sicherere Aktiva umzuschichten. Dies äusserte sich in einem Anstieg des Anteils der Forderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor aufstrebender Volkswirtschaften und einem Rückzug aus Lateinamerika in Kredite mit etwas besserem Rating. Darüber hinaus deutet eine Zunahme der Nettorisikotransfers aus einigen Regionen darauf hin, dass die Banken für ihre Kredite an aufstrebende Volkswirtschaften vermehrt Garantien Dritter suchen.

Features

Verschuldung der privaten Haushalte und gesamtwirtschaftliche Folgen

In den letzten zwanzig Jahren ist in einer Reihe entwickelter Länder die Verschuldung der privaten Haushalte gestiegen, was Besorgnis über die langfristige Tragbarkeit dieser Verschuldung und die ansonsten zu erwartenden Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems geweckt hat. Guy Debelle, ein von der Reserve Bank of Australia zur BIZ entsandter Volkswirt, nennt zwei Faktoren als Erklärung für die höhere Verschuldung der privaten Haushalte: den Rückgang der allgemein verbreiteten Kreditrationierung infolge der Deregulierung der Finanzmärkte in den frühen achtziger Jahren und die sowohl real als auch nominal gesunkenen Zinssätze, da sich die Inflation in den letzten 20 Jahren abgeschwächt hat. Diese Faktoren haben dazu beigetragen, dass die privaten Haushalte deutlich leichter Zugang zu liquiden Mitteln haben. Der Autor kommt zu dem Schluss, dass das dadurch ausgelöste Wachstum der Verschuldung die Anfälligkeit der privaten Haushalte gegenüber Schocks wie Arbeitslosigkeit und Zinserhöhungen verstärkt hat, insbesondere in Ländern, in denen variabel verzinsliche Hypotheken stärker verbreitet sind.

Was bestimmt die Preise für Wohneigentum?

Die Entwicklung der Preise für Wohneigentum beeinflusst wegen ihres Effekts auf die Gesamtausgaben die Dynamik des Konjunkturzyklus. Darüber hinaus bestimmen diese Preise die Leistungsfähigkeit des Finanzsystems mit, da sie sich auf die Erträge und die Solidität von Finanzinstituten auswirken. Kostas Tsatsaronis und Haibin Zhu (BIZ) verwenden einen gemeinsamen empirischen Rahmen, um die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die Preise von Wohneigentum in einer Reihe von Industrieländern zu analysieren. Das auffallendste Ergebnis ist die Dominanz der Inflation bei der Bestimmung der realen Preise für Wohnimmobilien trotz deutlicher struktureller Unterschiede der Märkte der einzelnen Länder. Ein weiterer wichtiger Befund lautet, dass die Rückkopplung der Wohnimmobilienpreise auf die Kreditexpansion in den Ländern, die marktgerechtere Bewertungsmethoden für die Bilanzierung von Hypotheken verwenden, stärker ist. Dies deutet darauf hin, dass Aufsichtsvorschriften möglicherweise das Zusammenspiel der Preise für Wohnimmobilien und der Leistung des Finanzsystems beeinflussen.

Spitzen von Aktienkursen und Wohnimmobilienpreisen

Rund drei Jahre nach dem weltweiten Einbruch der Aktienmärkte steigen die Preise für Wohneigentum in vielen Ländern noch immer. Dieser Auftrieb scheint angesichts früherer Erfahrungen recht ungewöhnlich und wirft Fragen über die Nachhaltigkeit derzeitiger Trends auf. Könnten die Preise für Wohneigentum bald einmal nachgeben? Und wenn ja, könnte es gar zu einem markanten Einbruch kommen? Claudio Borio und Patrick McGuire (BIZ) versuchen, eine Antwort zu finden, und untersuchen zu diesem Zweck die Entwicklung der Preise für Wohneigentum seit den frühen siebziger Jahren in einer Stichprobe von 13 Industrieländern. Der Schwerpunkt liegt dabei klar auf dem Zusammenhang zwischen bedeutenden Spitzen bei Wohnimmobilienpreisen und Aktienkursen, den entsprechenden ausgeprägten Preiszyklen und den Kreditkonditionen.

Aus dieser historischen Analyse ziehen sie drei Hauptschlüsse. Erstens: Von 1970 bis 1999 folgte auf eine Spitze der Aktienkurse – mit einer durchschnittlichen Verzögerung von zwei Jahren – eine Preisspitze beim Wohneigentum. Zweitens: Veränderungen der kurzfristigen Nominalzinssätze scheinen einen erheblichen Einfluss auf die Entwicklung der Wohneigentumspreise zu haben; dies zeigt, welche Rolle die Geldpolitik spielt. Drittens: Der auf die Spitze folgende Rückgang der Preise für Wohneigentum entwickelte offenbar jeweils ein Eigenleben und wurde zum Teil durch die Merkmale der vorangehenden Expansion mitbestimmt, namentlich deren Ausmass und eventuell entstandene finanzielle Ungleichgewichte.

Der dänische Hypothekenmarkt

Obwohl der dänische Hypothekenmarkt sehr klein ist, ist er überraschend hoch entwickelt. Mit einem Standard-Hypothekenvertrag kann in Dänemark ein langfristiger, festverzinslicher Kredit aufgenommen werden mit der Option, ihn ohne Aufschlag vorzeitig zu tilgen. Diese Option besteht auch in einem US-Vertrag. Die wichtigste Konsequenz dieses Optionselements in Hypotheken sowohl in den USA als auch in Dänemark ist, dass die Anleger dem Risiko vorzeitiger Tilgung und damit einem Wiederanlagerisiko ausgesetzt sind. Dennoch ist in Zeiten erheblicher Refinanzierungen die Leistungsfähigkeit des dänischen Marktes bisher nicht wesentlich beeinträchtigt worden, während in den USA in solchen Zeiten die langfristigen Zinssätze meist eine erhöhte Volatilität aufweisen.

Allen Frankel und Jacob Gyntelberg (BIZ), Kristian Kjeldsen (Danmarks Nationalbank) und Mattias Persson (Sveriges Riksbank) legen eine Fallstudie dieses Marktes vor. Sie finden zwei mögliche Erklärungen für die beobachteten Unterschiede zwischen dem dänischen und dem US-Markt in Zeiten erheblicher Refinanzierungen. Erstens: Die Hypothekenbanken, die in Dänemark die Hypotheken finanzieren, dürfen das Risiko der vorzeitigen Tilgung nicht in derselben Weise steuern wie US-Hypothekenemissionsinstitute. Infolgedessen wird dieses Risiko primär von langfristig orientierten Anlegern übernommen. Zweitens: Die Politik des festen Wechselkurses der dänischen Krone gegenüber dem Euro dämpft möglicherweise die Volatilität, da sie den Erwerbern kündbarer dänischer Hypothekenanleihen Zugang zu kostengünstigen Absicherungen des Marktrisikos an Euro-Märkten verschafft.