



Pressemitteilung

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

3. März 2008

BIZ-Quartalsbericht März 2008

Der heute veröffentlichte BIZ-Quartalsbericht gliedert sich in zwei Teile. Der erste Teil gibt einen Überblick über die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten und geht dann etwas genauer auf die wichtigsten BIZ-Statistiken zum internationalen Bank- und Finanzgeschäft ein. Der zweite Teil umfasst fünf Features, die alle auf die jüngsten Finanzmarkturbulenzen Bezug nehmen: 1) über Massnahmen der Zentralbanken zur Umsetzung der Geldpolitik, 2) über die Bestimmungsfaktoren der internationalen Interbankzinssätze, 3) über Fixings von Interbankzinssätzen, 4) über das Übergreifen der Geldmarkturbulenzen auf die Märkte für Devisen- und Zins-Währungs-Swaps sowie 5) über die Verknüpfungen zwischen Fundamentaldaten von Krediten, Ratings und Value-at-Risk-Messgrössen bei Positionen in „collateralised debt obligations“ (CDO) und bei herkömmlicheren Unternehmensanleihen.

Preiskorrektur an den Märkten infolge Risiken für das Wachstum

Nach einer relativ ruhigen Phase im Dezember, als viele Finanzmärkte weitgehend unverändert geblieben waren, lösten sich häufende Anzeichen einer realwirtschaftlichen Abkühlung im Januar eine breite Anpassung konjunkturbedingter Risikoaufschläge und damit verbundene Veränderungen der geldpolitischen Erwartungen aus. Während die Spannungen an den Geldmärkten im Berichtszeitraum etwas nachliessen, wurde angesichts schwacher Daten zur US-Wirtschaftsentwicklung, die mit erneuten hohen Abschreibungen von Banken und Bedenken in Bezug auf Finanzversicherer zusammenfielen, die Wahrscheinlichkeit höher eingeschätzt, dass die weltweiten Anspannungen im Finanzsektor auf die Realwirtschaft übergreifen könnten.

Als die Anleger erkannten, dass die wirtschaftlichen Folgen der Kreditkrise möglicherweise nicht auf die USA beschränkt bleiben würden, setzte an allen Märkten für Vermögenswerte eine Verkaufswelle ein. Die Kreditrisikoaufschläge, in denen sich schon zuvor Befürchtungen eines breiteren Konjunkturrückgangs niedergeschlagen hatten, erklimmen bei wachsenden Anspannungen im Finanzsektor neue Höhen. Die Aktienmärkte brachen im Januar ebenfalls weltweit ein, da



die Anleger ihre Gewinnerwartungen nach unten revidierten. Im Gegensatz zu den Kreditmärkten erholten sich die Aktienmärkte im Februar jedoch wieder, u.a. dank wiederholter geldpolitischer Massnahmen in den USA. Die Anleger wiederum preisten zusätzliche Lockerungen durch die Federal Reserve und andere Zentralbanken rasch ein, da mit weiteren Anzeichen einer Konjunkturertrübung gerechnet wurde. Die Renditen langfristiger inflationsindexierter Staatsanleihen gingen ebenfalls zurück, und zwar stärker als die Nominalrenditen, sodass die Breakeven-Inflationsraten in den USA in die Höhe getrieben wurden.

Zunächst hatten zwar die Finanzmarktpreise in den industrialisierten Volkswirtschaften stärker auf die Kreditmarktkrise reagiert, doch begannen im Berichtszeitraum Befürchtungen eines weiter um sich greifenden Konjunkturrückgangs erkennbar auch viele aufstrebende Finanzmärkte zu belasten. Die ausgeprägteste Schwäche verzeichneten die Aktienmärkte – auch diejenigen, die sich zuvor als widerstandsfähig erwiesen hatten.

Trends im internationalen Bankgeschäft und an den internationalen Finanzmärkten

Am internationalen Schuldtitelmarkt blieb der Absatz angesichts der Finanzmarkturbulenzen auch im *vierten Quartal 2007* verhalten. Der Nettoabsatz von Anleihen und Notes erhöhte sich zwar von \$ 399 Mrd. im Vorquartal auf \$ 487 Mrd., doch die Jahreswachstumsrate brach von –23% im dritten Quartal noch weiter auf –45% ein. Der Nettoabsatz von Anleihen und Notes von Finanzinstituten in entwickelten Ländern war im vierten Quartal mit \$ 351 Mrd. besonders schwach (Vorquartal: \$ 363 Mrd.) und erreichte nur noch etwa die Hälfte des Umfangs des Vorjahresquartals. Dagegen war der Nettoabsatz von Wirtschaftsunternehmen mit \$ 30 Mrd. relativ robust und entsprach einer positiven Jahreswachstumsrate von 21%.

Die neuesten BIZ-Statistiken über die Umsätze an den Derivatbörsen im *vierten Quartal 2007* zeigen ebenfalls einen beträchtlichen Umsatzrückgang an. Dies ist allerdings eine Trendwende gegenüber dem dritten Quartal, in dem die Finanzmarkturbulenzen zu den höchsten je verzeichneten Umsätzen geführt hatten. Den stärksten Einbruch verzeichneten die Derivate auf kurzfristige Zinssätze: Ihr Umsatz, basierend auf dem Nominalwert, ging von \$ 535 Bio. im dritten Quartal auf \$ 405 Bio. im vierten zurück. Auch bei den Derivaten auf langfristige Zinssätze und Aktienindizes sowie bei den Devisenderivaten war ein Rückgang zu beobachten. Der Gesamtumsatz von börsennotierten Futures und Optionen auf alle Finanzinstrumente sank von \$ 681 Bio. auf \$ 539 Bio. im vierten Quartal. Die Jahreswachstumsrate blieb jedoch mit 25% hoch.

Im *dritten Quartal 2007* weitete sich das Geschäft am internationalen Bankkreditmarkt erneut aus; gleichzeitig wuchsen die Spannungen in verschiedenen Segmenten des Interbankmarktes. Die grenzüberschreitenden Forderungen der berichtenden Banken weiteten sich auf \$ 32 Bio. aus, was zu einer Jahreswachstumsrate von über 20% beitrug. Die Entwicklung des US-Dollar-Finanzierungsbedarfs internationaler Banken lässt darauf schliessen, dass europäische Banken vermehrt bei anderen Banken Kredit aufnahmen, um ihre wachsenden Netto-Long-Positionen gegenüber Nichtbanken zu finanzieren. Dies könnte zu Problemen am Interbankmarkt beigetragen haben, als Refinanzierungen schwieriger wurden. Eine Untersuchung der bilateralen Interbankengagements verschiedener Bankensysteme zeigt, dass die internationalen Interbankengagements (gemessen am Kernkapital) sehr unterschiedlich sind; bei



europäischen Banken ist die Quote im Allgemeinen höher als bei US-Banken. Was die Auslandsforderungen auf Basis des letztlich Risikoträgers betrifft, gab es im dritten Quartal 2007 erste Anzeichen einer Kreditkontraktion bei den Interbankpositionen.

Features

Monetäre Massnahmen und die Finanzmarkturbulenzen

Die erheblichen Störungen an den Interbankmärkten seit August 2007 haben die Instrumente, mit denen die Geldpolitik umgesetzt werden soll, ins Rampenlicht gerückt. Nicht nur sind die operativen Rahmenbedingungen der am wenigsten bekannte Aspekt der Geldpolitik, sie sind darüber hinaus von Land zu Land sehr unterschiedlich. Claudio Borio und William Nelson (BIZ) skizzieren zunächst einen konzeptionellen Rahmen, innerhalb dessen die Herausforderungen besser verständlich werden, denen sich die Zentralbanken bei der Umsetzung der Geldpolitik in Krisenzeiten gegenübersehen. Danach erörtern sie, wie die von den Zentralbanken angesichts der jüngsten Finanzmarkturbulenzen ergriffenen Massnahmen durch die jeweiligen operativen Rahmenbedingungen beeinflusst wurden. Die Autoren zeigen, dass die Rahmenbedingungen Umfang und Art von Liquiditätsspritzen wie auch die Notwendigkeit ausserordentlicher Massnahmen wesentlich mitbestimmen können.

Was bestimmt die Interbankzinssätze? Das LIBOR-Panel als Anhaltspunkt

Die Risikoprämie, die in den Zinssätzen für 3-Monats-Interbankeinlagen bei grossen, international tätigen Banken enthalten ist, schnellte im August 2007 hoch und verharrt seither generell auf einem hohen Stand. In ihrer Analyse der vom LIBOR-Panel der Banken gemeldeten Zinssätze für Interbankeinlagen wollen François-Louis Michaud und Christian Upper (BIZ) die Bestimmungsfaktoren dieses Anstiegs ausmachen, insbesondere die Rolle von Kredit- und Liquiditätsfaktoren. Die Autoren finden Hinweise darauf, dass das Kreditrisiko zumindest in der mittleren Frist eine Rolle gespielt hat. Gleichzeitig deuten das Fehlen einer engen Korrelation zwischen Ausfallrisiko und Risikoprämie auf Tagesebene wie auch die Reaktion der Interbankmärkte auf die Liquiditätsspritzen der Zentralbanken darauf hin, wie wichtig Liquiditätsfaktoren beim täglichen Preisstellungsverhalten der Banken sind.

Fixings von Interbankzinssätzen während der jüngsten Turbulenzen

Das Versiegen der Liquidität im kurz- bis mittelfristigen Segment der wichtigsten Interbankmärkte im zweiten Halbjahr 2007 wirft Fragen zur Verlässlichkeit von Zinssatz-Fixings auf, die angeblich repräsentativ für die Konditionen an den betreffenden Märkten sind. Bei ihrem Vergleich verschiedener Fixings in derselben Währung stellen Jacob Gyntelberg und Philip Wooldridge (BIZ) fest, dass die Interbanksätze im zweiten Halbjahr 2007 aussergewöhnlich weit auseinanderlagen. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass diese Divergenz auf Störungen an den zugrundeliegenden Interbankmärkten zurückzuführen war und nicht auf Gestaltungsmängel der Fixingmechanismen. Tatsächlich funktionierten die Mechanismen so, wie sie sollten, um den Einfluss strategischer Verhaltensweisen und wechselnder Bonitätseinschätzungen zu mässigen.



Das Übergreifen der Geldmarkturbulenzen auf die Märkte für Devisen- und Zins-Währungs-Swaps

Als in den späten 1990er Jahren japanische Banken Probleme hatten, sich an den wichtigsten Interbankmärkten US-Dollar-Finanzierungen zu beschaffen, führte dies zu Verwerfungen an den Märkten für Yen/Dollar-Devisenswaps und Zins-Währungs-Swaps. In ihrem Feature über die Finanzmarkturbulenzen im zweiten Halbjahr 2007 belegen Naohiko Baba und Frank Packer (BIZ) sowie Teppei Nagano (Bank of Japan), dass Interbank-Finanzierungsprobleme erneut in erheblichem Masse auf die Märkte für Devisen- und Zins-Währungs-Swaps übergriffen. Die verwendeten Daten weisen darauf hin, dass Finanzinstitute die Swapmärkte in Anspruch nahmen, um ihren Mangel an US-Dollar-Finanzierungen zu beheben, und dass deswegen an diesen Märkten deutliche Abweichungen von den gedeckten Zinsparitäten sowie Liquiditätsengpässe auftraten. Obwohl die aktuelle Veränderung des Preises von Euro/Dollar-Basiswaps so gross wie noch nie zuvor war, kommen die Autoren zu dem Schluss, dass die daraus resultierende Marktverzerrung geringer war als diejenige, die in den späten 1990er Jahren für das Währungspaar Yen/Dollar zu beobachten war.

Fundamentaldaten von Krediten, Ratings und Value-at-Risk: CDO und Unternehmensanleihen im Vergleich

Die jüngsten massiven Ratingherabstufungen bei strukturierten Finanzprodukten haben vor Augen geführt, dass die Ratingentwicklung bei solchen Instrumenten sehr viel ausgeprägter sein kann als bei herkömmlicheren Kreditinstrumenten. In ihrer Analyse der Verknüpfungen zwischen Fundamentaldaten von Krediten, Ratings und Value-at-Risk-Messgrössen bei CDO-Tranchen und bei Positionen in Unternehmensanleihen zeigen Ingo Fender, Nikola Tarashev und Haibin Zhu (BIZ) mindestens zwei mögliche Gründe für die genannte Abweichung auf. Erstens führt das Tranchierungsverfahren zu einem nicht linearen Zusammenhang zwischen der Bonität der zugrundeliegenden Aktiva und der Bonität der Tranchenprodukte. Zweitens reagieren die Ratings von Tranchen sensibler auf systematische Risiken. Die Autoren ziehen den Schluss, dass übermässiges Vertrauen in Ratings zu Fehlbewertung und Fehlsteuerung von Risikopositionen führen und eine ungünstige Marktdynamik auslösen kann, wenn solche Positionen aufgelöst werden müssen.