

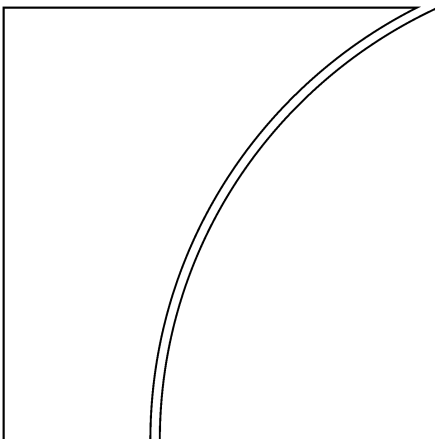


BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

BIZ-Quartalsbericht

September 2002

Internationales
Bankgeschäft
und internationale
Finanzmärkte



BIZ-Quartalsbericht
Währungs- und Wirtschaftsabteilung

Redaktionskomitee:

Joseph Bisignano
Claudio Borio
Renato Filosa

Robert McCauley
Eli Remolona
Philip Turner

Paul Van den Bergh
William White

Bei Fragen zu diesem Bericht:

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

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

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

Bezug von Publikationen oder Aktualisierung der Versandliste:

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
Presse und Kommunikation
CH-4002 Basel, Schweiz

E-mail: publications@bis.org

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

Diese Publikation ist auch auf der BIZ-Website verfügbar (www.bis.org).

© *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2002. 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

September 2002

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

1. Überblick: Vertrauensverlust wächst und breitet sich aus	1
<i>Vertrauenskrise und Einbruch der Aktienmärkte</i>	2
<i>Markt für Unternehmensanleihen in Mitleidenschaft gezogen</i>	5
<i>Risikoaversion greift auf Anleger in aufstrebenden</i> <i>Volkswirtschaften über</i>	9
<i>Renditenstrukturkurven zeigen auf lange Sicht Optimismus an</i>	11
<i>Kasten: Klarheit und Wahrheit:</i> <i>das Sarbanes-Oxley-Gesetz von 2002</i>	13
2. Das internationale Bankgeschäft	15
<i>Auslandskredite an alle Sektoren wachsen langsamer</i>	16
<i>Rückzug japanischer Banken setzt sich fort</i>	18
<i>Unterschiede im jüngsten Bankenzklus</i>	20
<i>Einlagenabzug verstärkt erneut Bankmittelströme</i> <i>an aufstrebende Volkswirtschaften</i>	21
<i>Kasten: Internationale Konsortialkredite im zweiten Quartal 2002</i>	25
3. Der internationale Markt für Schuldtitel	27
<i>Rückgang der Emissionen der öffentlichen Hand durch</i> <i>Mittelaufnahme des privaten Sektors ausgeglichen</i>	27
<i>Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften behalten</i> <i>Zugang zum internationalen Markt für Schuldtitel</i>	30
<i>Anhaltende Schwierigkeiten am Markt für Commercial Paper</i>	31
<i>Seit Juni scheinen sich die Kreditbedingungen zu verschlechtern</i>	31
4. Märkte für derivative Instrumente	34
<i>Mässiges Umsatzwachstum bei Zinsinstrumenten</i>	35
<i>Anhaltende Aktivitäten bei Geldmarktkontrakten</i>	36
<i>Schwaches Wachstum von Kontrakten auf Staatsanleihen</i> <i>bei Verlagerung der Aktivitäten</i>	36
<i>Handel mit Aktienindexkontrakten weiter durch</i> <i>Expansion in Asien begünstigt</i>	37
<i>Vorsichtiges Comeback der Währungskontrakte</i>	38
<i>Kasten: Börsen führen eine Reihe neuer Kontrakte ein</i>	39
<i>Starkes weltweites Umsatzwachstum im Juli</i>	40
<i>Märkte weiterhin von wenigen Instrumenten dominiert</i>	41

Features

Immobilienmarkt und Wirtschaftswachstum: Lehren aus dem Refinanzierungsboom in den USA	42
<i>Akash Deep und Dietrich Domanski</i> <i>Der Refinanzierungsboom und die Ausgaben der privaten</i> <i>Haushalte im Jahr 2001</i>	42
<i>Die Triebkräfte des Refinanzierungsbooms von 2001</i>	45
<i>Refinanzierungsaktivität und Strukturwandel am Hypothekarmarkt</i>	47
<i>Ein Blick nach vorn</i>	49
<i>Zusammenfassung</i>	50

Ursachen von Preisänderungen bei Wohnimmobilien	52
<i>Gregory D. Sutton</i>	
<i>Was bestimmt die Preise für Wohnimmobilien?</i>	55
<i>Zusammenfassung</i>	60
<i>Kasten: Das VAR-Modell</i>	61
Das Ausbleiben eines Konjunkturzyklus bei Gewerbeimmobilien	63
<i>Haibin Zhu</i>	
<i>Die Entwicklung des Gewerbeimmobiliensektors</i>	64
<i>Neue Finanzierungsarten auf den Märkten für Gewerbeimmobilien</i>	66
<i>Die Auswirkungen der neuen Finanzierungsquellen</i>	70
<i>Das Ende der Konjunkturzyklen bei Gewerbeimmobilien?</i>	72
<i>Zusammenfassung</i>	74
Zunehmende Fremdwährungsliquidität der Banken in China	76
<i>Guonan Ma und Robert N. McCauley</i>	
<i>Wachstum der Fremdwährungseinlagen von</i> <i>chinesischen Nichtbanken</i>	77
<i>Erklärungen</i>	78
<i>Wachsende Dollarliquidität der chinesischen Banken</i>	81
<i>Zusammenfassung</i>	82
<i>Kasten: Bestimmungsfaktoren für das Wachstum der</i> <i>Fremdwährungseinlagen in China: ökonometrische Daten</i>	84
 Die jüngsten Initiativen der in Basel beheimateten Ausschüsse und des Forums für Finanzstabilität	 85
<i>Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS)</i>	85
<i>Forum für Finanzstabilität (FSF)</i>	87
 Statistischer Anhang	 A1
 Features im BIZ-Quartalsbericht	 B1
 Verzeichnis kürzlich herausgegebener BIZ-Publikationen	 B2

Abkürzungen und Zeichen

s	geschätzt
LS, RS	linke Skala, rechte Skala
...	nicht verfügbar
.	nicht anwendbar
–	null oder vernachlässigbar
\$	US-Dollar, wenn nicht anders angegeben

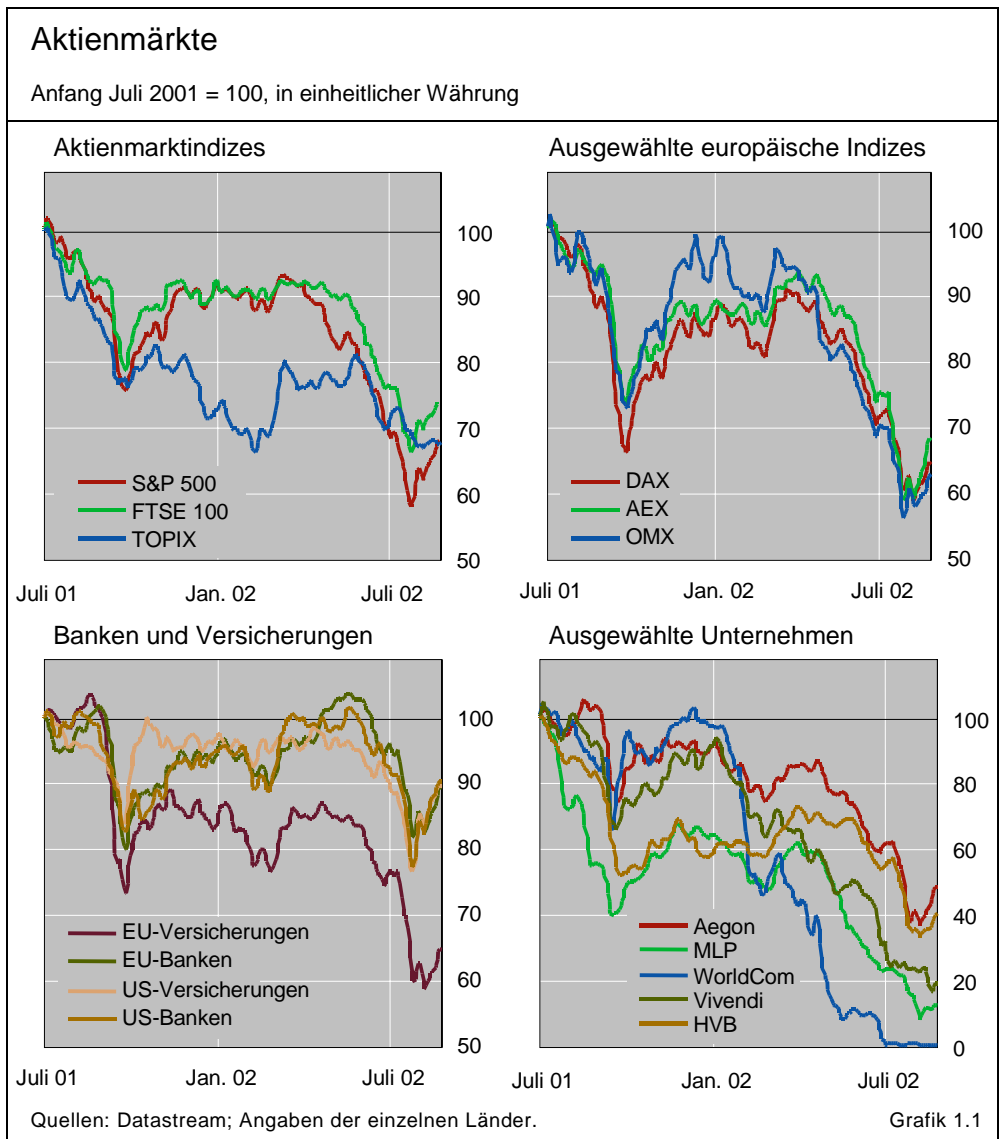
Differenzen der Summen durch Runden der Zahlen.

1. Überblick: Vertrauensverlust wächst und breitet sich aus

Im zweiten Quartal 2002 und bis ins dritte Quartal hinein bekamen die weltweiten Finanzmärkte eine Reihe von Störeinflüssen zu spüren, die das Vertrauen der Anleger untergruben. Der bedeutendste dieser Einflüsse wurde Ende Juni verzeichnet, als WorldCom, ein grosses US-Telekommunikationsunternehmen, seine Finanzausweise korrigieren musste. Offenbar war es die Furcht, dass Probleme in Unternehmen weit verbreitet sein könnten, die im Juli sowohl in den USA als auch in Europa den Einbruch der Aktienmärkte noch verstärkte. Das Stimmungstief griff sogar auf den einst so widerstandsfähigen Markt für Unternehmensanleihen über, wo der Absatz bei wachsenden Renditenauflägen abnahm. Als im August weitere schlechte Nachrichten ausblieben, schien das Vertrauen sich etwas zu erholen. Es gab Anzeichen für eine Rückkehr der Anleger an die Aktienmärkte und die Märkte für Unternehmensanleihen.

Der Finanzsektor kam in dieser jüngsten Schwächephase an den Märkten nicht so glimpflich davon wie in der Vergangenheit. Im Juli sanken die Aktienkurse europäischer Versicherungsunternehmen unter ihren Stand nach dem 11. September 2001. Banken in Europa und Finanzgesellschaften in den USA büssten an Marktwert ein, und zudem weiteten sich die Renditenaufläge auf ihre Schuldtitel beträchtlich aus. Zeitweilig schlugen sich die Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich des Kontrahentenrisikos bei grossen US-Geschäftsbanken sogar in den Swapspreeds nieder. Diese Entwicklungen drohten die Finanzintermediation in Mitleidenschaft zu ziehen, wodurch sich die Probleme von Wirtschaftsunternehmen bei der Kapitalbeschaffung noch verstärken könnten.

In mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften verschärfen sich die wirtschaftlichen und politischen Probleme im Inland durch die weltweite Zunahme der Risikoaversion. Am meisten mieden die Anleger die Länder, bei denen Zweifel an der Tragfähigkeit der Schuldenlast mit politischer Unsicherheit zusammenfielen. Gleichzeitig weiteten sich die Renditenaufläge auf Staatspapieren tendenziell ebenso aus wie diejenigen von Unternehmensanleihen mit niedrigem Rating. Doch obwohl sich der Anleiheabsatz von Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften im Juli abschwächte, hatten die kreditwürdigsten dieser Schuldner nach wie vor Zugang zum Markt.



Vertrauenskrise und Einbruch der Aktienmärkte

Gerade als es den Anschein machte, dass die Marktteilnehmer über die Bilanzenthüllungen im Zusammenhang mit dem Enron-Kollaps hinwegkämen, setzte eine Reihe beunruhigender Ereignisse vielfältiger Art dem Anlegervertrauen erneut zu. Ende Mai und Anfang Juni 2002 lösten Warnungen vor weiteren Terroranschlägen und wachsende politische Spannungen zwischen Indien und Pakistan eine Verkaufswelle an den Aktienmärkten der USA und Europas aus (Grafik 1.1). Während die Börse von Tokio von den Kurseinbrüchen im Mai verschont blieb, beeinträchtigten im Juni Meldungen über Untersuchungen von US-Behörden gegen die Hersteller von Computerspeicherplatten den Kurs japanischer Technologieaktien; unter anderem durch diesen Störeinfluss schloss sich der japanische Markt der Entwicklung an den Märkten der USA und Europas an. Den stärksten Schlag erlitt das Vertrauen der Anleger weltweit jedoch offenbar, als am 25. Juni WorldCom, ein grosses US-Telekommunikationsunternehmen, seinen Finanzausweis um \$ 3,8 Mrd. korrigieren musste. Innerhalb von wenigen Tagen berichtigte auch Xerox, der

Korrigierter Finanzausweis stärkster Schlag für Vertrauen

US-Hersteller von Fotokopiergeräten, seine Finanzausweise, und eine französische Zeitung meldete, das Medienunternehmen Vivendi Universal habe versucht, seine Gewinne aufzublähen.

Diese Ereignisse lösten an den Aktienmärkten weltweit den steilsten Kursrutsch in einem 2-Monats-Zeitraum seit September 2001 aus. In der Zeit vom 21. Mai bis zum 23. Juli sanken, in der jeweiligen Landeswährung gerechnet, der S&P 500 um 26%, der FTSE 100 um 26%, der DAX um 30% und der TOPIX um 11%. Am Ende waren die Kurse am US-Aktienmarkt auf einen Stand gesunken, den sie zuletzt im April 1997 verzeichnet hatten. Der gleichzeitige Wertzuwachs des Euro vergrösserte die Verluste von Anlegern aus dem Euro-Raum mit US-Aktien noch. Dennoch wuchs sich der Vertrauensverlust nicht zu einer Panik aus. Die Anleger differenzierten weiterhin zwischen den einzelnen Branchen; am stärksten mieden sie den Telekommunikationssektor.

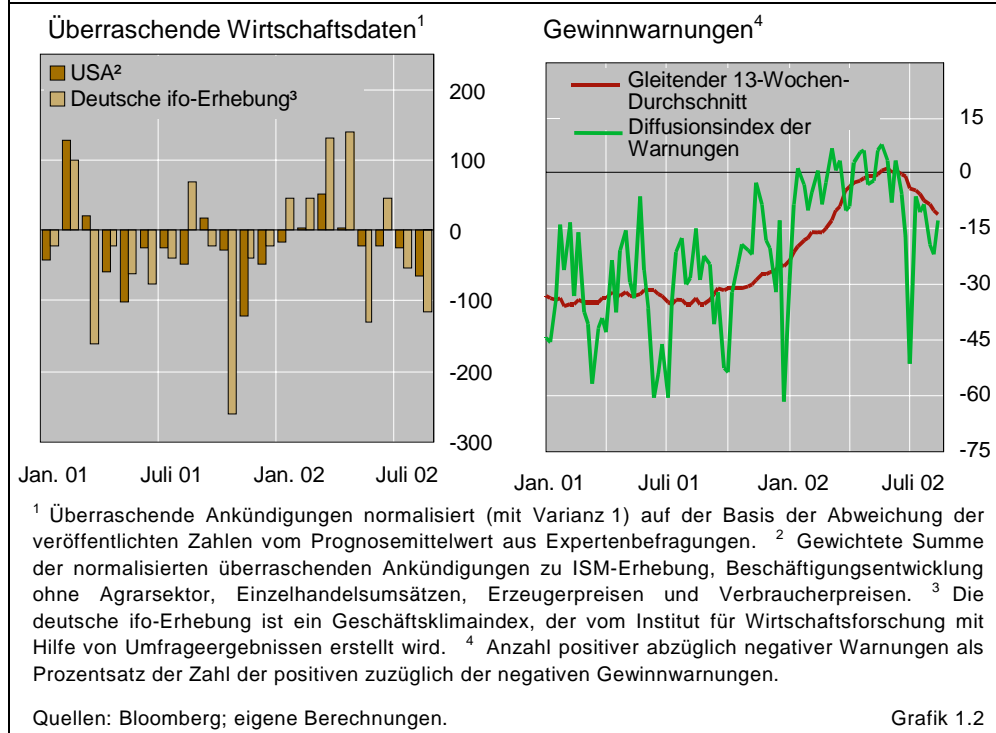
Der Kurseinbruch an den Aktienmärkten im Juli war bemerkenswert durch die gleichartige Reaktion von Anlegern an den europäischen und an den US-Märkten auf Bilanzprobleme, die scheinbar weitgehend nur die USA betrafen. Bei beiden Anlegergruppen war die unmittelbare Reaktion auf die Finanzausweiskorrektur von WorldCom am 25. Juni nicht sonderlich dramatisch. In beiden Fällen fand der stärkste Kurseinbruch an bestimmten Handelstagen zwischen dem 10. und dem 23. Juli statt; in diesem Zeitraum büsste der S&P 500 13% ein, der DAX 16% und zwei weitere Börsen in Europa noch mehr, nämlich die niederländische AEX 19%, die schwedische OMX 17% (Grafik 1.1). Im Juli überraschten dann einige europäische Unternehmen mit unerfreulichen Nachrichten, u.a. die deutsche HVB-Bank mit grossen Verlusten im Kreditgeschäft und die niederländische Versicherungsgesellschaft Aegon mit einer Gewinnwarnung. Die Tagesschwankungen an den Märkten könnten ein Hinweis darauf sein, dass dem Vertrauensverlust der Anleger sowohl in den USA als auch in Europa die gleiche Furcht vor weiter verbreiteten Unternehmensproblemen zugrunde lag. Jede schlechte Nachricht verstärkte diese Furcht, ob sie nun ein US- oder ein europäisches Unternehmen betraf.

Bei den Ereignissen im Juli fiel auf, dass die Aktienkurse stärker als früher auf einen Vertrauensverlust gegenüber dem Finanzsektor hinwiesen. Die Aktienkurse europäischer Versicherungsgesellschaften hatten sich noch nicht vollständig von den Forderungen im Zusammenhang mit den Terroranschlägen vom 11. September erholt, als sie sogar unter den Stand unmittelbar nach den Anschlägen fielen. Dieses Mal hatten die Verluste ihren Ursprung auf der Aktivseite der Bilanzen, d.h. die Renditen ihrer Anlagen in Aktien und Unternehmensanleihen wurden negativ. Berichten zufolge haben diese Versicherungsgesellschaften sogar mit ihren Stop-loss-Verkäufen (nachdem Solvabilitätslimits erreicht wurden) zum allgemeinen Markteinbruch beigetragen. Banken in Europa und in den USA erlitten ebenfalls beträchtliche Einbussen ihrer Börsenkapitalisierung (Grafik 1.1), zum Teil wegen ihres Engagements in Argentinien und wegen Zahlungsunfähigkeit grosser Firmenkunden. Unter den US-Banken verzeichneten Citigroup und J.P. Morgan Chase Ende Juli grosse Kurseinbussen, als sie vor dem US-Kongress aussagen mussten, ob sie bei der Verschleierung der Schulden von Enron mitgewirkt hatten.

Gleiche Furcht der Anleger in den USA und Europa

Finanzsektor hart getroffen

Viel beachtete öffentliche Informationen

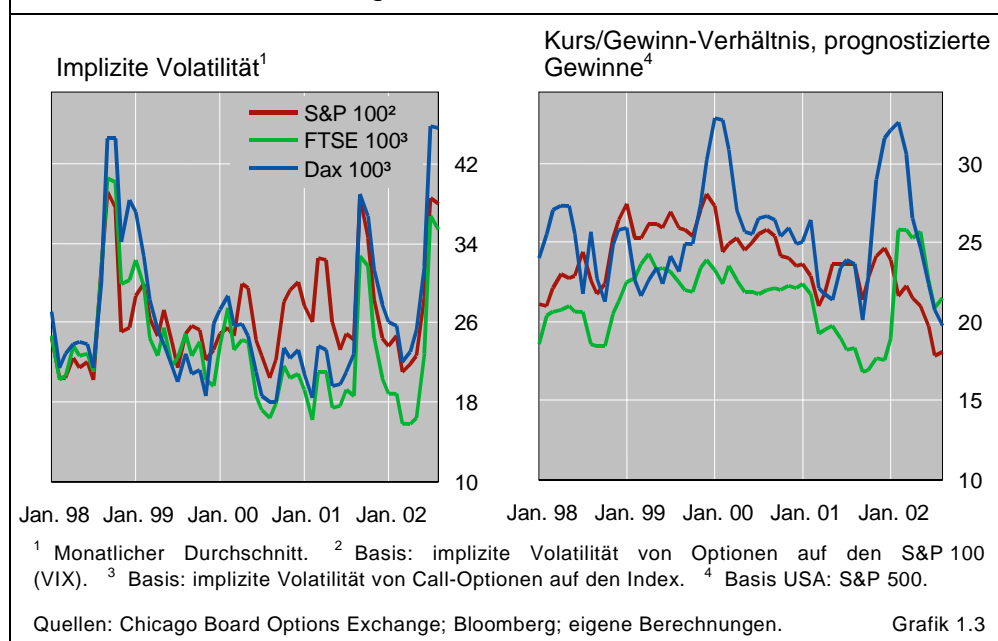


Im August begannen sich die Aktienmärkte – wenn auch zögernd – zu erholen. Zunächst bröckelten die Märkte ab, als die Marktteilnehmer Daten zur Wirtschaft und zu den Unternehmensgewinnen wieder grössere Aufmerksamkeit schenken. Diese Daten waren nicht gerade ermutigend. Insbesondere die am 2. August veröffentlichte Zahl zur Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors in den USA vermittelte den Eindruck einer überraschend schwachen Wirtschaft (Grafik 1.2). Auch die negativen Gewinnwarnungen häuften sich wieder. Das Ausbleiben weiterer schlechter Nachrichten im restlichen Monatsverlauf wirkte jedoch offenbar beruhigend. Die Anleger schienen auch befriedigt über das rasche Handeln von Unternehmensführern, Gesetzgebern und politischen Entscheidungsträgern im Bereich der Führungs- und Überwachungsmechanismen (s. Kasten über das Sarbanes-Oxley-Gesetz auf S. 13). Es ist bezeichnend, dass der 14. August – der Tag, bis zu welchem die Leiter der grössten börsennotierten US-Unternehmen die Richtigkeit ihrer Finanzausweise eidlich bestätigen mussten – ohne Zwischenfall verstrich. In der Zeit vom 24. Juli bis zum 23. August stieg, in Euro gerechnet, der S&P 500 um 14%, der DAX um 5%.

Im August lagen die Bewertungen aufgrund der erwarteten Gewinne wieder näher bei historischen Durchschnittswerten. Die tieferen Bewertungen im Juni und Juli waren weitgehend einem Anstieg der Aktienrisikoprämie zuzuschreiben gewesen, was sich auch in der erhöhten impliziten Volatilität in den Preisen von Aktienindexoptionen widerspiegelte (Grafik 1.3). Bei diesen Bewertungsanpassungen spielten korrigierte Erwartungen über das künftige Gewinnwachstum offenbar eine geringere Rolle. In dem Masse, wie die

Im August Erholung der Märkte in den USA und Europa

Volatilität und Bewertungen



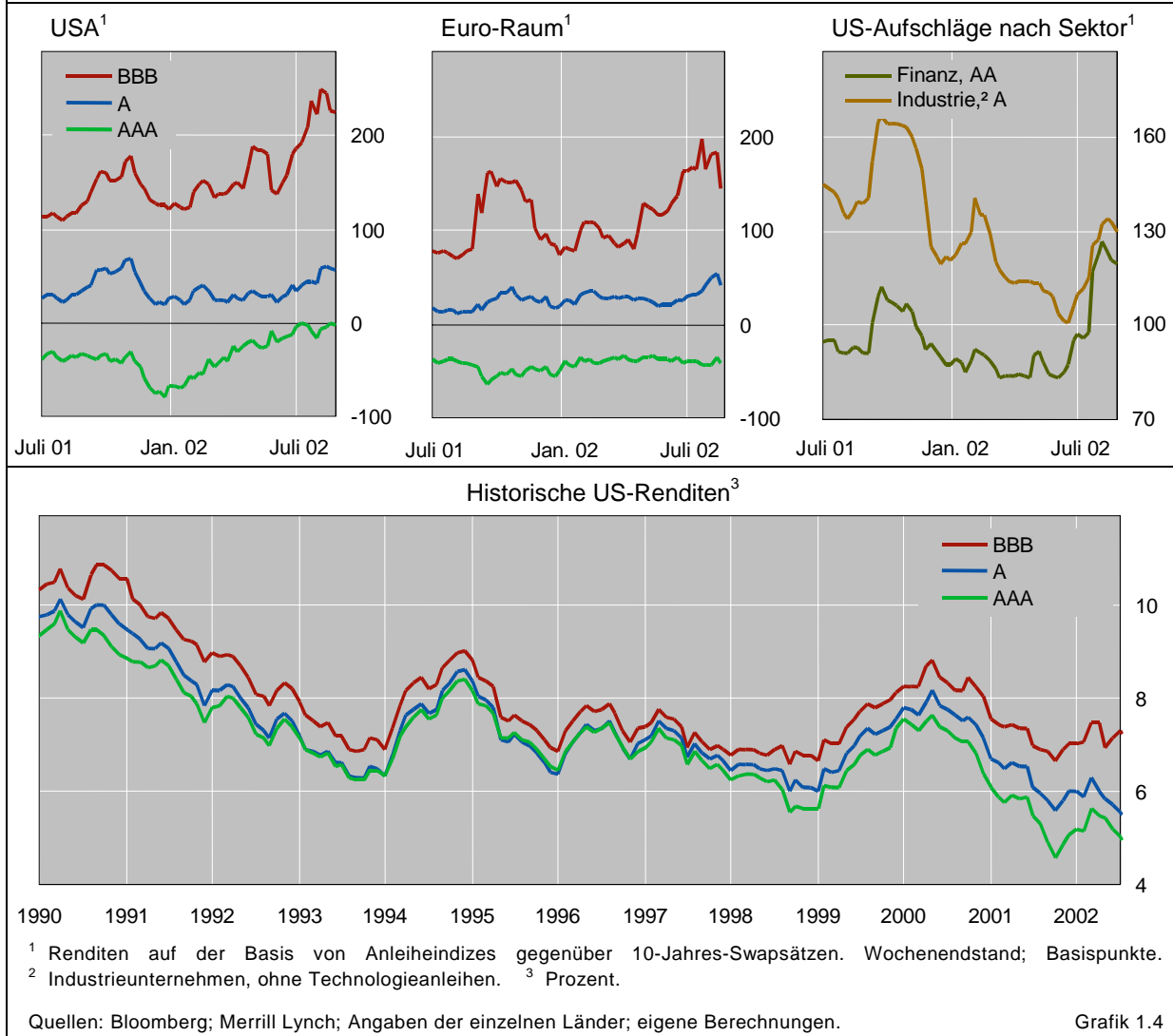
Unsicherheit über die Rechnungslegung von Unternehmen weiterhin schwindet, dürfte die Risikoprämie sinken, und die Bewertungen sollten sich erholen. Aber beispielsweise für den S&P 500 liegen die Gewinnschätzungen für das nächste Jahr nach wie vor 50% über den derzeitigen Gewinnen. Es bleibt abzuwarten, ob die Bewertungen noch weiter an veränderte Gewinnerwartungen angepasst werden.

Markt für Unternehmensanleihen in Mitleidenschaft gezogen

Der bisher so widerstandsfähige Markt für Unternehmensanleihen litt gleich wie der Aktienmarkt unter einem Vertrauensschwund. Während fast des ganzen Jahres 2001 und bis ins Jahr 2002 hinein war der Markt für Unternehmensanleihen ein Lichtblick unter den weltweiten Finanzmärkten gewesen. Unternehmen, die bei den Banken oder an den Aktien- und Commercial-Paper-Märkten keine Mittel mehr erhielten, konnten sich an den Anleihemarkt wenden, wo sich die Anleger offenbar durch steigende Ausfallquoten und immer häufigere Bonitätsherabstufungen nicht beeindruckt liessen. Die Renditaufschläge auf Unternehmensanleihen in Anlagequalität waren in dieser Zeit zumeist enger geworden, während gleichzeitig der Kurszerfall an den Aktienmärkten anhielt. Die Stimmung begann jedoch im Februar 2002 umzuschlagen, zunächst angesichts der Enthüllungen im Zusammenhang mit dem Enron-Konkurs, dann – noch dramatischer – im Juli nach Bekanntwerden der oben erwähnten Mängel in den Führungs- und Überwachungsmechanismen. Am US-Dollar-Markt weiteten sich die Aufschläge von Anleihen mit BBB-Rating gegenüber Swaps von Februar bis Juni 2002 um 57 Basispunkte aus und schnellten dann allein im Juli um nochmals 35 Basispunkte hoch (Grafik 1.4). Wie in „Der internationale Markt für Schuldtitel“ auf S. 27 angegeben, ging

Kräftiger Anstieg
des Preises des
Kreditrisikos im
Juli ...

Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen und US-Renditen



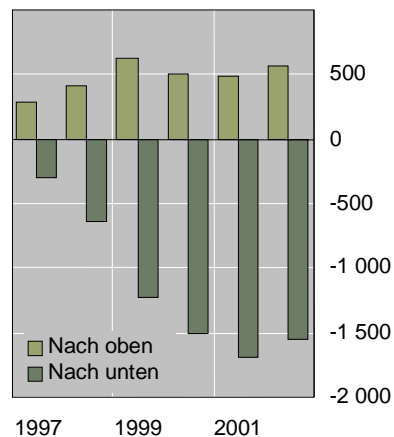
der internationale Anleihenabsatz von in den USA ansässigen Unternehmen im Juni und Juli erheblich zurück. In Europa weiteten sich die Renditenaufschläge für Unternehmensanleihen, die Anfang 2002 leicht anzuziehen begonnen hatten, im Juli ebenfalls stark aus; der Absatz ging jedoch nicht so markant zurück. Im August waren, wie an den Aktienmärkten, erste Anzeichen eines wiederkehrenden Vertrauens zu beobachten, und die darauf folgende Verringerung der Aufschläge liess die Schuldner umgehend an den Markt zurückkehren.

Ironischerweise wurden die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen ausgerechnet zu einer Zeit höher, als sich die Zahl der Bonitätsherabstufungen wieder verringerte. Die Zahl der Unternehmen, deren Schuldtitel von den Rating-Agenturen herabgestuft wurden, hatte 2001 ihren Höhepunkt erreicht (Grafik 1.5). Zu dem Zeitpunkt konzentrierten sich die Herabstufungen tendenziell auf den BBB-Bereich. Dabei war die Zahl der Emissionen, die ihr

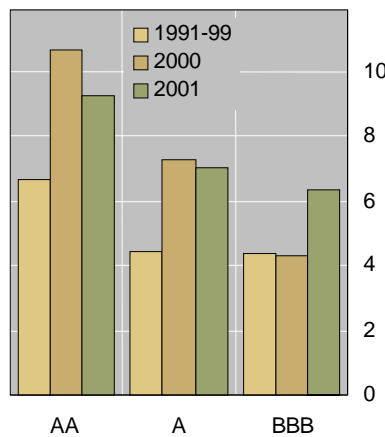
... trotz weniger zahlreicher Bonitätsherabstufungen

Ratings und Risiko von Herabstufungen

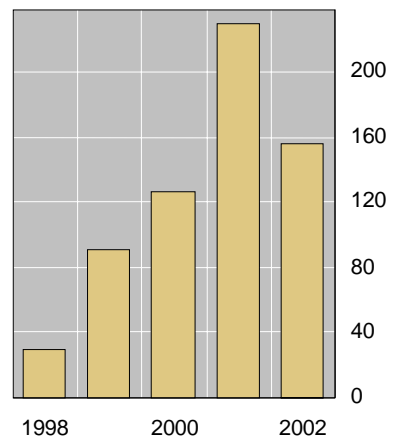
Rating-Änderungen¹



Wahrscheinlichkeit von Herabstufungen²



Anzahl Herabstufungen unter Anlagerating³



¹ Anzahl Unternehmen, deren Bonitätseinstufung während des Jahres geändert wurde; Schätzung für 2002 anhand von auf Jahresbasis umgerechneten Daten bis Juni. ² Prozentuale Wahrscheinlichkeit einer Herabstufung innerhalb eines Jahres; alle von Standard & Poor's CreditPro erfassten Emissionen. ³ Anzahl Emissionen, die unter Anlagequalität fielen; Schätzung für 2002 anhand von auf Jahresbasis umgerechneten Daten für das erste Quartal.

Quellen: Standard & Poor's; Moody's; Bloomberg; CSFB.

Grafik 1.5

Anlagerating einbüssten, ungewöhnlich gross. Bis Mitte 2002 schien die Risikobereitschaft der Anleger am Markt für Unternehmensanleihen weitgehend unbeeinträchtigt durch die Verluste, die bei solchen Herabstufungen entstanden. Als sich die Aufschläge für BBB-Anleihen im Juni ausweiteten, war die Zahl der neu unterhalb der Anlagequalität eingestuft Unternehmen offenbar schon rückläufig. Die Anleger reagierten offensichtlich eher auf die generellen Bedenken über die Führungs- und Überwachungsmechanismen, die auch die Aktienmärkte schwer belasteten, als auf Bonitätsherabstufungen und Ausfälle.

Auffallenderweise litten grosse Finanzinstitute besonders stark unter Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos, und dies ausgerechnet, als die Lage am Aktienmarkt auch ihr Eigenkapital beeinträchtigte. Während des ganzen Jahres 2001 und Anfang 2002 hegten die Anleger diesbezüglich vor allem gegenüber Telekommunikationsunternehmen Bedenken, und zwar sowohl in Europa als auch in den USA. Mitte 2002 wandten sie jedoch ihre Aufmerksamkeit vermehrt Versicherungsgesellschaften und Grossbanken zu. In Europa gaben einige solche Finanzunternehmen überraschend hohe Verluste auf ihren Beständen an Aktien und Unternehmensanleihen bekannt. In den USA wurden die Anleger durch das Ausmass der Risikopositionen der Banken in grossen Konkursen überrascht. Infolgedessen waren bis Juli 2002 die Renditeaufschläge für Finanzinstitute mit AA-Rating fast ebenso gross geworden wie für Industrieunternehmen mit A-Rating (Grafik 1.4). Da Finanzinstitute mit viel Fremdkapital arbeiten und enge Zinsmargen die Basis für den Wettbewerb bilden, können ihnen die höheren Kosten der Mittelbeschaffung nach einer Herabstufung das gewinnbringende Betreiben des Kreditgeschäfts erschweren. Früher versuchten herabgestufte US-Finanzinstitute, ihr Rating durch die Auf-

Kreditrisiko-
bedenken auch für
Finanzsektor

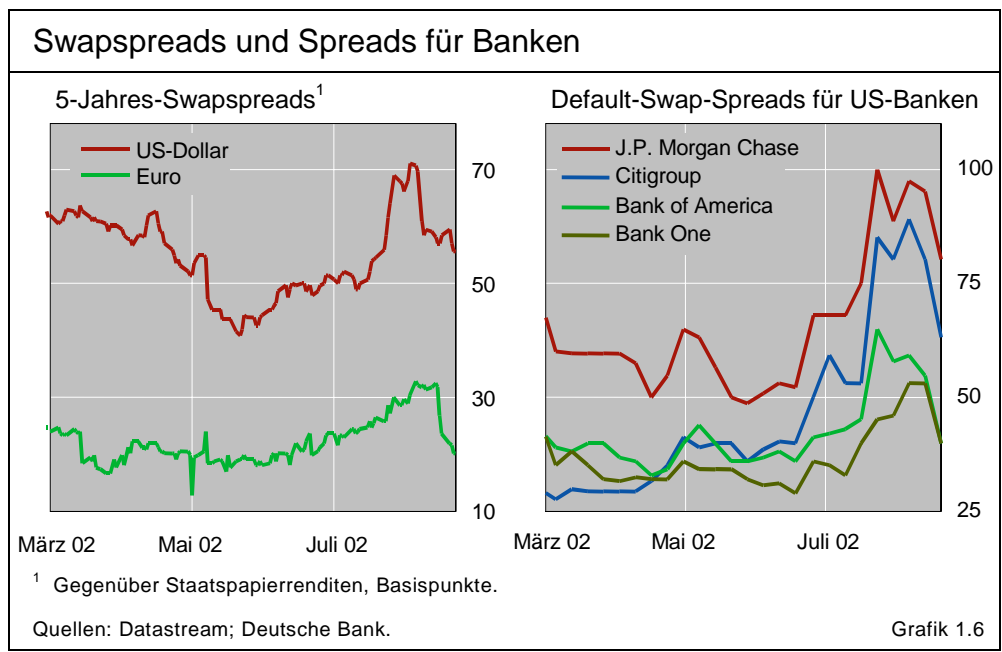
nahme von Aktienkapital wiederzuerlangen. Seit kurzem ist ihnen dieser Weg jedoch verschlossen.

Während einer kurzen Zeitspanne bestanden am Swapmarkt grosse Bedenken hinsichtlich des Kontrahentenrisikos. Der Abstand zwischen US-Dollar-Swaprenditen und US-Schatztitelrenditen weitete sich stark aus, worin sich eine erhöhte Risikosensibilität bei Geschäften mit grossen US-Derivathändlern äusserte. Dieser Abstand hatte sich auch im August und September 1999 ausgeweitet, aber damals waren vorübergehende Liquiditätsengpässe infolge einer Verlagerung der Absicherungsgeschäfte von US-Schatztiteln zu Swaps die Hauptursache gewesen. In der vierten Juliwoche 2002 weiteten sich die Spreads für 5-jährige US-Dollar-Swaps um 20 Basispunkte aus (Grafik 1.6); diese Entwicklung fiel mit vertieften Untersuchungen der Rolle von Finanzinstituten in den Finanzgeschäften von Enron durch den US-Kongress, die Securities and Exchange Commission und das Justizministerium zusammen. Die Spreads auf Credit-Default-Swaps von grossen US-Geschäftsbanken stiegen im gleichen Zeitraum, am stärksten für die beiden untersuchten Banken. Bis August waren die Swapsreads zu ihren vorherigen Niveaus zurückgekehrt; einige Default-Swap-Spreads blieben allerdings relativ hoch.

Rückkehr des Kontrahentenrisikos

Zu den Problemen der Schuldner am Markt für Unternehmensanleihen kam noch hinzu, dass der Markt für forderungsunterlegtes Commercial Paper (asset-backed commercial paper: ABCP), der einer der letzten noch florierenden Kreditmärkte gewesen war, zum ersten Mal seit seinen Anfängen einen Rückgang verzeichnete. Der traditionelle CP-Markt hatte schon 2001 zu schrumpfen begonnen; Bonitätsrückstufungen und die mangelnde Bereitschaft der Banken, Back-up-Liquiditätsfazilitäten bereitzustellen, hatten Schuldner mit kurzfristigem Rating von weniger als A1/P1 die Mittelaufnahme erschwert. Da der ABCP-Markt mit besicherten Instrumenten handelt, hatte das Kreditrisiko dort keine Rolle gespielt. Als jedoch 2002 das Financial Accounting

Rückgang selbst am ABCP-Markt

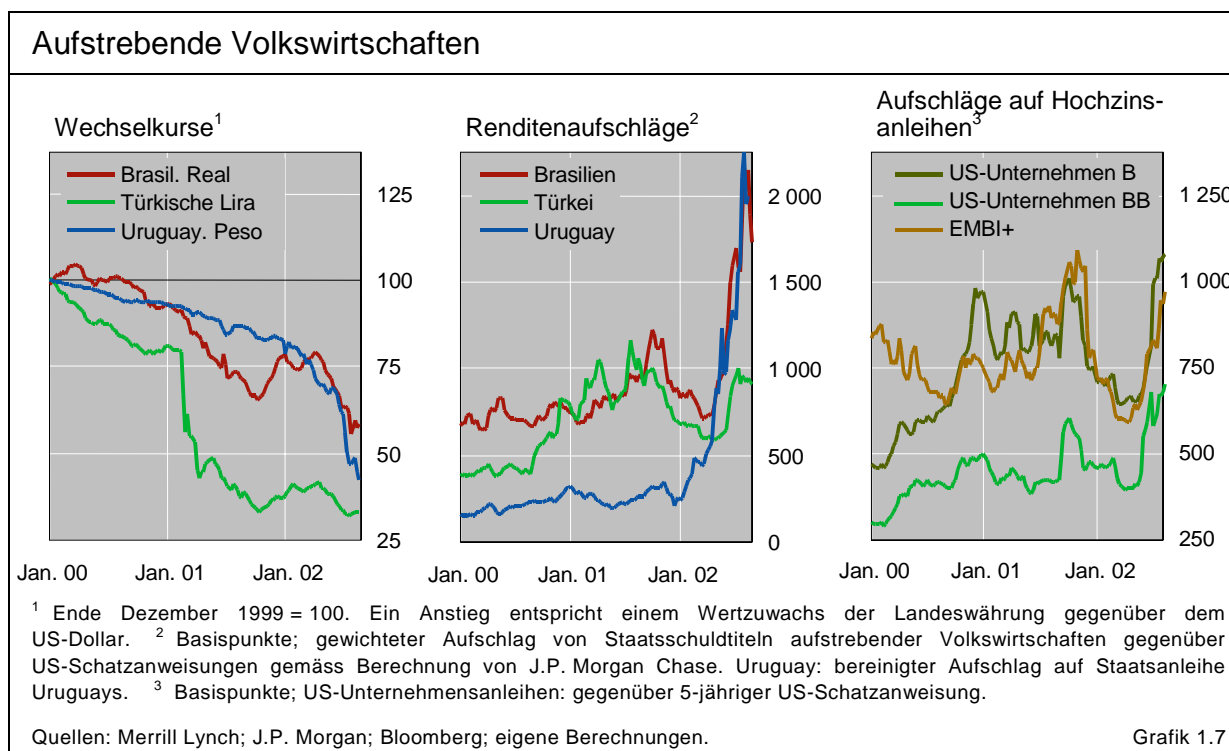


Standards Board der USA Anstalten traf, die Bilanzvorschriften über die Konsolidierung von Zweckgesellschaften zu ändern, schreckte dies die wichtigsten ABCP-Promotoren davon ab, ihre Geschäfte auszuweiten.

Risikoaversion greift auf Anleger in aufstrebenden Volkswirtschaften über

Lokale Ereignisse und Risikoaversion als Störeinflüsse in aufstrebenden Volkswirtschaften

Parallel zur Ausweitung der Renditenaufschläge auf US-Unternehmensanleihen unter Anlagequalität erhöhten sich auch die Aufschläge auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften im Juni und Juli deutlich (Grafik 1.7). In mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere Brasilien, wurden die Finanzmärkte durch ein Zusammentreffen lokaler Ereignisse und wachsender Risikoaversion unter den Anlegern in aller Welt erschüttert. In Brasilien und der Türkei drückte politische Unsicherheit, gepaart mit wachsenden Zweifeln an der Tragfähigkeit der Schuldenlast, stark auf die Preise von Vermögenswerten und auf die Währung. In Uruguay lösten Kapitalabflüsse eine Bankenkrise aus, als von der Liquiditätskrise betroffene Argentinier Ersparnisse aus Banken des Nachbarlandes abzogen. Diese Ereignisse hatten einen Anstieg der Risikoprämien quer durch alle aufstrebenden Volkswirtschaften zur Folge, insbesondere für Länder mit hohem Haushaltsdefizit oder schweren Schuldendienstverpflichtungen. Dennoch blieben für viele Kreditnehmer mit hoher oder sich verbessernder Bonität die Konditionen für die Mittelaufnahme günstig, da die höheren Aufschläge durch niedrigere US-Dollar- und Euro-Renditen ausgeglichen wurden.



Besorgnis über die Gesundheit des türkischen Premierministers und den plötzlichen Rücktritt mehrerer Kabinettsminister lösten im Juni und Anfang Juli eine Flucht aus türkischen Vermögenswerten aus. Der Aussenwert der türkischen Lira sank in der Zeit um beinahe 15%, und der Renditenaufschlag auf US-Dollar-Staatsanleihen des Landes stieg um über 400 Basispunkte auf fast 11%. Ein politischer Kompromiss stützte dann die derzeitige Regierung, wenigstens bis zu den Wahlen im November, und die Auszahlung zugesagter IWF-Mittel stabilisierte danach die Lira und den Preis türkischer Schuldtitel.

Unsicherheit hinsichtlich der bevorstehenden Präsidentenwahlen in Brasilien und der Tragbarkeit des Haushaltsdefizits des Landes löste ähnlichen Druck auf brasilianische Aktiva aus, aber strukturelle Besonderheiten der Staatsschuldtitel Brasiliens verschärften die Situation zusätzlich. Die Anleger begannen, brasilianische Aktiva abzustossen, als der Präsidentschaftskandidat der Regierungskoalition in landesweiten Meinungsumfragen gegenüber den Kandidaten anderer Parteien an Boden verlor. Die Verkaufswelle drückte den Wechselkurs des Real nach unten und die Sätze, zu denen die Regierung ihre Inlandsschulden refinanzieren konnte, nach oben. Da ein grosser Teil der Inlandsschulden Brasiliens an den Wechselkurs des Real gekoppelt ist, erhöhten sich der Umfang der Staatsschulden und der Schuldendienst in raschem Tempo. Schnell bildete sich ein Teufelskreis, und der Real büsste von Mitte April bis Ende Juli die Hälfte seines Wertes ein. Gleichzeitig vervierfachte sich der Renditenaufschlag auf US-Dollar-Staatsanleihen Brasiliens nahezu auf fast 2 400 Basispunkte.

Die Ankündigung eines Kreditpakets des IWF, im Nominalwert von \$ 30 Mrd., brachte Brasilien Anfang August kurzfristig etwas Ruhe. Da das Paket jedoch längerfristig konzipiert ist und da der Markt die Fähigkeit aller derzeitigen Präsidentschaftskandidaten, die Fiskalaufgaben des Pakets zu erfüllen, skeptisch beurteilte, gingen die nach der Ankündigung eingetretenen Gewinne rasch wieder verloren. Der erneute Druck auf brasilianische Aktiva verstärkte sich noch, als Moody's wenige Tage nach der Ankündigung des IWF-Pakets das Rating der Auslandsschulden auf B2, fünf Bonitätsgrade unter Anlagequalität, herabstufte. Gegen Ende August wurden die Renditenaufschläge Brasiliens wieder enger angesichts wachsender Unterstützung für den Kandidaten der Regierungskoalition, der erkennbaren Stabilisierung des Wechselkurses und der sich weltweit verringernenden Risikoscheu.

Uruguay musste Anfang August wegen Ansteckungseffekten der Ereignisse im Nachbarland Argentinien seine Banken schliessen. Im Juni gab Uruguay den Wechselkurs seiner Währung frei, als sowohl der argentinische Peso als auch der brasilianische Real neue Tiefstwerte erreichten. Die Zentralbankreserven Uruguays setzten im Juli zu einem steilen Fall an, als argentinische Einleger, die nicht mehr auf ihre Einlagen im eigenen Land zugreifen konnten, ihre Ersparnisse bei uruguayischen Banken abzuziehen begannen. Kurz danach stellten die USA einen Notkredit von \$ 1,5 Mrd. zur Verfügung, der durch ein Paket unter der Federführung des IWF abgelöst werden sollte.

Anleger besorgt
wegen Wahlen in
Brasilien

Ansteckung trifft
Uruguay

Finanzierungs-
kosten für
kreditwürdigere
Schuldner nach wie
vor tief

Kreditwürdigere Schuldner litten vergleichsweise weniger unter der Ansteckung von Brasilien, was zeigt, dass die Anleger nach wie vor zwischen Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften differenzieren können. Die asiatischen Länder (ohne Japan) verzeichneten im zweiten Quartal 2002 einen kräftigen Absatz internationaler Anleihen und Aktien, der durch die bisher grösste Unternehmensanleihe aus dieser Region hochgetrieben wurde, eine Emission der malaysischen Ölfirma Petronas über \$ 2,7 Mrd. (s. „Der internationale Markt für Schuldtitel“, S. 27). Zu Beginn des dritten Quartals verlangsamte sich der Absatz offenbar, aber Emittenten mit hoher oder sich verbessernder Bonität hatten nach wie vor guten Zugang zu den internationalen Märkten. Im Juli und August weiteten sich zwar die Renditenaufschläge selbst für Schuldner mit Anlagequalität wie z.B. Korea mässig aus, der starke Rückgang der US-Dollar- und Euro-Renditen verringerte jedoch tatsächlich die Finanzierungskosten für zahlreiche Emittenten. Darüber hinaus waren die Märkte gegenüber erstmaligen Emittenten aufnahmebereit. Iran gelangte zum ersten Mal seit der Revolution von 1979 an den internationalen Anleihemarkt: Die Zentralbank nahm Ende Juli € 625 Mio. auf.

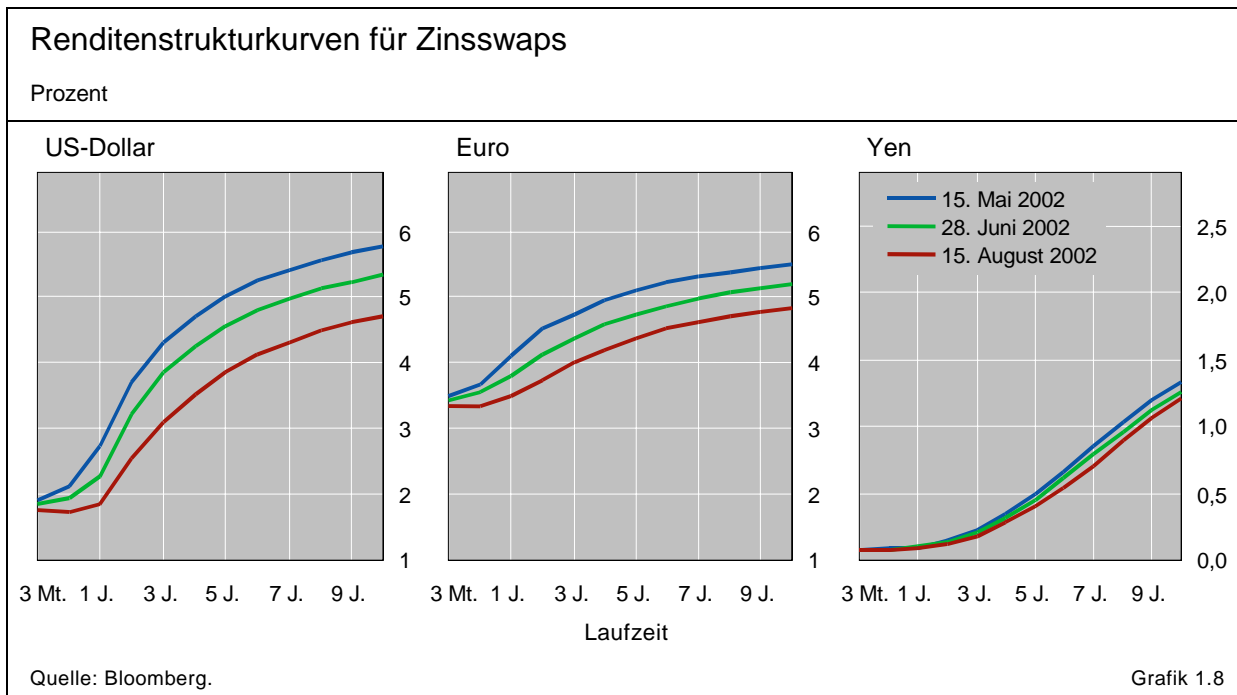
Renditenstrukturkurven zeigen auf lange Sicht Optimismus an

Aus der Entwicklung der Renditenstrukturkurven geht wachsender Pessimismus hinsichtlich der kurzfristigen Aussichten der Weltwirtschaft hervor. Im Juni und Juli, als die Anleger an den Märkten für Aktien und Unternehmensanleihen ihr Augenmerk auf das spezifische Bonitätsrisiko richteten, galt die Aufmerksamkeit jener Anleger, die Positionen auf die Entwicklung der Renditenstrukturkurve eingingen, weiterhin den allgemeinen Wirtschaftsdaten. Die Daten verzeichneten einen eigentlichen Umschwung zwischen den ersten Monaten des Jahres und den Sommermonaten, d.h. die grossen Hoffnungen auf eine kräftige Erholung verwandelten sich in Besorgnis über eine mögliche „double-dip“-Rezession in der Realwirtschaft. Die enttäuschenden Daten gipfelten in einer schwachen vorläufigen Schätzung des US-BIP für das zweite Quartal, die am 31. Juli bekannt gegeben wurde, und einem überraschend geringen Wert für die US-Beschäftigungsentwicklung ohne Agrarsektor, der am 2. August veröffentlicht wurde. Während die Swaprenditenkurven bis Mitte Mai relativ stabil geblieben waren, sanken sie von da an bis Mitte August erheblich (Grafik 1.8). Da die Anleger die US-Daten genauer beobachteten, war die Verschiebung der US-Dollar-Kurve stärker als die der Euro-Kurve. Dass die Yen-Kurve gleichzeitig praktisch stabil blieb, deutet auf weitgehend unveränderte Erwartungen bezüglich der japanischen Wirtschaft hin.

In der Form der US-Dollar- und Euro-Renditenkurven am kurzen Ende schlug sich eine Umkehr der Erwartungen bezüglich der Geldpolitik nieder. Zu Jahresbeginn hatte eine steile Neigung am kurzen Ende die Erwartung einer wahrscheinlichen Erhöhung der Zentralbanksätze angezeigt. Bis August war die Neigung ungewöhnlich flach geworden, was zeigt, dass nun eher mit einer geldpolitischen Lockerung als mit einer Straffung gerechnet wurde. Mit ungewöhnlicher Besorgnis wurden die Sitzung des Offenmarktausschusses der

Fallende
Renditenstruktur-
kurven wegen ent-
täuschender Daten

Flachere Kurven am
kurzen Ende wegen
erwarteter
Lockerung der
Geldpolitik ...



Federal Reserve (FOMC) vom 13. August und ihre Ergebnisse bezüglich der US-Geldpolitik erwartet. Der FOMC beschloss dann aber, den Leitzinssatz noch nicht zu senken. Einen Tag später fiel die Rendite von 2-jährigen US-Dollar-Swaps auf 2,3%, den tiefsten je erreichten Stand; offenbar waren die Marktteilnehmer überzeugt, dass die Federal Reserve noch vor Ende 2002 die Zinsen senken würde. In Europa trug der steigende Aussenwert des Euro dazu bei, Bedenken des Marktes, die EZB werde in naher Zukunft ihre Zinssätze anheben, zu beschwichtigen.

Noch während die Marktteilnehmer die Chancen für eine baldige wirtschaftliche Erholung zunehmend skeptisch beurteilten, schienen sie bezüglich der längerfristigen Aussichten optimistisch gestimmt. Jenseits der 1-Jahres-Laufzeit blieb die Neigung der US-Dollar- und der Euro-Renditenstrukturkurve relativ steil. Ein Rückgang der langfristigen Renditen unmittelbar nach der FOMC-Sitzung vom August deutet zwar darauf hin, dass die Marktteilnehmer zunächst enttäuscht über das Ausbleiben einer Zinssenkung waren, doch zwei Tage später stiegen diese Renditen steil an, was eine positivere Beurteilung anzeigt. Ab Mitte August betrug der Abstand zwischen der 10-Jahres- und der 1-Jahres-Rendite für US-Dollar-Swaps 281 Basispunkte und für Euro-Swaps 135 Basispunkte. In der flachen Neigung der Kurven am kurzen Ende und der steilen Neigung am langen kommt die Ansicht zum Ausdruck, dass die erwartete geldpolitische Lockerung ausreichen werde, um auf längere Sicht eine robuste Erholung zu stützen.

... und weiterhin steiles langes Ende wegen längerfristigen Optimismus

Klarheit und Wahrheit: das Sarbanes-Oxley-Gesetz von 2002

Am 30. Juli wurde in den USA der „Sarbanes-Oxley Act“ zu geltendem Recht. Das Gesetz ist eine Reaktion auf die Serie von Bilanzunregelmässigkeiten, die das Vertrauen der Anleger an den US-Aktienmärkten untergraben haben. Seine wichtigsten Ziele sind: den Anlegern aktuelle und verlässliche Informationen über Unternehmen zu verschaffen, die Rechenschaftspflicht von Führungskräften zu verbessern und die Unabhängigkeit der Revision zu stärken. Mit dem Verabschieden dieses Gesetzes wurde anerkannt, dass fundierte Informationen über die einzelnen Unternehmen wesentlich sind, damit die Märkte ihre Funktion bei der Kapitalallokation wirklich wahrnehmen können.^①

Das Gesetz bringt weit reichende Änderungen der bestehenden Gesetzgebung mit sich und führt eine Reihe neuer Vorschriften für das oberste Verwaltungsorgan und die Geschäftsleitung von US-Publikumsgesellschaften ein. Es wird erhebliche Konsequenzen für an den US-Börsen notierte Gesellschaften und für eine Reihe von Berufsständen haben. Die Securities and Exchange Commission (SEC) der USA wird für den Vollzug der neuen Vorschriften zuständig sein. In diesem Kasten werden die wichtigsten Elemente des neuen Gesetzes zusammengefasst.^②

Offenlegung. In dem Gesetz wird hervorgehoben, dass die bei der SEC eingereichten Finanzausweise die Finanzlage und den Erfolg der börsennotierten Gesellschaften getreu darstellen müssen, einschliesslich aller wesentlichen Bilanzbereinigungen gemäss den Generally Accepted Accounting Principles (GAAP: allgemein anerkannte Buchführungsgrundsätze) und/oder Regelungen und Vorschriften der SEC. Eine der wichtigsten Bestimmungen lautet, dass der Chief Executive Officer (CEO) und der Chief Financial Officer (CFO) die Richtigkeit jedes Jahres- und Quartalsausweises, der bei der SEC eingereicht wird, eidlich bestätigen müssen.^③ Mit ihrer Unterschrift bestätigen sie, dass sie den Finanzausweis gelesen haben, dass er die Finanzlage und den Erfolg der Gesellschaft getreu darstellt und dass er den einschlägigen Vorschriften des Securities Exchange Act von 1934 vollständig entspricht. Eine neue strafrechtliche Bestimmung sieht Bussen und/oder Gefängnisstrafen für einen CEO oder CFO vor, der wissentlich einen nicht vorschriftsgemässen oder falschen Finanzausweis bestätigt.

Regulierung von Handels- und anderen Geschäften von Mitarbeitern sowie Mitgliedern des Verwaltungsorgans. Firmen-Insider müssen jetzt jegliche Änderung ihrer Eigentumsverhältnisse in Bezug auf Aktien ihres Unternehmens innerhalb von zwei Geschäftstagen nach der Transaktion melden. Den Gesellschaften ist es auch, mit eng begrenzten Ausnahmen, verboten, den Mitgliedern ihres Verwaltungsorgans oder der Geschäftsleitung Kredite aus Gesellschaftsmitteln zu gewähren.

Prüfungsausschüsse. Das neue Gesetz sieht vor, dass sich der Prüfungsausschuss einer Gesellschaft ausschliesslich aus unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungsorgans (d.h. Mitgliedern, die kein Beratungshonorar erhalten und nicht mit Personen, die mit der Gesellschaft verbunden sind, in Beziehung stehen) zusammensetzen soll. Darüber hinaus soll der Prüfungsausschuss direkt für die Ernennung und Überwachung der Revisoren und für das Festlegen von Verfahren für die Entgegennahme und Behandlung von Beschwerden im Zusammenhang mit der Rechnungslegung (einschl. anonymer Hinweise von Angestellten auf fragwürdige Rechnungslegungspraktiken) verantwortlich sein. Der Prüfungsausschuss wird befugt sein, für die Erfüllung seiner Pflichten unabhängige Anwälte und Berater beizuziehen.

Unabhängigkeit und Pflichten der Revisoren. Revisoren werden eine Reihe von Pflichten erfüllen müssen, damit sie den Finanzausweis eines Unternehmens bestätigen dürfen. Dazu gehört ein Verbot, den geprüften Unternehmen Dienstleistungen ausserhalb der Rechnungsprüfung anzubieten, wie Buchführung, Gestaltung von Finanzinformationssystemen, versicherungstechnische Dienstleistungen, Anlage- und Rechtsberatung. Der federführende Revisor darf darüber hinaus für ein und dasselbe Unternehmen die Rechnungsprüfung für höchstens fünf aufeinander folgende Geschäftsjahre vornehmen.

^① S. Kapitel VI in: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 72. Jahresbericht, Juli 2002, Basel. ^② Dieser Kasten stützt sich zum Teil auf das Informationsbulletin von Wilmer, Cutler und Pickering, *Corporate and Securities Law Developments*, 31. Juli 2002. ^③ Allen 14 000 an US-Börsen notierten Gesellschaften wurde eine Frist bis zum 29. August gesetzt, um ihre Finanzausweise zu bestätigen.

Neue strafrechtliche Bestimmungen und Verschärfung bestehender Bestimmungen. Das Gesetz schafft mehrere neue Straftatbestände, für die Bussen und/oder Gefängnisstrafen vorgesehen sind. Dazu gehören die wissentliche oder vorsätzliche Bestätigung nicht vorschriftsgemässer oder unrichtiger Finanzausweise, Betrug im Zusammenhang mit den Wertpapieren einer börsennotierten Gesellschaft sowie die Vernichtung oder Verfälschung von Unterlagen in der Absicht, eine Untersuchung durch eine Bundesbehörde zu behindern. Das Gesetz erhöht ausserdem die bisherigen Strafen für Wirtschaftsverbrechen und Betrug. Darüber hinaus sind Repressalien und Racheakte des Unternehmens gegenüber Anzeige erstattenden Mitarbeitern in Zukunft ein Verbrechen, das mit Gefängnis bestraft wird.

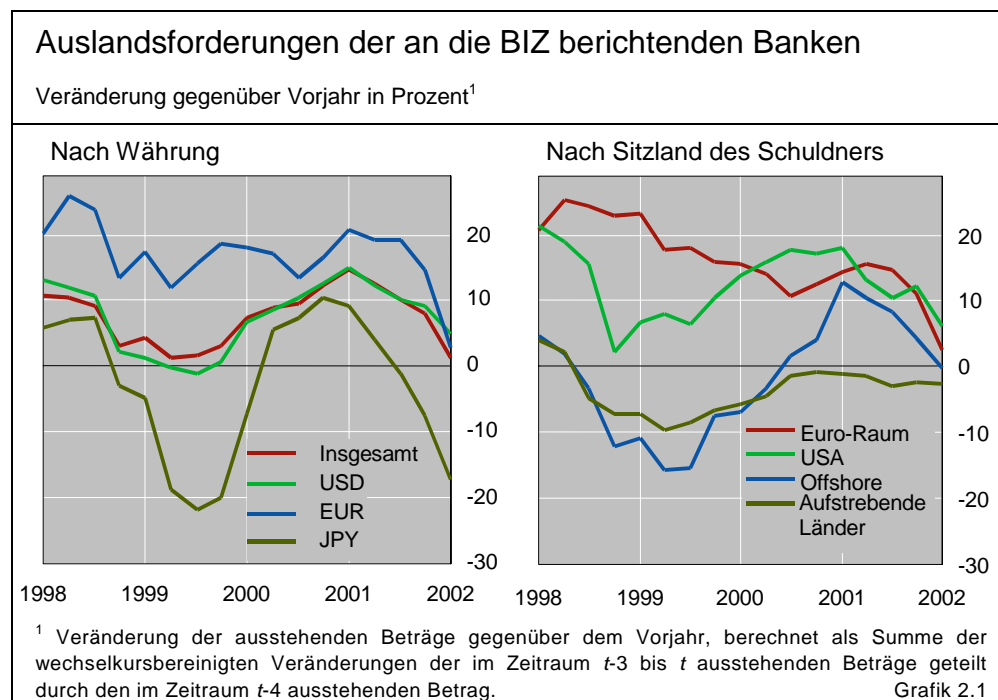
Sonstige Bestimmungen. Mit dem Gesetz wird ein neues Aufsichtsgremium für Wirtschaftsprüfer, das Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), geschaffen. Dieses erhält weit reichende Befugnisse für die Festlegung von Berufsstandards und die Regelung der Durchführung der Revision durch Wirtschaftsprüfungsunternehmen; es untersteht der Oberaufsicht der SEC. Das PCAOB soll ferner prüfen, ob die GAAP von einem auf festen Regeln beruhenden System in ein auf Grundsätzen beruhendes System umgewandelt werden sollen, und es wird mehrere Fragen im Zusammenhang mit der Rechnungslegung untersuchen, z.B. die Behandlung von Zweckgesellschaften. Das Gesetz beauftragt überdies die SEC, sich mit Interessenkonflikten von Wertpapieranalysten zu befassen.^④

^④ Im Mai 2002 hatte die SEC schon Vorschlägen der National Association of Securities Dealers und der New Yorker Börse zugestimmt, solche Interessenkonflikte zu behandeln. Gemäss den neuen Vorschriften müssen die Institute sowohl die Streuung ihrer Einstufungen (d.h. „Kaufen“, „Verkaufen“ oder „Halten“) als auch ihre Investmentbankgeschäfte mit den beurteilten Unternehmen offen legen, und sie müssen für eine strikte Trennung ihrer Wirtschaftsforschungs- und Investmentbankdienste sorgen. Nach Abschluss einer Erhebung zu Marktpraktiken wird die SEC möglicherweise weitere Vorschriften erlassen.

2. Das internationale Bankgeschäft

Die schon 2001 beinahe kontinuierlich feststellbare Verlangsamung im internationalen Bankgeschäft verstärkte sich im ersten Quartal 2002. In praktisch allen Segmenten des internationalen Bankkreditmarktes war das Geschäft schwach. Während die Abnahme 2001 noch weitgehend einem Rückgang der Kredite an andere Banken zuzuschreiben gewesen war, verstärkte sie sich im ersten Quartal 2002 durch eine Reduzierung der Kredite an die eigenen Auslandsniederlassungen von Banken und an Nichtbanken. Sie erklärt sich zu einem grossen Teil wohl mit einer gedämpften Nachfrage nach Bankkrediten; auf der Angebotsseite spielte jedoch auch der Rückzug der japanischen Banken eine erhebliche Rolle.

Mit Ausnahme Lateinamerikas war die Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften von der weltweiten Verlangsamung des Kreditwachstums nur wenig betroffen. Die Banken hielten im Allgemeinen ihre Positionen in Asien und Europa und erhöhten sie gegenüber bestimmten Ländern sogar. Die Bankforderungen gegenüber Lateinamerika, insbesondere an Argentinien, sanken jedoch. Darüber hinaus repatriierten Gebietsansässige in Lateinamerika



und im Nahen Osten Auslandsanlagen, sodass wie bereits im Vorquartal netto Mittel von den Banken im BIZ-Berichtsgebiet in aufstrebende Volkswirtschaften flossen.

Auslandskredite an alle Sektoren wachsen langsamer

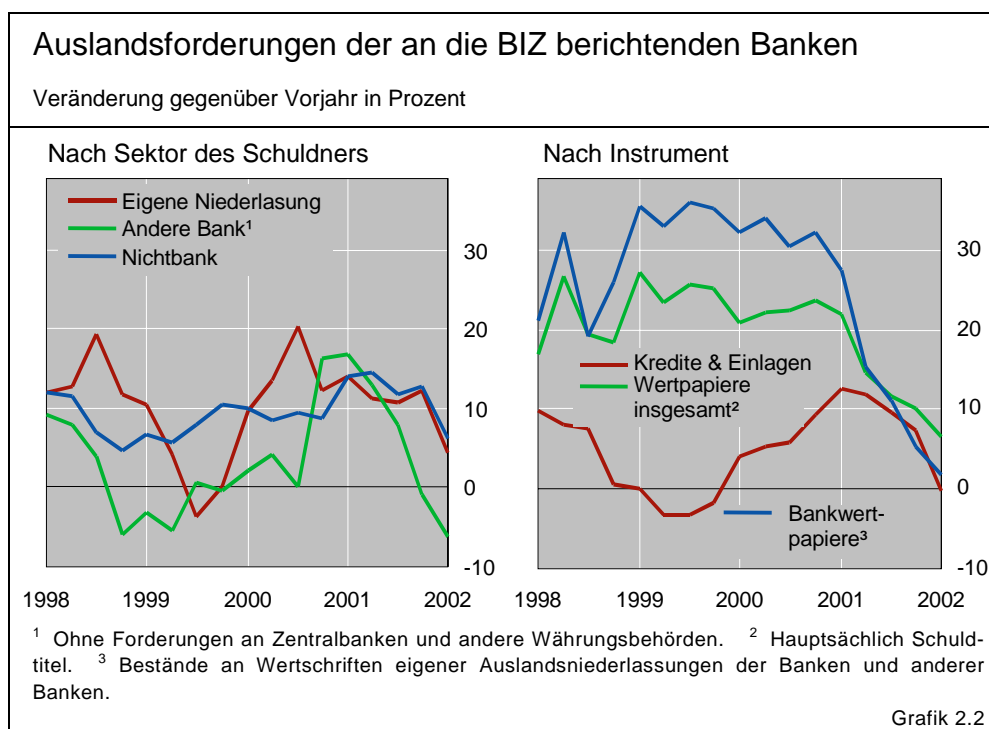
Im ersten Quartal 2002 verlangsamte sich das Wachstum der Auslandskredite der Banken im Vergleich zum Vorjahresquartal auf 1%, nachdem es im vierten Quartal 2001 noch 8% betragen hatte (Grafik 2.1). Nach diesem kräftigsten Wachstumsrückgang seit Ende 1998 ist die Wachstumsrate auf den niedrigsten Stand seit Mitte 1999 zurückgefallen. Die ausstehenden Auslandsforderungen bei Banken im Berichtsgebiet erhöhten sich zwischen Ende Dezember 2001 und Ende März 2002 ohne Saisonbereinigung um \$ 31 Mrd. auf \$ 11,6 Bio. (Tabelle 2.1).

Niedrigste Wachstumsrate der Auslandskredite der Banken seit Mitte 1999

Die Kreditvergabe fiel in den meisten Regionen schwach aus. Das Wachstum der Auslandsforderungen an den Euro-Raum ging im ersten Quartal 2002 mit 3% im Vergleich zum Vorjahresquartal besonders deutlich zurück. Im vierten Quartal 2001 hatte es noch 12% betragen. Zwar wuchsen die Auslandsforderungen an die USA immer noch stärker als in den anderen Regionen, doch verlangsamte sich das Wachstum auch dort von 12% im vierten Quartal 2001 auf 6% im ersten Quartal 2002.

Schwache Kreditvergabe in die meisten Regionen und an alle Sektoren

Ausserdem schwächte sich die Kreditvergabe an sämtliche Sektoren ab (Grafik 2.2). Die Kredite an nicht verbundene Banken, bei denen bereits im Laufe des Jahres 2001 eine Abschwächung eingesetzt hatte, verringerten sich zwischen Ende März 2001 und Ende März 2002 um 6%. Im Jahr 2001 war das Wachstum der grenzüberschreitenden Forderungen an andere Sektoren stabil geblieben, doch im ersten Quartal 2002 griff die Verlangsamung vom



Interbankmarkt auch auf andere Sektoren über. Das Wachstum der Forderungen an eigene Auslandsniederlassungen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum – ein beträchtlicher Anteil davon entsteht durch die „Umleitung“ über internationale Bankenplätze – fiel von 12% im vierten Quartal 2001 auf 4% im ersten Quartal 2002. Das Wachstum der Forderungen an Unternehmen und andere Nichtbanken verringerte sich von 13% auf 6%.

Trotz der Verlangsamung des Kreditwachstums emittierten Banken weiterhin Schuldtitel in beträchtlichem Umfang. Der ausstehende Bestand an Einlagezertifikaten und anderen Wertpapieren, die von Banken aus dem Berichtsgebiet bei Nichtgebietsansässigen platziert wurden, stieg im ersten Quartal im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ähnlich wie im Vorquartal um

Auslandsforderungen von an die BIZ berichtenden Banken								
Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt; Mrd. US-Dollar ¹								
	2000	2001	2001				2002	Stand Ende März 2002
	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
Forderungen insgesamt	1 221,9	858,9	729,2	-79,9	-25,3	234,8	31,1	11 562,9
Nach Instrument								
Kredite und Einlagen	738,1	613,3	603,4	-89,6	-64,0	163,5	-19,7	8 774,4
Wertpapiere ²	483,8	245,6	125,8	9,7	38,7	71,3	50,8	2 788,4
Nach Währung								
US-Dollar	513,3	432,1	231,0	-5,3	18,5	187,9	37,0	5 282,8
Euro	455,6	438,1	396,9	8,2	45,7	-12,6	45,8	3 322,9
Yen	94,6	-65,3	-6,0	-14,9	-51,0	6,6	-81,3	626,3
Sonstige Währungen ³	158,4	54,1	107,3	-67,8	-38,4	52,9	29,5	2 330,8
Nach Sektor des Schuldners								
Eigene Geschäftsstellen	408,3	443,4	185,3	-63,2	89,8	231,5	-95,4	3 679,3
Andere Banken ⁴	524,8	-31,1	270,5	-92,1	-115,8	-93,7	70,5	3 930,2
Nichtbanken	288,8	446,5	273,5	75,4	0,7	97,0	55,9	3 953,3
Nach Sitzland des Schuldners								
Entwickelte Volkswirtschaften	1 133,3	800,8	661,9	-51,3	-14,5	204,6	22,5	8 967,6
Euro-Raum	389,0	368,4	332,3	34,4	-6,6	8,2	50,3	3 577,5
Japan	-12,0	-23,3	-1,6	-25,1	-24,6	28,0	-51,8	462,8
USA	309,2	251,7	129,5	16,7	23,9	81,6	11,0	2 361,6
Offshore-Finanzplätze	51,4	55,2	50,5	-23,3	3,2	24,9	-6,7	1 460,7
Aufstrebende Volkswirtschaften	-7,8	-20,6	-1,5	-4,9	-16,9	2,7	-4,7	858,8
Nicht aufgliederbar ⁵	45,0	23,5	18,3	-0,3	2,9	2,6	19,9	275,7
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Inlandsforderungen⁶</i>	207,5	93,5	122,3	-30,8	2,1	-0,1	63,0	1 624,4

¹ Nicht saisonbereinigt. ² Hauptsächlich Schuldtitel. Sonstige Aktiva entsprechen weniger als 5% der gesamten ausstehenden Forderungen. ³ Einschl. nicht aufgliederbare Währungen. ⁴ Schuldner ohne eigene Niederlassungen, Währungsbehörden (z.B. Zentralbanken) und Nichtbanken. Wegen Restgrößen können die oben ausgewiesenen Forderungen an andere Banken von den Zahlen in Tabelle 8 des Statistischen Anhangs abweichen. ⁵ Einschl. Forderungen an internationale Organisationen. ⁶ Fremdwährungsforderungen an Gebietsansässige des Sitzlandes der berichtenden Bank.

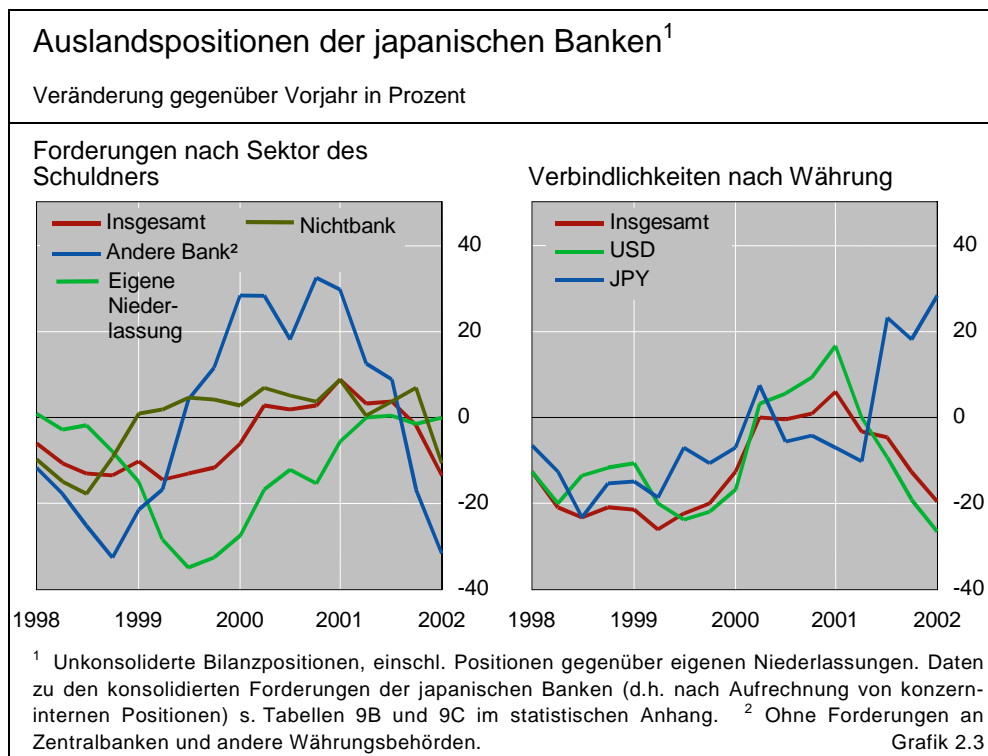
Tabelle 2.1

11%. Früher hatten Banken einen Grossteil dieser Emissionen gekauft; in den letzten Quartalen jedoch sind die Auslandskäufe der Banken an von Banken emittierten Wertpapieren beträchtlich zurückgegangen. Im ersten Quartal 2002 verringerte sich der Anstieg der Auslandsbestände der Banken an von Banken emittierten Wertpapieren im Vergleich zum Vorjahreszeitraum auf 2%, nachdem er ein Jahr zuvor noch fast 30% betragen hatte. Während sich die Käufe von Banken abschwächten, erhöhten institutionelle Investoren und Unternehmen, die zuvor kurzfristige Finanzmittel am Markt für Commercial Paper (CP) angelegt hatten, ihre Bestände an Einlagenzertifikaten, womit sie dem Rückgang bei Emissionen von Commercial Paper und den wachsenden Bedenken hinsichtlich des Unternehmenskreditrisikos Rechnung trugen.

Wertpapierkäufe
der Banken
schwächten sich ab

Rückzug japanischer Banken setzt sich fort

Die anhaltende Verringerung der Auslandspositionen japanischer Banken verschärfte die Verlangsamung der grenzüberschreitenden Bankkreditvergabe im ersten Quartal 2002. Die Auslandsforderungen japanischer Banken fielen im ersten Quartal im Vorjahresvergleich um 13%, womit die allmähliche Ausweitung ihrer Forderungen im Anschluss an die Rekapitalisierung des Bankensystems Anfang 1999 endgültig rückgängig gemacht wurde (Grafik 2.3). Der Rückgang ist im Wesentlichen auf Verkäufe von ausländischen Wertpapieren sowie auf Einbussen im Interbankgeschäft zurückzuführen. Anders als in den Jahren 1998/99 blieben die Kreditpositionen japanischer Banken gegenüber eigenen Auslandsniederlassungen jedoch weitgehend unverändert.



Japanische Banken realisieren Gewinne auf ihre Bestände an Auslandsanleihen ...

Insbesondere die Kreditvergabe an Nichtbanken fiel schwach aus. Die japanischen Banken realisierten im ersten Quartal Gewinne auf ihre Bestände ausländischer Anleihen. Im zweiten Halbjahr 2001 hatten sie in Erwartung fallender Zinsen europäische und US-Schuldtitel des Staates sowie staatlich unterstützter Stellen erworben, die sie dann Anfang 2002 teilweise veräuserten. Zu dem Rückgang der Forderungen gegenüber Nichtbanken trug ausserdem die Restrukturierung institutioneller japanischer Investmentfonds bei. Im ersten Quartal schlossen einige institutionelle Investoren ihre „Partnerships“ im Ausland und transferierten die Konten nach Japan. Da diese „Partnerships“ über Treuhandkonten bei Banken gehalten wurden, führte ihre Schliessung zu einem deutlichen Rückgang der Forderungen japanischer Banken an Nichtbanken, insbesondere von Forderungen an gebietsansässige Nichtbanken an Offshore-Finanzplätzen.¹

... verringern ihr Interbankgeschäft ...

Des Weiteren setzten die japanischen Banken die Liquidierung ihrer Forderungen an andere, nicht verbundene Banken fort. So verringerten sich ihre grenzüberschreitenden Interbankforderungen im ersten Quartal im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 32%. Zuletzt war ein Rückgang dieser Grössenordnung Anfang 1999 vor der Rekapitalisierung des japanischen Bankensystems verzeichnet worden. Dennoch hielten die japanischen Banken ihre Positionen gegenüber konzerneigenen Niederlassungen in der jüngsten Abbauphase aufrecht. Dagegen waren die Forderungen an konzerneigene Niederlassungen 1998/99 aufgrund der Schliessung vieler Geschäftsstellen im Ausland stark zurückgegangen.

... und greifen auf Devisenswaps zur Aufnahme von US-Dollar zurück

Die Veräusserung ausländischer Wertpapiere durch japanische Banken trug zusammen mit ihrem Rückzug vom Interbankmarkt dazu bei, dass sich die ausstehenden US-Dollar-Auslandsverbindlichkeiten japanischer Banken zwischen Ende März 2001 und Ende März 2002 um 26% verminderten. Durch eine Verlagerung zulasten der Vergabe unbesicherter Kredite über den Interbankmarkt hin zur praktisch besicherten Kreditvergabe über den Markt für Devisenswaps gerieten die Dollarverbindlichkeiten zusätzlich unter Druck. In den Vorquartalen fiel der Rückgang der Auslandsverbindlichkeiten der japanischen Banken in Fremdwährung mit einer Zunahme der Yen-Verbindlichkeiten in ihren Auslandsniederlassungen zusammen. Anscheinend haben die japanische Banken auf Yen lautende Finanzmittel an ihre ausländischen Niederlassungen geleitet, wo sie gegen Dollar oder andere Fremdwährungen getauscht wurden. Dabei ist bemerkenswert, dass die „Japan-Prämie“ (die Risikoprämie, die internationale Banken für Kredite an japanische Banken verlangen) zu Beginn des Jahres 2002 stabil blieb, während 1998/99 ein kräftiger Anstieg der „Japan-Prämie“ die japanischen Banken gezwungen hatte, ihre Kreditaufnahme in Dollar zu verringern.

¹ Anders als die meisten anderen berichtenden Länder schliesst Japan das Treuhandgeschäft in die Meldung seiner internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten von Banken im eigenen Land ein. S. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, *Guide to the international banking statistics*, Juli 2000, S. 23.

Unterschiede im jüngsten Bankenzklus

Neben den Unterschieden in den Faktoren, die den Rückzug der japanischen Banken vom internationalen Bankgeschäft erklären, unterscheidet sich der jüngste Zyklus im Auslandsgeschäft der Banken auch in einigen anderen wichtigen Aspekten von der vorangegangenen Abschwächung. Hierzu zählen die auslösenden Kräfte, die Wertpapierkäufe und die Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften.

Während die Abschwächung 1997-99 von Finanzkrisen in den aufstrebenden Volkswirtschaften und Japan ausgelöst worden war, scheint der jüngste Zyklus im Wesentlichen durch den weltweiten Konjunkturabschwung angestoßen worden zu sein. Die Verlangsamung im Wachstum der Auslandskredite der Banken 2001/02 kam mehr oder weniger gleichzeitig mit ersten Anzeichen konjunktureller Schwäche in den wichtigen Volkswirtschaften. Als die Nachfrage der Unternehmen nach Lager- und Investitionsfinanzierungen abnahm, schwächte sich das Wachstum der Kredite – sowohl im Inland als auch ans Ausland – ab. Der Einbruch bei den Fusionen und Übernahmen sowie der Kreditaufnahme von Telekommunikationsunternehmen im Jahr 2001 schränkte die Nachfrage nach Bankfinanzierungen zusätzlich ein. Auf der Angebotsseite wurde die Verlangsamung des Kreditwachstums durch eine Verschlechterung der Kreditqualität in den Kreditportfolios der Banken und die darauf folgende Straffung der Kreditvergabestandards verstärkt.²

Im Gegensatz zu der vorangegangenen Phase der Verlangsamung schwächten sich im jüngsten Zyklus zudem die Käufe von Wertpapieren durch Banken im Einklang mit der Kreditvergabe ab. In den Monaten unmittelbar vor und nach Einführung der europäischen Einheitswährung im Januar 1999 war das schwächere Wachstum der Kreditvergabe teilweise durch den enormen Anstieg der Bestände der Banken an auf Euro lautenden Wertpapieren kompensiert worden. Zum Ende des Jahres 2000 war der durch die Währungsunion ausgelöste Anpassungsprozess der Portfolios beendet. Anfang 2001 verringerte sich daher die jährliche Wachstumsrate der Bestände der Banken an ausländischen Wertpapieren auf nur noch 7% im ersten Quartal 2001, verglichen mit jeweils mindestens 20% in den Jahren zuvor (Grafik 2.2). Dabei trug der Erwerb von Staatsanleihen dazu bei, das Wachstum der Bestände von Nichtbanken an ausländischen Wertpapieren zu stützen. Wie weiter oben erörtert, verringerten sich die Käufe von durch Banken emittierten Wertpapieren allerdings kräftig.

Ein weiterer bemerkenswerter Unterschied zwischen dem jüngsten Zyklus im internationalen Bankgeschäft und der vorangegangenen Abschwächung liegt darin, dass die Banken in den vergangenen Quartalen eine grössere Bereitschaft zeigten, ihre Positionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften aufrecht zu erhalten, während im Zeitraum 1997-99 die Kreditvergabe an diese Länder beträchtlich zurückgegangen war. Im ersten Quartal 2002 fielen die ausstehenden Forderungen an aufstrebende Volkswirtschaften insgesamt um 3% gegenüber dem Vorjahreszeitraum, also ungefähr im gleichen Tempo wie

Weltweiter Konjunkturabschwung stösst jüngsten Bankenzklus an ...

... und anders als 1997-99 ist die Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften kaum betroffen

² S. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 72. Jahresbericht, Juli 2002, S. 137-157.

in den Vorquartalen. In der relativen Stabilität der Forderungen an aufstrebende Volkswirtschaften spiegelt sich zum Teil die Tatsache wider, dass viele Banken ihre Positionen bereits vorher kräftig zurückgeführt hatten.

Einlagenabzug verstärkt erneut Bankmittelströme an aufstrebende Volkswirtschaften

Obwohl sich die Auslandsforderungen an die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften vom weltweiten Geschäftszyklus abkoppelten, sahen sich einige Länder, insbesondere in Lateinamerika, zunehmend schwierigen Finanzierungsbedingungen gegenüber. Dennoch wurden die Bankmittelströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften im ersten Quartal 2002 erneut nicht von Forderungsverringerungen, sondern von Einlagenverlagerungen dominiert. Die Einlagen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet hatten im dritten Quartal 2001 zu schrumpfen begonnen, nachdem sie von Mitte 1999 bis Mitte 2001 stetig angestiegen waren (Grafik 2.2 und Tabelle 2.2). Gebietsansässige in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens platzierten im ersten Quartal 2002 wieder Einlagen im Ausland, während Gebietsansässige in Lateinamerika und im Nahen Osten erneut beträchtliche Summen abzogen.

Viele aufstrebende Volkswirtschaften behalten Zugang zum internationalen Bankenmarkt

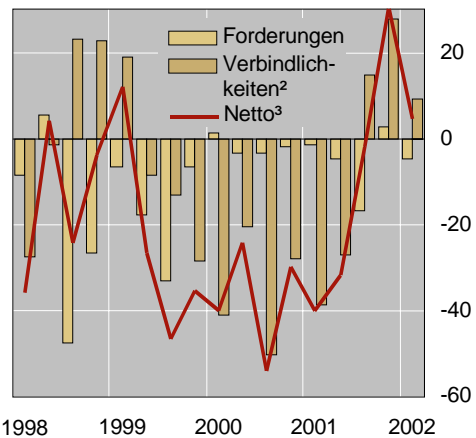
Vielen aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und Osteuropa sowie den erdölexportierenden Ländern stand der Zugang zum internationalen Bankkreditmarkt im ersten Quartal 2002 jederzeit offen. Die Banken erhöhten ihre Forderungen an Malaysia und die Philippinen weiter. Wertpapierpensionsgeschäfte verstärkten den Forderungsanstieg gegenüber Korea. Die Auslandskredite an Polen und Russland wuchsen erneut kräftig. Auch die Kreditvergabe an den Iran und die Vereinigten Arabischen Emirate stieg sprunghaft an. Neuere Daten zum Konsortialkreditgeschäft lassen darauf schließen, dass die Kreditnehmer aus einer Reihe dieser Länder auch im zweiten Quartal am Markt aktiv blieben („Internationale Konsortialkredite im zweiten Quartal 2002“, S. 25).

In der Asien-Pazifik-Region wurde die Neukreditvergabe an einige Länder durch anhaltende Tilgungen anderer Länder und darüber hinaus durch erneute Einlagenabflüsse ausgeglichen (Grafik 2.4). Die Nettomittelströme (Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten) von Banken aus dem Berichtsgebiet an die Region, die gegen Ende 2001 ein positives Vorzeichen erreicht hatten, wechselten im ersten Quartal 2002 erneut die Richtung. So gab es im ersten Quartal Abflüsse von \$ 11 Mrd., während im vierten Quartal des Vorjahres noch Zuflüsse in Höhe von \$ 10 Mrd. zu verzeichnen gewesen waren. Die Banken in Korea, Taiwan (China) und Pakistan platzierten hohe Beträge bei Banken im Ausland. Im Gegensatz dazu zogen die Banken auf dem chinesischen Festland weiterhin Einlagen ab, nachdem sie von Mitte 1999 bis Mitte 2001 erhebliche Beträge im Ausland angelegt hatten („Zunehmende Fremdwährungsliquidität der Banken in China“, S. 76). Zudem zahlten sie ihre internationalen Bankschulden zurück, wodurch die internationalen Forderungen der Banken gegen-

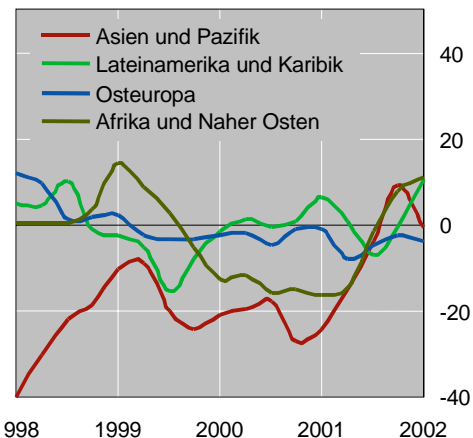
Zuflüsse ausländischer Bankmittel in aufstrebende Volkswirtschaften¹

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

Mittelströme insgesamt



Nettoströme nach Region^{3, 4}



¹ Ein positiver Wert zeigt einen Mittelzufluss von den Banken im BIZ-Berichtsgebiet in die aufstrebenden Volkswirtschaften an, ein negativer Wert einen Mittelabfluss aus den aufstrebenden Volkswirtschaften. ² Ein positiver Wert zeigt eine Abnahme der Verbindlichkeiten der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften an, ein negativer Wert eine Zunahme. ³ Veränderung der Forderungen abzüglich Veränderung der Verbindlichkeiten. ⁴ Gleitender 2-Quartals-Durchschnitt.

Grafik 2.4

über dem chinesischen Festland deutlich zurückgingen. Die Forderungen an Gebietsansässige aus Indonesien gingen im ersten Quartal erneut zurück. Um einen Teil dieser Tilgungen aufzubringen, zogen indonesische Banken Einlagen von Banken im Berichtsgebiet ab.

Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas wurde die Neukreditvergabe durch Platzierungen im Ausland übertroffen, sodass die Banken im Berichtsgebiet Nettozuflüsse aus der Region von \$ 4 Mrd. verzeichneten. Banken aus Russland und Polen lenkten beträchtliche Beträge an die Banken im Berichtsgebiet. Dabei ist bemerkenswert, dass sich die Abflüsse aus der Türkei im ersten Quartal spürbar verlangsamten. Erstmals seit Ende 2000 stiegen die Forderungen sogar um \$ 1 Mrd. an, wenngleich dieser Anstieg durch eine Zunahme der Verbindlichkeiten von Auslandsbanken an Banken in der Türkei mehr als kompensiert wurde. Der Forderungsanstieg spiegelt Wertpapierpensionsgeschäfte zwischen Banken in den USA und in der Türkei wider. Die Banken in anderen Ländern bauten dagegen ihre Forderungen weiter ab. Im zweiten Quartal 2002 nahmen die türkischen Banken – im Wesentlichen für Handelsfinanzierungen und zur Tilgung fälliger Fazilitäten – \$ 545 Mio. am internationalen Konsortialkreditmarkt auf.

Im Gegensatz zu vielen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Europas zogen Gebietsansässige aus dem Nahen Osten und Afrika bereits im dritten Quartal in Folge Finanzmittel von Banken im Ausland ab. Zusammen mit neuen Bankkrediten resultierten die Einlagenabzüge im ersten Quartal 2002 in Nettozuflüssen von \$ 7 Mrd. in diese Region. Der Grossteil davon floss in die

Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens und Europas platzieren mehr Einlagen im Ausland ...

... aber Saudi-Arabien und andere ölexportierende Länder ziehen Finanzmittel ab

Öl exportierenden Länder, insbesondere nach Saudi-Arabien. Fast der gesamte Betrag, den Gebietsansässige Saudi-Arabiens im ersten Quartal abzogen, war bei europäischen Banken angelegt und zumeist in US-Dollar denominated.

Schwache Kreditnachfrage lässt Auslandsforderungen an Südafrika zurückgehen

Die Mittelzuflüsse an Öl exportierende Länder wurden teilweise durch hohe Mittelabflüsse aus Südafrika ausgeglichen. Die kurzfristigen Forderungen der Banken an südafrikanische Kreditnehmer, insbesondere an Nichtbanken, gingen im ersten Quartal erneut zurück. Zwischen März 2001 und März 2002

Zuflüsse ausländischer Bankmittel in aufstrebende Volkswirtschaften

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

	Position der Banken ¹	2000	2001	2001				2002	Stand Ende März 2002
		Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
Insgesamt ²	Forderungen	-7,8	-20,6	-1,5	-4,9	-16,9	2,7	-4,7	858,8
	Verbindlichkeiten	140,1	23,2	38,7	26,9	-14,9	-27,5	-9,0	1 071,5
Argentinien	Forderungen	1,2	-5,8	-1,7	1,6	-2,4	-3,3	-4,4	36,4
	Verbindlichkeiten	3,1	-16,7	-6,0	2,3	-1,9	-11,1	-0,9	22,7
Brasilien	Forderungen	9,5	0,9	4,0	0,1	-1,1	-2,2	0,7	95,5
	Verbindlichkeiten	-4,6	0,4	-2,6	2,2	4,9	-4,1	1,7	49,0
Chile	Forderungen	0,3	0,2	0,5	0,4	-0,9	0,2	-0,4	18,4
	Verbindlichkeiten	-1,5	-1,0	-0,3	0,2	-0,4	-0,6	0,3	14,8
China	Forderungen	-5,4	-3,5	-1,8	1,5	-2,7	-0,6	-7,3	46,7
	Verbindlichkeiten	35,7	-6,5	0,7	3,5	-6,6	-4,0	-7,0	86,5
Indonesien	Forderungen	-3,6	-5,4	-0,8	-1,5	-2,3	-0,8	-1,3	33,7
	Verbindlichkeiten	-1,0	1,1	1,5	-0,7	-0,4	0,7	-1,4	12,6
Korea	Forderungen	-4,8	-0,2	3,3	-2,6	1,0	-2,0	6,6	68,6
	Verbindlichkeiten	-1,7	1,7	4,6	-2,2	-2,4	1,7	11,8	40,5
Mexiko	Forderungen	-1,0	4,9	4,9	-0,2	-1,9	2,1	0,7	63,1
	Verbindlichkeiten	6,9	8,9	3,2	0,6	4,5	0,6	-15,5	47,1
Russland	Forderungen	-6,6	1,3	-1,2	0,3	0,2	2,1	1,4	37,6
	Verbindlichkeiten	7,2	5,2	3,8	2,6	-2,8	1,7	3,6	32,0
Saudi-Arabien	Forderungen	0,1	-2,4	-1,9	0,1	-1,6	1,0	0,2	23,7
	Verbindlichkeiten	10,9	-9,7	4,7	-1,4	-5,7	-7,3	-5,1	46,0
Südafrika	Forderungen	0,6	-0,4	0,5	-0,5	0,8	-1,1	-1,5	16,2
	Verbindlichkeiten	0,4	2,1	1,2	0,6	1,1	-0,9	0,2	16,2
Thailand	Forderungen	-7,8	-3,5	-1,0	-0,8	-3,1	1,4	-2,2	20,7
	Verbindlichkeiten	1,9	1,3	0,3	1,0	-0,5	0,5	-0,7	14,8
Türkei	Forderungen	11,3	-12,0	-2,2	-5,1	-0,9	-3,7	1,0	37,3
	Verbindlichkeiten	2,3	-2,1	-1,2	0,4	0,8	-2,1	1,7	19,9
<i>Nachrichtlich:</i>									
EU-Beitrittskandidaten ³	Forderungen	7,5	6,3	1,0	1,7	-0,4	4,1	1,3	73,3
	Verbindlichkeiten	5,5	9,9	4,5	-0,2	0,9	4,8	-0,6	62,2
OPEC-Mitglieder	Forderungen	-11,4	-14,1	-7,5	-2,5	-5,1	1,1	3,5	128,8
	Verbindlichkeiten	37,7	-2,8	13,3	2,1	-9,7	-8,5	-5,5	236,7

¹ In der Bilanz ausgewiesene Auslandspositionen der Banken im BIZ-Berichtsgebiet. Die Verbindlichkeiten bestehen hauptsächlich aus Einlagen. Eine Zunahme der Forderungen entspricht einem Mittelzufluss in die aufstrebenden Volkswirtschaften, eine Zunahme der Verbindlichkeiten einem Mittelabfluss. ² Alle aufstrebenden Volkswirtschaften. Einzelheiten zu weiteren Ländern, s. Tabellen 6 und 7 des Statistischen Anhangs. ³ Länder in Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union: Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Rumänien, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn und Zypern.

fielen die ausstehenden Auslandsforderungen an Gebietsansässige in Südafrika um 13%. Zudem verringerte sich der Anteil kurzfristiger Forderungen an den konsolidierten internationalen Bankforderungen an Südafrika bis Ende März 2002 auf 49%, nachdem er ein Jahr zuvor noch 60% betragen hatte. Der Abbau der internationalen Kredite scheint weniger auf Einschränkungen der Kreditvergabe zu beruhen, sondern in erster Linie das Ergebnis einer schwächeren Nachfrage nach Auslandsfinanzierungen aufgrund der stetigen Verbesserung der südafrikanischen Leistungsbilanz zu sein. Südafrikanische Kreditnehmer waren im Jahr 2001 und zu Beginn des Jahres 2002 am internationalen Konsortialkreditmarkt aktiv. Dies lässt darauf schließen, dass die Banken weiterhin bereit sind, Risiken aus Südafrika zu übernehmen.

Für Kreditnehmer aus Lateinamerika schien der Zugang zu Auslandsfinanzierungen von Banken dagegen schwieriger zu sein als für Kreditnehmer anderer Regionen. Im ersten Quartal fielen die Forderungen an Lateinamerika gegenüber dem Vorjahresquartal um \$ 5 Mrd. bzw. 5%, und das Zeichnungsvolumen von Konsortialkreditfazilitäten ging auf den niedrigsten Stand seit 1996 zurück. Für den Rückgang der Kredite an die Region waren zu einem grossen Teil Kürzungen und Abschreibungen von Forderungen an Argentinien verantwortlich. Auch die Forderungen an Kolumbien, Chile und Peru sanken. Mittelaufnahmen gab es im ersten Quartal durch kolumbianische und chilenische Kreditnehmer am internationalen Konsortialkreditmarkt und durch den peruanischen Staat an den Märkten für Schuldtitel. Allerdings reichten sie nicht aus, um die Tilgungen zu kompensieren.

Die Kreditvergabe gegenüber Brasilien und Mexiko entwickelte sich besser als gegenüber den übrigen lateinamerikanischen Ländern. So erhöhten sich die Auslandsforderungen der Banken an Brasilien und Mexiko im ersten Quartal um jeweils \$ 0,7 Mrd. Ein Grossteil dieser Finanzmittel ging an Nichtbanken, insbesondere an Unternehmen. Im zweiten Quartal waren brasilianische und mexikanische Unternehmen erneut am internationalen Konsortialkreditmarkt aktiv, um fällig werdende Kredite zu refinanzieren. Trotz der Herausforderungen, mit denen Uruguay nach der Krise in Argentinien konfrontiert war, erhöhten sich die Forderungen an Uruguay im ersten Quartal ebenfalls leicht, was im Wesentlichen auf die Vergabe von Handelskrediten zurückzuführen war. Der Export landwirtschaftlicher Produkte erreicht in Uruguay gewöhnlich im ersten Halbjahr seinen Höchststand, wodurch die Nachfrage nach Exportfinanzierungen verstärkt wird.

Sehr viel bedeutender als das Auslandskreditgeschäft in Lateinamerika waren im ersten Quartal die Veränderungen der Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Gebietsansässigen der Region. Gebietsansässige Unternehmen, Privatpersonen und andere Nichtbanken platzierten Einlagen in Höhe von über \$ 2 Mrd. bei Banken im Berichtsgebiet. Besonders hohe Einlagen kamen von Nichtbanken aus Venezuela. Dagegen zogen lateinamerikanische Banken, darunter Zentralbanken, beachtliche \$ 19 Mrd. von Banken aus dem BIZ-Berichtsgebiet ab. Das ist sogar mehr als im vierten Quartal 2001, als argentinische Banken den Grossteil ihrer ausländischen Vermögenswerte zurücktransferierten. Die Banken in Peru, Kolumbien, Argentinien und Uruguay repatriierten beträchtliche Beträge aus dem Ausland. Den höchsten Einlagen-

Forderungsabbau gegenüber mehreren Ländern Lateinamerikas

Mexikanische Zentralbank verlagert Devisenreserven von Einlagen auf Wertpapiere ...

abzug nahmen mit \$ 16 Mrd. die mexikanischen Banken vor. Dies entspricht einem Viertel ihrer gesamten Einlagen bei Banken im Berichtsgebiet. Der Abzug spiegelt im Wesentlichen die Umschichtung von Vermögenswerten wider. So zog insbesondere die mexikanische Zentralbank \$ 10 Mrd. von Auslandsbanken ab und legte die Finanzmittel in ausländischen Wertpapieren an, darunter US-Schatzanleihen sowie Anleihen staatlich unterstützter Stellen in den USA.

... im Einklang mit dem weltweiten Trend in der Reservenhaltung

Die Entscheidung der mexikanischen Zentralbank, ihre Devisenreserven umzuschichten, entspricht dem weltweiten Trend in der Reservenhaltung. Die Einlagen von Zentralbanken und anderen offiziellen Währungsbehörden bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet erreichten mit 22% der gesamten Devisenreserven Ende Juni 2001 ihren Höchststand, bevor sie stetig auf 18% Ende März 2002 abnahmen. Die Währungszusammensetzung der Offshore-Einlagen der Zentralbanken blieb mehr oder weniger unverändert. Fast 70% der Einlagen lauten auf US-Dollar; 17% sind in Euro denominated.

Internationale Konsortialkredite im zweiten Quartal 2002

Blaise Gadanez

Das Geschäft am internationalen Konsortialkreditmarkt erholte sich im zweiten Quartal 2002. Saisonbereinigt stieg das Zeichnungsvolumen gegenüber dem ersten Quartal um nahezu 20%. Dies bedeutete jedoch keine Rückkehr in die Zeit leicht verfügbarer Kredite der Jahre 1999 und 2000. Dahinter standen vielmehr die Refinanzierung von vor einem Jahr bereitgestellten Fazilitäten sowie die Bemühungen von Unternehmen, ihre Auffangkreditlinien zu erweitern, um den widrigen Finanzierungsbedingungen am Markt für Commercial Paper (CP) Rechnung zu tragen.

Das Zeichnungsvolumen von Beistands- oder Auffangfazilitäten für Commercial Paper schnellte auf \$ 46 Mrd. hoch und erreichte damit den höchsten Stand seit dem Ende des Kreditvergabebooms für Telekommunikationsunternehmen Ende des Jahres 2000, und das ironischerweise, obwohl die Banken zögerten, Auffangkreditlinien einzuräumen. Kreditnehmer mit geringerer Bonität erhalten nur selten Beistandsfazilitäten. Die Bonitätsrückstufungen im vergangenen Jahr haben somit die Anzahl der infrage kommenden Kreditnehmer verringert. Gleichzeitig bemühten sich im ersten Halbjahr 2002 die Unternehmen, die noch Zugang zum Markt für Commercial Paper hatten, ihr Erneuerungsrisiko zu verringern, indem sie sowohl die Laufzeit ihrer Schuld als auch ihre Auffangkreditlinien ausweiteten. GE Capital stellte eine Beistandsfazilität über \$ 18 Mrd. in zwei Tranchen bereit, GMAC eine Fazilität über \$ 7,4 Mrd., Morgan Stanley Dean Witter \$ 5,5 Mrd. und die Household Finance Corporation \$ 5,4 Mrd.

Des Weiteren wurde das Konsortialkreditgeschäft im zweiten Quartal durch Refinanzierungen in Höhe von \$ 42 Mrd., hauptsächlich von Telekommunikationsunternehmen, angekurbelt. Vodafone AirTouch zeichnete eine Fazilität über \$ 10,7 Mrd., deren Zinsaufschläge im Vergleich zur auslaufenden Fazilität kaum verändert waren. PCCW Hong Kong Telecom nahm HK\$ 10 Mrd. auf, um damit eine US-Dollar-Fazilität aus dem Jahr 2001 teilweise frühzeitig zu tilgen.

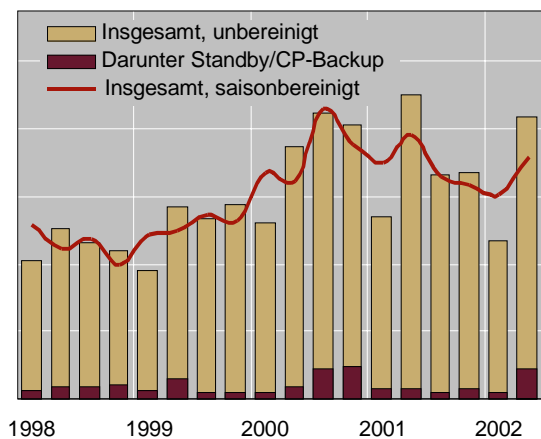
Bei den aufstrebenden Volkswirtschaften fiel die Kreditvergabe an lateinamerikanische Kreditnehmer deutlich niedriger aus als in den Jahren zuvor. Elektrizitäts- und Stahlunternehmen aus Brasilien nahmen \$ 1,5 Mrd. auf, während mexikanischen Schuldnern Kredite über \$ 900 Mio. gewährt wurden. Daneben konnten im zweiten Quartal nur wenige Kreditnehmer aus anderen Ländern Lateinamerikas den internationalen Konsortialkreditmarkt in Anspruch nehmen. Im zweiten Halbjahr haben lateinamerikanische Unternehmen hohe Tilgungen zu leisten; es werden mehr als \$ 10 Mrd. an Konsortialkreditfazilitäten fällig. Dabei sehen sich die mexikanischen Kreditnehmer mit \$ 4,7 Mrd. den höchsten Tilgungsverpflichtungen gegenüber, gefolgt von den argentinischen mit \$ 2,9 Mrd.

Kreditnehmer aus aufstrebenden Volkswirtschaften anderer Regionen fanden im zweiten Quartal erneut einen aufnahmefähigen Markt für Konsortialkredite vor. Banken und Unternehmen aus Korea nahmen \$ 2 Mrd. auf, während der Staat Katar und die staatliche Fluggesellschaft Katars \$ 1,4 Mrd. zeichneten. Kreditnehmern aus der Türkei, hauptsächlich Banken, wurden Fazilitäten über \$ 0,6 Mrd. zu vergleichbaren Konditionen wie im Jahr 2001 bereitgestellt.

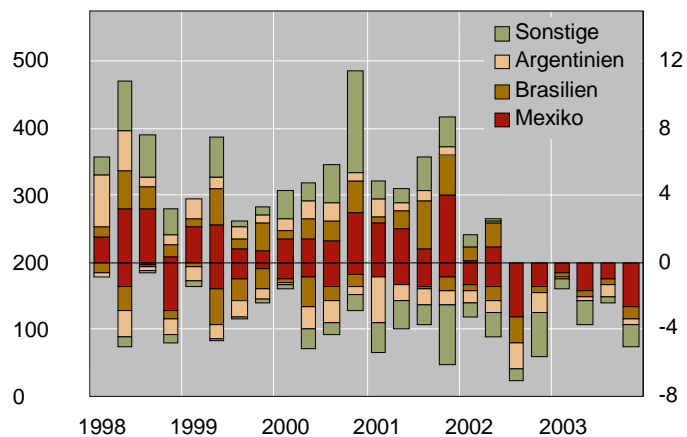
Geschäft am internationalen Konsortialkreditmarkt

Mrd. US-Dollar

Bereitgestellte Fazilitäten



Bereitgestellte und fällige Fazilitäten für Lateinamerika¹



¹ Positive Werte: bereitgestellte Fazilitäten; negative Werte: fällig werdende Fazilitäten. Die fällig werdenden Fazilitäten sind geschätzt auf der Basis der ab Januar 1993 bereitgestellten Fazilitäten; dabei wird von der Annahme ausgegangen, dass die Fazilität nicht vor Fälligkeit getilgt oder annulliert wurde.

Quellen: Dealogic Loanware; BIZ.

3. Der internationale Markt für Schuldtitel

Trotz sich verschlechternder Finanzierungsbedingungen im Juni erholte sich der Nettoabsatz am internationalen Markt für Schuldtitel im zweiten Quartal 2002 insgesamt und erhöhte sich gegenüber dem Vorquartal um 11% auf \$ 344 Mrd. (Tabelle 3.1). Im privaten Sektor wuchs die Nachfrage nach Finanzmitteln wesentlich stärker als die Zahlen für den Gesamtabsatz vermuten lassen, da der Nettoabsatz des öffentlichen Sektors deutlich zurückging. Die Zunahme des Gesamtabsatzes im privaten Sektor ist nahezu ausschließlich auf die Aktivitäten der europäischen und japanischen Schuldner zurückzuführen. Im Gegensatz dazu ging der Nettoabsatz durch Emittenten mit Sitz in den USA zwischen dem ersten und zweiten Quartal von \$ 139 Mrd. auf \$ 118 Mrd. zurück. Bei den Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften war die Emissionsrate im internationalen Schuldtitelmarkt nach wie vor gering.

Gegen Ende des zweiten Quartals blieb der angekündigte Absatz am internationalen Anleihemarkt deutlich hinter dem Volumen zurück, das auf der Grundlage von saisonalen Faktoren normalerweise zu erwarten gewesen wäre. Mit diesem Defizit kam es gleichzeitig zu einer Vergrößerung der Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen (s. „Überblick“, S. 1), was eher eine Verknappung des Mittelangebots als eine mangelnde Nachfrage nahe legt. Besonders stark ausgeprägt war der Rückgang beim Bruttoabsatz der erstklassigen Schuldner; bei den Schuldnern mit Rating unter Anlagequalität hatte der Bruttoabsatz schon im Mai zu versiegen begonnen. Im Juli war in den USA und in Europa eine starke Ausweitung der Kreditzinsspannen zu verzeichnen (s. „Überblick“). Die Ankündigungen durch erstklassige Schuldner in Europa gingen weiter zurück, und der Absatz erstklassiger Titel in den USA versiegte beinahe gänzlich. Besonders bemerkenswert ist, dass die grössten US-Finanzgesellschaften nach einigen Monaten mit starkem Absatz nahezu völlig vom Markt für internationale Anleihen und Notes verschwunden waren.

Rückgang der Emissionen der öffentlichen Hand durch Mittelaufnahme des privaten Sektors ausgeglichen

Rückgang der
Mittelaufnahme im
öffentlichen
Sektor ...

Der Nettoabsatz durch Emittenten des öffentlichen Sektors ging vom ersten zum zweiten Quartal 2002 stark zurück. Mit \$ 51 Mrd. fiel der Absatz im zweiten Vierteljahr 53% niedriger aus als der Rekordbetrag des Vorquartals.

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel								
Mrd. US-Dollar								
	2000	2001	2001			2002		Stand Ende Juni 2002
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	
Nettoabsatz insgesamt	1 237,8	1 348,8	370,8	224,8	339,4	310,2	344,0	8 634,7
Geldmarktinstrumente ¹	152,1	-78,9	-26,2	-45,6	-9,3	-7,8	7,5	423,4
<i>Commercial Paper</i>	55,2	26,9	10,1	-12,0	6,5	5,5	1,8	266,8
Anleihen und Notes ¹	1 085,6	1 427,7	397,0	270,4	348,8	318,0	336,5	8 211,3
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	354,6	391,6	98,7	93,8	95,9	61,0	74,4	2 076,8
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	714,3	996,4	287,6	170,5	237,5	253,7	247,9	5 824,4
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	16,7	39,7	10,7	6,2	15,3	3,3	14,1	310,1
Entwickelte Volkswirtschaften	1 158,1	1 260,8	327,2	210,1	323,8	286,3	325,3	7 582,6
USA	464,5	597,2	155,4	114,3	136,9	138,8	117,5	2 638,7
Euro-Raum	558,2	551,5	126,9	87,4	149,3	128,4	151,2	3 261,2
Japan	-25,8	-10,1	1,1	-6,5	-1,8	-9,3	3,2	272,4
Offshore-Finanzplätze	14,7	27,0	8,1	5,4	6,4	4,5	-0,1	103,0
Aufstrebende Volkswirtschaften	42,1	44,7	29,9	-1,8	7,9	11,5	12,0	528,6
Internationale Organisationen	22,9	16,3	5,7	11,1	1,3	8,0	6,8	420,6
Privater Sektor	970,4	1 003,3	267,5	156,4	252,0	193,1	285,9	6 463,4
<i>Finanzinstitute²</i>	798,1	800,3	200,7	133,6	196,4	178,9	243,5	5 242,7
<i>Unternehmen</i>	172,3	202,9	66,8	22,8	55,6	14,2	42,5	1 220,7
Öffentlicher Sektor ³	244,5	329,3	97,7	57,2	86,2	109,1	51,3	1 750,7
<i>Zentralstaatl. Stellen</i>	52,6	60,5	32,1	-2,3	11,6	45,1	7,2	629,1
<i>Andere staatl. Stellen</i>	191,9	268,7	65,6	59,5	74,6	64,0	44,0	1 121,7
<i>Nachrichtlich: CP Inland⁴</i>	255,6	-139,6	-63,1	-49,8	30,7	-73,0	-58,5	1 828,4
<i>darunter: USA</i>	208,3	-161,2	-67,9	-58,5	28,3	-63,3	-57,0	1 320,6

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. ³ Ohne internationale Organisationen. ⁴ Daten für 2. Quartal 2002 teilweise geschätzt.

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

Der Rückgang war relativ gleichmässig auf die Schuldner in den USA und in Europa verteilt. In den entwickelten Volkswirtschaften Europas war der sinkende Absatz durch eine schwächere Mittelaufnahme zentralstaatlicher Stellen bedingt. In den USA war der Rückgang von \$ 61 Mrd. auf \$ 37 Mrd. von einer um \$ 19 Mrd. tieferen Abschlussquote begleitet. Eine Rolle spielte hier der niedrigere Bruttoabsatz durch die US-Wohnbaufinanzierungsinstitute: Der Bruttoabsatz an den internationalen Märkten sank bei Freddie Mac von \$ 41 Mrd. auf \$ 33 Mrd. und bei Fannie Mae von \$ 31 Mrd. auf \$ 24 Mrd. Dennoch umfassten die grössten Emissionen, die am Markt für internationale Anleihen und Notes platziert wurden, zwei Emissionen im Wert von jeweils \$ 6 Mrd. von Freddie Mac und Fannie Mae, von denen letztere einen Renditenaufschlag von 26 Basispunkten aufwies.

Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes

Mrd. US-Dollar

	2000	2001	2001			2002	
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Angekündigte Emissionen insgesamt	1 703,8	2 306,5	639,8	465,8	554,1	606,5	582,0
Zinsvariable Emissionen	518,2	643,6	163,1	157,1	168,7	141,8	165,0
Festverzinsliche Emissionen	1 129,1	1 590,7	458,0	297,6	359,1	455,1	396,3
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	56,5	72,2	18,7	11,1	26,3	9,6	20,7
US-Dollar	791,8	1 131,9	332,2	247,0	243,6	310,8	260,4
Euro	581,7	841,9	217,0	145,7	221,3	228,4	235,5
Yen	129,1	125,3	38,8	32,5	26,2	16,4	25,9
Sonstige Währungen	201,2	207,5	51,7	40,6	62,9	51,0	60,1
Privater Sektor	1 319,5	1 676,6	451,0	327,0	420,9	416,7	438,2
<i>Finanzinstitute</i> ²	1 087,6	1 335,4	349,8	276,0	325,7	353,1	364,1
<i>Unternehmen</i>	231,9	341,1	101,3	51,0	95,2	63,6	74,2
<i>davon: Telekommunikation</i>	119,3	134,6	30,2	15,9	38,0	11,8	14,5
Öffentlicher Sektor	315,1	555,2	165,9	118,7	118,4	163,8	122,5
<i>Zentralstaatliche Stellen</i>	92,9	130,8	58,2	13,4	17,9	59,3	29,0
<i>Anderer staatliche Stellen</i>	222,2	424,4	107,6	105,3	100,5	104,6	93,5
Internationale Organisationen	69,2	74,8	22,9	20,1	14,8	26,0	21,3
Bruttoabsatz	1 705,6	2 306,3	630,2	478,1	568,4	587,9	579,2
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	619,9	878,6	233,2	207,7	219,6	269,9	242,7

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

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

Tabelle 3.2

... wird durch wachsenden Absatz im privaten Sektor mehr als ausgeglichen

Der im zweiten Quartal 2002 rückläufige Nettoabsatz des öffentlichen Sektors wurde durch den Schub beim Nettoabsatz im privaten Sektor – der sich gegenüber dem Vorquartal um 48% auf \$ 286 Mrd. erhöhte – mehr als ausgeglichen. In diesem Anstieg kam die deutlich grössere Mittelaufnahme durch Finanzinstitute und Wirtschaftsunternehmen zum Ausdruck. Der Nettoabsatz durch Finanzinstitute war während des zweiten Quartals besonders hoch und erreichte mit \$ 244 Mrd. den dritthöchsten je verzeichneten Stand. Die grösste Emission im privaten Sektor belief sich auf \$ 6 Mrd. und wurde von GE Capital Corporation aufgelegt.

Der Anstieg der Mittelaufnahme im privaten Sektor entfiel beinahe vollständig auf Schuldner in den entwickelten Volkswirtschaften Europas. Deren Nettoabsatz stieg von \$ 108 Mrd. im ersten Quartal 2002 auf \$ 184 Mrd. im Folgequartal. Die Mittelaufnahme durch Unternehmen des japanischen Privatsektors erhöhte sich von -\$ 10 Mrd. auf \$ 4 Mrd., während sie bei den US-Unternehmen mehr oder weniger unverändert blieb. Die von Schuldnern des privaten Sektors in den USA angekündigten Bruttoemissionen nahmen in diesem Zeitraum sogar ab, von \$ 161 Mrd. auf \$ 145 Mrd.

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften behalten Zugang zum internationalen Markt für Schuldtitel

Auch im zweiten Quartal 2002 blieb die Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften am internationalen Schuldtitelmarkt mässig. Mit \$ 12 Mrd. ergab sich beim Nettoabsatz durch Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften im Wesentlichen keine Veränderung gegenüber dem Vorquartal; er lag geringfügig über dem Quartalsdurchschnitt seit Beginn der Asien-Krise. Der angekündigte Bruttoabsatz stieg leicht, von \$ 30 Mrd. auf \$ 33 Mrd. Als grösster Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zeichnete sich im zweiten Quartal Petronas Capital Limited aus, die drei Emissionen im Wert von insgesamt über \$ 2,7 Mrd. auflegte.

Hinter den aggregierten Werten verbergen sich umfassende Veränderungen im Verhaltensmuster bei der regionalen Mittelaufnahme. So stieg beispielsweise der Nettoabsatz in den aufstrebenden Ländern des asiatisch-pazifischen Raums zwischen dem ersten und zweiten Quartal 2002 von \$ 4,3 Mrd. auf \$ 10,1 Mrd., hauptsächlich infolge einer beträchtlichen erhöhten Mittelaufnahme südkoreanischer Emittenten. Im Gegensatz dazu war die Mittelaufnahme in Lateinamerika stark rückläufig und sank von \$ 4 Mrd. auf -\$ 3 Mrd., wofür insbesondere der Rückgang des Nettoabsatzes in Mexiko verantwortlich war. Auch die Mittelaufnahme Brasiliens schrumpfte in diesem Zeitraum von \$ 2,7 Mrd. auf \$ 1 Mrd.

Gesamtabsatz von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften unverändert ...

... aber starker Anstieg der Mittelaufnahme Südkoreas

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region ¹								
Mrd. US-Dollar								
Region/Währung		2000	2001	2001			2002	
		Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Nordamerika	US-Dollar	377,7	526,4	136,1	105,9	120,9	126,6	93,3
	Euro	44,5	64,4	15,5	7,1	20,9	17,8	15,1
	Yen	17,2	17,5	5,7	6,7	1,8	-3,5	1,7
	Sonstige Währungen	17,3	8,3	3,5	-1,0	0,7	3,5	6,2
Europa	US-Dollar	170,2	56,7	14,2	-0,7	15,6	6,5	43,0
	Euro	411,3	520,1	130,1	79,1	142,2	137,9	133,8
	Yen	40,8	-1,4	3,3	3,9	-2,6	-13,3	-4,7
	Sonstige Währungen	88,1	71,1	11,7	11,9	28,1	17,0	30,9
Sonstige	US-Dollar	61,4	69,8	41,8	11,0	7,7	23,6	13,7
	Euro	14,8	13,0	4,8	0,3	2,9	3,1	7,2
	Yen	-20,3	0,6	4,8	-1,9	0,9	-12,1	5,9
	Sonstige Währungen	14,9	2,4	-0,7	2,4	0,3	3,2	-2,0
Insgesamt	US-Dollar	609,3	652,8	192,1	116,2	144,2	156,6	149,9
	Euro	470,6	597,5	150,3	86,5	166,0	158,7	156,2
	Yen	37,7	16,7	13,9	8,7	0,1	-28,9	2,8
	Sonstige Währungen	120,2	81,8	14,6	13,3	29,1	23,7	35,0

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.

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

Tabelle 3.3

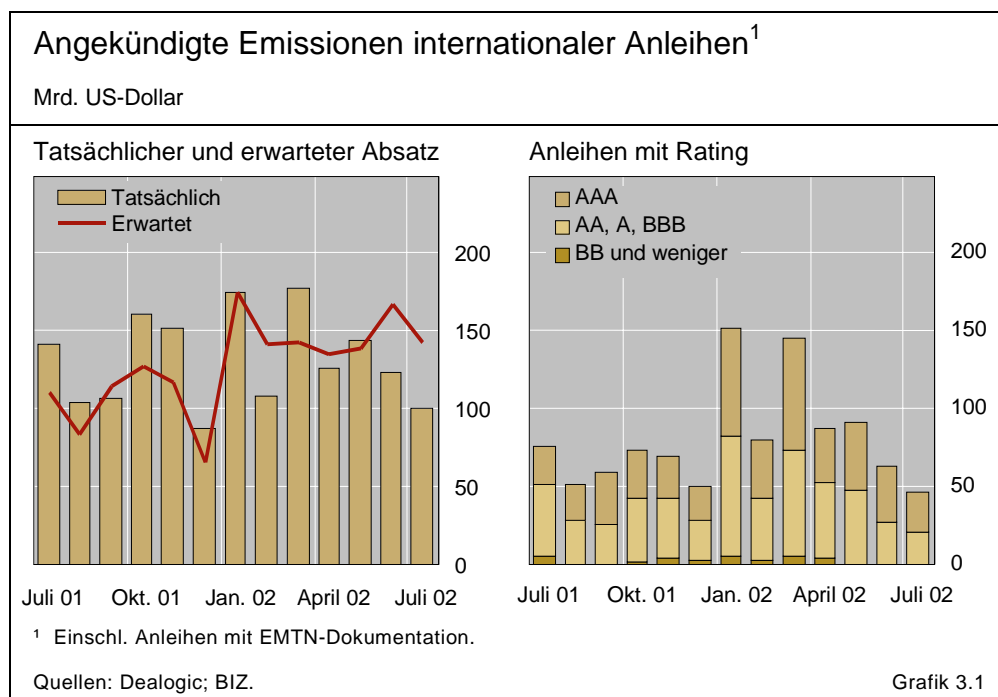
Anhaltende Schwierigkeiten am Markt für Commercial Paper

Der Abschwung am US-Markt für inländisches Commercial Paper (CP) setzte sich auch im zweiten Quartal fort. Beim Nettoabsatz durch Finanzinstitute war ein Rückgang um 4% auf \$ 1 151 Mrd. zu verzeichnen, während der Absatz durch Wirtschaftsunternehmen um 8% auf \$ 170 Mrd. sank. Der Rückgang des Nettoabsatzes insgesamt belief sich auf \$ 57 Mrd. In den vorhergehenden Quartalen war die Entwicklung von einem Anstieg bei den Emissionen von festverzinslichen Anleihen und Notes begleitet gewesen, was darauf hindeutete, dass eine Verlagerung von kurzfristigen hin zu langfristigen Mittelaufnahmen stattfand. Im zweiten Quartal 2002 jedoch war der Absatz festverzinslicher Papiere rückläufig (Tabelle 3.2). Im Gegensatz dazu war der Nettoabsatz am internationalen CP-Markt, einem wesentlich kleineren Markt, mit einem Volumen von \$ 1,8 Mrd. positiv.

Seit Juni scheinen sich die Kreditbedingungen zu verschlechtern

Die Bedingungen an den Kreditmärkten im Allgemeinen und am internationalen Markt für Anleihen und Notes im Besonderen haben sich offensichtlich seit Juni verschlechtert. Im Gegensatz zu der beträchtlichen Zunahme des Absatzes am internationalen Anleihemarkt, die in der Regel von Mai bis Juni zu verzeichnen ist, gingen die angekündigten Emissionen um \$ 21 Mrd. zurück (Grafik 3.1, links). Der niedrigere Absatz durch Schuldner in den entwickelten Ländern hatte hier einen bedeutenden Einfluss. Besonders stark ging der Bruttoabsatz der erstklassigen Schuldner in diesen Ländern zurück, nämlich von \$ 90 Mrd. auf \$ 63 Mrd., und es gab weiterhin keine Emissionen durch Schuldner mit Rating unter Anlagequalität. In den ersten vier Monaten des Jahres 2002

Unerwartet
niedriger Absatz im
Juni ...



entfielen etwa 2% der gesamten Ankündigungen am internationalen Anleihemarkt auf den Absatz von Titeln mit Rating unter Anlagequalität, im Mai und Juni dann gerade noch 0,3% der Gesamtankündigungen.

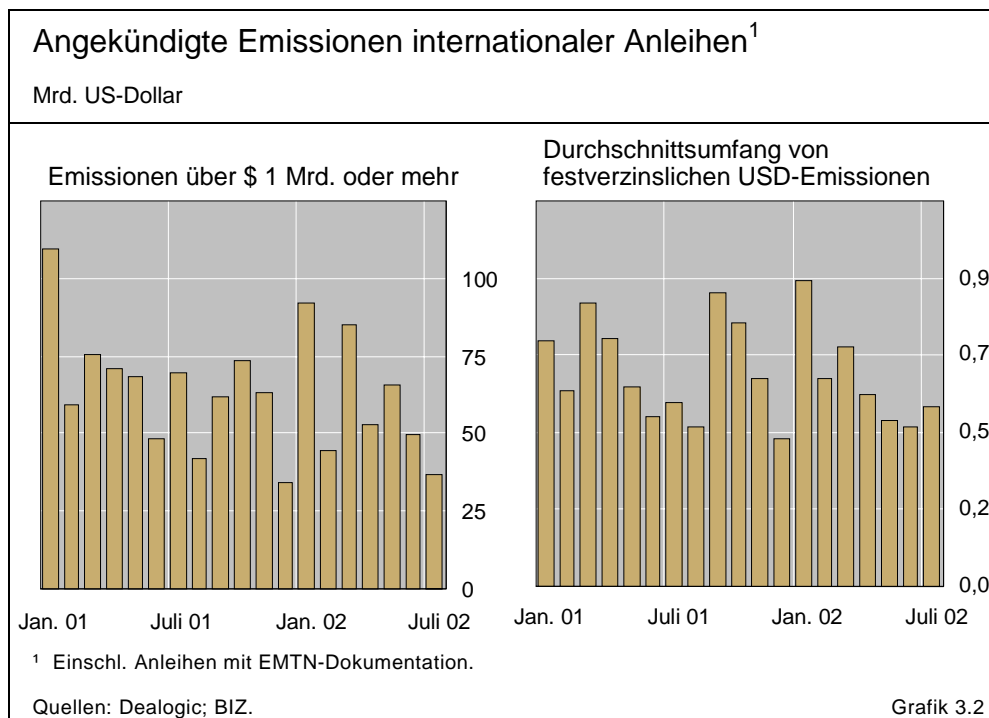
Wie im „Überblick“ erwähnt, waren im Juni die Anfänge einer Ausweitung der Kreditzinsspannen in den USA sowie die Fortsetzung dieses Trends in Europa zu verzeichnen. Diese Entwicklung und der gleichzeitige Rückgang des Absatzes legen die Vermutung nahe, dass sich das Mittelangebot am internationalen Anleihemarkt gegen Ende des zweiten Quartals verringert hat. Es gibt Anhaltspunkte dafür, dass insbesondere die Finanzinstitute Schwierigkeiten hatten, Mittel aufzunehmen. Der Absatz festverzinslicher Titel durch die Finanzinstitute ging von \$ 80 Mrd. im Mai auf \$ 59 Mrd. im Juni zurück, während der Absatz der Wirtschaftsunternehmen sogar leicht zunahm.

Die Verbreiterung der Kreditzinsspannen in den USA und Europa hielt auch im Juli an. Erste Daten zeigen einen weiteren Rückgang der Ankündigungen auf dem internationalen Anleihemarkt, wenn auch weniger ausgeprägt, als auf Grundlage der saisonalen Faktoren zu erwarten gewesen wäre. Der Gesamtbetrag der am internationalen Anleihemarkt platzierten grossen Emissionen lag bei \$ 37 Mrd. und erreichte somit den tiefsten Stand seit Dezember 2001 (Grafik 3.2). Der Absatz von Wertpapieren unter Anlagequalität lag nach wie vor praktisch bei null, während der Absatz von Wertpapieren mit Anlagequalität weiter sank und mit \$ 46 Mrd. einen so niedrigen Stand erreichte wie seit Dezember 2000 nicht mehr. Der Rückgang beim Absatz von Wertpapieren mit Anlagequalität war in den USA besonders ausgeprägt: Dort war im Juli im Wesentlichen kein Absatz zu verzeichnen. Auch am internationalen Anleihemarkt waren die grössten US-Finanzgesellschaften nicht vertreten. Auf die drei grössten Finanzgesellschaften der USA entfielen im Mai und Juni \$ 13 Mrd. des Bruttoabsatzes, doch im Juli zogen sie sich praktisch ganz vom Markt

... bei gleichzeitiger Ausweitung der Kreditzinsspannen

Weiterer Rückgang des Absatzes im Juli ...

... bei Rückzug der grössten US-Finanzgesellschaften vom Markt



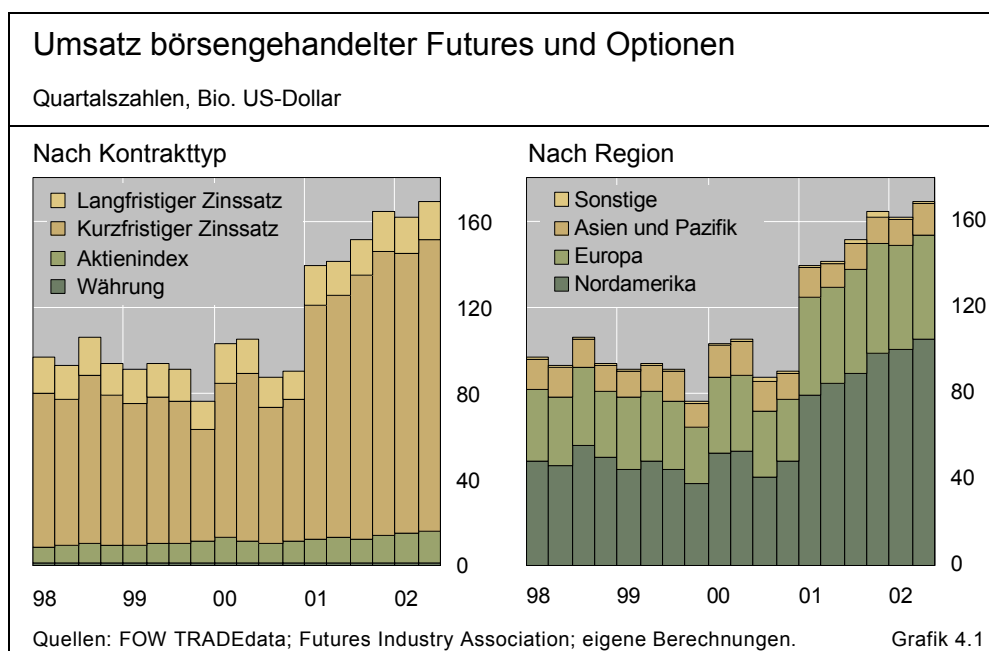
zurück. Dennoch gab es im Juli einige umfangreiche Neuemissionen von Anleihen. Zu den Emissionen mit AA-Rating zählten die von Crédit Agricole SA und Credit Suisse First Boston aufgelegten Anleihen, jeweils in Höhe von \$ 1 Mrd., wobei der Zinsaufschlag bei letzterer 185 Basispunkte betrug.

4. Märkte für derivative Instrumente

Nach einem Rückgang um 2% im Vorquartal stieg der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzderivate im zweiten Quartal 2002 um 4% auf \$ 169 Bio. (Grafik 4.1). Diese Umsatzzunahme verteilte sich auf alle drei grossen Risikokategorien; am kräftigsten war die Expansion im Segment der kleineren Währungen.

Angesichts der langen Reihe von Störeinflüssen in diesem Quartal (s. S. 1, „Überblick“) war das Umsatzwachstum jedoch erstaunlich gering. Dies ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass es keine nennenswerten Überraschungen in der Geldpolitik gab, die die Marktteilnehmer – und besonders die grossen Finanzinstitute – veranlasst hätten, rasche Anpassungen ihrer Bilanzpositionen vorzunehmen. Im Vorjahr hatten derartige Anpassungen erheblich zum Umsatzwachstum bei börsengehandelten Derivaten beigetragen.

Mit den sich verschlechternden Marktbedingungen stieg das Handelsvolumen im Juli jedoch abrupt an. Neue Enthüllungen über Bilanzunregelmässigkeiten, darunter die umfangreiche Korrektur der Ertragszahlen durch WorldCom am 25. Juni, lösten einen kräftigen Kursrutsch an den weltweiten Aktienmärkten aus. Die vorläufigen Umsatzzahlen für Juli zeigen im



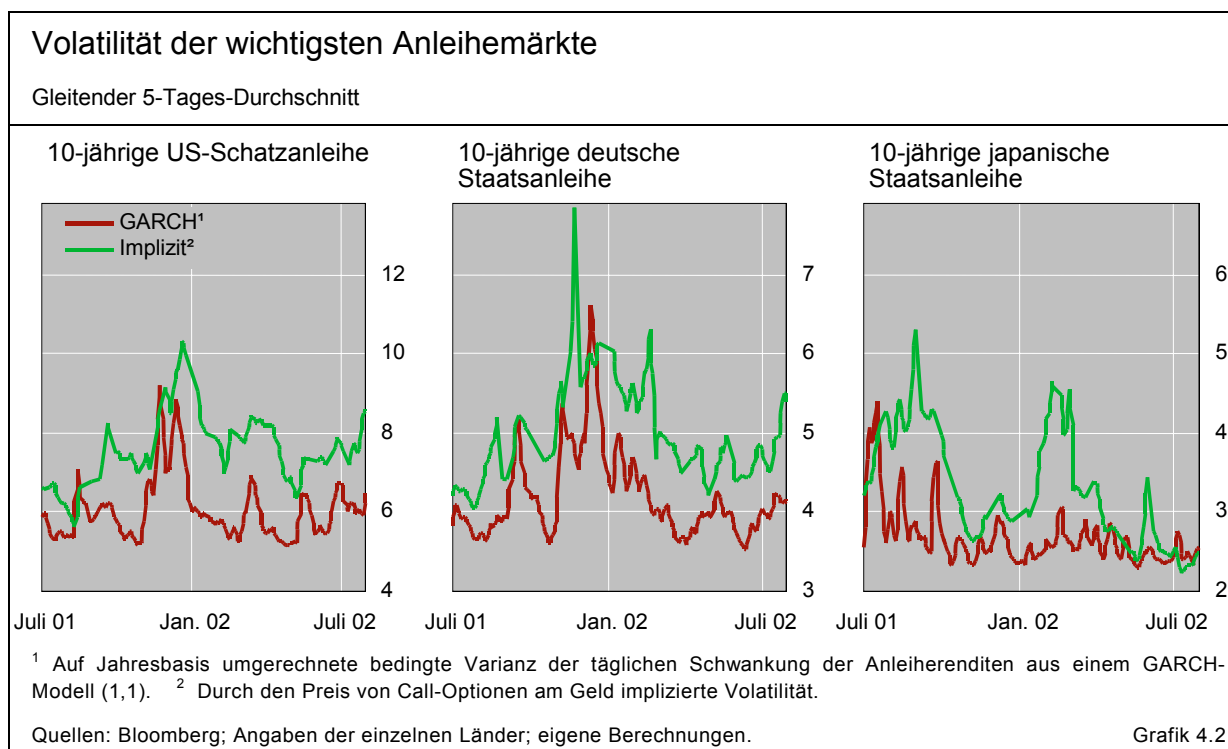
Vergleich zum Juni einen Umsatzanstieg bei Finanzkontrakten um 29%; mehrere Börsen meldeten neue Umsatzrekorde. Dieser Zuwachs entfiel zu einem grossen Teil auf Aktienindexkontrakte, weil die Anleger versuchten, ihre zugrunde liegenden Positionen abzusichern.

Mässiges Umsatzwachstum bei Zinsinstrumenten

Ausbleibende Überraschungen in der Geldpolitik begrenzen das Geschäft mit Zinsinstrumenten

Nach einem Rückgang um 2% im Vorquartal stieg der Umsatz mit börsengehandelten Zinsinstrumenten im zweiten Quartal 2002 um 4% auf \$ 152,8 Bio. Zwar war das Geschäft mit Zinsinstrumenten im langfristigen Vergleich stabil (Grafik 4.1), doch war das Umsatzwachstum insgesamt erstaunlich bescheiden. Während des Quartals waren die Marktteilnehmer immer wieder mit Störeinflüssen konfrontiert, was spekulativen Geschäften Auftrieb verliehen haben dürfte. Da aber in den grössten Volkswirtschaften geldpolitische Impulse und Überraschungen ausblieben, war es für die wichtigen Finanzinstitute weniger erforderlich, Zinsderivate zur raschen Anpassung ihrer Bilanzpositionen zu nutzen. In der Tat wurden die Erwartungen einer Straffung der Geldpolitik allmählich geringer, da der Baissedruck an den Aktienmärkten Zweifeln an einer weltweiten wirtschaftlichen Erholung zusätzliche Nahrung verlieh. Die im zweiten Quartal weitgehend recht stabile Volatilität an den wichtigen Märkten für Staatsanleihen veranschaulichte diesen zunehmenden Wandel der Erwartungshaltung (Grafik 4.2).

Allerdings führten die Entwicklungen zum Quartalsende, insbesondere die Bilanzkorrekturen von WorldCom, zu erneuter Instabilität an den Märkten im Juli und infolgedessen zu einem steigenden Umsatz von Zinsinstrumenten.



Anhaltende Aktivitäten bei Geldmarktkontrakten

Der Umsatz mit Geldmarktkontrakten, auf die der grösste Teil des Geschäfts mit Zinsinstrumenten insgesamt entfiel, stieg um 4% auf \$ 134,9 Bio. Das Geschäft mit kurzfristigen Kontrakten wies im zweiten Quartal bedeutende Unterschiede zwischen den grösseren Handelsregionen auf. In Nordamerika, auf das fast 70% des weltweiten kurzfristigen Geschäfts entfallen, stieg der Umsatz um 4%, während er in Europa stagnierte. Mit einem Umsatzzanstieg um 17% war der Handel in der Asien-Pazifik-Region sehr robust. Zu einem grossen Teil entfiel diese sprunghafte Zunahme auf das lebhafte Geschäft mit Eurodollarkontrakten an der Börse in Singapur.

Regionale Unterschiede im Geldmarktgeschäft

Der Markt für kurzfristige Zinsinstrumente, insbesondere für Eurodollar- und EURIBOR-Kontrakte, ist seit Ende 2000 bemerkenswert lebhaft, was im Wesentlichen auf die gelockerte Geldpolitik, aber auch auf die veränderten Absicherungs- und Handelspraktiken zurückzuführen ist. Beispielsweise wechseln einige Anleger von ihren herkömmlichen längerfristigen Handels- und Absicherungsinstrumenten wie Staatspapieren und dazugehörigen Futures (aus Mangel an liquiden börsengehandelten Alternativen) zu ausserbörslichen Zinsswaps und Swaptions.¹ Die Verschiebung zugunsten von Swaps und Swaptions brachte ihrerseits Zweitrundeneffekte für den Umsatz von Geldmarkt-Futures und -Optionen mit sich, da derartige Instrumente verbreitet zur Absicherung von ausserbörslichen Kontrakten genutzt werden. Einige grosse Marktteilnehmer wie z.B. Hypothekenbanken und Anleger in mit Hypothekarkrediten unterlegten Wertpapieren („mortgage-backed securities“, MBS) nutzen ebenfalls zunehmend Swaps und Swaptions.

Nachfrage nach kurzfristigen Produkten bei veränderten Absicherungs- und Handelspraktiken weiter lebhaft

Schwaches Wachstum von Kontrakten auf Staatsanleihen bei Verlagerung der Aktivitäten

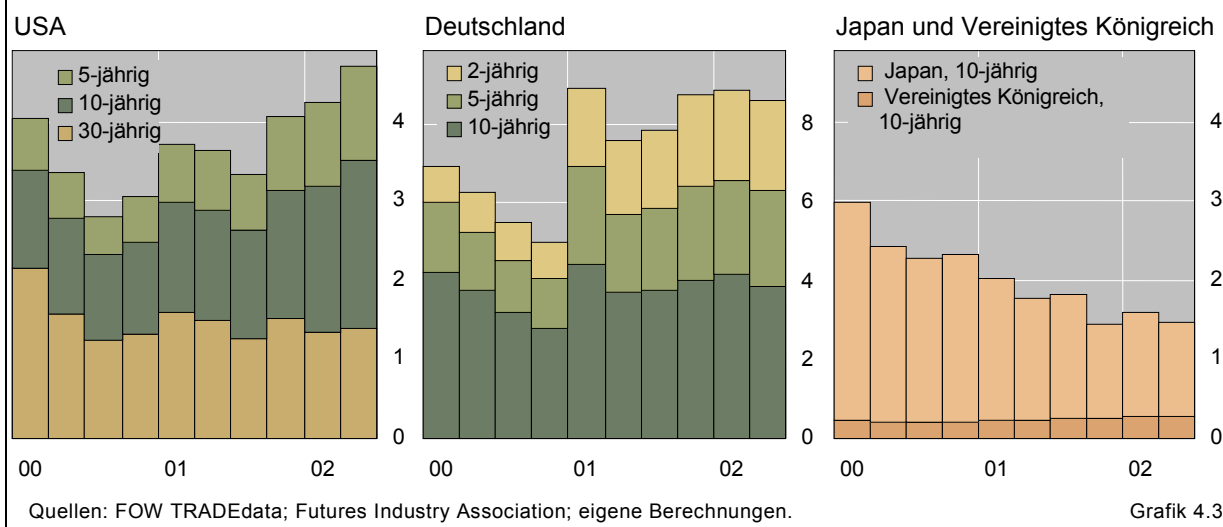
Der Handel mit längerfristigen Zinskontrakten, insbesondere mit Kontrakten auf Zinssätze von Staatsanleihen, wuchs etwas langsamer als der mit kurzfristigen Instrumenten, und zwar um 2% auf \$ 17,9 Bio. Auch hier gab es regionale Unterschiede. In Europa, auf das nahezu 54% der weltweiten Umsätze im langfristigen Geschäft entfallen, ging der Handel um 3% zurück, in der Asien-Pazifik-Region um 5%. An den nordamerikanischen Märkten nahm der Handel dagegen um 13% zu. Als die Zinsertragskurve für US-Schatztitel im zweiten Quartal steiler wurde, ergaben sich vermutlich einige Handelsmöglichkeiten für Kontrakte auf Schatzanweisungen, doch lassen Marktkommentare darauf schliessen, dass auch einige wichtige an Absicherungen interessierte Marktteilnehmer wie z.B. US-Hypothekenfirmen diese Kontrakte wieder aktiver nutzen.

Regionale Unterschiede bei langfristigen Kontrakten

¹ Die Faktoren, die diesem Paradigmenwechsel zugrunde liegen, wurden in früheren Ausgaben des *BIZ-Quartalsberichts* diskutiert, insbesondere auch in einem Feature von Philip D. Wooldridge mit dem Titel „Das Entstehen neuer Referenz-Zinsertragskurven“, (Dezember 2001, S. 54-64).

Umsatz in Kontrakten auf Staatsanleihen

Quartalsumsatz in Futures, Bio. US-Dollar



Verlagerungen der Aktivitäten

Eine der bemerkenswertesten Entwicklungen am Markt für Staatsanleihekontrakte war eine Verlagerung zugunsten kürzerer Laufzeiten (Grafik 4.3). So ist der Handel mit den Kontrakten des Chicago Board of Trade (CBOT) auf 5- und 10-jährige US-Schatzanweisungen seit Ende 1999 ständig gewachsen, und zwar auf Kosten des Kontrakts auf 30-jährige US-Schatzanleihen. Seit dem dritten Quartal 2001 hat der Kontrakt auf 10-jährige Schatzanweisungen sogar den Kontrakt auf Schatzanleihen als umsatzstärkster Kontrakt auf US-Schatztitel überholt. Eine Verschiebung beim US-Schatzamt zugunsten kürzerer Laufzeiten und die Ankündigung im Oktober 2001, den Verkauf von 30-jährigen Schatzanleihen einzustellen, beeinträchtigte die Liquidität dieser Papiere und trug zum trendmässigen Rückgang bei diesem Kontrakt bei.

Eine ähnliche Entwicklung scheint sich bei Kontrakten auf europäische Staatsanleihen abzuspielen. Der an der Eurex gehandelte Kontrakt auf 10-jährige deutsche Staatsanleihen („Euro Bund“) konnte seit dem Rekordhandelsvolumen vom ersten Quartal 2001 keinen weiteren Zuwachs verbuchen, während die Kontrakte auf 2- und 5-jährige Papiere („Euro Schatz“ und „Euro Bobl“) ständig beliebter werden.

Handel mit Aktienindexkontrakten weiter durch Expansion in Asien begünstigt

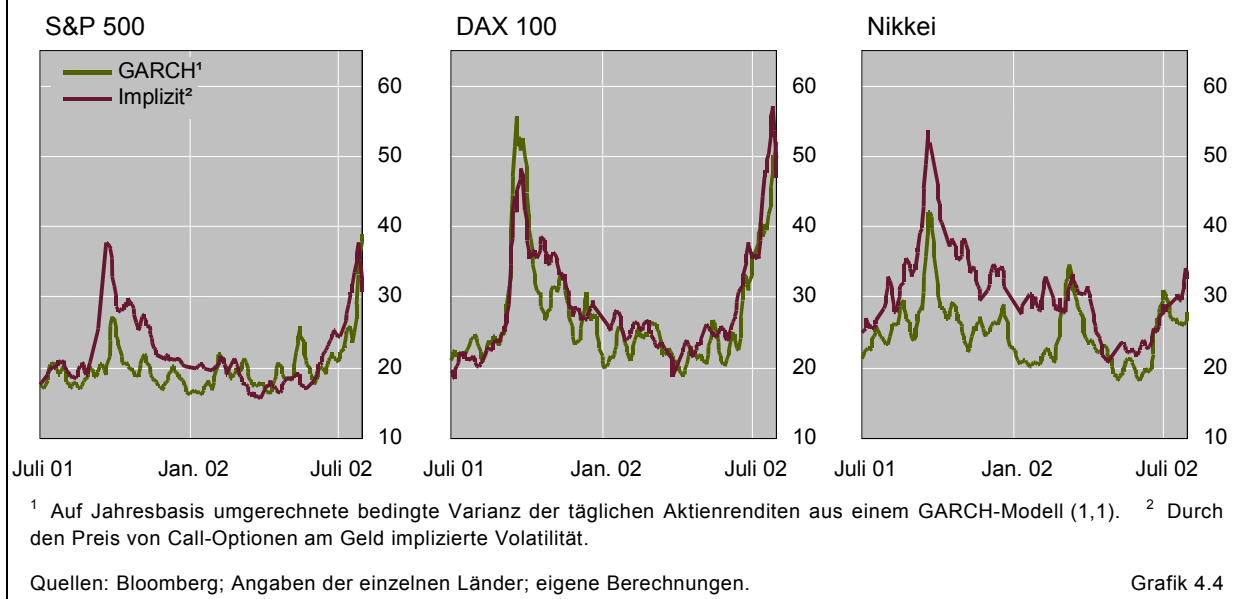
Der Umsatz von Aktienindexkontrakten nahm im zweiten Quartal 2002 um 11% auf \$ 15,4 Bio. zu und erreichte damit ein neues Rekordhoch. Ganz erheblich stieg der Umsatz im Juni, als die weltweiten Aktienmärkte die neu aufgedeckten Unregelmässigkeiten im Unternehmenssektor zu spüren bekamen (Grafik 4.4).

Zwar waren die Umsätze in allen grösseren Regionen recht lebhaft, doch resultierten die Umsatzsteigerungen in absoluter Betrachtung mehr als zur

Rasche Expansion bei koreanischen Aktienindexoptionen

Volatilität der wichtigsten Aktienmärkte

Gleitender 5-Tages-Durchschnitt



Hälfte aus dem raschen Wachstum des Handels mit koreanischen Aktienindexkontrakten (Grafik 4.5). Der Umsatz dieser koreanischen Kontrakte stieg im zweiten Quartal um 27% auf \$ 3,7 Bio., wovon 91% auf Optionen entfielen. Infolgedessen ist der koreanische Markt jetzt zum umsatzstärksten nach den USA geworden, wo sich die Aktienindextransaktionen auf \$ 7,6 Bio. beliefen. Der koreanische Umsatz ist jetzt auch beträchtlich höher als der an allen europäischen Börsen zusammen, der sich im letzten Berichtszeitraum auf \$ 3,2 Bio. belief. Ohne den Handel mit koreanischen Aktienindexkontrakten verringert sich die Gesamtwachstumsrate in diesem Marktsegment auf 7%, wobei der Umsatz mit nordamerikanischen Instrumenten um 8% und der mit europäischen Instrumenten um 5% stieg.

Ebenso wie beim Markt für Instrumente auf langfristige Zinssätze waren auch bei den Aktienindexkontrakten in den letzten Quartalen einige Veränderungen zu verzeichnen. Der S&P-500-Future der CME beispielsweise, der lange Zeit der weltweit wichtigste Aktienindexkontrakt war, hat gegenüber dem e-mini-S&P-500-Kontrakt rasch an Boden verloren. Mit seiner geringen Größe (ein Fünftel des Wertes des Standard-S&P-500-Kontrakts) und dank des elektronischen Handels während und ausserhalb der Börsenzeiten wurde der e-mini-Kontrakt von Privatanlegern gut aufgenommen.

Veränderte Entwicklung bei Aktienindexkontrakten

Vorsichtiges Comeback der Währungskontrakte

Währungskontrakte, auf die weniger als 1% des Gesamthandels mit Finanzinstrumenten entfallen, verzeichneten im zweiten Quartal 2002 eine Umsatzsteigerung um 19% auf \$ 808 Mrd. Diese Kontrakte scheinen sich in den letzten Quartalen von einer langen Phase des Niedergangs erholt zu haben. Diese Erholung basiert zum grössten Teil auf einem deutlichen Umsatzwachstum bei Dollar/Euro-Futures an der CME. Der Handel mit den wichtigsten

Deutliches Wachstum bei Euro/Dollar-Kontrakten

CME-Kontrakten in den alten europäischen Währungen (Dollar/D-Mark und Dollar/französischer Franc) war vor der Einführung des Euro Anfang 1999 drastisch zurückgegangen. Zwar wurden diese Kontrakte inzwischen vom Dollar/Euro-Kontrakt abgelöst, doch haben dessen Umsätze noch nicht die hohen Gesamtumsätze der „alten“ Kontrakte Mitte der neunziger Jahre erreicht.

Börsen führen eine Reihe neuer Kontrakte ein

Im zweiten Quartal 2002 gab es mehrere neue Kontrakte, darunter auch einige Kontrakte auf Zinsswaps. Anfang April führte die Chicago Mercantile Exchange (CME) als dritte grosse Börse nach der LIFFE und dem CBOT Kontrakte auf Swapsätze ein. Die technischen Einzelheiten der neuen Kontrakte auf 2-, 5- und 10-jährige Swapsätze unterscheiden sich geringfügig von denen der Vorläufer, doch ihre Haupteigenschaften als Werkzeuge im Risikomanagement im Unternehmens- und Finanzsektor sind den früheren recht ähnlich. Ein wichtiger Unterschied besteht darin, dass die Gestaltung der CME-Futures eher der der CME-Eurodollarkontrakte ähnelt als der anderer konkurrierender Swapkontrakte.^① Die Preise werden im inzwischen etablierten IMM-Format (International Monetary Market) angegeben, d.h. als Differenz des Swapsatzes von Pari (100 – Swapsatz = Preis). Der Kontrakt berücksichtigt also keine Konvexitäten, anders als die Wertpapiere mit Coupon, zu deren Absicherung der Kontrakt dienen soll.^② Allerdings wurden die Swap-Kontrakte der CME bisher noch nicht aktiv gehandelt.

Im Juni führte das CBOT einen neuen Kontrakt auf 5-jährige Swapsätze ein. Ihm war die erfolgreiche Einführung eines 10-jährigen Swapfuture im Oktober 2001 vorangegangen.^③ Wenn auch auf den 10-jährigen Swapkontrakt nur ein kleiner Teil des Gesamtumsatzes mit Zinskontrakten am CBOT entfällt (im zweiten Quartal etwa $\frac{1}{3}$ von 1%), ist der Handel bereits etwas lebhafter als beim Kontrakt auf 10-jährige Notes staatlicher Körperschaften. Der Kontrakt profitiert von der wachsenden Rolle von Zinsswaps an den US-Finanzmärkten.

Ebenfalls seit Juni bietet die LIFFE Swapnote-Kontrakte auf 2-, 5- und 10-jährige Swapsätze auf Dollarbasis an. Der Unterschied zwischen den Dollar-Kontrakten der LIFFE und den Dollar-Kontrakten, die an den US-Börsen gehandelt werden, besteht im Wesentlichen darin, dass die LIFFE-Kontrakte nicht auf halbjährlichen, sondern auf jährlichen Zinsgutschriften basieren.

Auch einen Kontrakt auf 2-jährige deutsche Bundesschatzanweisungen führte die LIFFE im Juni ein. Dieser neue Kontrakt konkurriert mit dem etablierten Bundesschatzanweisungs-Kontrakt der Eurex. Um die Nachfrage anzuregen, unterscheidet sich der LIFFE-Kontrakt leicht vom ursprünglichen Eurex-Kontrakt. Beispielsweise ist der Umfang doppelt so gross (€ 200 000), und die Granularität des Preises ist höher (geringere Mindestpreisveränderung).

Schliesslich führten im Mai die Chicago Board Options Exchange (CBOE) und die Pacific Exchange den Handel mit Optionen auf Diamond Trust ein, einen börsengehandelten Fonds („exchange-traded fund“, ETF).^④ ETF haben sich in den letzten Jahren erheblich ausgeweitet, und die Börsen betrachten sie als viel versprechendes Feld für die Entwicklung neuer Kontrakte. Die Amex listet bereits eine Anzahl von Put- und Call-Optionen auf ETF, darunter auch auf ihren NASDAQ-100 Index Tracking Stock, der Berichten zufolge der umsatzstärkste ETF der Welt sein soll.

^① Eine technisch ausführlichere Erläuterung findet sich in David A. Boberski, „CME to launch interest rate swap futures“, *Bond Focus*, SalomonSmithBarney, 29. Januar 2002. ^② Im Gegensatz hierzu beziehen sich die Kontrakte, die an der LIFFE und am CBOT gehandelt werden, beide auf die Wertpapiere mit Coupon und sind daher konvex.

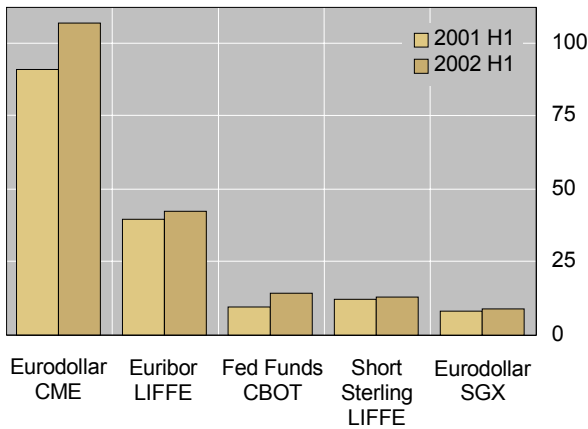
^③ Eine ausführlichere Darstellung des CBOT-Swapkontrakts enthält der *BIZ-Quartalsbericht* vom März 2002.

^④ ETF sind an der Börse gehandelte Wertpapiere (oder Indexfonds), die auf einem Aktienkorb basieren. Der Korb der zugrunde liegenden Wertpapiere kann je nach Anlegernachfrage erweitert oder verkleinert werden, wodurch diese Papiere sich ähnlich wie offene Investmentfonds verhalten. Im Gegensatz zu herkömmlichen Investmentfonds-Anteilen, die normalerweise nur zu Tagesendpreisen ausgegeben bzw. zurückgenommen werden, können ETF jedoch während des gesamten Handelstages zu Intraday-Preisen gekauft bzw. verkauft werden.

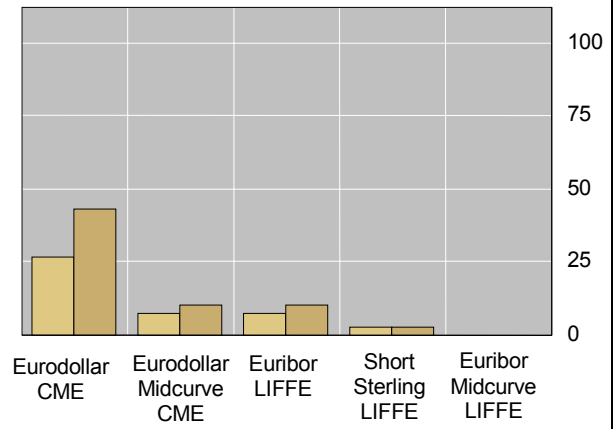
Umsatzwert der umsatzstärksten börsengehandelten Kontrakte

Bio. US-Dollar

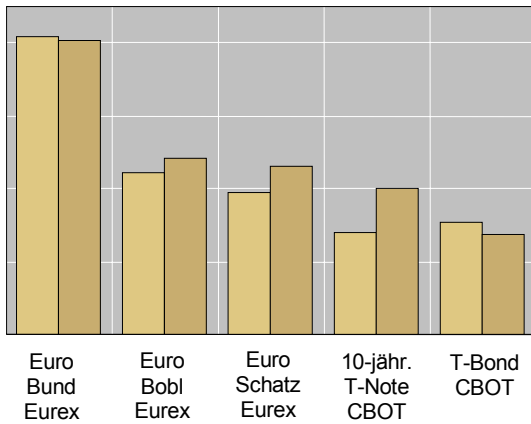
Kurzfristige Zinsfutures



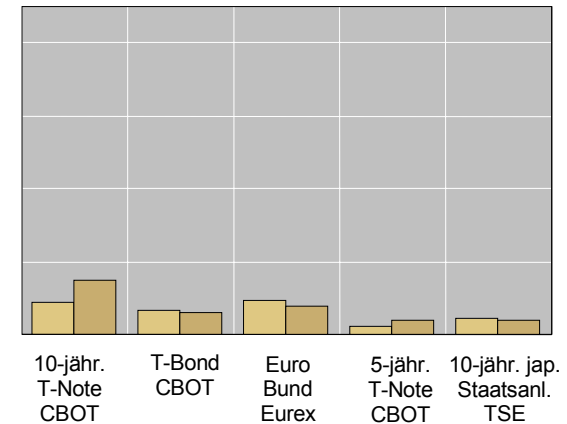
Kurzfristige Zinsoptionen



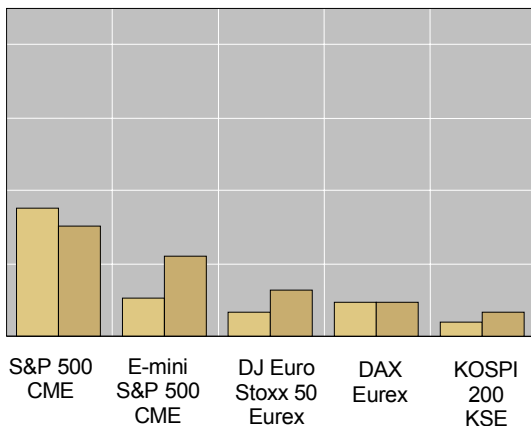
Langfristige Zinsfutures



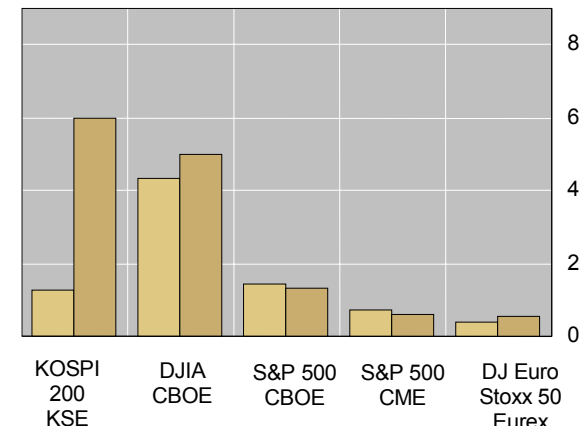
Langfristige Zinsoptionen



Aktienindexfutures



Aktienindexoptionen



Quellen: FOW TRADEdata; eigene Berechnungen.

Grafik 4.5

Starkes weltweites Umsatzwachstum im Juli

Vorläufigen Daten zum weltweiten Umsatz mit Finanzkontrakten im Monat Juli zufolge ist die Anzahl der gehandelten Einheiten im Vergleich zum Vormonat um 29% (auf 412 Millionen) gestiegen, wobei mehrere Börsen in Asien, Europa

Erneute Markt-turbulenzen im Juli

und Nordamerika neue monatliche Rekordmarken vermelden.² Die starke Zunahme im Vergleich zum Juni erklärt sich im Wesentlichen dadurch, dass sich die Zahl der Aktienindextransaktionen, hauptsächlich in Asien und in Nordamerika, um 41% ausgeweitet hat. Das Vertrauen der Anleger in die Aktienmärkte wurde durch neue Enthüllungen über Unregelmässigkeiten bei der Buchführung weiter beeinträchtigt (wie dies auch die stark gestiegene Volatilität an den Aktienmärkten im Juli zeigt; Grafik 4.4), darunter die Bilanzkorrekturen von WorldCom Ende Juni. Diese Entwicklungen scheinen für die zunehmende Zahl der Transaktionen verantwortlich zu sein, mit denen die Anleger vermutlich den Wert ihrer Aktienbestände abzusichern suchten.

Märkte weiterhin von wenigen Instrumenten dominiert

Trotz des lebhaften Handels werden die Märkte für börsengehandelte Derivate nach wie vor von einer geringen Zahl von Instrumenten dominiert (Grafik 4.5). Auf die fünf umsatzstärksten Geldmarkt-Futures entfielen in der ersten Jahreshälfte 2002 weltweit fast 95% des Geschäfts. Da die Marktteilnehmer tendenziell ein einziges kurzfristiges Instrument pro Hauptzeitzone bevorzugen, ist es in den letzten Jahren nur wenigen Produkten gelungen, nennenswerte Marktanteile zu erobern. Eine Ausnahme waren Midcurve-Optionen auf Zinsfutures,³ die sich an der CME etablieren konnten.

Der Handel mit längerfristigen Festzinsfutures ist etwas weniger stark konzentriert als der mit Geldmarktverträgen. Auf die fünf aktivsten längerfristigen Zinsfutures entfielen in der ersten Jahreshälfte 2002 77% des weltweiten Umsatzes mit derartigen Instrumenten. Dies spiegelt vor allem die grösseren Möglichkeiten für eine Positionierung entlang des längerfristigeren Segments der Zinsertragskurve wider.

Bei den Aktienindexverträgen ist die Konzentration am geringsten. Auf die fünf aktivsten Futures entfallen 63% des Gesamthandels. Dies lässt sich bis zu einem gewissen Grad dadurch erklären, dass in den letzten Jahren eine Reihe von Indexverträgen auf der Grundlage verschiedener Untersegmente der Aktienmärkte eingeführt wurden.

Handel konzentriert
sich auf wenige
Geldmärkte

² Die Statistiken über den Dollarwert der von der BIZ erfassten Transaktionen lagen zum Berichtszeitpunkt noch nicht vor.

³ Standardoptionen sehen die Lieferung der zugrunde liegenden Futures mit der gleichen Laufzeit wie die Optionen vor, Midcurve-Optionen dagegen die Lieferung von Positionen in Futures mit längeren Laufzeiten. Mit ihrer Hilfe können die Marktteilnehmer ihr langfristiges Engagement absichern und die Marktvolatilität auf vielfältigere Weise in ihre Strategien einbeziehen.

Immobilienmarkt und Wirtschaftswachstum: Lehren aus dem Refinanzierungsboom in den USA¹

Die Ausgaben der privaten Haushalte blieben in den OECD-Ländern während des Abschwungs 2001 unerwartet lebhaft. Eine Erklärung hierfür ist – vor allem in den englischsprachigen Ländern – der günstige Einfluss steigender Immobilienwerte und sinkender Hypothekarzinsen.² Derart robuste Konsumausgaben waren besonders im Falle der USA bemerkenswert, wo sich das Vermögen der Privathaushalte infolge sinkender Aktienkurse insgesamt verringerte. Der US-Hypothekarmarkt scheint hierbei eine wichtige Rolle gespielt zu haben. 2001 gab es bei den Hypothekarrefinanzierungen einen Boom, der in seiner Art und Stärke einzigartig war. In diesem Feature wird analysiert, wie sich die Hypothekarrefinanzierungen im Abschwung 2001 auswirkten und welche Bedeutung dem Strukturwandel am Markt für Immobilienfinanzierungen zukam.³

Der Refinanzierungsboom und die Ausgaben der privaten Haushalte im Jahr 2001

2001 wurden in den USA so viele Hypothekendarlehen refinanziert wie nie zuvor. Die für das Jahr geschätzte Zahl von 11,2 Mio. ist etwa doppelt so hoch wie die Zahl für 1998, die bereits als ungewöhnlich hoch gegolten hatte.⁴

Die Refinanzierung von Hypotheken kann die effektive Kaufkraft der privaten Haushalte auf zwei Arten erhöhen. Zum einen kann ein steigender Immobilienwert zusätzlich beliehen werden. Für eine solche „Liquidisierung“ oder „Extraktion“ von Immobilienvermögen müssen die neu abgeschlossenen Hypotheken einen höheren Dollarnominalwert aufweisen als die refinanzierten.

¹ Die Autoren danken Angelika Donaubaue für die hervorragende Unterstützung bei den Recherchen. Der Beitrag gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² S. BIZ (2002).

³ S. Aoki et al. (2002) zur Beziehung zwischen Markt für Wohnimmobilien und Verbrauch im Vereinigten Königreich.

⁴ S. Bennett et al. (1999).

Indikatoren der Refinanzierungstätigkeit in den USA, 1997-2001						
Jahr	Refinanzierte Hypotheken (Mio.)	Refinanzierung nach x Jahren ¹	Wertzuwachs der refinanzierten Immobilien ¹		Anteil der Refinanzierungen mit Bargeldauszahlung (%)	Verhältnis des alten Zinssatzes zum neuen ¹
			Insgesamt ²	Jährlich ³		
1997	2,8	4,0	13	3,1	62	1,07
1998	6,7	4,1	10	2,4	49	1,18
1999	4,4	5,6	13	2,2	66	1,12
2000	2,4	6,0	26	3,9	81	0,97
2001	11,2	2,6	14	5,2	54	1,18

¹ Mittelwert. ² Gesamter Wertzuwachs von der Bereitstellung der Hypothek bis zur Refinanzierung in Prozent. ³ Durchschnittlicher jährlicher Wertzuwachs von der Bereitstellung der Hypothek bis zur Refinanzierung in Prozent.

Quellen: Credit Suisse First Boston; Freddie Mac. Tabelle 1

Die Differenz zwischen den neuen und den refinanzierten Hypothekarbeträgen (nach Abzug der Gebühren) steht den privaten Haushalten unmittelbar für Ausgabenzwecke zur Verfügung. Zum anderen erhöht sich bei unverändertem Hypothekarbetrag das verfügbare Einkommen durch geringeren Zinsaufwand, wenn die Zinsen für neu abgeschlossene Hypotheken niedriger sind als für die refinanzierten Hypotheken. Die Daten für das Jahr 2001 lassen darauf schließen, dass der erste Faktor alles in allem wesentlich stärker war als der zweite.

2001 steigerten Refinanzierungen die effektive Kaufkraft beträchtlich, da durch Wertzuwächse bei Wohneigentum liquide Mittel beschafft werden konnten. Bei 54% der neu abgeschlossenen Hypotheken lag die Kapitalsumme mindestens 5% über der Summe der abgelösten Hypotheken (Tabelle 1); dies deutet darauf hin, dass es bei etwa der Hälfte der Hypothekarrefinanzierungen zur Auszahlung flüssiger Mittel kam. Der mittlere Preisanstieg bei den 2001 refinanzierten Immobilien lag bei rund \$ 25 000⁵ in nur 2,6 Jahren, was den Höhenflug der Preise für Wohneigentum in den Jahren 2000 und 2001 widerspiegelt.

2000 war die Bereitschaft, Wohneigentum für die Beschaffung liquider Mittel zu nutzen, noch stärker gewesen. In dem Jahr hatten schätzungsweise 80% der Refinanzierungstransaktionen liquide Mittel generiert. Der Wert eines refinanzierten Hauses hatte sich in den sechs Jahren seit der letzten Finanzierung im Mittel um rund \$ 36 000 erhöht. Dennoch bestand für die effektive Kaufkraft 2001 ein weit grösseres Steigerungspotenzial, denn es wurden fünf Mal mehr Hypotheken refinanziert.

Dass Wohneigentum mittels Hypothekarrefinanzierung zusätzlich beliehen wurde, trug dazu bei, dass die Verschuldung der privaten Haushalte wuchs. In den vergangenen zwei Jahren erhöhten sich die Hypothekarschulden der

⁵ Schätzungen der National Association of Realtors zufolge lag der durchschnittliche Verkaufspreis bereits bestehender Einfamilienhäuser 2001 bei \$ 176 200. Wenn Quartalsdaten herangezogen werden (nicht dargestellt), liegt der mittlere Preisanstieg refinanzierter Immobilien bei \$ 24 700. Dies ist als konservative Schätzung anzusehen, da zwischenzeitlich erfolgte Tilgungszahlungen, die die verfügbaren liquiden Mittel noch erhöhen würden, nicht berücksichtigt sind.

Höheres verfügbares Einkommen aufgrund der Liquidisierung von Immobilienvermögen ...

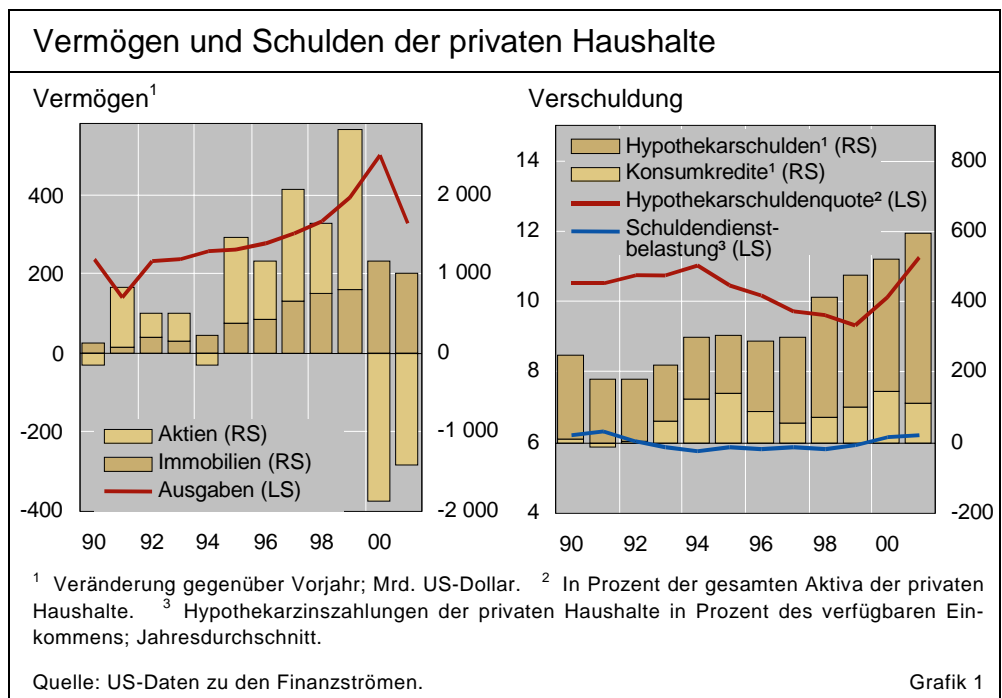
... aber gleichzeitig steigende Hypothekarschulden

privaten Haushalte, die zwei Drittel von deren Verbindlichkeiten ausmachen, um \$ 850 Mrd. oder 19% (Grafik 1). Dieser Anstieg ist teilweise auf die Konsolidierung anderer Schulden zurückzuführen, z.B. der Kreditkartenforderungen. Dennoch haben die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte im Gegensatz zu früheren Rezessionen nicht abgenommen, sondern sind gestiegen, und zwar auf einen neuen Höchststand von 106% in Relation zum verfügbaren Einkommen. Der Eigentumsanteil an den Wohnimmobilien der privaten Haushalte hat sich in den USA im letzten Jahrzehnt um rund 10 Prozentpunkte verringert und liegt heute bei lediglich 55%.

Als weitere Folge der zusätzlichen Beleihung von Wohneigentum mittels Refinanzierung sind zwar die Zinssätze für ausstehende Hypotheken gesunken (Tabelle 1), die Schuldendienstbelastung jedoch hat nicht abgenommen. Im Jahr 2000 haben einige private Haushalte ihre Hypotheken sogar zu höheren Zinssätzen refinanziert, um sich liquide Mittel zu beschaffen. Die Kosten des Schuldendienstes bei Hypotheken in Relation zum verfügbaren Einkommen sind heute so hoch wie zu Beginn der neunziger Jahre (Grafik 1).

Die Hypothekarrefinanzierung scheint einen wichtigen Beitrag dazu geleistet zu haben, dass der private Verbrauch in den USA im jüngsten Abschwung ungewöhnlich lebhaft blieb. Wenn man davon ausgeht, dass es bei 54% der refinanzierten Hypotheken netto zur Auszahlung flüssiger Mittel kam und dass dabei der mittlere Wertzuwachs von \$ 25 000 bei den im Jahr 2001 refinanzierten Immobilien in vollem Umfang liquidisiert wurde, ergibt sich ein verfügbarer Cashflow von schätzungsweise \$ 150 Mrd., der aus dem Wohneigentum privater Haushalte stammt. Dies entspricht 2,3% des Vermögens privater Haushalte aus Wohneigentum (verglichen mit einem Cashflow von \$ 67 Mrd. bzw. 1,1% des Vermögens aus Wohneigentum im Jahr 2000).

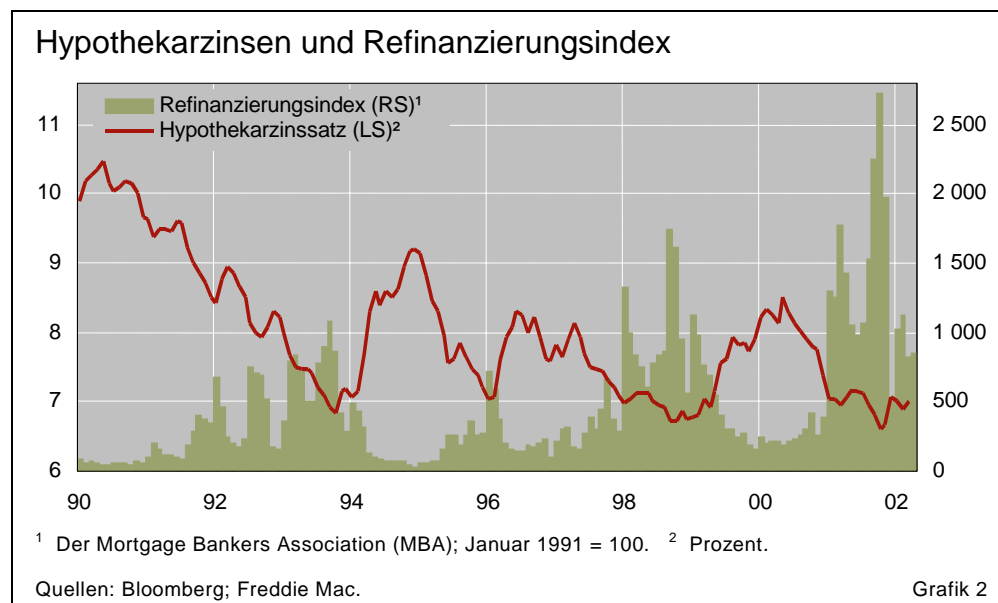
Erhebliche
Konsumwirkung



Schätzungsweise wird rund die Hälfte der liquiden Mittel aus der zusätzlichen Beleihung von Wohneigentum für laufende Ausgaben verwendet.⁶ Ende der neunziger Jahre floss etwa ein Fünftel dieser Mittel in den Konsum. Ein Drittel entfiel auf Unterhalts- und Ausbaumaßnahmen im Wohnbereich. Die Neigung, die zusätzlichen flüssigen Mittel aus den Hypothekarrefinanzierungen im Jahr 2001 dem Konsum zuzuführen, könnte etwas stärker gewesen sein. Es gibt Hinweise darauf, dass Inhaber von Wohneigentum bei einem Einkommenszuwachs infolge höherer Immobilienpreise „überreagieren“.⁷ Werden die Quote der gesamten laufenden Aufwendungen (50%) und die Konsumquote (20%) jeweils als Ober- bzw. Untergrenze herangezogen, sind 10-25% des gesamten Konsumanstiegs der zusätzlichen Beleihung von Wohneigentum im Jahr 2001 zuzuschreiben.

Die Triebkräfte des Refinanzierungsbooms von 2001

Die lebhafte Refinanzierungstätigkeit 2001 und ihr Einfluss auf die Ausgaben der privaten Haushalte können als Resultat des Zusammentreffens niedriger nominaler Hypothekarzinsen, rückläufiger Transaktionskosten bei der Refinanzierung und eines rapiden Wertzuwachses der refinanzierten Immobilien angesehen werden.⁸



⁶ Der dreijährlichen Erhebung zu den Finanzen der Verbraucher (Survey of Consumer Finances) zufolge wurden 1998 und Anfang 1999 18 Cents jedes aus Wohneigentum stammenden Dollars für den Konsum eingesetzt und 33 Cents für Unterhalts- und Ausbaumaßnahmen im Wohnbereich, die unter die Rubrik Wohnbauinvestitionen fallen. Rund 28 Cents entfielen auf die Tilgung anderer Schulden (Brady et al. 2000).

⁷ S. Capozza und Seguin (1996).

⁸ Die Refinanzierungstätigkeit wird auch durch eine Reihe anderer makro- und mikroökonomischer Faktoren beeinflusst, u.a. die Volatilität der Hypothekarzinsen, der Transaktionskosten bei der Refinanzierung und der Bonität des Schuldners. S. beispielsweise Bennett et al. (2001).

Der Konjunkturabschwung in den USA führte zu einem scharfen Rückgang der Hypothekarzinsen. Wie die Kapitalmarktrenditen für Papiere im Bereich höchster Bonität tendieren auch die nominalen Hypothekarzinsen seit Ende 2000 nach unten; vor kurzem wurden Tiefstände erreicht wie seit dreissig Jahren nicht mehr (Grafik 2).

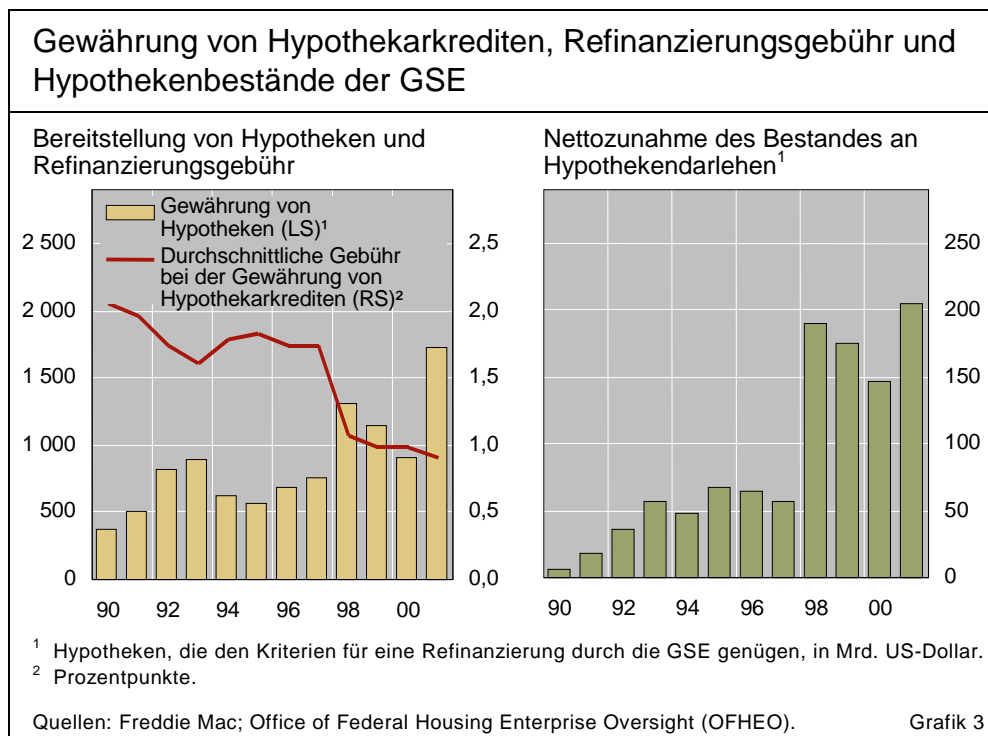
Refinanzierung begünstigt durch niedrigere Zinssätze ...

Bei sinkenden Hypothekarsätzen lohnt es sich für Schuldner, die Option vorzeitiger Tilgung von Hypothekendarlehen, die typischerweise ohne Zuschlag möglich ist, auszuüben. Der Refinanzierungsboom war im Jahr 2001 jedoch viel ausgeprägter als in früheren Hypothekarzinszyklen. 1998 zum Beispiel, als die Sätze zuletzt derart stark gesunken waren, wurden nur etwa halb so viele Hypotheken refinanziert wie 2001. Beide Male verringerten die Schuldner die effektiven Sätze ihrer Hypotheken um rund 125 Punkte, indem sie sie vorzeitig tilgten und neue Hypothekendarlehen abschlossen.

Nicht nur die nominalen Hypothekarzinsen haben sich verringert, auch die Transaktionskosten, die anfallen, wenn ein Darlehen durch ein neues ersetzt wird – die Refinanzierungsgebühr –, sind zurückgegangen. Die Inhaber von Wohneigentum haben von einer stetigen Verringerung der Refinanzierungsgebühr profitiert, die als Prozentsatz der Darlehenssumme zu zahlen ist (hier als „Punkte“ bezeichnet, s. Grafik 3). Gegenwärtig müssen auf Hypothekendarlehen mit einer Laufzeit von 30 Jahren, die die Kriterien für eine Refinanzierung bei den staatlich unterstützten Instituten („government-sponsored enterprises“, GSE) erfüllen, durchschnittlich nur 50 Basispunkte gezahlt werden. Dies ist lediglich etwa ein Drittel so viel wie vor fünf Jahren.

... rückläufige Transaktionskosten ...

Seit 1998, als sich die Gebühr massiv verringerte, entfielen 43% aller neuen Hypothekendarlehen auf Refinanzierungen, verglichen mit 34% im Zinszyklus 1993-96. Dies ist ein Hinweis darauf, dass die Verringerung der vorab



zu zahlenden Gebühr die Bereitschaft der privaten Haushalte erhöht hat, ihre Hypothekendarlehen unabhängig von den aktuellen Hypothekarzinsen zu refinanzieren.⁹

... und rasant
steigende Preise für
Wohneigentum

Der sprunghafte Anstieg der Preise von Wohneigentum sorgte für den Vermögenszuwachs, den die privaten Haushalte durch Refinanzierung flüssig machen konnten. Die Entwicklung der Preise für Wohneigentum in den beiden vergangenen Jahren war einzigartig. Bisher waren sie in jeder Rezession zumindest langsamer gestiegen, und zweimal waren sie sogar gesunken. Dagegen beschleunigte sich im Abschwung, der Mitte 2000 einsetzte, der Anstieg der Preise für Wohneigentum noch. Der Preisindex für Wohnimmobilien der US-Aufsichtsbehörde OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) schnellte 2000 und 2001 um 9,3% bzw. 6,0% in die Höhe. Dies ist weit mehr als die durchschnittliche jährliche Zunahme von 4,6% in den letzten 20 Jahren.

Neben demographischen Trends, einem wichtigen langfristigen Faktor bei den Preisen für Wohneigentum¹⁰, dürften auch die günstigen Finanzierungsbedingungen zu ihrem Anstieg beigetragen haben. Durch die niedrigeren Hypothekarzinsen und die geringeren Auszahlungen ist Wohneigentum erschwinglicher geworden. Heute sind fast 68% der privaten Haushalte Eigentümer von Wohnraum; vor fünf Jahren waren es erst 64%. Die wachsende Nachfrage nach Wohneigentum, die der Mangel an Wohnraum in bestimmten Ballungszentren noch verstärkt, treibt die Preise in die Höhe.

Refinanzierungsaktivität und Strukturwandel am Hypothekarmarkt

Für die geringeren Refinanzierungskosten sind neben konjunkturellen Faktoren wie der wirtschaftlichen Schwäche und der Lockerung der Geldpolitik teilweise auch Veränderungen am Hypothekarmarkt und das Verhalten einiger wichtiger Marktteilnehmer verantwortlich. Aufgrund dieser Veränderungen war das Finanzsystem in der Lage, ein hohes Volumen an neuen Hypotheken und eine rege Refinanzierungstätigkeit zu weitgehend stabilen Spreads von Hypotheken gegenüber Schatzanleihen zu bewältigen.

Geringere
Transaktionskosten
bei neuen
Hypotheken ...

Die Einführung neuer Technologien scheint dazu beigetragen zu haben, dass sich die Refinanzierungsgebühr deutlich verringerte und die Hypothekarrefinanzierung entsprechend einfacher wurde. Ein wichtiges Beispiel ist die computergestützte Bereitstellung von Hypotheken, die durch Fannie Mae oder Freddie Mac refinanzierbar sind.¹¹ Die GSE Fannie Mae und Freddie Mac sind

⁹ Eine ökonometrische Schätzung aufgrund der Monatsdaten von Januar 1990 bis März 2002 belegt die Bedeutung der Refinanzierungsgebühr. Bei einer Regression des Refinanzierungsindex auf die Gebühr (in Punkten), die Veränderung der Preise für Wohneigentum und die Zinsschwankungen weist die Gebühr wie erwartet ein negatives Vorzeichen auf (eine geringere Anzahl von Punkten erhöht den Refinanzierungsindex): Ein Rückgang der Refinanzierungsgebühr um 50 Basispunkte hat etwa den gleichen Effekt wie ein Rückgang der Hypothekarzinsen um 1 Prozentpunkt.

¹⁰ S. Joint Center for Housing Studies (2002).

¹¹ Laut Fannie Mae (1999) konnten die Kreditgeber ihre Kosten für neue Hypotheken mit der Einführung eines computergestützten Zeichnungssystems um über \$ 800 senken.

zwar private Institute, werden jedoch vonseiten des Staates unterstützt und sind von ihm beauftragt, für eine stärkere Verbreitung des Wohneigentums zu sorgen. Am Hypothekemarkt für Wohnimmobilien sind sie mit Abstand die wichtigsten Akteure.

Geringere Refinanzierungsgebühren sind nicht allein auf das Verhalten der Finanzintermediäre zurückzuführen; sie sind auch Ausdruck der Entscheidung, die Schuldner in Bezug auf verschiedene Alternativen der Hypothekarrefinanzierung treffen. Der recht abrupte Rückgang der Gebühr stützt jedoch die These, dass eine angebotsseitige Veränderung weite Teile des Marktes beeinflusst hat.

Ein kräftiger Anstieg der Hypothekarbestände der GSE scheint bei der Bewältigung der zunehmenden Bereitstellung und Refinanzierung von Hypotheken eine wesentliche Rolle gespielt zu haben.¹² In der Vergangenheit hatten die GSE vor allem Hypotheken von Banken verbrieft und bei anderen Anlegern platziert. Seit 1998 sind sie auch die grössten Halter solcher Schuldtitel (Grafik 3). 2001 verzeichneten die Hypothekarbestände der GSE einen Rekordzuwachs von \$ 207 Mrd. Dies entspricht 43% der Nettokreditaufnahme privater Haushalte in Form von Hypotheken für Wohnimmobilien, was leicht unter dem Durchschnitt von 47% in den Jahren 1998-2001, aber weit über dem Wert der früheren neunziger Jahre (27% im Zeitraum 1990-97) liegt.

... sowie Halten von Hypothekarschuldtiteln durch GSE scheinen Refinanzierung begünstigt zu haben

Das Halten von Hypotheken durch die GSE könnte die Spreads stabilisiert haben, indem das Durationsrisiko und das Risiko vorzeitiger Tilgung separiert wurden. Ein Faktor bei dieser Risikoentflechtung waren die von den GSE begebenen eigenen Schuldtitel, insbesondere die nicht vorzeitig kündbaren Referenzanleihen. Im Gegensatz zu mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren („mortgage-backed securities“, MBS) sind diese Instrumente für eine grössere Anlegerbasis attraktiv, weil sie eine hohe Bonität besitzen und liquider sowie frei vom Risiko vorzeitiger Tilgung sind. Der zweite Faktor bei der Risikotrennung war die Steuerung und Absicherung des Zinsänderungsrisikos und des Risikos vorzeitiger Tilgung über die Derivatmärkte. Deshalb spielen neben den traditionellen Anlegern in MBS die wichtigen Akteure an den Derivatmärkten eine immer grössere Rolle bei der Absicherung des Risikos vorzeitiger Tilgung.

Ein wichtiger Aspekt, der die Ausweitung der Bilanz der GSE und die damit verbundene Risikoentflechtung begünstigt hat, waren die Vorteile bei der Mittelbeschaffung aufgrund ihrer Sonderstellung. Die langfristigen GSE-Schuldtitel sind von Moody's und Standard & Poor's mit AAA eingestuft, verglichen mit dem AA- oder A-Rating der Hypothekarschulden bzw. grosser

¹² Die Hypothekarbestände der GSE könnten auch als Puffer zwischen dem Primärmarkt für Hypothekendarlehen und dem MBS-Markt gewirkt haben. Dies könnte dem Primärmarktgeschäft zugute gekommen sein, indem möglicherweise ein vorübergehender Anstieg der Refinanzierungskosten und damit der Hypothekarsätze verhindert wurde. Eine kürzliche Studie von Naranjo und Toevs (2002) kommt zu dem Schluss, dass die Portfolio- und Verbriefungsgeschäfte der GSE die Hypothekarmärkte stabilisieren, indem sie die Volatilität der Hypothekarzinsen verringern. Die Spreads von MBS gegenüber Schatzanleihen nahmen im ersten und dritten Quartal 2001 ab, als die GSE solche Wertpapiere besonders aktiv erwarben. Dies würde für eine Pufferfunktion der von diesen Instituten gehaltenen Hypotheken sprechen.

Banken. 2001 nahmen die umlaufenden GSE-Schuldtitel um \$ 259 Mrd. bzw. 24% zu.

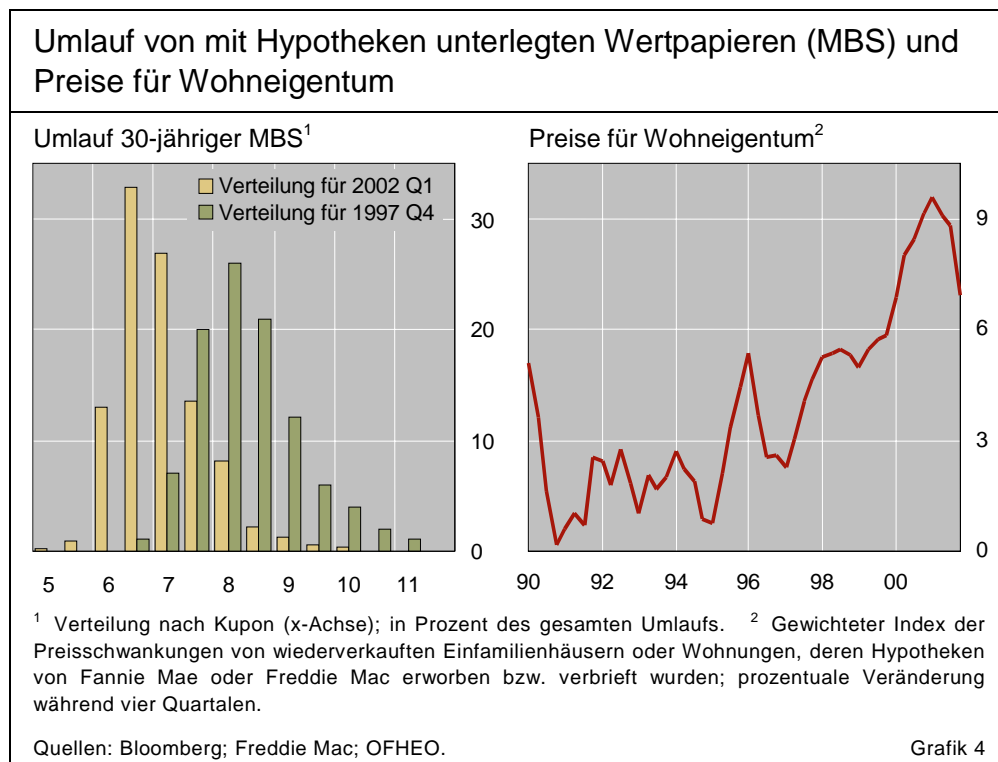
Ein zweiter, damit verbundener Aspekt war der Strukturwandel an den Anleihemärkten Ende der neunziger Jahre.¹³ Angesichts des schrumpfenden Marktes für US-Staatsanleihen lancierten die GSE 1998 Emissionsprogramme für Referenzschuldtitel in US-Dollar, um sich das Interesse der Investoren an liquiden Wertpapieren erstklassiger Bonität zunutze zu machen. Heute werden solche Schuldtitel mit Laufzeiten von 2-30 Jahren in grossem Umfang und nach festen Emissionsplänen begeben. Im Jahr 2000 wurden erstmals Referenzpapiere in Euro begeben, die mittlerweile mit den Titeln einiger staatlicher Emittenten in Europa konkurrieren, und zwar in Bezug auf ihren Umfang wie auch ihre Liquidität.

Ein Blick nach vorn

2002 erneut lebhafte Refinanzierung, aber Anzeichen für ein mögliches Abflauen

Vor dem Hintergrund weiter sinkender Hypothekarzinsen und anhaltend starker Märkte für Wohnimmobilien herrschte auch im ersten Halbjahr 2002 eine rege Refinanzierungstätigkeit. Im Hinblick auf finanzielle Faktoren gibt es allerdings mehrere Hinweise, dass sie sich verlangsamen könnte und dass Wohneigentum in geringerem Masse zur Beschaffung liquider Mittel eingesetzt wird.

Mitte August hat der Zinssatz für 30-jährige Hypotheken einen neuen Tiefstand von 6,22% erreicht. Sollte er noch weiter sinken, würde die Refinanzierungstätigkeit weiter belebt, die Wirtschaftsaussichten dürften sich aber gleichzeitig verdüstern. In einem solchen Szenario könnte das sinkende



¹³ S. BIZ (2001) zu den Veränderungen an den Märkten für festverzinsliche Instrumente.

Vertrauen der privaten Haushalte irgendwann die Bereitschaft bremsen, den Anstieg des Vermögens aus Wohneigentum in liquide Mittel umzuwandeln und auszugeben.

Darüber hinaus ist der Bestand an Hypotheken, die für eine Refinanzierung in Frage kommen, nach der lebhaften Refinanzierungstätigkeit der vergangenen zwei Jahre beträchtlich geschrumpft. Gegenwärtig weisen lediglich 26% des Umlaufs an 30-jährigen MBS einen Kupon von mehr als 7% auf, verglichen mit 92% Ende 1997 (Grafik 4). Anders als in der Vergangenheit würde eine Refinanzierung demnach nur noch für einen kleinen Kreis von SchuldnerInnen den Vorteil einer wesentlich niedrigeren Zinsbelastung bringen.

Weitere angebotsseitige Veränderungen am Hypothekemarkt, die die Refinanzierungsbereitschaft aufgrund strukturell niedrigerer Kosten weiter erhöhen würden, scheinen wenig wahrscheinlich. Die Transaktionskosten am Primärmarkt für Hypothekendarlehen sind bereits drastisch gesunken. Ob die Voraussetzungen für eine weitere Zunahme der GSE-Schuldtitel gegeben sind, hängt stark von der Verfügbarkeit anderer Schuldtitel mit hoher Anlagequalität ab. Insbesondere scheint das zukünftige Angebot von US-Schatzanleihen deutlich grösser zu sein als bisher angenommen.

Unter diesen Umständen wäre die Refinanzierungstätigkeit weitgehend von der Entwicklung der Preise für Wohneigentum abhängig. Im ersten Quartal 2002 lag der Preisindex für Wohnimmobilien der OFHEO erneut um 6,1% höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Allein das Ausbleiben eines weiteren deutlichen Anstiegs der Preise für Wohneigentum würde die Refinanzierungstätigkeit bremsen und die Bedeutung des Vermögens aus Wohneigentum als Puffer für andere Vermögenseinbussen verringern.

Zusammenfassung

Der Refinanzierungsboom in den USA ist ein Beispiel dafür, wie sich Veränderungen der Finanzierungsstrukturen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auswirken können. Das Zusammentreffen einer erheblich lebhafteren Refinanzierungstätigkeit seit 1998 mit Innovationen an den Hypothekarmärkten stützt die These, dass angebotsseitige Veränderungen das Refinanzierungsvolumen beeinflusst haben. Ebenso scheint die Liquidisierung von Wohneigentum durch Hypothekarrefinanzierung die Ausgaben der privaten Haushalte belebt zu haben. Zumindest in den USA hatte dies im Jahr 2001 offenbar einen signifikanten antizyklischen Effekt.¹⁴

Aus längerfristiger Sicht könnte der jüngste Refinanzierungsboom auf eine neue Welt hinweisen, in der Wohneigentum zunehmend als Liquiditätsquelle betrachtet und zum Ausgleich von Schwankungen bei Einkommen und Vermögen eingesetzt wird. Dies könnte nicht nur für traditionelle Hypotheken gelten. Zu Vermögens- und Schuldenmanagement im Zusammenhang mit Wohneigentum könnten neben der Hypothekarrefinanzierung auch Wohnimmobilienkredite (oder zweitrangige Hypotheken) bzw. -kreditlinien eingesetzt werden.

¹⁴ Ein Beispiel für einen prozyklischen Effekt sind die Niederlande im Jahr 2000. S. De Nederlandsche Bank (2002).

Solche zusätzlichen Möglichkeiten für die privaten Haushalte, ihren Cashflow und ihre Ausgaben zu steuern, könnten dazu beitragen, Konjunkturschwankungen zu glätten, wie dies 2001 der Fall war. In Zukunft jedoch birgt mehr Spielraum für eine Glättung der Ausgaben über mehrere Perioden das Risiko, dass sich die privaten Haushalte übermässig verschulden, vor allem wenn höhere Preise für Wohneigentum als Garant anhaltender Erträge in der Zukunft angesehen werden. Eine solche Überschuldung könnte dazu führen, dass Investitionen in Wohneigentum nicht mehr als Puffer dienen, sondern zu einer finanziellen Belastung werden, wenn die Preise für Wohneigentum stagnieren bzw. sogar sinken oder wenn die Zinssätze steigen. Vor diesem Hintergrund wären eine tragbare Verschuldung sowie beständige Finanzierungsstrukturen im Zusammenhang mit Wohneigentum die Voraussetzungen für eine auf lange Sicht grössere finanzielle Flexibilität der privaten Haushalte.

Bibliografie

Aoki, K., J. Proudman und G. Vlieghe (2002): „Houses as collateral: has the link between house prices and consumption in the UK changed?“, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 8, Nr. 1, Mai.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2002): *72. Jahresbericht*, Basel.

——— (2001): „The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists“, *BIS Papers*, Nr. 5, Basel.

Bennett, P., F. Keane und P. Mosser (1999): „Mortgage refinancing and the concentration of mortgage coupons“, *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 5, Nr. 4, März.

Bennett, P., R.W. Peach und S. Peristiani (2001): „Structural changes in the mortgage market and the propensity to refinance“, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, Nr. 4, November.

Brady, P.J., G.B. Canner und D.M. Maki (2000): „The effects of recent mortgage refinancing“, *Federal Reserve Bulletin*, Juli.

Capozza, D.R. und P. Seguin (1996): „Expectations, efficiency, and euphoria in the housing market“, *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 26, Ausgabe 3-4, Juni.

De Nederlandsche Bank (2002): *Annual Report 2001*, Amsterdam.

Fannie Mae (1999): *1998 Annual Report*, Washington.

Joint Center for Housing Studies (2002): „The state of the nation's housing 2002“, Cambridge, Massachusetts.

Naranjo, A. und A. Toevs (2002): „The effect of purchases of mortgages and securitization by government sponsored enterprises on mortgage yields and volatility“, *Fannie Mae Papers*, Vol. 1, Ausgabe 3, Mai.

Ursachen von Preisänderungen bei Wohnimmobilien¹

Angesichts des weltweiten Einbruchs der Aktienkurse stellt sich für die Wirtschaftspolitik die wichtige Frage, wie sich die Verbraucherausgaben entwickeln werden.² Die genaue Beziehung zwischen der Vermögensentwicklung der privaten Haushalte und den Verbraucherausgaben ist unklar. Dennoch dürfte der jüngste massive Rückgang der Aktienkurse in Zukunft eine dämpfende Wirkung auf den privaten Verbrauch haben. In einer Reihe von Ländern wird diese Wirkung gegenwärtig durch den starken Anstieg der Preise für Wohnimmobilien in jüngster Zeit neutralisiert. Die wirtschaftswissenschaftliche Forschung konnte nachweisen, dass Wohneigentum einen grossen Einfluss auf das Verbraucherverhalten hat.³ Die Aussichten für den privaten Verbrauch hängen daher auch von der zukünftigen Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien ab. Sollte der globale Abschwung anhalten, dürfte sich das Wachstum der Preise für Wohnimmobilien verlangsamen. Doch könnten sie auch ohne einen weiteren Konjunkturrückgang unter Druck geraten, wenn Aktienvermögen eine wichtige Determinante der Nachfrage nach Wohnimmobilien ist.

Dieses Feature untersucht, inwiefern sich Preisschwankungen bei Wohnimmobilien in sechs fortgeschrittenen Volkswirtschaften – den USA, dem Vereinigten Königreich, Kanada, Irland, den Niederlanden und Australien – auf Veränderungen des Volkseinkommens, der Zinsen und der Aktienkurse zurückführen lassen. Zu diesem Zweck wird das Verhalten der Preise für Wohnimmobilien, des Volkseinkommens, der Realzinsen und der Aktienkurse im Rahmen eines einfachen empirischen Modells untersucht. Anhand dieses Modells können die typischen Reaktionen der Preise für Wohnimmobilien auf Veränderungen einer kleinen Zahl von Hauptdeterminanten ermittelt werden.

¹ Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Greenspan (2002) befasst sich mit den Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Aussichten für den privaten Verbrauch in den USA nach dem Rückgang der Aktienkurse in der letzten Zeit.

³ S. beispielsweise Case et al. (2001).

Ausserdem lässt sich untersuchen, inwieweit die Preise für Wohnimmobilien tendenziell von den Werten abweichen, die von dem Modell ermittelt wurden.

Diese Analyse führt zu interessanten Ergebnissen. So zeigen die empirischen Resultate, dass Schocks beim Volkseinkommen, bei den Aktienkursen und bei den Zinsen die Preise für Wohnimmobilien beeinflussen und dass der jüngste starke Preisanstieg bei Wohnimmobilien teilweise den günstigen wirtschaftlichen Entwicklungen zugeschrieben werden kann, die sich in diesen Variablen äussern.

Preise für Wohnimmobilien

In diesem Feature wird die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien in sechs Ländern untersucht: den USA, dem Vereinigten Königreich, Kanada, Australien, den Niederlanden und Irland. Diese Länder wurden ausgewählt, weil hier relativ langfristige vierteljährliche Zeitreihen zu den Preisen für Wohnimmobilien verfügbar sind.⁴

Diese Datenreihen, die die durchschnittlichen Preisveränderungen bei bestehenden Wohnimmobilien erfassen sollen, sind im linken Feld von Grafik 1 dargestellt. Die allgemeinen Entwicklungstrends bei den Preisen für Wohnimmobilien in diesen wie auch in anderen Ländern (Grafik 1, rechtes Feld) weisen eine gewisse Ähnlichkeit auf. Seit Mitte der neunziger Jahre sind die Preise für Wohnimmobilien ziemlich steil angestiegen. In den USA beispielsweise erhöhten sich die realen Preise für Wohnimmobilien von 1995 bis 2001 um 21%. In anderen Ländern war der Anstieg noch ausgeprägter. Im Vereinigten Königreich stiegen die realen Preise für Wohnimmobilien im gleichen Zeitraum um 42%, in den Niederlanden und in Irland um 60% bzw. 70%. Einen ähnlichen Höhenflug der Preise hatte es in den achtziger Jahren gegeben. Im anschliessenden globalen Abschwung zu Beginn der neunziger Jahre verlangsamte sich der Anstieg der Preise für Wohnimmobilien.⁵

Empirische Grundlagen

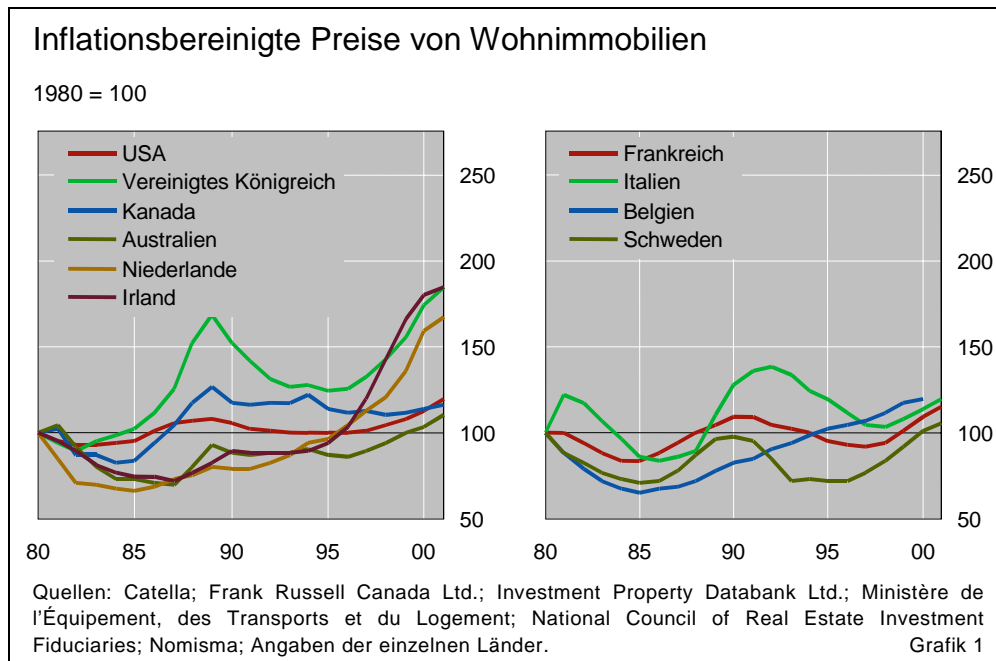
Das empirische Modell, das diesem Feature zugrunde gelegt wurde, ist ein kleines vektorautoregressives Modell (VAR-Modell) des zuerst von Sims (1980) vorgestellten Typs. Diese Grundlagen, die im Kasten auf S. 61 näher erläutert werden, erlauben eine Untersuchung des dynamischen Einflusses einer kleinen Anzahl von Hauptdeterminanten auf die Preise für Wohnimmobilien.⁶ Wahrscheinlich gibt es für die Nachfrage nach Wohnimmobilien wie für die Nachfrage nach anderen Gütern eine positive Korrelation zum realen Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte. Dementsprechend sind das Wachstum des realen Volkseinkommens und die Entwicklung des kumulativen

⁴ Von den siebziger Jahren bis zum ersten Quartal 2002.

⁵ Für eine ausführliche Erörterung s. BIZ (1993, 2002).

⁶ Das VAR-Modell berücksichtigt die vierteljährlichen prozentualen Veränderungen der realen Preise für Wohnimmobilien und nicht das Preisniveau selbst, da es wahrscheinlicher ist, dass die Wachstumsraten dieser Preise um einen konstanten Mittelwert schwanken.

Steigende Preise
für Wohnimmobilien
gemäss Daten von
sechs Ländern



Aktienvermögens zwei der Hauptdeterminanten für die Preise von Wohnimmobilien im VAR-Modell.

Ein Haus ist ein langlebiger Vermögenswert, der über einen langen Zeitraum konkreten Nutzen bietet. Der implizite Wert eines Hauses ist der diskontierte Wert des erwarteten Nutzens. Die Preise für Wohnimmobilien hängen daher von den aktuellen und erwarteten Zinssätzen ab, die bei der Diskontierung des erwarteten Nutzens veranschlagt werden. Unter idealen Marktbedingungen sollte ein langfristiger Zinssatz die Einflüsse des gesamten Zeitprofils der Abzinsungssätze berücksichtigen. Allerdings funktionieren die Kapitalmärkte selten perfekt. Insbesondere in den kurzfristigen Zinsen können Finanzierungseinschränkungen und Cashflow-Effekte enthalten sein. Hypothekendarlehen mit variablem Zinssatz sind in einigen der hier betrachteten Länder sogar ziemlich verbreitet.⁷

Die wirtschaftswissenschaftliche Theorie legt den Schluss nahe, dass die Preise für Wohnimmobilien wie die anderer Vermögenswerte auf neue Informationen hinsichtlich der Wertdeterminanten reagieren. Im Kontext des VAR-Modells ist es möglich, die typische zeitabhängige Reaktion der Preise für Wohnimmobilien auf unvorhersagbare Veränderungen der Hauptdeterminanten („Überraschungen“) zu berechnen. So kann man beispielsweise die typische zeitabhängige Reaktion der Preise für Wohnimmobilien auf überraschende Veränderungen der Wachstumsrate des Volkseinkommens berechnen. Nachfolgend werden die typischen Reaktionen der Preise für Wohnimmobilien auf drei definierte Schocks betrachtet, die in der Grössenordnung einer Standardabweichung liegen: ein überraschender Anstieg der Wachstumsrate des Volkseinkommens um 1%, ein unerwarteter Rückgang der Zinssätze um 1 Prozentpunkt und ein Anstieg der Aktienkurse um 10%.

Effekt von
Einkommen, Aktien-
vermögen und
Zinssätzen in
Modell berück-
sichtigt

⁷ S. Borio (1995).

Was bestimmt die Preise für Wohnimmobilien?

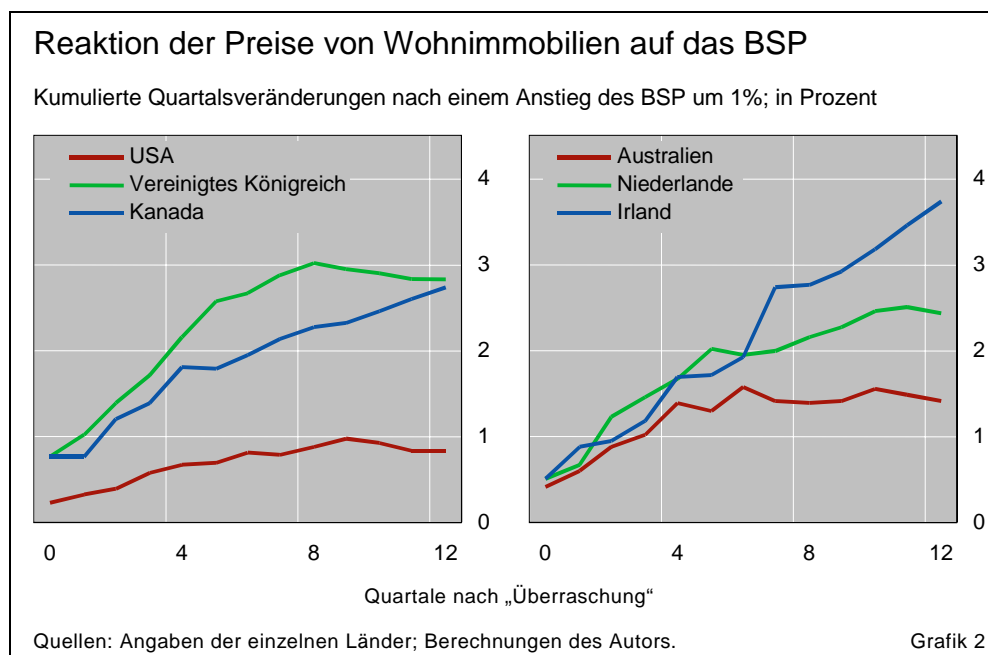
In diesem Abschnitt werden die Reaktionen der Preise für Wohnimmobilien auf die drei genannten Schocks betrachtet. Bevor die Schätzwerte betrachtet werden, ergibt sich natürlich die Frage, ob die hier vorgestellten kumulierten Einflüsse tatsächlich Reaktionen der Preise für Wohnimmobilien auf die untersuchten Hauptdeterminanten darstellen oder vielleicht nur auf zufällige Stichprobenfehler zurückzuführen sind. Um diese Frage zu beantworten, wurden eine Reihe formaler statistischer Tests durchgeführt. Die Ergebnisse dieser Tests deuten darauf hin, dass die Hauptdeterminanten als Gruppe gesehen für die Erklärung von Preisschwankungen bei Wohnimmobilien statistisch signifikante Variablen sind.⁸ Es herrscht allerdings erhebliche Unsicherheit hinsichtlich des genauen Ausmasses dieser Einflüsse. Dennoch besitzt jede der kumulierten Reaktionen das nach der Theorie korrekte Vorzeichen, ein weiterer Hinweis dafür, dass es sich mit grosser Wahrscheinlichkeit nicht um Zufallsergebnisse handelt.

Ausserdem ist unklar, welches das passende Modell zur Untersuchung dieser dynamischen Beziehungen ist; das hier verwendete VAR-Modell ist nämlich nur eine Möglichkeit. Schliesslich kann auch die Eignung der Annahmen, auf denen das VAR-Modell aufbaut, infrage gestellt werden, beispielsweise auch, ob die Variablen in der richtigen Reihenfolge betrachtet werden. Auf diese Vorbehalte wird im Kasten auf S. 61 ausführlicher eingegangen.

Schocks für das Wachstum des Bruttosozialprodukts

Es wäre zu erwarten, dass höhere Wachstumsraten beim Volkseinkommen mit der Zeit zu höheren Preisen für Wohnimmobilien führen; diese Vermutung wird

Statistische
Versuche deuten
auf signifikante
Effekte hin



⁸ Diese Tests, die auf Monte-Carlo-Experimenten basieren, werden im Kasten auf S. 61 eingehender besprochen.

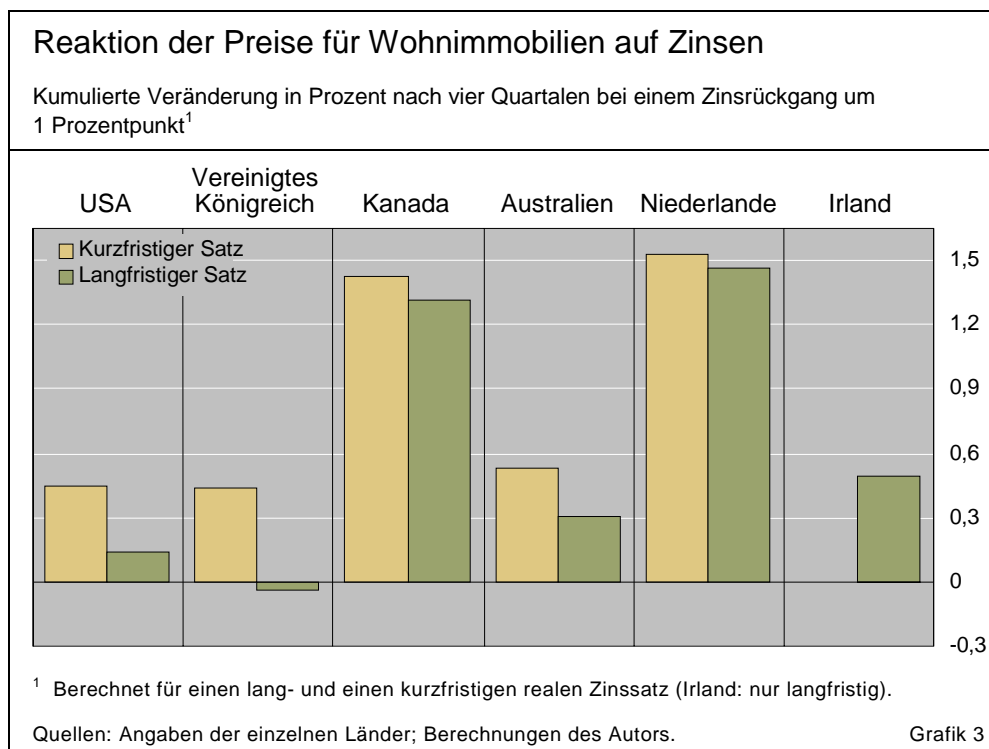
durch die verfügbaren Daten bestätigt (Grafik 2). In groben Zügen stimmen die geschätzten Reaktionen in den verschiedenen Ländern überein. Punktschätzungen deuten darauf hin, dass ein höheres Bruttosozialprodukt einen nachhaltigen positiven Einfluss auf die Preise für Wohnimmobilien hat, auch wenn gleichzeitig die Realzinsen steigen. Ein Anstieg der Wachstumsrate des BSP um 1% geht mit einem Anstieg der realen Preise für Wohnimmobilien in der Grössenordnung von 1-4% innerhalb von drei Jahren einher. Der geschätzte Effekt ist in Irland am ausgeprägtesten. Dies ist teilweise auf die lang anhaltende Wirkung der Schocks auf das irische Volkseinkommen zurückzuführen. Im Beobachtungszeitraum war eine unerwartete Steigerung der Wachstumsrate des irischen BSP mit einem höheren Wachstum des BSP in den nachfolgenden Jahren verbunden.

Höhere Preise für Wohnimmobilien durch wachsendes Volkseinkommen ...

Schocks für die Realzinsen

Die Punktschätzungen deuten auch darauf hin, dass tiefere Realzinsen im Laufe der Zeit zu höheren Preisen für Wohnimmobilien führen (Grafik 3). Dies gilt unabhängig davon, ob ein kurzfristiger oder ein langfristiger Realzinssatz in das Modell einbezogen wird. Ein Rückgang des kurzfristigen Realzinssatzes um 100 Basispunkte führt zu einem Anstieg der Preise für Wohnimmobilien in der Grössenordnung von ½-1½ Prozentpunkten innerhalb der nächsten vier Quartale. In allen Ländern ist die Reaktion der Preise für Wohnimmobilien im Falle von tieferen langfristigen Zinsen schwächer. Wie oben ausgeführt, könnten die unterschiedlichen Auswirkungen der langfristigen und der kurzfristigen Zinsen auf Unzulänglichkeiten des Kapitalmarktes zurückzuführen sein.

... und niedrigere Zinsen



Veränderungen der Aktienkurse

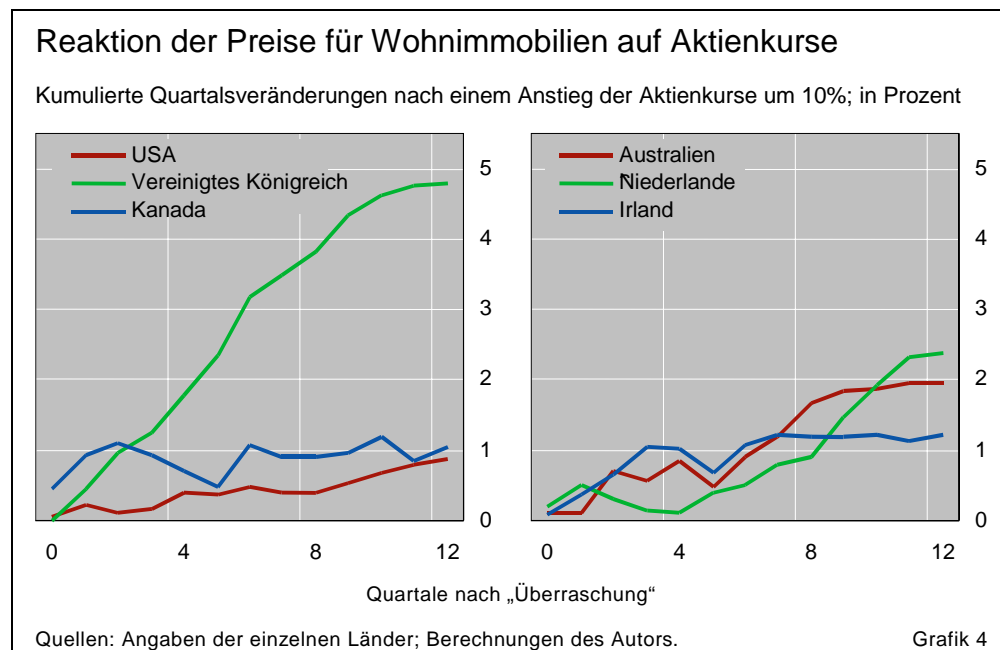
Offenbar bedeutender Einfluss der Aktienkurse im Vereinigten Königreich und in Kanada ...

Für alle Länder deuten die Modellschätzungen auf eine positive Korrelation zwischen Veränderungen der Aktienkurse und Preisschwankungen für Wohnimmobilien hin (Grafik 4). Punktschätzungen zeigen, dass in den USA, in Kanada und in Irland ein Anstieg der Aktienkurse von 10% dazu führt, dass sich die Preise für Wohnimmobilien in den darauf folgenden drei Jahren um rund 1% erhöhen. In Australien und den Niederlanden steigen die Preise um etwa 2%. Für das Vereinigte Königreich ergeben die Schätzungen einen wesentlich grösseren Effekt: Hier steigen die Preise für Wohnimmobilien innerhalb von drei Jahren in der Regel um 5%.

... aufgrund eines antizipierten Einkommenszuwachses

Die positive zeitabhängige Reaktion der Preise für Wohnimmobilien auf Veränderungen der Aktienkurse könnte daraus herrühren, dass Aktienkurse das Wachstum des Volkseinkommens vorwegnehmen. Die geschätzten Reaktionen unterstützen in gewisser Weise diese Auffassung. Im Vereinigten Königreich ist ein Anstieg der Aktienkurse von 10% typischerweise mit einem um 0,7% stärkeren Wachstum des Volkseinkommens über die nächsten drei Jahre verbunden. In Australien führt ein entsprechender Schock zu einem um etwa 0,3% stärkeren Wachstum des Volkseinkommens über die nächsten drei Jahre. Generell jedoch scheint die Reaktion des Volkseinkommens auf Veränderungen der Aktienkurse nicht stark genug zu sein, dass sie die Auswirkungen der Aktienkurse auf die Preise für Wohnimmobilien vollständig erklären könnte. Dieses Ergebnis, gepaart mit der Beobachtung, dass Aktienbesitz in den meisten untersuchten Ländern recht verbreitet ist, legt den Schluss nahe, dass die positive Relation vermutlich auch darauf zurückzuführen ist, dass das an der Börse angelegte Vermögen die Nachfrage nach Wohnimmobilien beeinflusst.

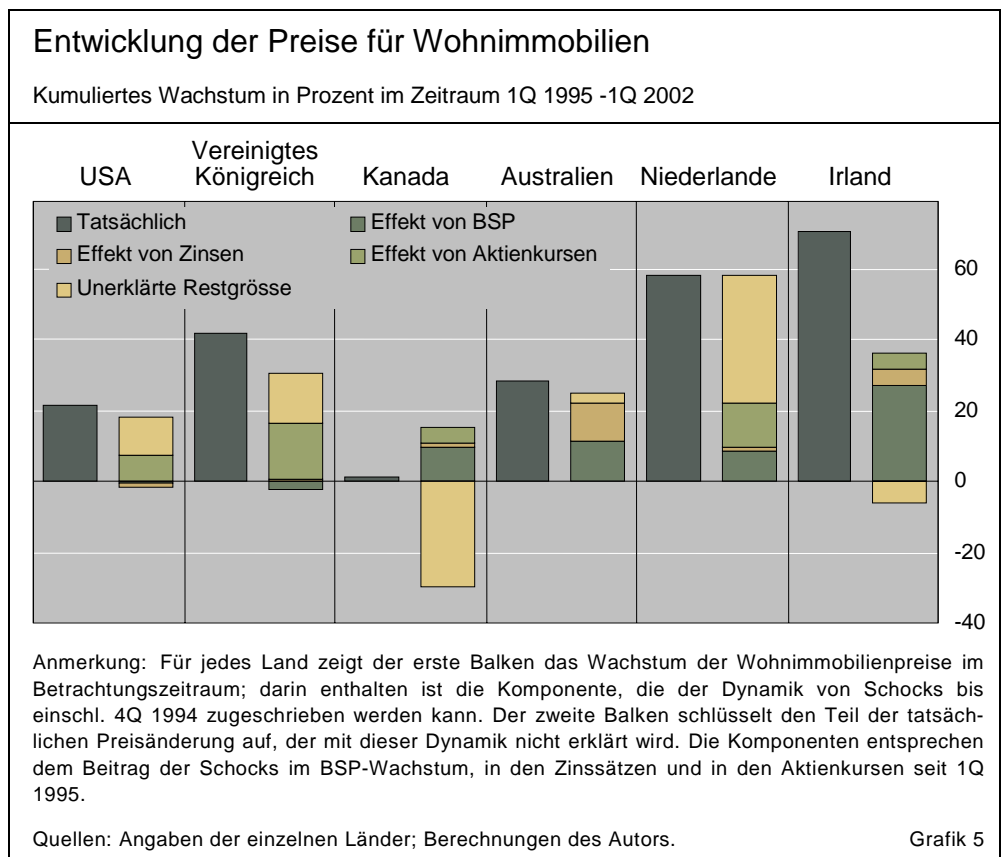
Da Aktienbesitz in den USA relativ weit verbreitet ist, mag es überraschen, dass sich hier die Kursbewegungen bei den Aktien offenbar in geringerem Masse auf die Preise für Wohnimmobilien auswirken als in einigen der anderen



Länder. Dafür gibt es mindestens zwei mögliche Erklärungen. Zum einen könnte dies die Vermutung belegen, dass die Privathaushalte in den USA ihre äusserst hohen Börsengewinne nicht als dauerhaft betrachtet haben. In diesem Fall wäre durch den Anstieg der Aktienkurse nicht unbedingt der Eindruck entstanden, dass das Vermögen der privaten Haushalte nun wesentlich grösser war.⁹ Warum derartige Gewinne am Aktienmarkt nicht als permanent betrachtet werden, ist allerdings rätselhaft. Zum anderen können Aktienanlagen in den USA ein Ersatz für Investitionen in Wohneigentum sein. In den USA scheinen die weite Verbreitung des Wohneigentums, die in der Vergangenheit stets gestiegenen Preise für Wohnimmobilien und die häufigen Eigentümerwechsel das Investieren in Wohneigentum attraktiver gemacht zu haben als in anderen Ländern. Insbesondere dürfte in Phasen, in denen den Aktienmärkten in hohem Umfang Anlagekapital zufließt, das Anlegerinteresse an Wohnimmobilien kleiner sein. Entsprechend würde der Anstieg der Preise für Wohnimmobilien in Phasen relativ stark steigender Aktienkurse geringer ausfallen.

Welche Schocks sind von Bedeutung?

Anhand der VAR-Modellschätzung kann aber nicht nur die typische Reaktion der Preise für Wohnimmobilien auf einen bestimmten Schock ermittelt werden. Damit lässt sich auch die relative Bedeutung jeder einzelnen Störung für die



⁹ Lettau und Ludvigson (2002) konnten keine signifikante Wirkung des Aktienkursanstiegs auf das Verbraucherverhalten in den USA im vergangenen Jahrzehnt nachweisen, was diese Auffassung zusätzlich stützt.

Preisentwicklung bei den Wohnimmobilien während des Beobachtungszeitraums analysieren.

Aktienkurse
erstaunlich
bedeutsam

Vielleicht nicht überraschend geht aus Punktschätzungen hervor, dass die relative Bedeutung der verschiedenen Störungen von Land zu Land unterschiedlich gross ist. In ausnahmslos allen Ländern aber sind Kursschwankungen an der Börse für die Erklärung der Preisentwicklung bei Wohnimmobilien wichtig. In den meisten Ländern scheinen die Preise von Wohnimmobilien durch die Schwankungen der Aktienkurse ebenso stark beeinflusst wie durch Veränderungen des BSP oder des Zinsniveaus. In den USA, Kanada und Australien beispielsweise entfällt auf jede dieser Störungen zwischen 7 und 15% der Varianz des Preisanstiegs bei Wohnimmobilien in einem Zeitraum von drei Jahren. Noch weit stärker wirken sich die Aktienkurse im Vereinigten Königreich aus, wo die Kursbewegungen bei Aktien 35% der Varianz des prognostizierten Preisanstiegs bei Wohnimmobilien in einem Zeitraum von drei Jahren erklären. Schwankungen des BSP erklären etwa 20%.

Tatsächlicher und „begründeter“ Anstieg der Preise für Wohnimmobilien

Mit Hilfe des VAR-Modells lässt sich der tatsächliche Preisanstieg bei Wohnimmobilien in einem bestimmten Zeitraum in drei Teile aufgliedern: den Teil, der zu Beginn des betrachteten Zeitraums aufgrund von Nachwirkungen früherer Schocks noch zu erwarten gewesen wäre, den Teil, der neuen Informationen über die Hauptdeterminanten des VAR-Modells zuzuschreiben ist, und den Teil des Preisanstiegs, der in keinerlei Zusammenhang mit diesen Determinanten steht.

Unerwarteter
Preisanstieg in fünf
Ländern ...

Die Ergebnisse dieser Aufgliederung sind in Grafik 5 für den Zeitraum vom ersten Quartal 1995 bis zum ersten Quartal 2002 dargestellt. In diesem Zeitraum stiegen die Preise für Wohnimmobilien in den meisten Ländern stärker, als man zu Beginn des Zeitraums allein aufgrund der Nachwirkungen früherer Schocks erwartet hätte. Einzige Ausnahme ist Kanada, wo die Preise für Wohnimmobilien im Beobachtungszeitraum im Wesentlichen unverändert blieben, während das Modell einen Anstieg von 15% vorhergesagt hatte. Die Preisentwicklung bei den Wohnimmobilien in Kanada überrascht noch mehr, wenn man die Veränderungen des Volkseinkommens, der Zinsen und der Aktienkurse betrachtet. Im Modell steigen die Preise für Wohnimmobilien angesichts positiver Überraschungen bei diesen Variablen stärker, als es ohne solche Schocks der Fall wäre. Tatsache ist, dass im Beobachtungszeitraum die Preise für Wohnimmobilien in Kanada fast 30% tiefer lagen als geschätzt.

... in drei Ländern
aufgrund von
Aktienkursgewinnen

In allen anderen Ländern übertraf der Preisanstieg bei den Wohnimmobilien vom ersten Quartal 1995 bis zum ersten Quartal 2002 die Erwartungen aufgrund der Anfang 1995 verfügbaren Informationen. Im Falle Irlands lässt sich der hohe Preisanstieg auf positive Überraschungen in Bezug auf das irische Volkseinkommen zurückführen. Im Falle der USA, des Vereinigten Königreichs und der Niederlande sind unerwartete Gewinne an den Aktienmärkten der wichtigste Faktor, der den unvorhergesehenen Preisanstieg bei den Wohnimmobilien erklärt. Dennoch ist der gesamte Preisanstieg grösser, als einzig aufgrund neuer Informationen über die drei betrachteten Hauptdeterminanten zu erwarten wäre.

Zusammenfassung

In diesem Feature wurde untersucht, inwiefern Preisschwankungen bei Wohnimmobilien in sechs fortgeschrittenen Volkswirtschaften – den USA, dem Vereinigten Königreich, Kanada, Irland, den Niederlanden und Australien – auf Veränderungen des Volkseinkommens, der Zinsen und der Aktienkurse zurückzuführen sind. Das wichtigste empirische Ergebnis ist, dass günstige wirtschaftliche Entwicklungen, die sich in diesen Variablen äussern, offenbar eine wichtige Rolle für den Preisanstieg bei Wohnimmobilien in jüngster Zeit gespielt haben, auch wenn die Preise in einigen Fällen anscheinend stärker gestiegen sind, als sich anhand der betrachteten Hauptdeterminanten erklären lässt. Die zukünftige Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien ist mit stärkerer Unsicherheit behaftet. Aufgrund der in diesem Modell getroffenen Annahmen könnte der jüngste Rückgang der Aktienkurse einen gewissen Druck auf die Preise für Wohnimmobilien zur Folge haben, auch wenn sich das genaue Ausmass nicht abschätzen lässt.

Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1993): „Preise für reale Vermögenswerte und die Bewältigung finanzieller Notlagen“, *63. Jahresbericht*, Basel, S. 171-200.

——— (2002): „Die Wechselbeziehung zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft“, *72. Jahresbericht*, Basel, S. 137-57.

Borio, C. (1995): „The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison“, in *Financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Hrsg.), Basel, S. 59-105.

Case, K.E., J.M. Quigley und R.J. Shiller (2001): „Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market“, *NBER Working Paper*, Nr. 8606.

Greenspan, A. (2002): „Semi-annual policy report to the US Congress“, Vortrag vor dem Committee on Financial Services des US-Repräsentantenhauses, 17. Juli.

Lettau, M. und S. Ludvigson (2002): „Consumption, aggregate wealth and expected stock returns“, *Journal of Finance*, Vol. 56, S. 815-49.

Sims, C.A. (1980): „Macroeconomics and reality“, *Econometrica*, Vol. 48, S. 1-47.

Das VAR-Modell

Die in diesem Artikel verwendete Grundlage für die Untersuchung des Verhaltens von Wohnimmobilienpreisen, Volkseinkommen, Zinsen und Aktienkursen ist ein kleines vektorautoregressives Modell (VAR-Modell) des zuerst von Sims (1980) vorgestellten Typs. Der VAR-Ansatz hat zwei Hauptvorteile: Für alle Variablen gilt die Annahme, dass diese endogen bestimmt sind, und das dynamische Verhalten der interessierenden Variablen unterliegt nur schwachen Restriktionen. Die Spezifikation des VAR-Modells berücksichtigt die folgenden Variablen: das vierteljährliche Wachstum des realen Volkseinkommens,^① einen Realzinssatz,^② das vierteljährliche Wachstum der realen Aktienkurse^③ und das vierteljährliche Wachstum der realen Preise für Wohnimmobilien.^④ In einem VAR-Modell ohne Restriktionen wird für jede Variable innerhalb des Systems eine Regression auf eine vorgegebene Anzahl von Lags von sich selbst und die gleiche Anzahl von Lags aller anderen Variablen innerhalb des Systems durchgeführt. Da dies eine im Verhältnis zur Stichprobengrösse sehr hohe Zahl geschätzter Parameterwerte ergeben kann, ist es manchmal sinnvoll, für die Parameter des VAR-Modells schwache Restriktionen einzuführen. Im beschriebenen Kontext wird dies durch die Annahme erreicht, dass das Wachstum der realen Aktienkurse nicht auf der Grundlage der anderen Variablen innerhalb des Systems vorhersagbar ist.

Formal ausgedrückt besteht die VAR-Modellschätzung aus den folgenden vier Gleichungen:

$$\begin{aligned} 1) \quad & \Delta y_t = c_1 + \sum_{i=1}^8 \alpha_{1,i} \Delta y_{t-1} + \sum_{i=9}^{16} \alpha_{1,i} r_{t-1} + \sum_{i=17}^{24} \alpha_{1,i} \Delta s_{t-1} + \sum_{i=25}^{32} \alpha_{1,i} \Delta p_{t-1} + u_{1t} \\ 2) \quad & r_t = c_2 + \sum_{i=1}^8 \alpha_{2,i} \Delta y_{t-1} + \sum_{i=9}^{16} \alpha_{2,i} r_{t-1} + \sum_{i=17}^{24} \alpha_{2,i} \Delta s_{t-1} + \sum_{i=25}^{32} \alpha_{2,i} \Delta p_{t-1} + u_{2t} \\ 3) \quad & \Delta s_t = c_3 + u_{3t} \\ 4) \quad & \Delta p_t = c_4 + \sum_{i=1}^8 \alpha_{4,i} \Delta y_{t-1} + \sum_{i=9}^{16} \alpha_{4,i} r_{t-1} + \sum_{i=17}^{24} \alpha_{4,i} \Delta s_{t-1} + \sum_{i=25}^{32} \alpha_{4,i} \Delta p_{t-1} + u_{4t} \end{aligned}$$

Hierbei ist Δy_t das Wachstum des realen Volkseinkommens zwischen Quartal $t-1$ und Quartal t , r_t ist ein Realzins, Δs_t steht für die Wachstumsrate der realen Aktienkurse, Δp_t ist das Wachstum der realen Preise für Wohnimmobilien und u ist der Term für den Fehler der reduzierten Form. In Gleichung 3) wird angenommen, dass mit Ausnahme eines konstanten Terms alle anderen Koeffizienten gleich null sind. Dies entspricht der Auffassung, dass innerhalb eines Zeithorizonts von einem Quartal die Aktienrenditen nicht auf der Grundlage der anderen Variablen innerhalb des VAR-Modells vorhersagbar sind.

Auf der Grundlage der geschätzten VAR-Koeffizienten lässt sich die dynamische Reaktion einer bestimmten Variablen auf Innovationen oder „Überraschungen“, d.h. nicht vorhersagbare Bewegungen, bei anderen Variablen berechnen. Diese so genannten Impulsantwortfunktionen sind nützlich zum besseren Verständnis der Interaktionen zwischen den interessierenden Variablen. Von besonderem Interesse im vorliegenden Kontext sind die dynamischen Reaktionen der Preise für Wohnimmobilien auf Innovationen im Wachstum des realen Volkseinkommens, im Niveau der realen Zinssätze und im Wachstum der realen Aktienkurse.

Die Gleichungen 1)-4) werden auf die übliche Weise nach der Methode der kleinsten Quadrate mit Daten für jedes einzelne Land geschätzt,^⑤ und Impulsantwortfunktionen werden aus den Parameterschätzungen abgeleitet. Eine Schwierigkeit bei der Analyse der dynamischen Eigenschaften von Systemen wie dem durch Gleichungen 1)-4) beschriebenen ist jedoch die potenzielle zeitgleiche Korrelation der u über die Grenzen der einzelnen Gleichungen hinweg. Es ist kaum sinnvoll, die Reaktionen eines Systems auf einen Schock bei einem der Fehlerterme der reduzierten Form isoliert zu untersuchen, wenn sich, historisch gesehen, die Störung (der Schock) tendenziell im Einklang mit einem anderen Fehlerterm der reduzierten Form des Modells bewegt. Aus diesem Grund werden keine Impulsantwortfunktionen für die Restgrössen der reduzierten Form berechnet. Stattdessen werden nach Sims (1980) die Impulsantwortfunktionen für eine trianguläre Repräsentation des Fehlers der reduzierten Form berechnet:

^① Das Volkseinkommen ist als das Bruttosozialprodukt definiert. Nominale Werte werden anhand des Verbraucherpreisindex in reale Werte umgerechnet. ^② Der langfristige Realzins ist definiert als die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen abzüglich der prozentualen Änderung des Verbraucherpreisindex während der vorangegangenen vier Quartale. Der kurzfristige Realzins ist definiert als 3-Monats-Interbankzins abzüglich der prozentualen Änderung des Verbraucherpreisindex während der vorangegangenen vier Quartale. ^③ Es wird davon ausgegangen, dass die Realzinsen stationär sind, die Logarithmen des realen Volkseinkommens und der realen Aktienkurse jedoch noch differenziert werden müssen, um als stationär betrachtet werden zu können. ^④ Für Australien, die Niederlande und Irland ist der Aktienindex der jeweilige Gesamtmarktindex von Datastream. Für die USA ist der Aktienindex der S&P 500, für das Vereinigte Königreich der FTSE 100 und für Kanada der TSE 300. ^⑤ Für die USA, das Vereinigte Königreich und Kanada umfasst die Stichprobe den Zeitraum 2Q/1973 bis 1Q/2002. Für Australien und Irland umfasst die Stichprobe den Zeitraum 2Q/1975 bis 1Q/2002, für die Niederlande 2Q/1977 bis 1Q/2002.

- 5) $u_{1t} = \varepsilon_{1t}$
- 6) $u_{2t} = \gamma_{2,1}\varepsilon_{1t} + \varepsilon_{2t}$
- 7) $u_{3t} = \gamma_{3,1}\varepsilon_{1t} + \gamma_{3,2}\varepsilon_{2t} + \varepsilon_{3t}$
- 8) $u_{4t} = \gamma_{4,1}\varepsilon_{1t} + \gamma_{4,2}\varepsilon_{2t} + \gamma_{4,3}\varepsilon_{3t} + \varepsilon_{4t}$

wobei ε miteinander nicht korrelierende Zufallsvariablen sind, die um eine Einheit variieren. Die Impulsantwortfunktion wird für drei Schocks berechnet: einen unerwarteten Anstieg des Volkseinkommens um 1% ($\varepsilon_{1t} = 1$), einen unerwarteten Anstieg der Realzinsen um 1 Prozentpunkt ($\varepsilon_{2t} = 1$) und einen Anstieg der Aktienkurse um 10% ($\varepsilon_{3t} = 10$).

Die Anordnung der Variablen ($\Delta y_t, r_t, \Delta s_t, \Delta p_t$) entspricht potenziellen zeitgleichen Einflüssen. Das Wachstum des realen Volkseinkommens ist die erste Variable, weil davon ausgegangen wird, dass Innovationen im Wachstum des BSP die anderen Variablen des Modells innerhalb des gleichen Quartals beeinflussen. Der Realzins ist die zweite Variable, weil davon ausgegangen wird, dass Innovationen beim Realzins die Aktienkurse und Preise für Wohnimmobilien innerhalb des gleichen Quartals beeinflussen, das BSP jedoch nicht. Die Preise für Wohnimmobilien sind die letzte Variable, weil davon ausgegangen wird, dass Innovationen bei diesen Preisen die anderen Variablen nicht innerhalb des gleichen Quartals beeinflussen.

Die empirischen Ergebnisse hängen naturgemäss von der gewählten Form des Modells ab, bei dem die identifizierenden Annahmen durch die Reihenfolge der Variablen verkörpert sind. Innerhalb der Klasse der triangulären Darstellungen für die Fehler der reduzierten Form gibt es jedoch Anlass zu der Vermutung, dass die gewählte Reihenfolge nur sehr geringe Auswirkungen auf die empirischen Ergebnisse hat. Das liegt daran, dass die Korrelation zwischen den Terms für den Fehler der reduzierten Form bei Aktienkursen und Zinsen für die meisten Länder praktisch null ist, sodass sich die Ergebnisse nicht signifikant ändern würden, wenn man bei Aktienkursen und Zinsen die Reihenfolge vertauschen würde. Die Korrelation zwischen dem Term für den Fehler der reduzierten Form in der Gleichung für die Preise der Wohnimmobilien und demjenigen der Gleichungen für die Aktienkurse und Zinsen ist ebenfalls gering. Es liegt also der Schluss nahe, dass eine Veränderung der Reihenfolge zugunsten der Immobilienpreise ebenfalls keinen signifikanten Einfluss auf die Ergebnisse hätte. Dennoch ist nicht von der Hand zu weisen, dass ein VAR-Modell mit anderen zugrunde liegenden Annahmen zu unterschiedlichen empirischen Ergebnissen führen würde.

Die VAR-Modellschätzung lässt sich auch verwenden, um die statistische Signifikanz der Ergebnisse formal zu ermitteln. Insbesondere lassen sich durch eine Monte-Carlo-Simulation die Konfidenzintervalle für die Impulsantwortfunktionen berechnen. Im vorliegenden Kontext wurde dies erreicht, indem zufällige Fehler aus einer Normalverteilung entnommen wurden und anschliessend aus den simulierten Daten für die vier Variablen des Modells die Impulsantwortfunktion berechnet wurde. Das Ergebnis dieser Berechnung zeigt, dass für sämtliche Länder die Reaktion der Preise für Wohnimmobilien auf Schocks beim BIP auf einem Konfidenzniveau von 10% nicht gleich null ist. Jedoch liess sich mit diesem Test ausser in einigen Ausnahmefällen nicht die Nullhypothese widerlegen, dass die geschätzte kumulierte Reaktion auf Schocks bei den Zinsen und Aktienkursen in Wirklichkeit null ist.

Das Ausbleiben eines Konjunkturzyklus bei Gewerbeimmobilien¹

Ausgeprägte Preiszyklen im Gewerbeimmobilienmarkt haben Finanzinstituten schon immer Schwierigkeiten bereitet.² So führte zu Beginn der neunziger Jahre der Rückgang der Gewerbeimmobilienpreise bei Banken und anderen Finanzinstituten zu deutlich höheren Aufwendungen für notleidende Kredite und erwies sich damit als ein Faktor, der wesentlich zur weltweiten Konjunkturabschwächung beitrug. Im Gegensatz dazu gab es im jüngsten globalen Konjunkturzyklus jedoch keinen ausgeprägten Preiszyklus bei Gewerbeimmobilien. Während in den fünf letzten Jahren die Preise für Wohneigentum in einer Anzahl von Ländern deutlich anzogen, blieben, abgesehen von ein paar wenigen Ausnahmen, die Preise für gewerblich genutzte Immobilien deutlich unter dem Stand, der vor einem Jahrzehnt erreicht worden war.

Dass auf dem gewerblichen Immobilienmarkt der Zyklus „ausblieb“, dürfte zum Teil auf das schnelle Wachstum der Verbriefung im Immobilienbereich in den letzten zehn Jahren zurückzuführen sein. Zum einen boten neu entstandene Finanzierungsverfahren Ersatz für die traditionelle Bankfinanzierung und haben wohl dazu beigetragen, den Kapitalzufluss in den gewerblichen Immobiliensektor zu verstetigen. Zum anderen hat sich durch die Entwicklung öffentlicher Märkte die Informationstransparenz verbessert, was zu einer größeren Marktdisziplin beigetragen haben dürfte. Schliesslich hat es die Entwicklung öffentlicher Märkte für Immobilienanteile und -schuldtitle ermöglicht, das Risiko von Gewerbeimmobilien über die Kapitalmärkte auf einen breiteren Kreis von Anlegern zu streuen.

Dennoch bedeuten diese strukturellen Veränderungen keinesfalls, dass es bei Gewerbeimmobilien keine Konjunkturzyklen mehr gibt. Ein wesentlicher Grund für das Ausbleiben einer Hausse bei Gewerbeimmobilien Ende der neunziger Jahre dürfte der langsame Abbau der Überkapazitäten sein, die während des Booms in den späten achtziger Jahren entstanden waren.

¹ Der Autor dankt Gert Schnabel für die hervorragende Unterstützung bei den Forschungsarbeiten. Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Hilbers et al. (2001) beschreiben eine Reihe von Episoden der letzten zwanzig Jahre, bei denen Ungleichgewichte am Immobilienmarkt halfen, Banken Krisen vorauszusagen. Auch Borio und Lowe (2002) gehen davon aus, dass ein schneller Anstieg der Immobilienpreise ein Anzeichen für entstehende Ungleichgewichte an den Finanzmärkten sein kann.

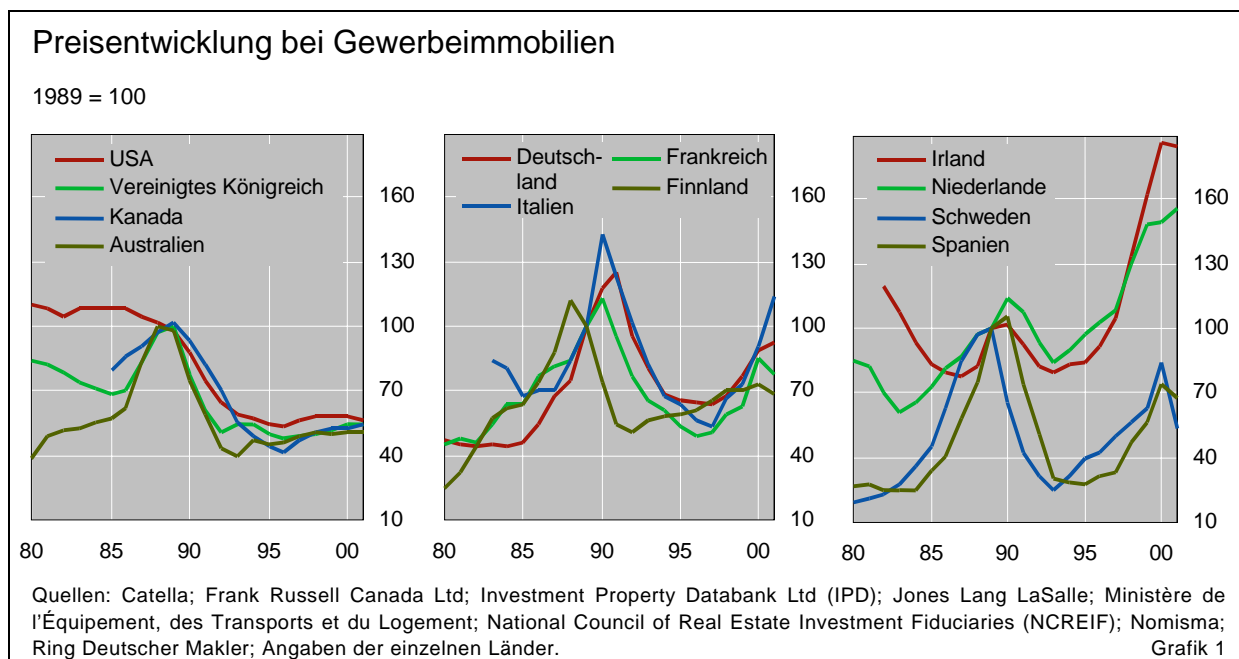
Darüber hinaus ist aufgrund der engeren Einbindung der Immobilien- in die Kapitalmärkte nicht zu erwarten, dass der gewerbliche Immobiliensektor jetzt gegenüber allen Arten von Schocks immun ist. Es ist sogar denkbar, dass die Märkte für Gewerbeimmobilien neuen Quellen von Marktvolatilität ausgesetzt sind.

Die Entwicklung des Gewerbeimmobiliensektors

Abschwung zu Beginn der neunziger Jahre

Der Gewerbeimmobiliensektor spielte im Konjunkturzyklus der frühen neunziger Jahre eine herausragende Rolle.³ Die Preise für gewerbliche Immobilien waren in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre in den meisten Industrieländern als Reaktion auf das sich beschleunigende Wachstum des Realeinkommens und gestützt durch die starke Zunahme der Kreditvergabe an den Privatsektor stetig angestiegen (Grafik 1). An den Märkten herrschte eine zuversichtliche Stimmung, die eine lebhafte Bautätigkeit auslöste, die wiederum zur Ankurbelung der Wirtschaft beitrug. Als sich das Wirtschaftswachstum jedoch verlangsamte und die Immobiliennachfrage einbrach, erlitten Gewerbeimmobilien einen beträchtlichen Wertverlust. Die fallenden Immobilienpreise brachten einige Finanzinstitute in Schwierigkeiten. Insbesondere verschlechterten sich auf breiter Front die Rentabilität der Banken und die Qualität ihres Forderungsbestandes; dies nicht nur aufgrund der direkten Auswirkungen der wachsenden Verluste aus Immobilienkrediten, sondern auch wegen einer verschlechterten

Hausse- und Baissezyklen des Gewerbeimmobiliensektors als Hauptursache für Finanzkrisen zu Beginn der neunziger Jahre ...



³ In Kapitel VII des 63. Jahresberichts der BIZ (1993, S. 171-200) ist die Entwicklung des Immobiliensektors während dieser Periode ausführlicher beschrieben. Wheaton (1999) liefert für die zyklischen Schwankungen der Preise für Gewerbeimmobilien in den USA sowohl empirische Belege als auch theoretische Erklärungen.

Bilanzstruktur der Wirtschaftsunternehmen, die Immobilien als Kreditsicherheit verwendet hatten.⁴ Es überrascht nicht, dass die Ausleihungen an den Immobiliensektor sehr deutlich zurückgingen, was den Gewerbeimmobilienzyklus nur noch verstärkte.

Der von einem Höhenflug und einem anschliessenden Einbruch gekennzeichnete Zyklus für gewerbliche Immobilien der späten achtziger und frühen neunziger Jahre lässt sich zum Teil mit der in den achtziger Jahren einsetzenden Liberalisierung des Finanzbereichs, insbesondere in Skandinavien, erklären. Mit dem Entstehen neuer, weniger streng regulierter Finanzinstitutionen erhielten Kreditnehmer die Möglichkeit, sich auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten neue Mittel kostengünstiger zu beschaffen, was den Aufwärtsdruck auf die Immobilienpreise noch verstärkte. Der lebhafte Wettbewerb unter Finanzinstituten dürfte dazu geführt haben, dass das Risiko derartiger Kredite zu niedrig angesetzt wurde, was die Anfälligkeit des Finanzsystems als Ganzes vergrössert hat.

Jüngste Entwicklung

Die Preise für gewerbliche Immobilien haben sich im letzten Konjunkturzyklus sehr unterschiedlich entwickelt (Grafik 1). Bei den Gewerbeimmobilien waren in den meisten Ländern nur sehr geringe Änderungen zu verzeichnen, während gleichzeitig die Preise für Wohnimmobilien in einer Reihe von Ländern historische Höchstwerte erreicht haben.⁵ So kam es in den meisten englischsprachigen Ländern bei Gewerbeimmobilien zu keinem Boom. Nach einem Einbruch in der ersten Hälfte der neunziger Jahre waren in diesen Ländern die Preise für gewerbliche Immobilien relativ stabil. In den meisten europäischen Ländern haben sich die Märkte seit Mitte der neunziger Jahre kräftig erholt. Doch real betrachtet blieben die Preise deutlich unter dem Stand, der vor einem Jahrzehnt erreicht worden war. Nennenswerte Ausnahmen stellen Irland und die Niederlande dar, wo die Preise für Gewerbeimmobilien stark angezogen und in den letzten Jahren historische Rekordwerte erreicht haben. In Japan hielt der Rückgang der Preise an, was den Druck auf das fragile Bankensystem und die schwache Wirtschaft noch verstärkte.

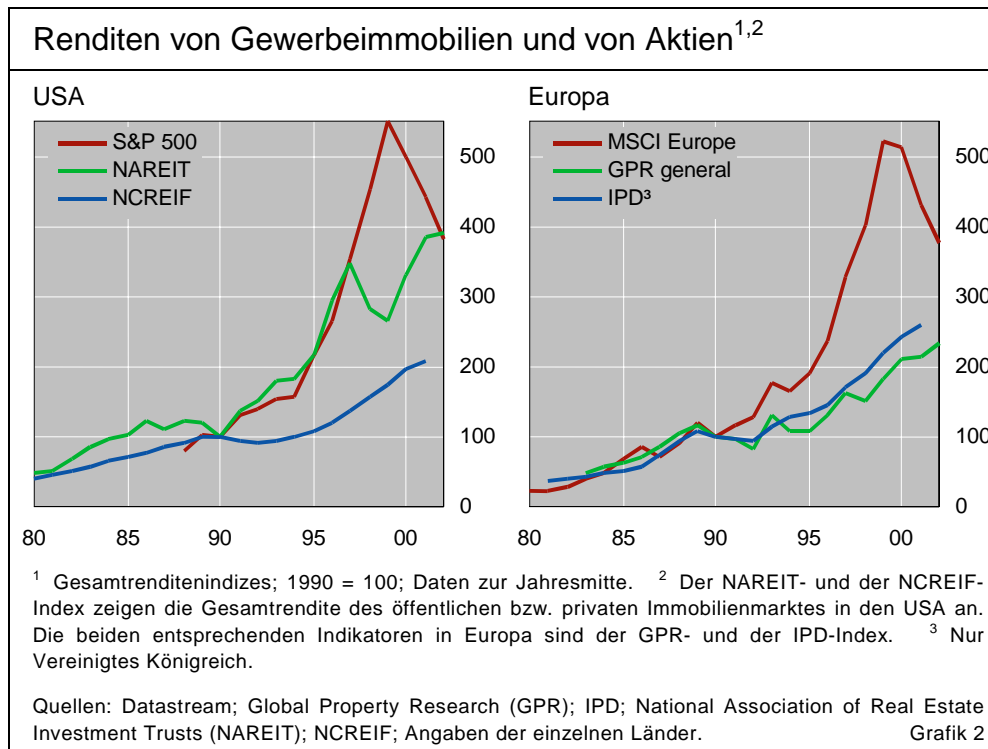
Während sich die Konjunktur weltweit abgeschwächt hat und die Finanzinstitute bei Unternehmenskrediten immer grössere Zahlungsausfälle verzeichnen, hat sich der Immobiliensektor sehr gut entwickelt, und die Banken haben sich in den meisten Ländern bisher als sehr widerstandsfähig erwiesen. Dies

... und Ausbleiben
ausgeprägter
Zyklen in den
letzten Jahren

Immobilien
entwickelt sich
sehr gut

⁴ Kiyotaki und Moore (1997) haben ein theoretisches Modell entwickelt, bei dem die Besicherung der Kreditvergabe einen wirksamen Übertragungsmechanismus darstellt: Ein kleiner, vorübergehender Schock kann grosse, anhaltende Schwankungen der Preise von Vermögenswerten und der Produktion auslösen. Borio (1995) legt in einer länderübergreifenden Studie empirische Daten zur weit verbreiteten Verwendung von Immobilien als Sicherheiten vor.

⁵ In den meisten Industrieländern (mit der Ausnahme Deutschlands, Japans und der Schweiz) wurden an den Märkten für Wohnimmobilien seit 1998 hohe Gewinne erzielt. Real haben die Preise für Wohnimmobilien in einer Reihe von Ländern, u.a. Australien, Belgien, Dänemark, Frankreich, Irland, den Niederlanden, Norwegen, Spanien, Schweden, den USA und dem Vereinigten Königreich, historische Höchstwerte erreicht.



spiegelt sich in den historisch niederen Ausfallraten bei Immobilienkrediten wider. Darüber hinaus war in den letzten Jahren die Renditenentwicklung im Immobiliensektor besser als die am Aktienmarkt (Grafik 2), und der Sektor bot den Anlegern eine attraktive Möglichkeit der Diversifizierung.

Der stärkste Einfluss auf die Gewerbeimmobilienmärkte ging von der Nachfrage aus. In bestimmten Branchen, insbesondere in den Sektoren Technologie, Medien und Telekommunikation sowie beim Tourismus, war ein Nachfragerückgang zu verzeichnen. Dies steht in deutlichem Gegensatz zu den Marktbedingungen zu Beginn der neunziger Jahre, als es aufgrund eines Angebotsüberhangs bei Neubauten zu grösseren Problemen kam. In der nächsten Zeit besteht wohl ein gewisses Risiko, dass die Leerstände und die Ausfallraten kurzfristig zunehmen, doch angesichts einer moderaten Neubautätigkeit auf den meisten Märkten scheinen vielerorts die Bedingungen günstiger als zu Beginn der neunziger Jahre.

Neue Finanzierungsarten auf den Märkten für Gewerbeimmobilien

Der Gewerbeimmobiliensektor hat sich in der jüngsten Zeit u.a. als widerstandsfähig erwiesen, weil der Konjunkturabschwung flach und das Zinsniveau niedrig waren.⁶ Doch die Widerstandsfähigkeit lässt sich auch damit erklären, dass es in vielen Ländern gegen Ende der neunziger Jahre praktisch keinen Boom bei gewerblichen Immobilien gab. Zurückblickend dürfte auch die Entwicklung innovativer Finanzierungsmethoden für gewerbliche Immobilien im

⁶ S. dazu Kapitel VII des 72. BIZ-Jahresberichts (2002) und Sutton (2002). Darüber hinaus haben die zunehmende wirtschaftliche Integration und die Einführung des Euro Immobilieninvestitionen im Ausland gefördert und die europäischen Immobilienmärkte zusätzlich gestützt.

letzten Jahrzehnt zum Ausbleiben des Konjunkturzyklus in diesem Sektor beigetragen haben. Nachdem in den frühen neunziger Jahren die Finanzmittel aus traditionellen Quellen, wie Banken und Versicherungsgesellschaften, sehr viel spärlicher flossen, setzte die Entwicklung neuer Finanzierungsformen ein. Insbesondere die Finanzierung mittels öffentlich gehandelter Anteils- und Forderungspapiere hat sich schnell verbreitet, und ihre Bedeutung hat bisher beispiellos zugenommen.

Die Rolle öffentlicher Märkte bei der Finanzierung von Gewerbeimmobilien umfassend zu beschreiben ist nicht einfach. Je nach der Struktur der Finanzintermediation kann die Finanzierung sehr komplex sein und sich von Land zu Land erheblich unterscheiden. Darüber hinaus sind die zur Verfügung stehenden Informationen eher fragmentarisch. Dennoch lassen sich die wesentlichen Entwicklungstrends relativ gut skizzieren.

Öffentliche Märkte für Immobilienbeteiligungen

Immobilienpapiere
an öffentlichen
Aktienmärkten ...

Es gibt im Wesentlichen zwei Arten, sich über die Börse an Immobilienvermögen zu beteiligen: In Form von Aktien von Immobiliengesellschaften und in Form von Anteilen an Immobilienfonds (Real Estate Investment Trust: REIT). Definitionsgemäss müssen sowohl die Immobiliengesellschaften als auch die Immobilienfonds mindestens 75% ihrer Bruttoeinnahmen aus Immobilien (entweder Mieten oder Darlehenszinsen) oder aus der Entwicklung von Bauprojekten beziehen. Die Fondsgesellschaften unterscheiden sich in mehreren wichtigen Punkten von den börsennotierten Immobiliengesellschaften. Zunächst unterliegt ein REIT-Immobilienfonds aufgrund seiner besonderen Rechtsform nicht der Körperschaftssteuer; dafür hat er mindestens 95%⁷ seines Nettogewinns an die Anteilseigner auszuschütten. Zweitens zeichnet sich ein Immobilienfonds durch einen relativ niedrigen Verschuldungsgrad aus, wobei die Fremdfinanzierungsquote in den USA 45% beträgt und in Australien sogar noch niedriger liegt. Da sie ihre eigenen Mittel einsetzen, ist es eher unwahrscheinlich, dass sie auf eine grosse Nachfrage spekulieren und die Bautätigkeit forcieren. Drittens beteiligen sich Immobilienfonds kaum an Bau- und Entwicklungsprojekten. Ihre Einkünfte stammen im Wesentlichen aus Miet- und Hypothekarzinszahlungen, die im Verlauf eines Konjunkturzyklus stabiler sind. Im Gegensatz dazu sind einige der börsennotierten Immobiliengesellschaften (insbesondere in der Sonderverwaltungsregion Hongkong und in Japan) Mischkonzerne, die sich tendenziell eher an Entwicklungsprojekten oder auch an anderen Branchen wie Telekommunikation und Schifffahrt beteiligen.

... stetiges
Wachstum in
Europa ...

Die Immobilienbeteiligungsmärkte sind schnell gewachsen, wobei das Wachstum in den einzelnen Ländern unterschiedlich ausfiel (Tabelle 1). Der europäische Markt entwickelte sich in einer sehr frühen Phase börsennotierter Immobiliengesellschaften. Im Jahr 1990 erreichte der Wert der an der Börse gehandelten Aktien \$ 64 Mrd. In den letzten zehn Jahren hat sich der

⁷ Diese Anforderung wurde in den USA mit Wirkung vom 1. Januar 2001 auf 90% reduziert.

Entwicklung der öffentlichen Beteiligungsmärkte ¹									
Mrd. US-Dollar									
	1985	1987	1989	1991	1993	1995	1997	1999	2001
USA	7,7	9,7	11,7	13,0	32,2	57,5	140,5	124,3	154,9
Europa ²	17,7	37,2	58,7	60,2	82,2	94,3	107,2	122,5	118,8
Deutschland	3,3	8,0	9,6	13,4	24,3	34,2	28,8	44,3	45,4
Frankreich	2,9	5,0	16,3	17,0	20,1	19,6	14,5	11,2	11,0
Vereinigtes Königreich	7,1	13,6	16,4	14,9	21,2	21,8	40,3	40,6	32,3
Japan	12,0	40,5	67,5	37,8	32,2	38,9	33,3	27,6	27,2
Australien	–	–	–	–	7,8	12,4	16,6	25,9	22,5
Hongkong SVR	6,2	7,7	12,4	17,2	44,8	98,6 ³	57,8	49,5	40,8

¹ USA und Australien; börsennotierte Immobilienfonds (REIT bzw. LPT); andere Länder: börsennotierte Immobiliengesellschaften. Daten zum Jahresende. ² Alle westeuropäischen Länder. ³ Wert von 1996, dem Höhepunkt des Marktbooms.

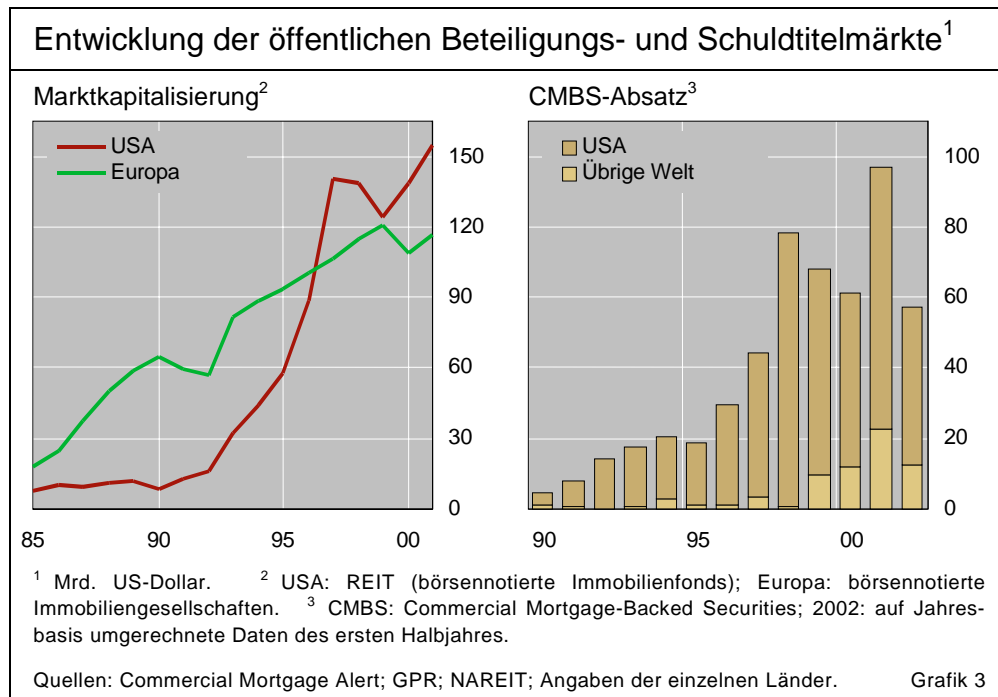
Quellen: GPR; NAREIT; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle 1

Wachstumstrend fortgesetzt. Im Vereinigten Königreich und Deutschland, den beiden führenden europäischen Märkten, hat sich das Marktvolumen seit 1991 mehr als verdoppelt. Eine bemerkenswerte Ausnahme stellt Frankreich dar, wo der Markt um nahezu ein Drittel schrumpfte.

Immobilienfondsgesellschaften beherrschten an den öffentlichen Beteiligungsmärkten der USA und Australien das Bild. In den USA entstand dieser Markt mit der Einführung der REIT in den sechziger Jahren, doch die Entwicklung am öffentlichen Beteiligungsmarkt blieb bis 1992 deutlich hinter der des entsprechenden europäischen Marktes zurück. Seither ist der Markt für Immobilienfondsanteile sehr schnell gewachsen und hat den europäischen öffentlichen Beteiligungsmarkt vom Volumen her im Jahr 1997 überholt; er stellt derzeit einen Börsenwert von \$ 150 Mrd. dar (Grafik 3). Im September 2001 überholten die Fondsgesellschaften die Pensionsfonds und wurden zum grössten institutionellen Anleger am Markt für Immobilientitel. Ihr Anteil an diesem Segment beträgt derzeit nahezu 40%, was einem Wert von ca. \$ 373 Mrd. entspricht. In Australien hat das schnelle Wachstum des Marktes für Aktien von börsengehandelten Immobilienfonds (Listed Property Trust: LPT) in den letzten 12 Jahren zu einer Börsenkapitalisierung von 44 Mrd. australischen Dollars geführt, was in etwa einem Drittel des gewerblichen Immobilienvermögens des Landes entspricht.

... und schnelle Expansion in den USA und Australien

Bei der rasanten Entwicklung der öffentlichen Immobilienaktienmärkte stellen Japan und die Sonderverwaltungsregion Hongkong bemerkenswerte Ausnahmen dar. In Japan ging in den letzten 12 Jahren die Börsenkapitalisierung der notierten Immobiliengesellschaften um ca. 60% zurück. Das Platzen der Gewerbeimmobilienblase belastet weiterhin den Bankensektor und die sich unterdurchschnittlich entwickelnde Wirtschaft. In Hongkong brach der Markt während der Asien-Krise ein und hat sich seither nicht wieder belebt.



Öffentliche Märkte für Schuldtitel

Die grösste Veränderung am Markt für Schuldtitel, die mit Gewerbeimmobilien besichert sind, war in den letzten zehn Jahren die schnelle Expansion des Segments für öffentlich gehandelte Titel, insbesondere in Form von durch Gewerbeimmobilien besicherte Wertpapiere (Commercial Mortgage-Backed Securities: CMBS). Diesem innovativen Produkt liegt ein Portfolio aus gewerblichen Immobiliendarlehen zugrunde, bei dem die Zinszahlungen an den Inhaber des Papiers, das öffentlich gehandelt werden kann, fliessen. Derartige Anleihen, eine interessante Weiterentwicklung der Residential-MBS (durch Wohnbauhypotheken unterlegte Papiere), gab es erstmals in den USA, doch der Markt für diese Papiere gewann erst zu Beginn der neunziger Jahre an Bedeutung. Seither setzt der CMBS-Markt nicht nur in den USA seine Expansion fort; auch in Europa wächst er immer schneller.

Erste Emissionen von CMBS-Anleihen in den USA ...

Das Vorgehen der Resolution Trust Corporation im Zusammenhang mit der Herauslösung der notleidenden Kredite der bausparkassenähnlichen amerikanischen Sparbanken erklärt zum grossen Teil die starke Zunahme des CMBS-Emissionsvolumens in den USA während der ersten Hälfte der neunziger Jahre. In der Folge verlagerte sich der Schwerpunkt des Marktes von zeitlich begrenzten Interventionen zur Bereinigung notleidender Immobilienkredite auf die aktive Erschliessung der Kapitalmärkte als Finanzierungsquelle und auf das Kreditportfoliomanagement. Das Konzept der CMBS-Anleihen beseitigte eine Reihe von Hindernissen, die institutionelle Anleger bisher von langfristigen Hypothekarschulden abgehalten hatten. Insbesondere war mit diesem neuen Markt das Cashflow-Risiko durch die Zusammenfassung einer Reihe von Immobilienkrediten geringer. Darüber hinaus verbesserte sich dank eines aktiven Sekundärmarktes die Liquidität der Anlagen, und die Investoren bekamen beim Management ihrer Engagements in gewerblich genutzten

Objekten mehr Flexibilität. Im September 2001 belief sich in den USA der Anteil der CMBS-Anleihen am insgesamt \$ 1,68 Bio. grossen Markt für mit gewerblichen Hypotheken unterlegte Schuldtitel auf 14,8%; der Marktanteil, liegt damit über dem der Versicherungsgesellschaften und wird lediglich von dem der Geschäftsbanken übertroffen.

In der übrigen Welt gab es bis Mitte der neunziger Jahre praktisch keine CMBS-Anleihemärkte. In die Märkte kam Bewegung, als die Banken sich um Kapitalentlastung bemühten und als die Anleger aufgrund der sich beschleunigenden wirtschaftlichen Integration grenzüberschreitend in Immobilien investieren wollten. Im Jahr 2001 erreichte das CMBS-Emissionsvolumen in Europa einen Rekordwert von \$ 18,7 Mrd. Im Vereinigten Königreich und Italien waren die Zuwächse mit 60% bzw. 280% am stärksten und erreichten ein Volumen von \$ 8,2 bzw. \$ 7,3 Mrd.

... in der Folge
Ausdehnung auf
Europa

Seit der Einführung des Euro hat auch im Euro-Raum die Verbriefung von Immobilienkrediten in Form von Pfandbriefinstrumenten deutlich zugenommen.⁸ Heute sind ca. 19% der Hypothekarkredite in Europa über Pfandbriefe refinanziert, und im Umlauf befindet sich ein Volumen von ca. € 562 Mrd.⁹ Spitzenreiter sind Deutschland und Dänemark mit einem Marktanteil von 43% bzw. 29%.

Die Auswirkungen der neuen Finanzierungsquellen

Die rasante Entwicklung der Mittelbeschaffung an öffentlichen Finanzmärkten dürfte zumindest in dreierlei Hinsicht zu einer Abflachung des Zyklus für Gewerbeimmobilien beigetragen haben. Erstens dürfte die Eröffnung einer neuen Finanzierungsquelle zu einer Glättung des Finanzierungszyklus beigetragen haben. Zweitens verbesserte sich die Marktdisziplin, nicht zuletzt dank der erhöhten Transparenz der Informationen. Drittens schliesslich wurde insbesondere durch eine geringere Konzentration auf fremdfinanzierte Intermediäre eine bessere Verteilung der Risiken erreicht.

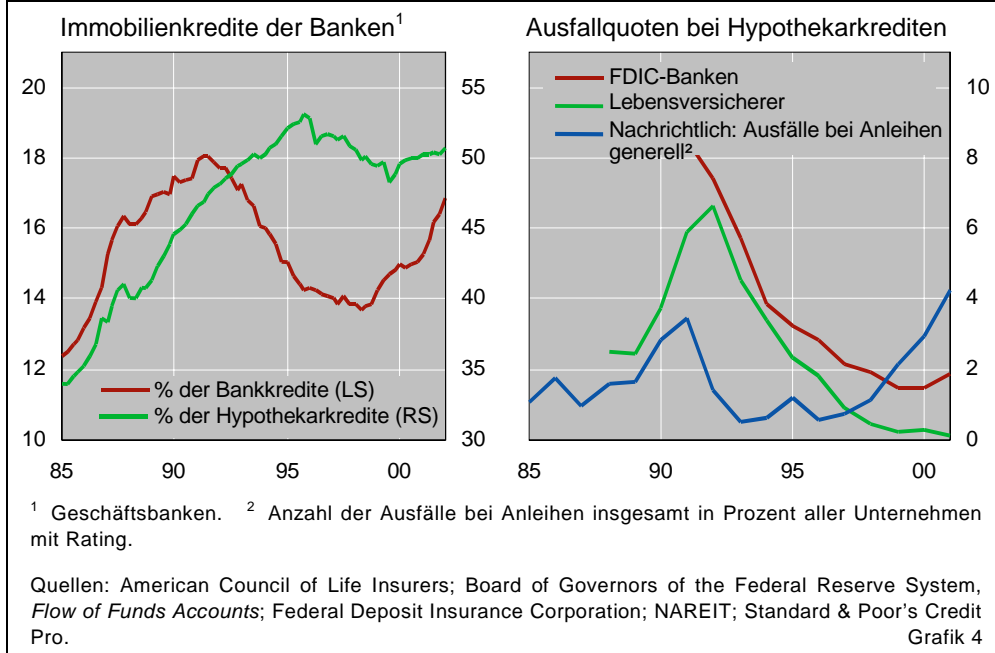
Aufgrund der schnellen Expansion der öffentlichen Immobilienmärkte verlagerte sich der Schwerpunkt bei der Immobilienfinanzierung weg von der Finanzierung durch Bankkredite, und die Rolle der traditionellen Finanzintermediäre wurde beschnitten. Der Zugang zu einem breiteren Spektrum von Finanzquellen trug nachweislich dazu bei, den Kapitalfluss in den gewerblichen Immobiliensektor gleichmässiger zu gestalten. Die Entstehung der REIT- und CMBS-Märkte geht auf den Beginn der neunziger Jahre zurück, als das klassische Hypothekarkreditgeschäft mit Gewerbeimmobilien einbrach, da

Durch die
Verbriefung von
Immobilien neue
Finanzierungs-
quellen ...

⁸ Hypotheken-/Pfandbriefe sind durch erstrangige Hypothekarkredite unterlegt. Sie unterscheiden sich von MBS darin, dass sie in der Bilanz des Emittenten verbleiben. Mastroeni (2001) beschreibt die jüngste Entwicklung der Pfandbriefprodukte im Euro-Raum und in vielen osteuropäischen Ländern.

⁹ Diese Zahlen sind mit Vorsicht zu interpretieren, denn sie enthalten Pfandbriefe, die mit Wohnimmobilien- und mit Gewerbeimmobilienkrediten unterlegt sind. Am entsprechenden US-Markt, dem MBS-Markt, waren im Jahr 2001 \$ 2,8 Bio. in Umlauf.

Markt für gewerbliche Immobilien in den USA



Banken und Sparkassen schwer unter Druck geraten und gezwungen waren, ihre Bilanzen zu sanieren. Als dann umgekehrt nach 1999 die Dynamik an den öffentlichen Märkten deutlich nachliess, war bei den traditionellen Finanzierungsquellen wieder eine Belebung festzustellen. Die Nettoanlagen von Pensionsfonds und Privatanlegern in Immobilien nahmen immer mehr zu, und die Ausleihungen der Geschäftsbanken stiegen ständig (Grafik 4).

... verbesserte
Transparenz ...

Die Entwicklung öffentlicher Märkte hat ferner auch die Informations-
transparenz verbessert. In der Öffentlichkeit nachvollziehbare Kurse für
handelbare Wertpapiere spiegeln die sich verändernden Präferenzen und
Interessen der Marktteilnehmer zeitnah wider. Darüber hinaus hat die Forde-
rung der Investoren nach gesetzlichen Bestimmungen hinsichtlich der Infor-
mations- und Offenlegungspflichten an öffentlichen Märkten die Entwicklung
einer Infrastruktur für die prompte Übermittlung von Informationen über die
Renditenentwicklung bei Immobilien und Anleihen vorangetrieben. Da
Analysten, Anleger, Berater und Rating-Agenturen der Wertentwicklung der
verschiedenen Anlagen zunehmende Beachtung schenkten, wurden immer
mehr, ausführlichere und aktuellere Informationen bereitgestellt.

... erhöhte Markt-
disziplin ...

Diese Faktoren trugen zur Verbesserung der Marktdisziplin bei. Insbe-
sondere verlässlichere Daten, nicht nur über die Bedingungen am Immobilien-
markt, sondern auch über allgemeine Trends der Branche, haben es den
Marktteilnehmern entschieden leichter gemacht, Ungleichgewichte am Immo-
bilien- und am Kapitalmarkt zu erkennen. Als Beispiel sei auf die Entwicklung
des US-amerikanischen REIT-Marktes in den Jahren 1997-99 verwiesen. In
dieser Zeit nahm die Bautätigkeit zu, und die Leerstandsquoten stiegen leicht
an. Der REIT-Markt reagierte schnell auf die rückläufigen Markttrenditen. Die
fallenden Kurse zwangen die REIT-Fondsgesellschaften zu Abstrichen bei ihrer
Investitionsstrategie und trugen mit dazu bei, dass sich keine substanziellen
Ungleichgewichte entwickeln konnten.

Die Entwicklung der öffentlichen Märkte hat auch zu einer besseren Streuung der Risiken über die gesamte Wirtschaft hinweg beigetragen. Angesichts des Wachstums der mit wenig Fremdkapital ausgestatteten Immobilienfonds dürfte der Markt aufgrund seiner Eigentümerstruktur Schocks gegenüber widerstandsfähiger geworden sein. Dazu kommt, dass die Verbriefung von gewerblichen Hypothekendarlehen für Banken und andere Finanzinstitute ein nützliches Instrument ist, um ihre jeweiligen immobilienbezogenen Kreditportfolios zu steuern. Beispielsweise dürfte derzeit die Liquidität von CMBS-Anleihen derjenigen von Unternehmensanleihen entsprechen. Die rege Emission von Aktien und Anleihen und der Handel am Sekundärmarkt machen es den Marktteilnehmern möglich, ihr Risikomanagement zu verbessern und ihre Verbindlichkeiten besser abzustimmen. Der Druck im Zusammenhang mit fallenden Immobilienpreisen kann sich so über die Kapitalmärkte auf mehr Investoren verteilen und konzentriert sich nicht mehr auf den Bankensektor allein. Deshalb dürfte das potenzielle Engagement von Finanzinstituten mit hohem Fremdfinanzierungsanteil am gewerblichen Immobiliensektor zurückgegangen sein. Dadurch dürfte sich die Wahrscheinlichkeit von Anspannungen im Finanzsektor verringern.

... und widerstandsfähigere Finanzinstitute

Das Ende der Konjunkturzyklen bei Gewerbeimmobilien?

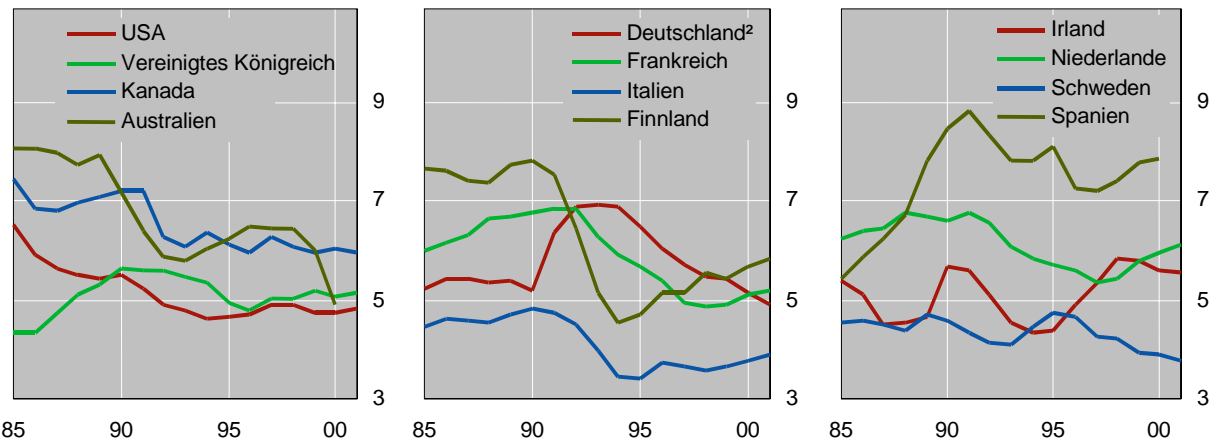
Aufgrund der dargestellten Zusammenhänge dürfte sich die Entwicklung der öffentlichen Märkte für Aktien und Schuldtitel in der nächsten Zeit stabilisierend auf die Gewerbeimmobilienmärkte auswirken. Es wäre jedoch unklug zu meinen, dass der Gewerbeimmobilienmarkt keinen Zyklen mehr unterliege. Die Gefahr besteht, dass man die Rolle der sich entwickelnden öffentlichen Märkte bei der Abschwächung des Zyklus in den neunziger Jahren überschätzt. Nach wie vor gibt es eine Reihe von Faktoren, die Immobilienzyklen auslösen oder verstärken, und sie werden auch in Zukunft von Bedeutung sein. Die engere Verflechtung der Gewerbeimmobilienmärkte mit den Kapitalmärkten bedeutet nicht zwangsläufig, dass der Immobiliensektor immun gegen Schocks ist. Denn an den Immobilienmärkten wird auch bei guten gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten mit neuen Ursachen von Marktvolatilität zu rechnen sein.

Zyklen gibt es noch, weil ...

Erstens kann der Ende der neunziger Jahre ausgebliebene Konjunkturzyklus bei Gewerbeimmobilien wohl im Wesentlichen mit den Altlasten der vorangegangenen Boomphase erklärt werden. Der Abbau der Überkapazitäten dauerte Jahre, und die Marktteilnehmer dürften aufgrund ihrer schlechten Erfahrungen mit Gewerbeimmobilien in der Vergangenheit ihr entsprechendes Risikomanagement verbessert haben. In den meisten Ländern war der Anteil der Bautätigkeit (ohne Wohnbau) am Bruttosozialprodukt in den letzten Jahren geringer als 1990 (Grafik 5). Der Rückgang der Bautätigkeit war in den Ländern am stärksten, in denen die Immobilienpreise zu Beginn der neunziger Jahre stark gefallen waren; dazu zählen Australien, Kanada, Finnland, Frankreich und Italien. Von diesem Schema weicht lediglich Irland ab, wo die Neubautätigkeit sehr stark zugenommen hat und die Immobilienpreise seit 1995 in die Höhe geschossen sind.

... im jetzigen Zyklus der langsame Abbau der Überkapazitäten von grosser Bedeutung war ...

Bautätigkeit ohne Wohnungsbau insgesamt¹



¹ In Prozent des BIP. ² Vor 1991 nur Westdeutschland; Sprung wegen Wiedervereinigung.

Quellen: Europäische Kommission; OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 5

... die Bauzeiten lang und die Informationen weiterhin unvollständig sind ...

Zweitens bleiben lange Angebots- und Bauzeiten, die für den rigiden Immobiliensektor typisch sind, hinsichtlich der Ausbildung von Zyklen von grundlegender Bedeutung. Unternehmen, die Immobilienprojekte entwickeln, neigen dazu, bei steigenden Immobilienpreisen das Angebot zu vergrößern. Doch da es mehrere Jahre dauern kann, bis ein Neubau bezugsfertig ist, ist die Nachfrage bis dann vielleicht wieder schwächer, was zu einem Rückgang der Preise führt. Dass das Angebot auf Nachfrageänderungen nur mit Verzögerung reagiert, stellt einen Effizienzverlust dar und wird auch in Zukunft Immobilienzyklen auslösen.

... sich die Banken weiterhin stark im Gewerbeimmobiliensektor engagieren ...

Drittens bleibt die enge Verbindung zwischen dem Banken- und dem Immobiliensektor bestehen. Trotz des schnellen Wachstums der öffentlichen Märkte für Aktien und Schuldtitel stellen Bankkredite noch immer die wichtigste Art der Finanzierung gewerblich genutzter Immobilien dar. Wie oben geschildert können steigende Immobilienpreise die Bankbilanzen verbessern und die Vergabe zusätzlicher Kredite an den Immobiliensektor begünstigen. Umgekehrt können sinkende Immobilienwerte nach wie vor Spannungen innerhalb des Bankensystems auslösen. Im Rahmen des neuen Umfelds muss sich erst noch zeigen, wie gross die Widerstandsfähigkeit der Banken und der anderen Finanzinstitute gegenüber fallenden Immobilienpreisen ist.

... die Kapitalmärkte gegen Schocks nicht immun sind ...

Viertens sind Kapitalmärkte ebenfalls anfällig. Die für den Anleger unter Liquiditätsaspekten attraktive Verbriefung ist ein zweiseitiges Schwert: Diejenigen, die Kapital in Anspruch nehmen, haben schnell Zugriff auf eine breite Basis von Finanzmitteln; genauso schnell können aber diejenigen, die Kapital anbieten, ihre Mittel wieder von den Märkten abziehen. Die Kurschwankungen am Aktienmarkt in den letzten Jahren haben deutlich gezeigt, wie sensibel das Kapitalangebot auf Stimmungsänderungen reagiert. In Boomzeiten dürften euphorische Erwartungen und die Illusion von Liquidität die Marktteilnehmer dazu verleiten, ihre Bedingungen im Emissionsgeschäft zu lockern. Entsprechend dürfte ein Baissemarkt Kapitalflucht und Pessimismus auslösen, was die Kurse noch weiter sinken lässt. Ein derartiger Teufelskreis

fallender Kurse konnte in den letzten Jahren in Japan und der Sonderverwaltungsregion Hongkong beobachtet werden.

Fünftens schliesslich gibt es aufgrund der enger gewordenen Verzahnung der Gewerbeimmobilien- mit den Kapitalmärkten neue potenzielle Ursachen für Marktvolatilität, die auch dann den Zufluss von Kapital einschränken, wenn die Bedingungen am Immobilienmarkt an sich günstig sind. Marktstörungen wie das Zahlungsmoratorium der russischen Anleihen und der Zusammenbruch von Long-Term Capital Management im Jahr 1998 haben den CMBS-Renditenabstand um ganze 100 Basispunkte vergrössert und praktisch über Nacht ein Austrocknen der Liquidität verursacht. Ein weiteres Beispiel ist der Konkurs von Criimi Mae im Herbst 1998. Da dieser Immobilienfonds damals der wichtigste Käufer von CMBS-Tranchen mit niedrigem Rating war, verursachte der Konkurs einen Nachfrageausfall, der in gewisser Weise bis heute Wirkung zeigt. Die beschränkte Aufnahmekapazität des Marktes für Tranchen mit hohem Risiko ist eines der bedeutendsten Hindernisse, die einer weiteren Expansion des CMBS-Marktes im Wege stehen.

... und weil neue Ursachen für Marktvolatilität denkbar sind

Zusammenfassung

Die Entwicklung der öffentlichen Märkte für Aktien und Schuldtitel hat zu einer engeren Verflechtung von Immobilien- und Kapitalmärkten geführt. Langfristig betrachtet dürften zurückgehende Gewerbeimmobilienpreise den Bankensektor weniger stark in Mitleidenschaft ziehen, weil sich das Risiko auf eine grössere Anzahl unterschiedlicher Investoren verteilt. Dementsprechend ist es weniger wahrscheinlich, dass Schwankungen der Gewerbeimmobilienpreise durch gleichlaufende Finanzierungszyklen verstärkt werden. Es wäre jedoch unklug, davon auszugehen, dass der Gewerbeimmobiliensektor keinen Zyklen mehr unterworfen sein wird. Die Geschichte hat gezeigt, dass die Kapitalmärkte Schocks gegenüber genauso anfällig sind wie die Banken, und für den gewerblichen Immobilienmarkt könnte dies sogar bedeuten, dass mit neuen Ursachen von Volatilität zu rechnen sein wird.

Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1993): „Preise für reale Vermögenswerte und die Bewältigung finanzieller Notlagen“, 63. *Jahresbericht*, Basel, S. 171-200.

——— (2002): „Die Wechselbeziehung zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft“, 72. *Jahresbericht*, Basel, S. 137-57.

Borio, C. (1995): „The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison“, in *Financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Hrsg.), Basel, S. 59-105.

Borio, C. und P. Lowe (2002): „Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus“, presented at the 2002 Asset Price Bubbles Conference in Chicago, *BIS Working Papers*, Nr. 114, Juli.

Hilbers, P., Q. Lei und L. Zacho (2001): „Real estate market developments and financial sector soundness“, *IMF Working Paper*, WP/01/129.

Kiyotaki, N. und J. Moore (1997): „Credit cycles“, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, Nr. 2, S. 211-48.

Mastroeni, O. (2001): „Pfandbrief-style products in Europe“, in *BIS Papers*, Nr. 5, S. 44-66.

Sutton, G. (2002): „Ursachen von Preisänderungen bei Wohnimmoblien“, in dieser Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*.

Wheaton, W. (1999): „Real estate ‚cycles‘: some fundamentals“, *Real Estate Economics*, Vol. 27, S. 209-30.

Zunehmende Fremdwährungsliquidität der Banken in China¹

In der Zeit von 1999 bis 2001 konnte Chinas Bankensystem einen Fremdwährungsüberschuss von \$ 75 Mrd. verzeichnen. Der Grossteil dieser Fremdwährungsliquidität stammte aus dem Wachstum der Dollareinlagen, ein kleinerer Teil resultierte aus dem Rückgang der auf Dollar lautenden Kredite. Mit Hilfe dieser Überschüsse gewinnt man Einblick in eine wichtige Finanzierungsquelle des US-Leistungsbilanzdefizits in den letzten Jahren.

Dieses Feature untersucht die Bestimmungsfaktoren der Nachfrage nach Fremdwährungseinlagen bei chinesischen Banken. Es zeigt sich, dass Zinsdifferenzen, Wechselkursbefürchtungen und der einmalige Effekt der Liberali-

Fremdwährungseinlagen von Nichtbanken in Festland-China					
Periodenende, Mrd. US-Dollar					
	1992	1995	1997	2000	2001
Insgesamt	60,7	69,7	83,5	145,6	154,5
In Festland-China (onshore)	57,9	66,7 ¹	79,7 ¹	134,8	142,6
Banken in chinesischem Eigentum	56,1	63,6 ¹	75,2 ¹	128,3	134,9
Privatpersonen	9,4	15,9 ¹	29,2 ¹	73,0	81,6
Firmen	26,7	29,3 ¹	33,7 ¹	46,0	45,3
Sonstige	20,1	18,4 ¹	12,3 ¹	9,3	8,0
Auslandsbanken ²	1,8	3,1	4,5	6,5	7,8
Offshore ³	2,8	2,9	3,8	10,9	11,9
<i>Nachrichtlich:</i>					
<i>Bei Banken in chinesischem Eigentum</i>					
<i> in % der gesamten Renminbi-Einlagen</i>	12,3	8,7	6,9	8,6	7,8
<i>Devisenreserven</i>	19,4	73,6	140,0	165,6	212,2

¹ Dollareinlagen geschätzt anhand der Bankdaten im *Almanac of China's banking and finance*.
² Onshore-Einlagen bei in Festland-China tätigen Auslandsbanken: geschätzt als gesamte Einlagen unter der Annahme, dass sie alle auf Fremdwährungen lauten. ³ Einlagen chinesischer Nichtbanken bei den an die BIZ berichtenden Banken.

Quellen: The People's Bank of China; *Almanac of China's Banking and Finance*; BIZ; Schätzungen der Autoren. Tabelle 1

¹ Die in diesem Artikel vertretenen Ansichten stellen die Meinung der Autoren dar und entsprechen nicht zwangsläufig den Ansichten der BIZ.

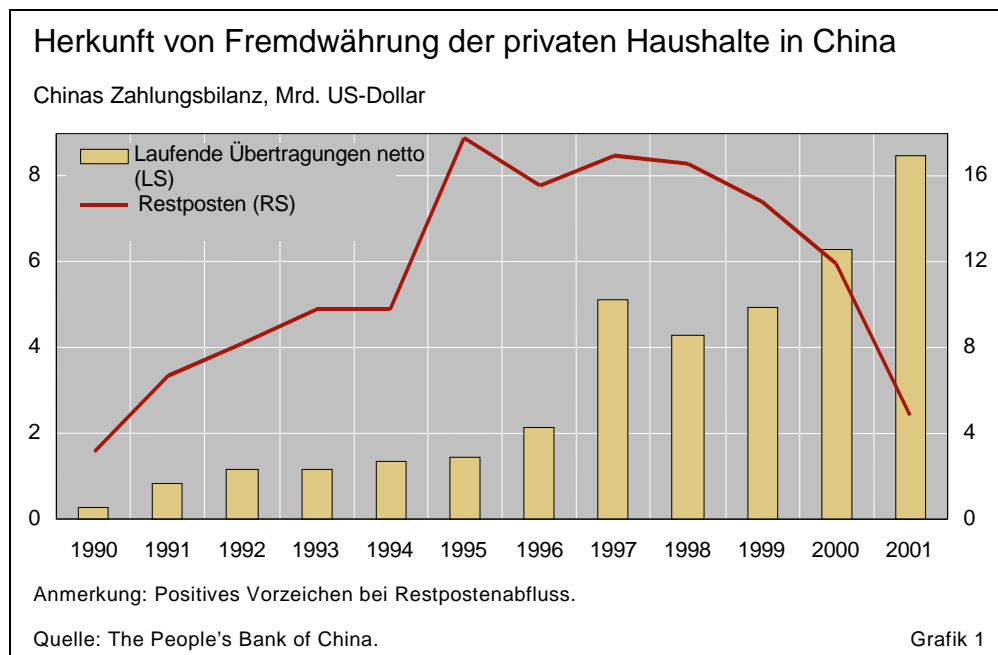
sierung eines Teils des chinesischen Aktienmarktes gemeinsam für nahezu die Hälfte ihrer Schwankung verantwortlich sind. Das Feature untersucht ebenfalls den jüngsten rückläufigen Trend bei den Dollarkrediten in den Büchern von Banken in China sowie seine Folgen für eine Stärkung der Fremdwährungsliquidität der Banken auf dem Festland.

Wachstum der Fremdwährungseinlagen von chinesischen Nichtbanken

Die Fremdwährungseinlagen der in China ansässigen Nichtbanken erlebten in den letzten Jahren ein schnelles Wachstum und erreichten das Niveau der sehr umfangreichen staatlichen Devisenreserven (Tabelle 1). Diese Einlagen bestehen vor allem bei den chinesischen Banken auf dem Festland sowie bei den Banken an den Offshore-Finanzplätzen (einschl. der Töchter chinesischer Banken in der Sonderverwaltungsregion Hongkong und an anderen Standorten) und bei ausländischen Banken in Festland-China, die bis vor kurzem nur ausländische Firmen und Privatpersonen bedienen durften. Der Hauptteil des jüngsten Wachstums entfällt auf die Einlagen von Privatpersonen.

Es ist schwer zu sagen, woher diese Einlagen stammen. Eine Quelle waren Überweisungen von im Ausland lebenden Chinesen, die dem ausgewiesenen Saldo der laufenden Übertragungen von mehr als \$ 8 Mrd. im Jahr 2001 zugrunde lagen (Grafik 1). Die Lockerung der Beschränkungen für Auslandsreisen von chinesischen Bürgern führten zu einem erfassten Reiseaufkommen von 12 Millionen Reisenden im Jahr 2001, von denen jeder berechtigt war, heimische Währung im Wert von \$ 2 000 in Fremdwährung zu tauschen. Lücken in Chinas Devisenkontrollen können teilweise zur Erklärung der Abflüsse herangezogen werden, die aus dem beträchtlichen Restposten in Chinas Zahlungsbilanz hervorgehen und die Fremdwährungseinlagen erhöh-

Vielzahl von Quellen für Dollareinlagen möglich



ten. Zudem sorgten einigermaßen wettbewerbsfähige Zinssätze bei inländischen Dollareinlagen dafür, dass Gelder im Lande blieben, die es sonst vielleicht im Rahmen einer Kapitalflucht verlassen hätten.²

Erklärungen

Der Struktur einer Analyse der taiwanesischen Fremdwährungseinlagen folgend (Fung und McCauley 2001) werden in diesem Feature vier Faktoren betrachtet, die die monatlichen Schwankungen der Fremdwährungseinlagen bei den chinesischen Banken in Festland-China erklären. Als Ergebnis lässt sich zusammenfassend festhalten, dass das Länderrisiko und das Kreditrisiko als Erklärungen nicht infrage kommen, während die Zinsdifferenzen und Wechselkurserwartungen offenbar eine wichtige Rolle spielen. Darüber hinaus erklärt die Liberalisierung des Marktes für so genannte B-Aktien, die ursprünglich nur für gebietsfremde Anleger bestimmt waren, einen Abzug von Einlagen im ersten Quartal 2001. Dieses allgemeine Ergebnis der Untersuchung stimmt in bemerkenswertem Masse mit den früheren Arbeiten über China (Ma 1999) und Taiwan, China (Fung und McCauley 2001) überein.

Vier mögliche Erklärungen für das Wachstum der Fremdwährungseinlagen

Länderrisiko

Würden die Einleger in China Dollar kaufen, um ein Länderrisiko zu vermeiden, wäre zu erwarten, dass sie Fremdwährung ausserhalb der Reichweite der inländischen Behörden in Offshore-Gebieten platzieren. Die verfügbaren Daten geben jedoch keinen Hinweis darauf, dass Offshore-Einlagen gegenüber Onshore-Einlagen bevorzugt wurden. Während die Offshore-Einlagen etwas schneller zunahmen als die Fremdwährungseinlagen insgesamt (Tabelle 1), blieben mehr als 90% dieser Einlagen bei den Banken auf dem Festland und unterlagen somit der chinesischen Gesetzgebung und Politik. Das Länderrisiko leistet daher keinen grossen Erklärungsbeitrag für die Zunahme der Fremdwährungseinlagen.

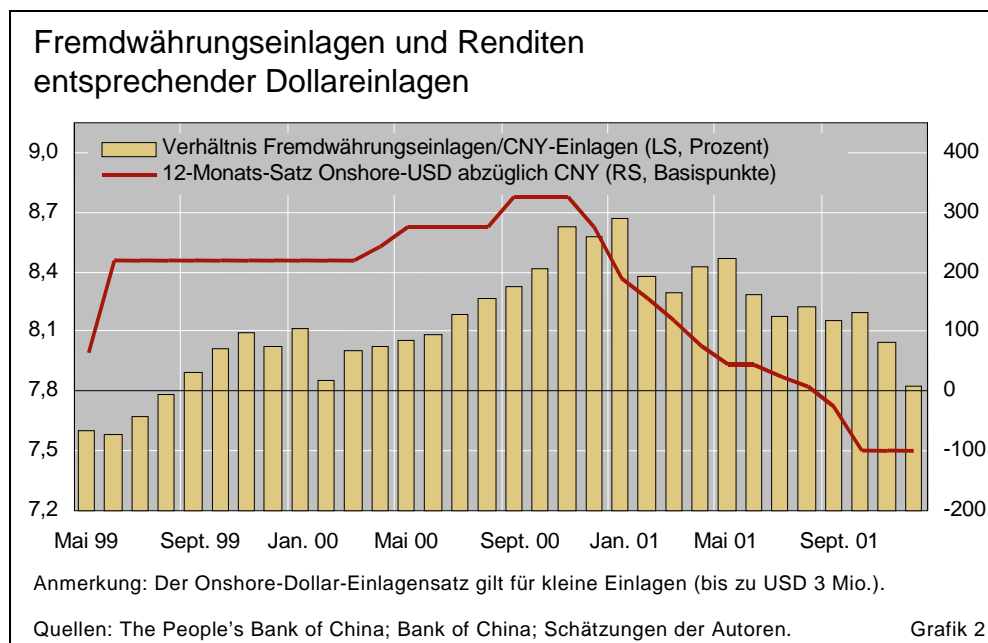
Länderrisiko kommt nicht infrage ...

Kreditrisiko

Angesichts der offenen Diskussion über die hohen Bestände notleidender Kredite bei chinesischen Banken sollte man erwarten, dass die chinesischen Einleger auf das verstärkt wahrgenommene Kreditrisiko im Bankensystem reagieren, indem sie ihre Einlagen als Fremdwährungseinlagen zu ausländischen Banken mit besserer Bonitätseinstufung verlagern. Es wird den ausländischen Banken gemäss den Bedingungen für den Eintritt Chinas in die Welthandelsorganisation (WTO) zwar erlaubt sein, Einlagen von chinesischen privaten Haushalten entgegenzunehmen, doch bisher hatten sie dieses Recht im Allgemeinen nicht, und die Einlagen bei ausländischen Banken in China blieben begrenzt. Die Sensibilität der chinesischen Einleger gegenüber dem

... genauso wenig wie das Kreditrisiko

² S. McCauley und Mo (2000).



Kreditrisiko bleibt weitgehend noch zu erproben. Vorerst kann das Kreditrisiko nicht zur Erklärung der Zunahme von Fremdwährungseinlagen von Nichtbanken in China herangezogen werden.

Zinsdifferenzen

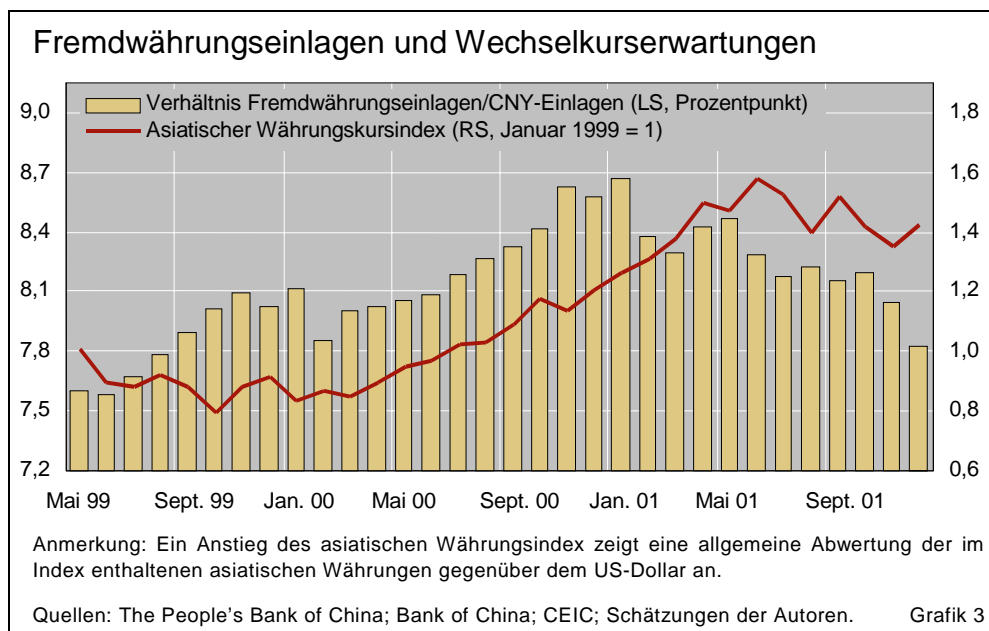
Zinsdifferenzen beeinflussen offenbar die Währungszusammensetzung der Einlagen

Die chinesischen Einleger könnten durch eine Anpassung ihrer Fremdwährungs- und Landeswährungseinlagen auf eine Änderung der Zinsdifferenzen reagieren. Angesichts von Hinweisen darauf, dass nahezu 95% der Fremdwährungseinlagen auf US-Dollar lauten, konzentriert sich dieser Beitrag auf die Differenzen zwischen dem Satz der Onshore-Dollareinlagen und dem Satz der Renminbi-Einlagen. Mitte 1999 bis Ende 2000 verbreiterte sich der Abstand zwischen den 12-Monats-Sätzen für Dollar- bzw. Renminbi-Einlagen stark und erreichte 300 Basispunkte zugunsten der Onshore-Dollareinlagen, was möglicherweise das Anwachsen der Fremdwährungseinlagen im Verhältnis zu den Renminbi-Einlagen förderte (Grafik 2). Als die Federal Reserve 2001 die US-Dollar-Zinssätze senkte, kehrte sich die Situation um, und es entstand ein deutlicher Zinsvorsprung der Renminbi-Einlagen. Die Reaktion der chinesischen Einleger bestand offensichtlich darin, das Verhältnis zwischen Dollar- und Renminbi-Einlagen sinken zu lassen.

Wechselkurserwartungen

Wechselkurs-erwartungen beeinflussen die Entscheidung, Dollareinlagen zu halten

Ebenso sollten die erwarteten Gesamrenditen aus Fremdwährungseinlagen steigen, wenn mit einer Schwäche des Renminbi gerechnet wird; dies sollte das Halten von Fremdwährungseinlagen fördern. Angesichts der Stabilität des Renminbi gegenüber dem Dollar mag es merkwürdig erscheinen, von Erwartungen bezüglich dieses Wechselkurses zu sprechen. Als jedoch die Nachbarwährungen gegenüber dem Dollar schwächer wurden, wurde öffentlich über den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und die Möglichkeit diskutiert, dass der

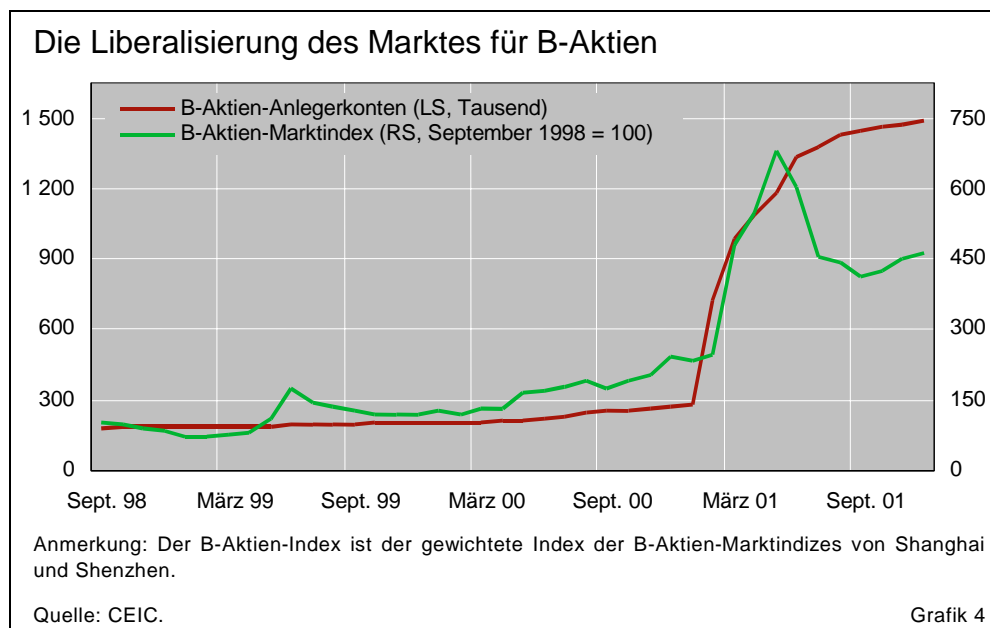


Wechselkurs des Renminbi irgendwie reagieren würde. Daher wird in diesem Beitrag ein Index des Aussenwerts der wichtigsten Währungen Ostasiens mit freien Wechselkursen als repräsentative Grösse für die Wechselkurserwartungen (oder -befürchtungen, da in der Stichprobenperiode die Erwartungen nie erfüllt wurden) verwendet (s. Anmerkung im Kasten auf S. 84). Wenn die Nachbarwahrungen nachgeben, könnte man erwarten, dass die chinesischen Einleger grössere Bestände an Fremdwährungen halten. Der Index schwächte sich in der Zeit von Mitte 1999 bis Ende 2000 gegenüber dem Dollar ab, bevor er sich dann im Jahr 2001 stabilisierte (Grafik 3). Entsprechend der Hypothese der Autoren dieses Beitrags passten die chinesischen Einleger offenbar tatsächlich die Währungszusammensetzung ihrer Bankeinlagen an.

Liberalisierung der B-Aktien

Im Februar 2001 gab die chinesische Regierung ihre Entscheidung bekannt, es auch chinesischen Privatleuten zu gestatten, ihre Fremdwährungseinlagen am Markt für B-Aktien, an dem der Handel in Fremdwährung erfolgt, zu investieren. Dieser Markt zeichnete sich vor der Bekanntgabe der Entscheidung durch eine Marktkapitalisierung von weniger als \$ 8 Mrd. aus (10% der Dollareinlagen der privaten Haushalte); allgemein wurde angenommen, dass bereits mehr als die Hälfte davon trotz des offiziellen Verbots von chinesischen Gebietsansässigen gehalten wurde. Da grosse Teile der Bevölkerung Fremdwährungseinlagen hielten und die Bewertungen der B-Aktien zu dieser Zeit verhältnismässig attraktiv ausfielen, nutzten die chinesischen privaten Anleger ihr neues Recht aus und griffen zu (Grafik 4). Der Politikwechsel war mit einem Rückgang der Fremdwährungseinlagen im Februar und März 2001 um \$ 2,5 Mrd. verbunden. Offenbar nahmen ausländische Anleger Gewinne mit und schieden aus dem Markt für B-Aktien aus, während chinesische Gebietsansässige Geld von ihren Dollarkonten abhoben, um ihre Käufe zu finanzieren. Mittelfristig

Einmalige Auswirkung der teilweisen Liberalisierung des Aktienmarktes



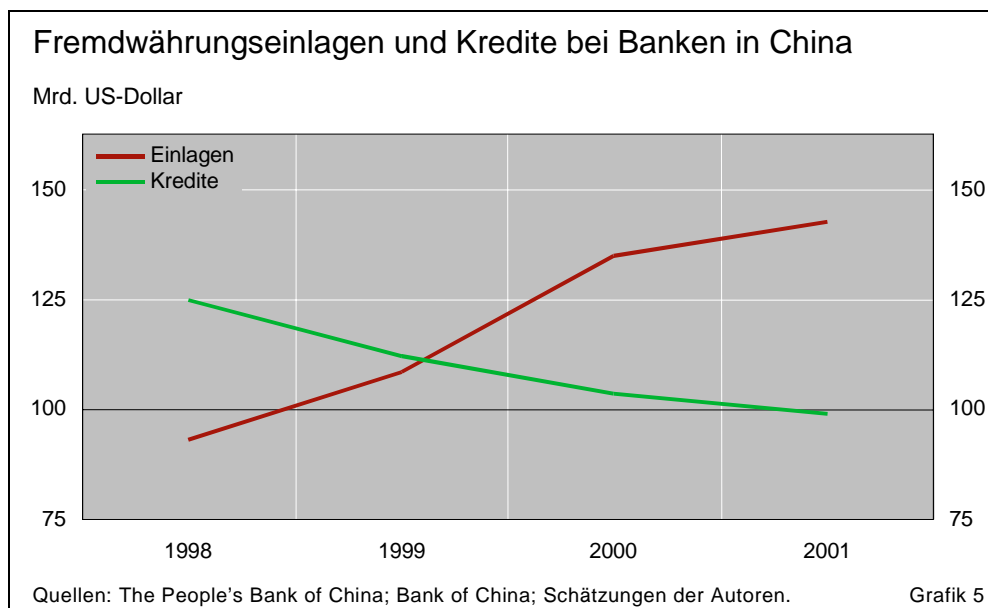
jedoch könnte diese politische Neuorientierung die chinesische Nachfrage nach solchen Einlagen steigern, falls die Anleger erwarten, dass im Zuge weiterer Liberalisierungen Fremdwährungsguthaben tendenziell mit Vorteilen verbunden sein könnten.

Wachsende Dollarliquidität der chinesischen Banken

Während die chinesischen Nichtbanken ihre Onshore-Einlagen in Fremdwährungen erhöhten, bezahlten die chinesischen Unternehmen ausserdem ihre Dollarschulden ab. Insgesamt gingen die Onshore-Dollarkredite in der Zeit von 1998-2001 um mehr als \$ 25 Mrd. zurück. Infolge dieser Entwicklung sank das Verhältnis von chinesischen Fremdwährungskrediten zu Fremdwährungseinlagen innerhalb von vier Jahren von 130% auf 70% (Grafik 5), und zwar nicht nur bei den chinesischen Banken, sondern auch bei den in China tätigen Auslandsbanken.

Die chinesischen Unternehmen scheinen die Dollarkredite aus den gleichen Gründen getilgt zu haben, aus denen die Privathaushalte und Unternehmen ihre Bestände an Dollareinlagen erhöhten. Die im Verhältnis zu den Dollarsätzen sinkenden Renminbi-Kreditzinssätze veranlassten die chinesischen Unternehmen, auf Kredite in lokaler Währung umzustellen. Phasen erhöhter Sensibilität für das Währungsrisiko, die diesen Anreiz noch verstärkten, dürften für die Unternehmen ein weiterer Grund gewesen sein, ihre Dollarverbindlichkeiten zu reduzieren. Befürchtungen einer Abschwächung des Renminbi veranlassten offenbar auch die in China tätigen Töchter ausländischer Unternehmen, ihre Geschäftstätigkeit in Landeswährung zu finanzieren. Seit Ende 2000 haben sich die ausstehenden Dollarkredite anscheinend stabilisiert, was zur weiter oben erörterten Veränderung der Zinsdifferenzen, die das Wachstum der Dollareinlagen bremste, passt.

Tilgung von Dollarkrediten wegen niedrigerer Zinssätze in Landeswährung



Die wachsenden Dollareinlagen und der Rückgang der Dollarkredite haben in den vergangenen drei Jahren bei den Festlandbanken einen Fremdwährungsüberschuss von \$ 75 Mrd. geschaffen; dieser ist höher als der Zuwachs der offiziellen Devisenreserven Chinas von \$ 67 Mrd. Zusammengekommen lassen der Anstieg der Fremdwährungsliquidität im chinesischen Bankensystem und die höheren Devisenreserven darauf schliessen, dass die Geschäftsleitung chinesischer Banken und die für die Währungsreserven Verantwortlichen in dieser Zeit Verwendungsmöglichkeiten für mehr als \$ 140 Mrd. finden mussten. Diese Summe floss grösstenteils zu den an die BIZ berichtenden Banken und in die US-Schuldtitelmärkte (Ma und McCauley 2002).

Zusammenfassung

Die privaten Haushalte und Unternehmen Chinas haben in den letzten zehn Jahren beträchtliche Bestände an Fremdwährungseinlagen bei chinesischen Banken aufgebaut. Unabhängig von der Quelle dieser Finanzmittel hat die Regierung beschlossen, Onshore-Einlagen in Fremdwährung anzuziehen, zum Teil durch eine Anpassung der Sätze für die Onshore-Dollareinlagen an die Bedingungen der ausländischen Märkte. Dass diese Politik eine wichtige Rolle spielte, wird durch das Ergebnis der vorliegenden Untersuchung nahegelegt: demnach haben die Zinsdifferenzen offenbar eine Auswirkung auf die monatliche Schwankung im Anteil der Fremdwährungseinlagen bei den Banken. Überraschender in diesem Zusammenhang ist vielleicht, dass die in diesem Feature verwendete repräsentative Grösse für Wechselkursenerwartungen ebenfalls hilft, die Zuwächse beim Anteil der Fremdwährungseinlagen zu erklären, ungeachtet der Stabilität des Renminbi. Die offizielle Kopplung der Öffnung des Marktes für B-Aktien und der Fremdwährungseinlagen führte sofort zum Abfluss einiger Einlagen, doch mittelfristig kann dies bedeuten, dass den Inhabern dieser Konten weitere Male ein Vorsprung gewährt wird, sodass die Nachfrage nach den Fremdwährungseinlagen steigen dürfte. Die gleiche Triebkraft, die hinter den zunehmenden Dollareinlagen steht, hat wohl

auch zu einem Rückgang der Dollarkredite geführt. Die Dollarüberschüsse der chinesischen Banken kamen zu wachsenden Währungsreserven hinzu, und beide flossen den an die BIZ berichtenden Banken und den US-Schuldtitelmärkten zu.

Eine spätere Rückkehr zu höheren Dollarzinsätzen könnte wieder zu einem Wachstum der Fremdwährungseinlagen in China führen. Ein etwaiger Wechsel hin zu einem flexibleren Wechselkurssystem würde ein neues Element in der Herausbildung von Wechselkurserwartungen darstellen. Wie stark auch immer solchen Einlagen gefragt sind – sie erfüllen die Funktion eines frühen Experiments im Rahmen der Liberalisierung der Zinssätze in China. Darüber hinaus werden die chinesischen und ausländischen Banken gemäss den Bedingungen für einen Eintritt Chinas in die WTO zuerst bei den Fremdwährungseinlagen konkurrieren, bevor sie im Renminbi-Geschäft direkt miteinander im Wettbewerb stehen.

Bibliografie

Fung, B.S.C. und R.N. McCauley (2001): „Analyse des Wachstums der Fremdwährungseinlagen in Taiwan“, *BIZ-Quartalsbericht*, September, S. 55-63.

Ma, G. (1999): „Implications of rising personal foreign currency deposits in China“, *Merrill Lynch China Economics Research*, 16. Dezember.

Ma, G. und R.N. McCauley (2002): „Die Fremdwährungsliquidität der chinesischen Banken“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 21-23.

McCauley, R.N. und Y.K. Mo (2000): „Fremdwährungseinlagen von Unternehmen und Privatpersonen bei Banken in China“, *BIZ-Quartalsbericht*, August, S. 38-43.

Bestimmungsfaktoren für das Wachstum der Fremdwährungseinlagen in China: ökonometrische Daten

Für die Erklärung der monatlichen Veränderung des Verhältnisses der Onshore-Fremdwährungseinlagen zu den Renminbi-Einlagen wird eine Regressionsanalyse für eine sehr begrenzte Stichprobe von Juni 1999 bis Dezember 2001 verwendet. Es werden drei in der Analyse aufgestellte Hypothesen geprüft. Die erste lautet, dass die Verhältniszahl steigt, wenn sich das Zinsgefälle zwischen Onshore-Dollareinlagen und Einlagen in Landeswährung ausweitert. Nach der zweiten steigt die Verhältniszahl, wenn mit einer Aufwertung des Dollars gegenüber dem Renminbi gerechnet wird. Gemäss der dritten schliesslich führt die kürzlich erfolgte Liberalisierung des Marktes für B-Aktien bei ihrem Wirksamwerden zu einem Abfluss von Fremdwährungseinlagen aus dem Bankensystem. Die unten stehenden geschätzten Koeffizienten weisen das richtige Vorzeichen auf und sind statistisch signifikant. Die empirischen Daten stützen die wichtigsten Thesen der Analyse.

$$1) F_t = -0,065 + 0,041R_t + 0,382E_{t-1}$$

(-1,96) (2,59) (1,13)

$$\bar{R}^2 = 0,190; DW = 2,175; LLF = 25,14$$

$$2) F_t = -0,042 + 0,083R_t + 0,558E_{t-1} - 0,002B_t$$

(-1,46) (2,83) (1,93) (-3,54)

$$\bar{R}^2 = 0,426; DW = 2,203; LLF = 31,04$$

Dabei ist

F_t = Änderung des Verhältnisses der Onshore-Fremdwährungseinlagen zu den Renminbi-Einlagen

R_t = Zinsdifferenz (12-Monats-Satz: Onshore-USD abzüglich CNY)

E_{t-1} = nachlaufende Veränderungen im asiatischen Währungsindex in Prozent

B_t = Veränderung der Anzahl B-Aktien-Anlegerkonten in Prozent.

Anmerkung: Der „asiatische Währungsindex“ ist der handelsgewichtete Index der bilateralen US-Dollar-Wechselkurse gegenüber sieben asiatischen Währungen mit freiem Wechselkurs: indonesische Rupiah, Yen, koreanischer Won, philippinischer Peso, Singapur-Dollar, Neuer Taiwan-Dollar und thailändischer Baht. Die Handelsgewichtung ist der gesamte Handelswert von 1999 in Dollar.

Die jüngsten Initiativen der in Basel beheimateten Ausschüsse und des Forums für Finanzstabilität

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS)

BCBS veröffentlicht Zusammenfassung der Diskussionen und Empfehlungen über Terrorismusfinanzierung ...

Im April veröffentlichte der BCBS einen zusammenfassenden Bericht über die Konferenz von Bankenaufsichtsvertretern und Rechtsexperten von G10-Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen, die am 14. Dezember 2001 in Basel abgehalten wurde. Schwerpunkt der Konferenz war der internationale Austausch von Finanzunterlagen im Zusammenhang mit dem Kampf gegen die Finanzierung des Terrorismus. Der BCBS erwog die in der Konferenz diskutierten Fragen und fasste eine Reihe von Beschlüssen, u.a.: a) die Bestrebungen fortzusetzen, dass die im Bericht des BCBS vom Oktober 2001 formulierten Standards über die Sorgfaltspflicht der Banken bei der Feststellung der Kundenidentität weltweit übernommen werden;¹ b) die Arbeitsgruppe des BCBS für das grenzüberschreitende Bankgeschäft (die für die erwähnte Zusammenfassung verantwortlich zeichnete) die Abgabe ergänzender Empfehlungen zur Terrorismusfinanzierung prüfen zu lassen; c) die Aufsichtsinstanzen dazu anzuhalten, sicherzustellen, dass geeignete Systeme und Verfahren für das auf Konzernebene konsolidierte Risikomanagement von international tätigen Bankengruppen zur Verfügung stehen;² und d) die Erfahrungen der Bankenaufsichtsinstanzen und anderer offizieller Gremien beim Austausch von Informationen über die Bankgeschäfte mutmasslicher Terroristen und terroristischer Organisationen zu analysieren und zu prüfen, ob weitere Schritte erforderlich sind, um einen wirksamen Informationsaustausch auf nationaler und internationaler Ebene sicherzustellen.

... sowie Erhebung zur Offenlegung von Banken im Jahr 2000

Im Mai veröffentlichte der BCBS einen Bericht über die Ergebnisse einer Erhebung zur Offenlegung von Banken, die auf einer Stichprobe international tätiger Banken aus 13 Ländern beruhte.³ Wie schon mit einer ähnlichen Erhebung ein Jahr zuvor wurde auch diesmal das Ziel verfolgt, Trends bei der

¹ S. *Sorgfaltspflicht der Banken bei der Feststellung der Kundenidentität*, BCBS, Basel, Oktober 2001. Die englische Fassung ist auf der BIZ-Website (www.bis.org) verfügbar.

² Insbesondere sollen Vereinbarungen über den Austausch von Informationen getroffen werden, damit im Falle von vermuteter Terrorismusfinanzierung ein formales Verfahren zur Benachrichtigung der Aufsichtsbehörden sowohl im Herkunfts- als auch im Aufnahmeland existiert.

³ S. *Public disclosures by banks: results of the 2000 disclosure survey*, BCBS, Basel, Mai 2002.

Offenlegungspraxis zu ermitteln und dem Bankgewerbe nützliche Hinweise darauf zu geben, welche Offenlegungspraktiken gerade vorherrschen und wo eine verstärkte Offenlegung wünschenswert wäre.

Aus der Erhebung von 2000 geht hervor, dass die grundlegenden Informationen über Eigenkapitalstruktur und -quoten, Rechnungslegungs- und Darstellungsgrundsätze, Kreditrisiko und Marktrisiko ausreichend offengelegt werden; die Offenlegungsrate für diese Punkte liegt in der Regel bei über 80%. Der Umfang der Offenlegung nimmt jedoch im Allgemeinen ab, je höher der Entwicklungsstand und die Komplexität einer Bank sind und je mehr die Informationen eigentumsrechtlich geschützten Charakter haben; Informationen über die Modellierung des Kreditrisikos, Kreditderivate und Verbriefung werden von weniger als der Hälfte der Banken offengelegt.

Gute Offenlegung von Basisinformationen ...

Der Ausschuss hielt fest, dass weitere Verbesserungen möglich sind, und er erwartet, dass die Offenlegung nach Fertigstellung der Vorschläge in seinem neuesten Arbeitspapier zu diesem Thema⁴ im Vorfeld der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung verstärkt wird.

... aber Verbesserungen noch möglich

Insgesamt werden Informationen im Vergleich zu 1999 anscheinend geringfügig häufiger abgegeben. Am bemerkenswertesten ist die Zunahme bei Themen wie komplexe Kapitalinstrumente und das Vorgehen bei Rückstellungen für das Kreditrisiko, Verbriefung sowie operationelle und Rechtsrisiken – Informationen über Verbriefungen sind allerdings nach wie vor nicht sehr häufig. Bei einigen Erhebungsfragen ist offenbar sogar ein Rückschritt festzustellen, d.h. es wurde 2000 weniger häufig informiert als 1999.

Insgesamt geringe Zunahme der Informationshäufigkeit

Im Juni veröffentlichte der BCBS Einzelheiten zu seiner zweiten Datenerhebung über das operationelle Risiko. Mit der Erhebung, die im Mai 2001 begonnen hatte, sollen Informationen über die Verluste von Banken wegen des operationellen Risikos sowie über verschiedene Risikoindikatoren gesammelt werden, damit der BCBS das Regelwerk für die Eigenkapitalunterlegung des operationellen Risikos, das in der Neuen Eigenkapitalvereinbarung vorgesehen ist, weiterentwickeln und verfeinern kann. Die jüngste Erhebung deckt das letzte Geschäftsjahr (2000/01) ab. Der BCBS bat die Banken, die Fragebögen bis spätestens 31. August 2002 auszufüllen und via die nationalen Aufsichtsinstanzen zurückzusenden.

BCBS veröffentlicht Einzelheiten zur Datenerhebung über das operationelle Risiko

Im Juni veröffentlichten der BCBS, die International Organization of Securities Commissions und die International Association of Insurance Supervisors ein aktualisiertes Mandat für das Gemeinsame Forum. Das Forum ist eine Gruppe von Experten unter der Ägide der drei internationalen Aufsichtsgremien, deren Arbeit Fragen zu Finanzkonglomeraten sowie Fragen von gemeinsamem Interesse für die drei Trägergremien umfasst.

Aktualisierung des Mandats des Gemeinsamen Forums

⁴ S. *Working paper on Pillar 3 – market discipline*, BCBS, Basel, September 2001.

Forum für Finanzstabilität (FSF)

FSF veröffentlicht
Liste von Arbeiten
über solide Finanz-
systeme ...

Im April veröffentlichte das FSF eine Liste von laufenden und kürzlich veröffentlichten Arbeiten, die für solide Finanzsysteme von Belang sind. Die Liste war anlässlich eines FSF-Treffens in Hongkong am 25./26. März besprochen worden.⁵ Ebenfalls im April veröffentlichte das FSF einen Überblick über jüngste Entwicklungen im Bereich der Institute mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation. Darin werden die Fortschritte beschrieben, die hinsichtlich früher geäussert Bedenken über solche Institute erzielt worden sind, und Entwicklungen hervorgehoben, die neue Besorgnisse wecken (wenn sie auch an sich keine Gefährdung der Finanzstabilität darstellen). Der Bericht schliesst mit einer Reihe von Fragen, die das FSF näher untersuchen will.

... und hält
regionale
Treffen ab

Im selben Monat hielt das FSF ein erstes regionales Treffen mit mittel- und osteuropäischen Aufsichtsinstanzen bei der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung ab sowie ein zweites regionales Treffen mit lateinamerikanischen Gremien beim Banco Central do Brasil. Die Teilnehmer tauschten Gedanken über mögliche Schwachstellen von Finanzsystemen, über Probleme im Zusammenhang mit dem Konkurs grosser Unternehmen sowie über laufende Arbeiten zur Stärkung von Finanzsystemen aus.

⁵ S. *Ongoing and recent work relevant to sound financial systems*, FSF, Basel, März 2002 und *The FSF recommendations and concerns raised by highly leveraged institutions (HLIs): an assessment*, FSF, Basel, März 2002. Beide Dokumente sind auf der Website des Forums (www.fsforum.org) verfügbar.