

Märkte nicht länger durch schwankende Risikobereitschaft geprägt

Viele Vermögenspreise tendierten seit der Veröffentlichung des letzten BIZ-Quartalsberichts Anfang Dezember seitwärts, während die Anleger auf Hinweise zu verschiedenen Quellen der Unsicherheit warteten. Die Marktteilnehmer rechneten mit Änderungen der US-Politik: einer größeren Bedeutung der Fiskalpolitik, einer weiterhin schrittweisen Straffung der Geldpolitik, Deregulierungsplänen und einer protektionistischeren handelspolitischen Haltung. Sowohl die Ausprägung und der präzise Zeitpunkt der politischen Änderungen als auch deren Auswirkungen blieben allerdings unklar. Im Februar legten die Aktienmärkte in den USA kräftig zu, während die Renditen von Staatsanleihen verschiedener Euro-Raum-Länder unter Druck gerieten, als die Anleger ihr Augenmerk vermehrt auf politische Unsicherheiten in Europa richteten.

Im Allgemeinen war bei den Vermögensrenditen eine weniger starke Korrelation zwischen den einzelnen Anlageklassen, Regionen und Branchen zu beobachten. Die praktisch synchrone Entwicklung, von der die Märkte seit der Großen Finanzkrise über weite Strecken gekennzeichnet gewesen waren, schien beendet. Dies deutet darauf hin, dass im Berichtszeitraum die schwankende Risikobereitschaft der Anleger die Bewertungen insgesamt weniger stark beeinflusste.

Die Aktienkurse wurden generell von Daten gestützt, die eine allgemeine Aufhellung der gesamtwirtschaftlichen Aussichten für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften untermauerten. Das verarbeitende Gewerbe zog an und die Beschäftigung nahm zu. Gleichzeitig stieg die Inflation generell an, was teilweise auf beschönigende Basiseffekte und sich erholende Rohstoffpreise zurückzuführen war. Die Geldpolitik der wichtigsten Volkswirtschaften driftete weiter auseinander, entsprechend der Einschätzung der länderspezifischen Gegebenheiten durch die jeweilige Zentralbank. Während der US-Offenmarktausschuss (FOMC) den Zielsatz für Tagesgeld um einen weiteren Viertelprozentpunkt an hob und ein etwas höheres Tempo der geldpolitischen Straffung andeutete, hielten die EZB und die Bank of Japan an ihrem bisherigen Kurs fest, nämlich die Leitzinsen noch länger auf niedrigem Niveau zu belassen. Diese Divergenz der Geldpolitik spiegelte sich an den wichtigsten Festzinsmärkten und in den Wechselkursen wider.

Die Vermögenspreise deuteten zudem auf eine sich wandelnde Einschätzung der Herausforderungen für die aufstrebenden Volkswirtschaften hin. Zwar machten die Märkte ihre anfänglichen negativen Reaktionen auf die US-Präsidentenwahl weitgehend rückgängig, doch ließen die relativen Bewertungen vermuten, dass sich die Bedenken in Bezug auf die Wachstums-, Handels- und Finanzierungsaussichten einiger Volkswirtschaften hartnäckig hielten. Insbesondere waren die chinesischen Devisen- und Anleihemärkte um den Jahreswechsel herum ungewöhnlich volatil, als

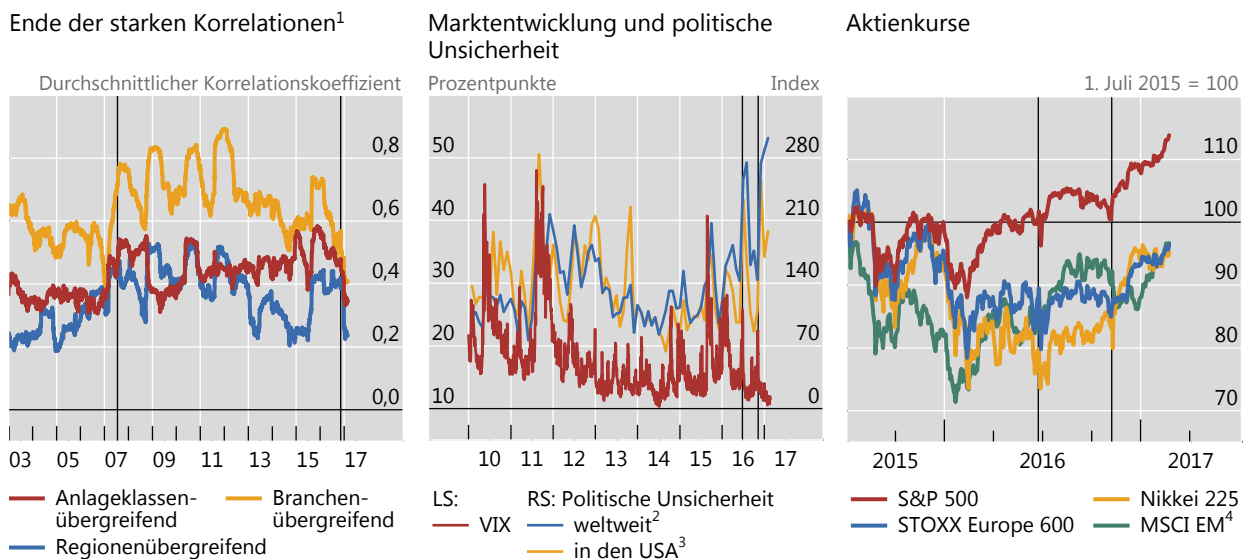
es zu einer Wechselwirkung zwischen versiegender Liquidität und einer Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen kam.

Massiver Rückgang der Korrelationen

Bezeichnend für die jüngste Marktentwicklung war, wie stark sich die Renditen zwischen den einzelnen Anlageklassen, Branchen und Regionen unterschieden. Die anlageklassenübergreifenden Korrelationen, die seit Ende 2015 schrittweise gesunken waren, gingen nach den US-Wahlen im November massiv zurück (Grafik 1 links).¹ Dies stand im Gegensatz zu fast dem gesamten Zeitraum nach der Großen Finanzkrise, als sich die Aktienmärkte in fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften, die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften, die langfristigen Renditen fortgeschrittener Volkswirtschaften, der US-Dollar sowie die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen fortgeschrittener und aufstrebender Volkswirtschaften parallel zu entwickeln schienen. In einem globalen Umfeld ohne

Drastischer Rückgang von anlageklassenübergreifenden Korrelationen infolge zunehmender politischer Unsicherheit

Grafik 1



Vertikale Linien im linken Feld = 17. Juli 2007 (Bear Stearns gibt bekannt, dass zwei seiner auf hypothekenunterlegte Wertpapiere (MBS) spezialisierten Fonds praktisch zahlungsunfähig sind) und 8. November 2016 (US-Präsidentschaftswahl); vertikale Linien im mittleren und rechten Feld = 23. Juni 2016 (Brexit-Referendum) und 8. November 2016 (US-Präsidentschaftswahl).

¹ Durchschnitt der 6-monatigen gleitenden paarweisen Korrelationskoeffizienten der täglichen Veränderungen der in jeder Kategorie enthaltenen Indizes bzw. Vermögenswerte; negative Korrelationen mit umgekehrtem Vorzeichen. Regionenübergreifende Korrelationen: wichtigste Aktienindizes für BR, CN, GB, HK, JP, KR, MX, PL, RU, TR, US und Europa; branchenübergreifende Korrelationen: Branchenteilindizes des S&P 500 (Level 1, 11 Teilindizes); anlageklassenübergreifende Korrelationen: Aktienindex MSCI Emerging Markets, durchschnittliche Rendite von Aktienindizes und Renditen 10-jähriger Staatsanleihen der wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften (DE, GB, JP, US), EMBI-Spread, US-Dollar-Index (DXY), Indizes für hochverzinsliche und Investment-Grade-Unternehmensanleihen von aufstrebenden und fortgeschrittenen Volkswirtschaften. ² Index der wirtschaftspolitischen Unsicherheit weltweit (Global-Economic-Policy-Uncertainty-Index), berechnet durch Gewichtung mit dem BIP (auf Basis von Kaufkraftparitäten). ³ Nachrichtenbasierter Index der politischen Unsicherheit in den USA. ⁴ Index MSCI Emerging Markets in US-Dollar.

Quellen: S. Davis, *An index of global economic policy uncertainty*, www.PolicyUncertainty.com; Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

¹ Ähnliches gilt auch für die regionen- und die branchenübergreifenden Korrelationen.

Wachstum, aber mit reichlich vorhandener Liquidität waren es offenbar die Entscheidungen der Zentralbanken, die die Anleger dazu veranlassten, jeweils gleichzeitig Käufe und Verkäufe im Einklang mit ihrer wechselnden Risikobereitschaft zu tätigen. Dass dies in jüngster Zeit nicht mehr der Fall war, deutet darauf hin, dass die gemeinsamen Faktoren, welche die Renditen bis vor Kurzem bestimmt hatten, im Berichtszeitraum weiter an Einfluss verloren.²

Die Korrelation der Renditen nahm ab, als die politische Unsicherheit in den Vordergrund rückte. Es herrschte Unsicherheit über den Zeitpunkt und das Ausmaß verschiedener politischer Änderungen in den USA, obwohl die neue Regierung ihren Willen zur Deregulierung, zu einer expansiven Fiskalpolitik und zu einem Abbau des Handelsbilanzdefizits bekräftigte. Auch im Euro-Raum schien sich das Spektrum an möglichen politischen Entwicklungen zu vergrößern, da ein wahlintensives Jahr seinen Anfang nahm. All dies steuerte zu einem Anstieg der Indikatoren der politischen Unsicherheit sowohl in den USA als auch weltweit bei (Grafik 1 Mitte).

Trotz dieses unsicheren Umfelds vermochten die Aktienmärkte in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ihre nach der US-Wahl verzeichneten Gewinne zu halten und legten im Februar sogar noch zu (Grafik 1 rechts). Auch die implizite Volatilität blieb gering: Der VIX sank auf seit Beginn der Großen Finanzkrise selten beobachtete Tiefstände. Doch es zeigten sich bedeutende Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen und Ländern. In den USA gab es klare Gewinner (Verteidigung, Bausektor, Finanzwesen, verarbeitendes Gewerbe, kleine Unternehmen) und Verlierer (importintensive Branchen), obwohl die Gesamtmarktindizes auf neue Rekordwerte stiegen (Grafik 2 links). In Europa und Japan wiesen die Aktienmärkte während des gesamten Berichtszeitraums einen vergleichsweise flachen Trend auf. In den aufstrebenden Volkswirtschaften erholten sich die Aktienbewertungen deutlich, sodass die unmittelbar nach dem 8. November 2016 erlittenen Verluste ausgeglichen und in vielen Fällen sogar wieder Gewinne verzeichnet wurden. Doch die Erholung fiel in den einzelnen aufstrebenden Regionen unterschiedlich aus (siehe nächsten Abschnitt).

Die solide Performance der Aktienmärkte wurde durch überzeugende Anzeichen einer nachhaltigen Erholung der Weltwirtschaft gestützt. Seit Mitte 2016 hatten die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften große Gewinne verzeichnet, die sich im Dezember noch beschleunigten (Grafik 2 Mitte). Die Indikatoren für die Marktstimmung zogen nach der US-Wahl in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften an.³ Darin spiegelte sich die Aufhellung des Konsum- und Geschäftsklimas wider, das in den USA auf ein Niveau stieg, das seit Ende 2014 nicht mehr beobachtet worden war. Damals hatte die Federal Reserve während einer Markthausse ihr letztes Programm zum Ankauf von Aktiva auslaufen lassen (Grafik 2 rechts).⁴ Diese Zunahme des Vertrauens fiel in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften bescheidener aus, reichte aber aus, um die negativen Auswirkungen des Brexit-Votums zu überwinden. Auch das BIP-Wachstum überraschte im zweiten

² Der Berichtszeitraum beginnt Ende November 2016 und endet Ende Februar 2017.

³ Siehe „Paradigmenwechsel an den Märkten?“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2016.

⁴ Siehe „Fragile Hausse?“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2014.

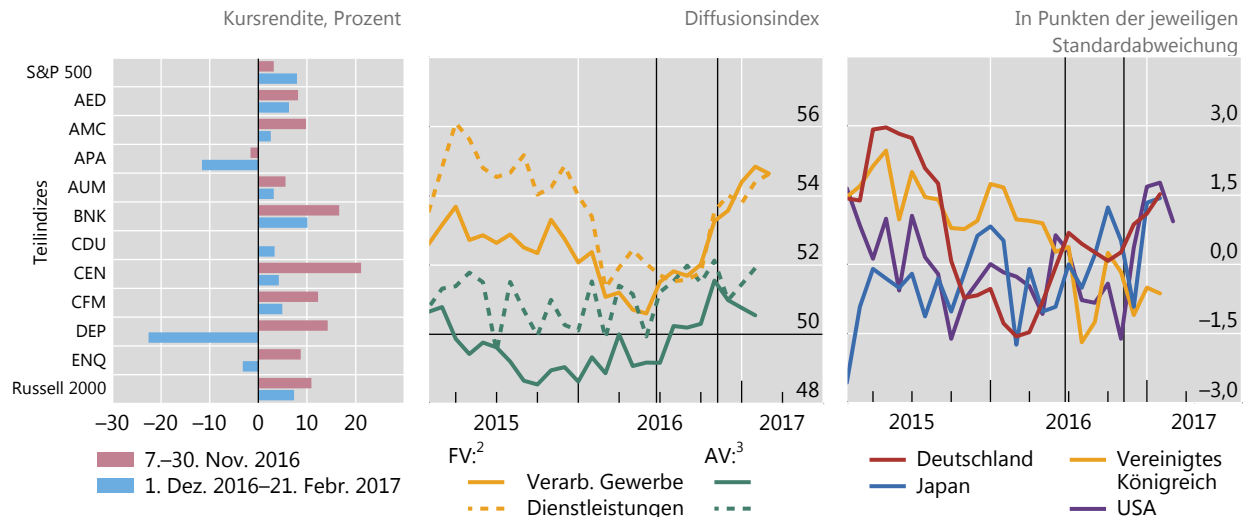
Erholung des Vertrauens und der Konjunktur bei divergierender Performance der Wirtschaftssektoren

Grafik 2

Divergenz zwischen Sektoren

Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor¹

Verbrauchervertrauen⁴



AED = Luftfahrt und Verteidigung; AMC = Vermögensverwaltung und Depotbankgeschäft; APA = Bekleidung und Zubehör; AUM = Automobilhersteller; BNK = Banken; CDU = langlebige Konsumgüter und Geräte; CEN = Bau- und Ingenieurwesen; CFM = Baumaschinen und schwere Lastkraftwagen; DEP = Kaufhäuser; ENQ = Energieausrüstungen und -dienstleistungen.

Vertikale Linien im mittleren und rechten Feld = 23. Juni 2016 (Brexit-Referendum) und 8. November 2016 (US-Präsidentenwahl).

¹ Ein Wert von 50 gibt an, dass die Anzahl von Unternehmen mit einer Geschäftsausweitung derjenigen von Unternehmen mit einem Geschäftsrückgang entspricht; Werte über 50 signalisieren einen Konjunkturaufschwung. Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten der aufgeführten Volkswirtschaften. ² Fortgeschrittene Volkswirtschaften: EA, GB, JP und US. ³ Aufstrebende Volkswirtschaften: AR, BR, CL, CN, CZ, HK, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PL, RU, SG, TH, TR und ZA. ⁴ Normalisiert; Differenz zwischen dem Indikator und seinem historischen Durchschnitt (ab Januar 2016).

Quellen: Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

Halbjahr 2016 in mehreren Volkswirtschaften positiv. In den USA und im Euro-Raum stieg es aufgrund des starken privaten Verbrauchs über das wahrgenommene Potenzial an.⁵

Weil sich die Wachstumsaussichten aufhellten und die erwarteten politischen Änderungen, u.a. der Fiskalpolitik, in den Vordergrund rückten, wurde die Geldpolitik weniger stark beachtet. Anfang Dezember erhöhte der FOMC den Zielsatz für Tagesgeld um 25 Basispunkte. Gleichzeitig zeigte der „Dot-Plot“, dass die FOMC-Mitglieder im Jahr 2017 drei weitere Anhebungen von je 25 Basispunkten erwarteten. Die Anleger schienen bis Mai oder Juni mit lediglich einer Leitzinserhöhung zu rechnen, auf die im September möglicherweise eine zweite folgen könnte. Die dritte lag immer noch in weiter Ferne (Grafik 3 links). Derweil hielten die EZB und die Bank of Japan an ihrem Kurs fest, die Leitzinsen noch länger auf niedrigem Niveau zu belassen. Mitte Dezember gab die EZB bekannt, sie werde ab kommenden April den Umfang ihrer Ankäufe von Vermögenswerten von € 80 Mrd. auf € 60 Mrd. pro Monat drosseln, verlängerte aber zugleich die Laufzeit ihres Programms bis Dezember 2017. Die Bank of Japan revidierte zwar ihre Einschätzung der Wirtschaftslage nach oben, beließ aber

⁵ Zu konsumgetriebenem Wachstum siehe E. Kharroubi und E. Kohlscheen, „Consumption-led expansions“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2017.

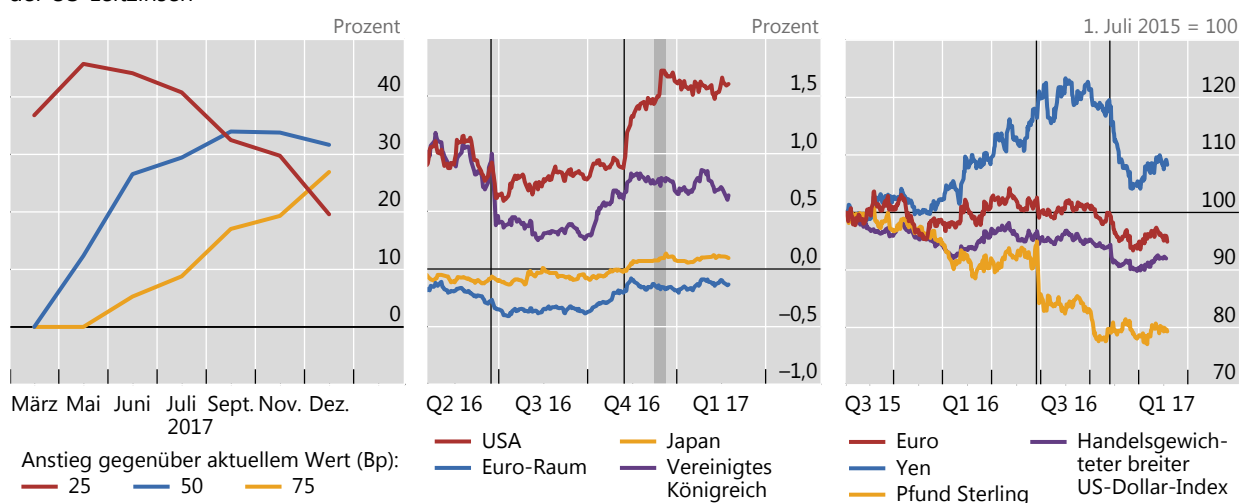
Auf und Ab der erwarteten geldpolitischen Divergenz führt zu Wertschwankungen des Dollars

Grafik 3

Wahrscheinlichkeit einer Anhebung der US-Leitzinsen¹

Terminzinssätze für Dezember 2018

Nominale bilaterale Wechselkurse²



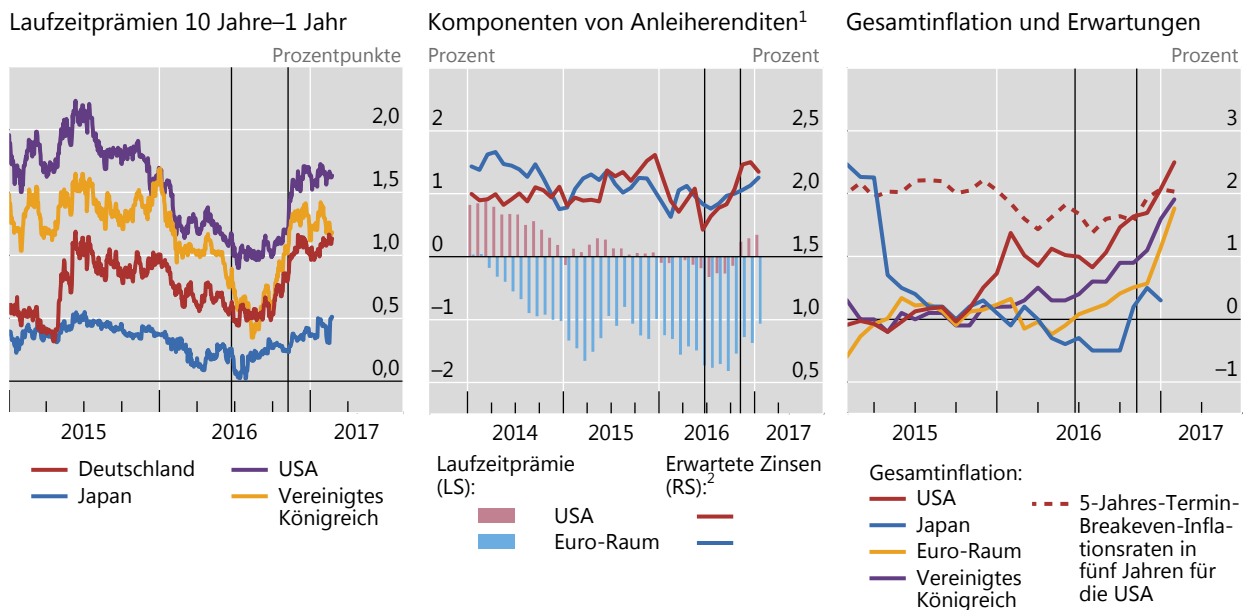
Vertikale Linien im mittleren und rechten Feld = 23. Juni 2016 (Brexit-Referendum) und 8. November 2016 (US-Präsidentenwahl). Schattierter Bereich im mittleren Feld = 8.–20. Dezember 2016 (Sitzungen von EZB, Federal Reserve und Bank of Japan zur Geldpolitik).

¹ Mit der WIRP-Funktion von Bloomberg im Zeitraum 15.–21. Februar 2017 ermittelte Durchschnitte. ² Anstieg = Abwertung des US-Dollars.

Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System; Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

alle Parameter ihrer Geldpolitik unverändert, nämlich einen negativen Zinssatz auf Überschussreserven der Banken, einen Zielsatz für die Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen von null und Ankäufe von Vermögenswerten im Umfang von ¥ 80 Bio. pro Jahr. In den kurzfristigen Zinsen kam die erwartete geldpolitische Divergenz zum Ausdruck: Die Differenz zwischen den kurzfristigen Dollar- und den kurzfristigen Euro- bzw. Yen-Terminzinssätzen, die nach der US-Wahl sprunghaft angestiegen war, schnellte erneut in die Höhe, als die Federal Reserve ihren Zielsatz an hob. Danach nahm die Differenz zwischen den Sätzen wieder ab (Grafik 3 Mitte).

Die wichtigsten Festzinsmärkte stabilisierten sich nach ihrer allgemeinen Baisse im November wieder. In Deutschland, den USA und dem Vereinigten Königreich war von Dezember 2016 bis Februar 2017 ein Auf und Ab der Renditedifferenz zwischen 10-jährigen und 1-jährigen Anleihen zu beobachten (Grafik 4 links). Der anfängliche Anstieg der langfristigen Zinssätze war größtenteils auf eine Erholung der Laufzeitprämie zurückzuführen, wobei die geschätzte Prämie in den USA wieder in den positiven Bereich vorstieß und im Euro-Raum weniger negativ wurde. Doch der Anstieg der erwarteten Zinssätze spielte ebenfalls eine Rolle. Er deutete sowohl auf höhere Inflationserwartungen als auch auf die antizipierte Reaktion der Zentralbanken hin (Grafik 4 Mitte). Angesichts der höheren aktuellen Inflation stiegen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften – allen voran in den USA – auch die finanzmarktbasiereten Messgrößen des Inflationsaufschlags (Grafik 4 rechts). In den USA betrug die Gesamtinflation im Januar 2017 über 2%, und im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich näherte sie sich der 2%-Marke an. Dies spiegelte höhere Rohstoffpreise sowie den Basiseffekt des ein Jahr zuvor verzeichneten Inflationsrückgangs wider und stand in Einklang mit der weltweit anziehenden Konjunktur. Nachdem die Inflation in Japan fast ein ganzes Jahr lang bei null oder im negativen Bereich gelegen hatte,



Vertikale Linien = 23. Juni 2016 (Brexit-Referendum) und 8. November 2016 (US-Präsidentenwahl).

¹ Aufschlüsselung der 10-jährigen nominalen Rendite mithilfe eines geschätzten kombinierten makroökonomischen und Fristenstrukturmodells; siehe P. Hördahl und O. Tristani, „Inflation risk premia in the euro area and the United States“, *International Journal of Central Banking*, September 2014. Die Renditen werden als solche von Nullkuponiteln angegeben; für den Euro-Raum werden Daten französischer Staatsanleihen verwendet. ² Differenz zwischen der 10-jährigen nominalen Rendite von Nullkuponanleihen und der geschätzten 10-jährigen Laufzeitprämie.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

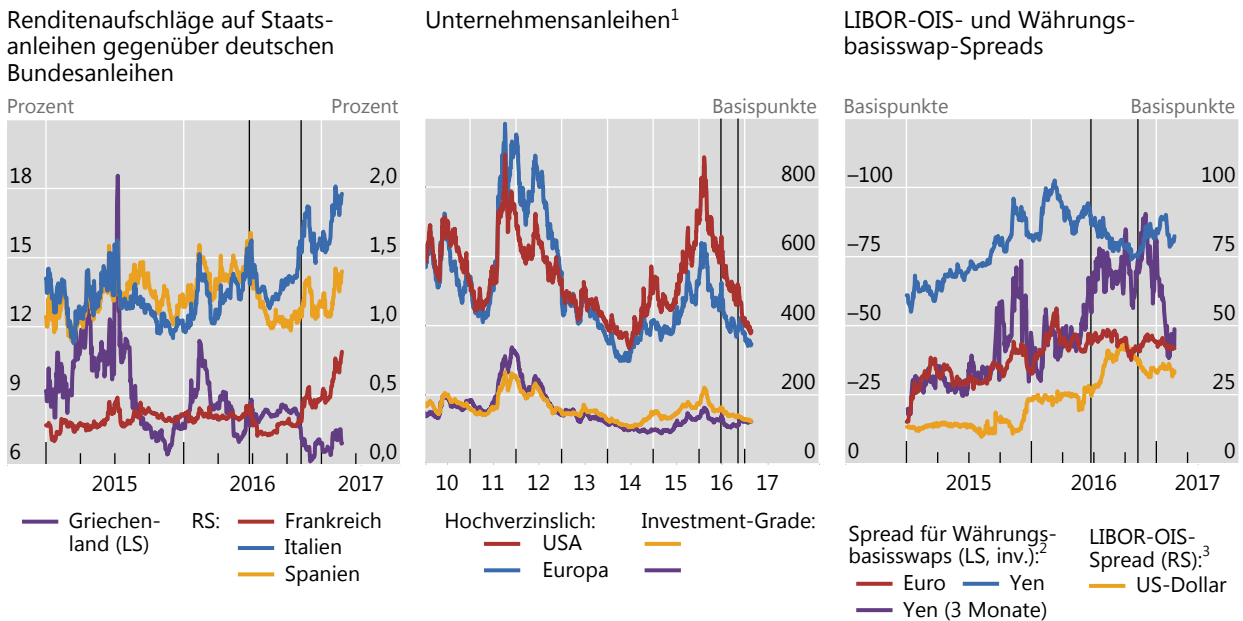
wurden seit Anfang Oktober durchgehend positive Werte verzeichnet (Grafik 4 rechts).

An den Staatsanleihemärkten des Euro-Raums gab es erneut Anzeichen für Anspannungen. In den ersten Wochen des Jahres weiteten sich die Renditeaufschläge auf Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen beträchtlich aus (Grafik 5 links). Obwohl es in Bezug auf die Umsetzung des Anpassungsprogramms in Griechenland größere Anspannungen gab, schien der Druck auf die Renditeaufschläge auf Staatsanleihen eher mit der erhöhten politischen Unsicherheit zusammenzuhängen. Die Anleger schienen insbesondere über die möglichen politischen Auswirkungen der Wahlen in einigen Euro-Raum-Ländern im kommenden Jahr beunruhigt. Vor diesem Hintergrund fanden die TARGET2-Ungleichgewichte – die seit 2015 Schritt für Schritt zugenommen haben – größere Beachtung. In Wirklichkeit jedoch waren sie bisher vor allem ein technischer Nebeneffekt des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten der EZB (Kasten A).

Der US-Dollar, der im November und Dezember 2016 deutlich an Wert gewonnen hatte, gab im Januar 2017 trotz der Unterstützung durch bestehende und erwartete Zinsdifferenzen generell nach. Diese partielle Trendumkehr schien damit zusammenzuhängen, dass die anstehenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen im Rahmen des politischen Übergangsprozesses ins Stocken gerieten. Die Bedenken der Federal Reserve über die schädlichen Auswirkungen eines stärkeren Dollars auf die Wirtschaft, die aus dem Protokoll der FOMC-Sitzung vom Dezember hervorgingen, dürften ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Dennoch vermochte der Dollar einen Großteil seines nach der Präsidentenwahl erzielten Wertanstiegs zu halten

Erneut Anspannungen an den Märkten für Staatsanleihen im Euro-Raum, Ruhe andernorts

Grafik 5



– insbesondere gegenüber dem Yen (Grafik 3 rechts). Das Pfund Sterling legte aufgrund der Dynamik der britischen Wirtschaft gegen Ende 2016 leicht zu und schien auch von der größeren Klarheit in Bezug auf den erwarteten Ausgang des Brexit-Verfahrens zu profitieren.

Die Rally an den Aktienmärkten der großen Volkswirtschaften ging mit niedrigeren Renditeaufschlägen an den Märkten für Unternehmensanleihen einher. Nachdem sich im November die Renditeaufschläge auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen in Europa und den USA verengt hatten, blieben sie danach im Wesentlichen unverändert (Grafik 5 Mitte). Die Renditeaufschläge auf hochrentierende Anleihen verengten sich während des gesamten Berichtszeitraums weiter, und die Renditedifferenz zwischen hochrentierenden US-Anleihen und ihren europäischen Pendanten wurde kleiner – vor allem, weil sich die Renditeaufschläge auf Anleihen von Unternehmen der Ölbranche verbesserten.

Auch die Geldmärkte stabilisierten sich. Mit der Umsetzung der US-Geldmarktreform⁶ pendelte sich der LIBOR-OIS-Spread bei rund 35 Basispunkten ein, ungefähr 20 Basispunkte über dem Niveau vor der Reform. Der Spread für 5-jährige Euro/Dollar-Währungsbasiswaps schwankte – wie schon seit Ende des ersten Quartals 2016 – um etwa 45 Basispunkte (Grafik 5 rechts). Nach wie vor etwas angespannter waren die Finanzierungsbedingungen am Yen-Markt, wo die längerfristige

⁶ Siehe I. Aldasoro, T. Ehlers, E. Eren und R. McCauley, „Kasten: Weltweite Dollarrefinanzierungen von Nicht-US-Banken trotz US-Geldmarktreform gestiegen“ am Schluss des Kapitels „Wichtigste Erkenntnisse zum weltweiten Finanzgeschäft“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2017.

Basis den strukturellen Bedarf japanischer Banken an Währungsbasiswaps zur Refinanzierung langfristiger Dollarforderungen widerspiegelte. Bei kürzeren Laufzeiten ging die Yen/Dollar-Basis jedoch deutlich zurück, teilweise aufgrund von Kalendereffekten.

Aufstrebende Volkswirtschaften in der Klemme

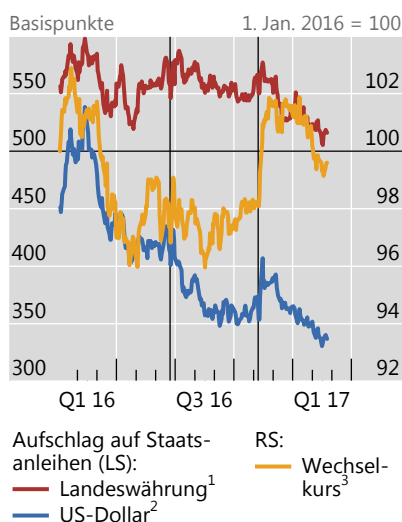
Die Stimmung der Anleger gegenüber Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften hellte sich im Berichtszeitraum auf, sodass es zu einer Umkehr der nach der US-Präsidentenwahl erfolgten Verkaufswelle kam. Ähnlich wie die weiter oben beschriebenen großen Unterschiede bei den Vermögensrenditen war das Ausmaß dieser Umkehr in den wichtigen aufstrebenden Regionen und Ländern verschieden und entsprach den unterschiedlichen Erwartungen in Bezug auf die Auswirkungen der künftigen US-Politik auf die jeweiligen Länder und Regionen. Letztlich schienen jedoch viele aufstrebende Volkswirtschaften in der Klemme zu stecken: auf der einen Seite die Aussicht auf eine Zunahme des Protektionismus und auf der anderen Seite die finanziellen Folgen eines deutlich festeren US-Dollars.

Ab Ende November ließ der Abwertungsdruck auf die Währungen aufstrebender Länder nach, und die Aktienkurse erholten sich. Gleichzeitig verengten sich die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen und machten damit den gesamten im

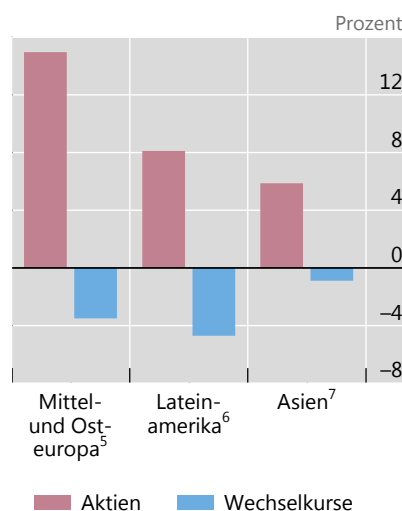
Moderatere Entwicklung an den Finanzmärkten aufstrebender Volkswirtschaften

Grafik 6

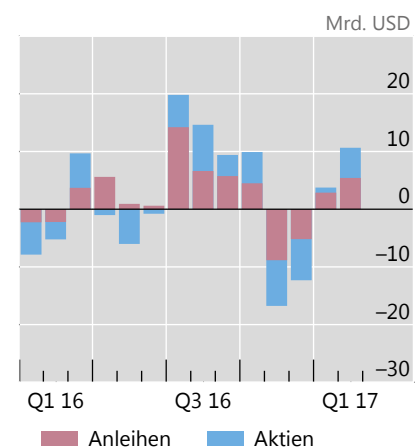
Wechselkurse und Renditenaufschläge auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften



Finanzmarktentwicklung seit Ende November⁴



Kapitalzuflüsse in auf aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierte Fonds⁸



Vertikale Linien im linken Feld = 23. Juni 2016 (Brexit-Referendum) und 8. November 2016 (US-Präsidentenwahl).

¹ Indizes GBI EM von JPMorgan; Renditenaufschlag auf 7-jährige US-Schatzpapiere. ² Indizes EMBI Global von JPMorgan, bereinigte Aufschläge. ³ Anstieg = Abwertung der Landeswährung gegenüber dem US-Dollar; einfacher Durchschnitt der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften. ⁴ Negativer Wert = Aufwertung gegenüber dem US-Dollar; einfacher Durchschnitt der Währungen der aufgeführten Länder. ⁵ CZ, HU, PL und RU. ⁶ AR, BR, CL, CO und PE. ⁷ HK, ID, IN, KR, MY, PH, SG und TH. ⁸ Monatliche Summe der Wochendaten bis zum 15. Februar 2017; ein positiver (negativer) Wert entspricht einer Zeichnung (Rücknahme).

Quellen: Bloomberg; Datastream; EPFR; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

November verzeichneten Anstieg wett (Grafik 6 links). Die mittel- und osteuropäischen Märkte waren am wenigsten stark betroffen, was möglicherweise auf ihre begrenzten Handels- und Finanzbeziehungen mit den USA zurückzuführen war. Die lateinamerikanischen Länder – Mexiko ausgenommen – hielten sich ebenfalls gut. Sie profitierten vermutlich von höheren Rohstoffpreisen. Hingegen legten die Währungen und Aktien asiatischer Länder, die engere direkte oder indirekte Handelsbeziehungen mit den USA unterhalten, nicht so stark zu (Grafik 6 Mitte). Die Kapitalabflüsse wurden im Dezember schwächer und kehrten sich im Januar und Februar um, sodass sich nach zwei aufeinanderfolgenden Monaten mit Abflüssen ein Nettozufluss in auf aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierte Fonds in Höhe von \$ 14 Mrd. ergab. Die Nettoabflüsse in den letzten zwei Monaten des Jahres 2016 hatten insgesamt knapp über \$ 29 Mrd. betragen (Grafik 6 rechts).

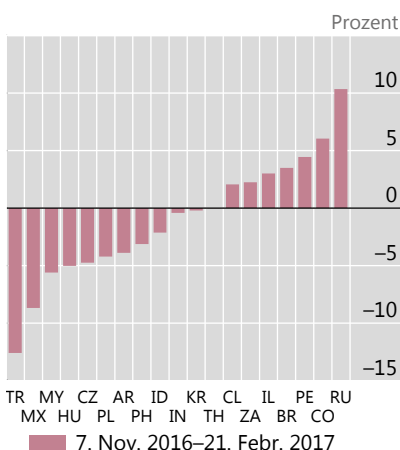
Nach den Wechselkursschwankungen zu schließen (Grafik 7 links) schienen die Marktteilnehmer zu befürchten, dass einige aufstrebende Volkswirtschaften durch einen starken Rückgang der internationalen Handelsströme unter größeren Druck geraten könnten. Die Höhe des bilateralen Außenhandelsüberschusses gegenüber den USA war ein wichtiger Erklärungsfaktor dafür, dass die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften jüngst unterschiedlich stark gegenüber dem Dollar abwerteten (Grafik 7 Mitte). Zwar standen große in die USA exportierende Länder wie China und Mexiko im Rampenlicht, doch könnte eine Erschütterung des Welthandels über Unterbrechungen der globalen Wertschöpfungsketten rasch größere Kreise ziehen.

Zudem spiegelte die Marktentwicklung Bedenken wider, dass der Dollar und die Zinsen in Erwartung fiskalpolitischer Stützungsmaßnahmen und einer Normalisierung

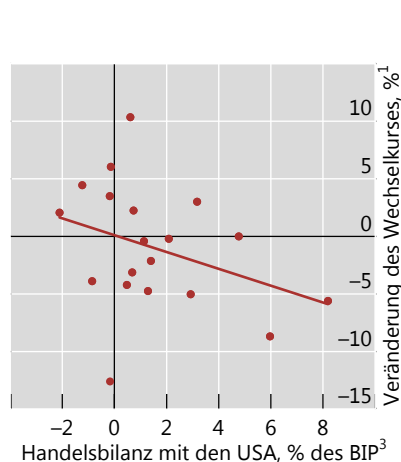
Bedenken hinsichtlich Handel und Fremdwährungsverschuldung trüben Ausblick für aufstrebende Volkswirtschaften

Grafik 7

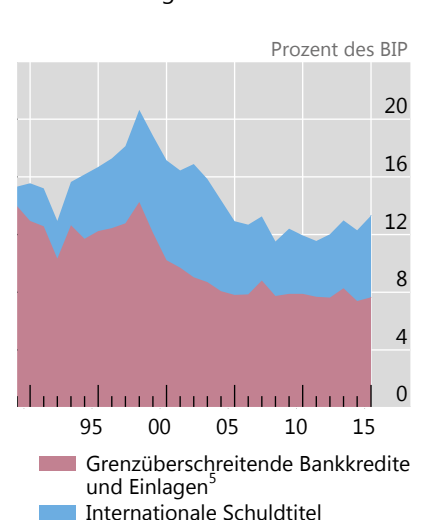
Veränderung der bilateralen Wechselkurse¹



Handelsbilanz mit den USA²



Fremdwährungsschulden⁴



¹ Negativer Wert = Abwertung der Landeswährung gegenüber dem US-Dollar. ² Regressionsgerade ohne Türkei (roter Punkt ganz unten). ³ Für jedes Land definiert als Handelsbilanz mit den USA dividiert durch das BIP des jeweiligen Landes; per 3. Quartal 2016. Ein negativer (positiver) Wert entspricht einem Defizit (Überschuss). ⁴ Ausstehende Beträge nach Sitzland in Prozent des BIP; gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von AR, BR, CL, CN, CO, CZ, HU, ID, IN, KR, MX, MY, PE, PH, PL, RU, TH, TR und ZA. ⁵ An bzw. bei Banken und Nichtbanken, denominiert in CHF, EUR, GBP, JPY und USD. Vor dem 4. Quartal 1995: grenzüberschreitende Bankforderungen in den genannten Fremdwährungen.

Quellen: IWF, *Direction of Trade*, *International Financial Statistics* und *World Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder; BIZ-Statistiken zu den Schuldtitelmärkten; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ nach Sitzland; Berechnungen der BIZ.

der Geldpolitik in den USA steigen und so die Bilanzen von Schuldnern in aufstrebenden Volkswirtschaften unter Druck setzen könnten. Der Betrag ausstehender, von Emittenten in aufstrebenden Volkswirtschaften begebener US-Dollar-Wertpapiere stieg auf Basis des Sitzlandes von \$ 509 Mrd. 2008 auf \$ 1,25 Bio. Ende September 2016. Rund 40% dieses Volumens wurden von Nichtfinanzunternehmen emittiert. Insgesamt beliefen sich die US-Dollar-Mittel (einschl. Bankkrediten) von Nichtbank-schuldnern in den aufstrebenden Volkswirtschaften Ende September 2016 auf \$ 3,6 Bio. Im Verhältnis zum BIP liegen die Fremdwährungsschulden aufstrebender Volkswirtschaften jedoch noch immer unter dem Niveau unmittelbar vor Ausbruch der Finanzkrise in Asien (Grafik 7 rechts). Auch die Zusammensetzung hat sich verändert, denn Bankkredite wurden teilweise durch die Emission längerfristiger Schuldtitel ersetzt. Außerdem verfügen die aufstrebenden Länder heute in der Regel über weit höhere Währungsreserven als in den 1990er Jahren. Dennoch könnte die – aufgrund des festeren Dollars und der höheren Zinsen – größere Schuldenlast zu finanziellen Schwierigkeiten führen, die womöglich stärker wiegen als potenzielle Handelsgewinne, insbesondere dann, wenn die fortgeschrittenen Volkswirtschaften protektionistische Maßnahmen ergreifen.⁷

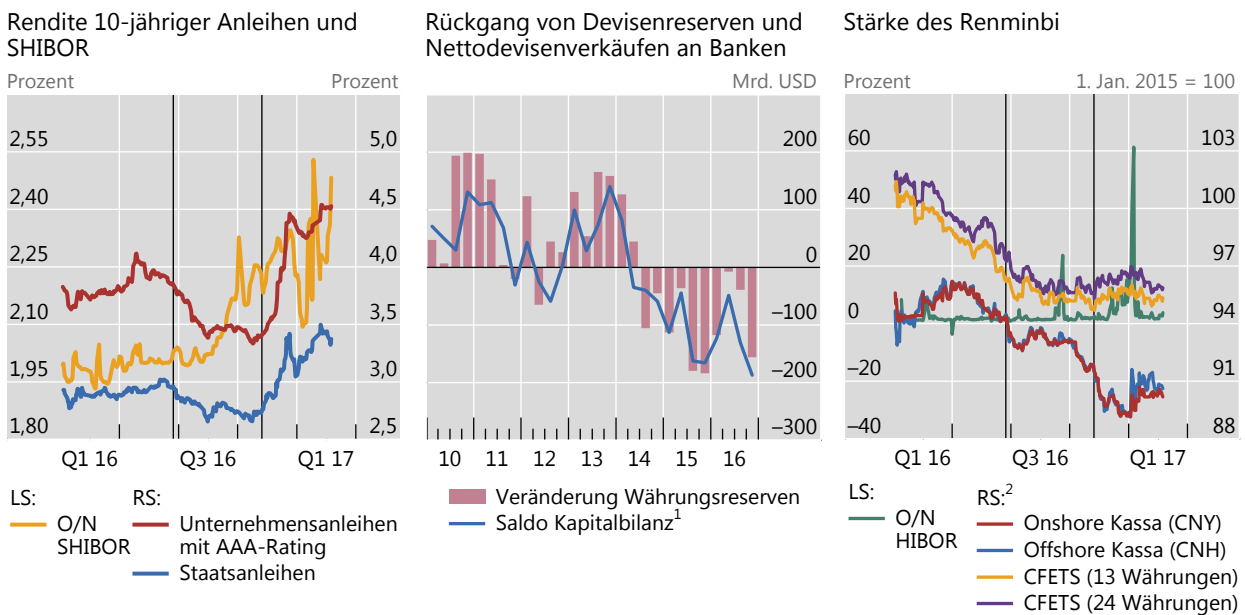
Große Schwankungen an chinesischen Finanzmärkten angesichts knapperer Liquidität

Die chinesischen Devisen- und Anleihemärkte verzeichneten um den Jahreswechsel herum beträchtliche Schwankungen. Die allmähliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen im Inland sowie anhaltende Kapitalabflüsse und Abwertungsdruck führten im gesamten Finanzsystem zu vorübergehenden Liquiditätsengpässen.

Liquiditätsengpässe an den Finanzmärkten Chinas steuerten Mitte Dezember 2016 zu einer großen Verkaufswelle an den inländischen Anleihemärkten bei. Die Liquidität war ab dem dritten Quartal immer knapper geworden. Nachdem sich der Referenzsatz Shanghai Interbank Offered Rate (SHIBOR) Anfang 2016 bei rund 2% weitgehend stabilisiert hatte, stieg er ab August an und lag im September bei 2,20%. Dieser Aufwärtstrend setzte sich im vierten Quartal fort: Von Oktober bis Anfang Dezember 2016 stieg der SHIBOR um weitere 15 Basispunkte (Grafik 8 links). In den schwierigen Liquiditätsverhältnissen im zweiten Halbjahr 2016 kamen teilweise die Maßnahmen zum Ausdruck, die die People's Bank of China ergriffen hatte, um die übermäßige Verschuldung abzubauen, u.a. die Diversifizierung der Laufzeitenstruktur von Offenmarktgeschäften und die Einführung einer strikteren aufsichtlichen Behandlung von außerbilanziellen Vermögensverwaltungsprodukten.

Aufgrund der knapperen Liquidität und der weltweit höheren Renditen hatten die Renditen 10-jähriger chinesischer Staatsanleihen von Ende September bis Ende November 2016 um rund 25 Basispunkte angezogen. Dieser Anstieg der Renditen

⁷ Gemäß J. Kearns und N. Patel, „Does the financial channel of exchange rate offset the trade channel?“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2016, wird die Wirkung des Handelskanals in einer durchschnittlichen aufstrebenden Volkswirtschaft durch den Finanzkanal der Wechselkurschwankungen, d.h. die höheren Bestände und Kosten von Fremdwährungsschulden, teilweise aufgehoben. Zudem ist sowohl der Handels- als auch der Finanzkanal in Asien stärker ausgeprägt als in Lateinamerika, und der Finanzkanal kommt in denjenigen aufstrebenden Volkswirtschaften stärker zum Tragen, die mehr Schuldtitel in Fremdwährung begeben haben.



Vertikale Linien im linken und rechten Feld = 23. Juni 2016 (Brexit-Referendum) und 8. November 2016 (US-Präsidentschaftswahl).

¹ Ohne Währungsreserven. ² Anstieg = Aufwertung gegenüber dem US-Dollar.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; China State Administration of Foreign Exchange; Bloomberg; CEIC; Datastream; Berechnungen der BIZ.

beschleunigte sich in der ersten Dezemberhälfte. Berichten zufolge waren die Bedenken über den potenziellen Ausfall einer mittelgroßen Brokerfirma bei nicht regulierten Repo-Geschäften der Auslöser für die Turbulenzen im Dezember. Die Firma hatte ihre Anleihekäufe durch Vermögensverwaltungsprodukte und Repo-Geschäfte finanziert, eine gängige Praxis am chinesischen Markt (Kasten B). Da die den Repo-Geschäften zugrundeliegenden Anleihen mit Verlusten gehandelt wurden, brachten Bedenken, ähnliche Geschäfte könnten vermehrt aufgelöst werden, den Kapitalmarkt zum Erliegen. Aufgrund der daraus resultierenden Liquiditätsklemme sahen sich Wertpapierfirmen wiederum zu Notverkäufen von Anleihen gezwungen, um ihre kurzfristigen Kredite zurückzuzahlen. Am 15. Dezember 2016 schnellten die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen und erstklassiger Unternehmensanleihen um rund 15 Basispunkte nach oben (Grafik 8 links). Die Anspannungen weiteten sich auch auf den Futures-Markt aus: Der Handel mit Futures auf 10-jährige Staatsanleihen wurde ausgesetzt, nachdem automatische Handelsunterbrechungen ausgelöst worden waren – die erste solche Suspendierung seit der Neulancierung des Futures-Handels 2013. Die Märkte stabilisierten sich schließlich, nachdem die Behörden dem Markt im Rahmen von kurz- und mittelfristigen Kreditfazilitäten Liquidität zugeführt hatten.

Der Renminbi hatte seit September 2016 aufgrund anhaltender Kapitalabflüsse unter beträchtlichem Abwertungsdruck gegenüber dem US-Dollar gestanden. Gemäß Zahlungsbilanzdaten erfolgten 40% der 2016 verzeichneten Abflüsse in Höhe von rund \$ 490 Mrd. im vierten Quartal (Grafik 8 Mitte).⁸ Andere Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die Abflüsse im Januar fortsetzten, wenn auch in vermindertem Tempo. Insbesondere die Währungsreserven gingen um \$ 12 Mrd. zurück, nachdem

⁸ Basierend auf vorläufigen Zahlungsbilanzdaten für das vierte Quartal 2016.

sie im Vorquartal bereits um durchschnittlich \$ 52 Mrd. pro Monat geschrumpft waren.

Ungeachtet dieser Entwicklungen werteten sowohl der Festland-Renminbi (CNY) als auch der Offshore-Renminbi (CNH) zu Beginn des Jahres kräftig auf (Grafik 8 rechts). Vom 3. bis zum 5. Januar 2017 erzielte der CNH mit einer Aufwertung von 2,5% gegenüber dem US-Dollar den größten Gewinn, der je innerhalb von zwei Tagen verzeichnet worden war. Im selben Zeitraum legte der CNY um 1,3% zu – so stark wie seit der Abkopplung der chinesischen Währung vom Dollar im Juli 2005 innerhalb von zwei Tagen nie mehr. Die plötzliche Aufwertung des Renminbi spiegelte teilweise eine Liquiditätsklemme am Offshore-Finanzierungsmarkt wider, die sich aufgrund der Maßnahmen der People's Bank of China zur Eindämmung der Kapitalabflüsse und der abebbenden Dollar-Rally nach der US-Präsidentenwahl ergab. Entsprechend wurden die anhaltenden Abwertungserwartungen gezügelt, und der CNH wies gegenüber dem CNY nicht mehr einen Ab-, sondern einen Aufschlag auf. Die bereits knappe CNH-Liquidität schwand weiter, da sich Anleger auf Barmittel stürzten, um ihre Short-Positionen glattzustellen. Der Hong Kong Interbank Offered Rate (HIBOR) schnellte von 17,8% am 3. Januar auf über 61% am 6. Januar 2017 hoch, den nahezu höchsten Stand, der jemals verzeichnet wurde. Trotz der hohen Volatilität des Renminbi gegenüber dem Dollar blieb jedoch der CFETS-Index (der einen Korb von Renminbi-Wechselkursen umfasst) relativ stabil.⁹

⁹ Am 29. Dezember 2016 kündigte das China Foreign Exchange Trade System (CFETS) eine ab 1. Januar 2017 geltende Anpassung seines Renminbi-Index an. 11 Währungen mit einer Indexgewichtung von insgesamt 21,09% wurden in den Korb aufgenommen.

Was ist der Grund für den erneuten Anstieg der TARGET2-Salden?

Raphael Auer und Bilyana Bogdanova

Die TARGET2-Salden nehmen wieder zu. Seit Anfang 2015 sind die TARGET2-Salden der nationalen Zentralbanken des Euro-Raums stetig gestiegen und liegen in einigen Fällen über den während der Staatsschuldenkrise erreichten Niveaus (Grafik A links). Doch im Gegensatz zu damals sollten die Rekordstände der TARGET2-Salden als harmloses Nebenprodukt der dezentralen Umsetzung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) betrachtet werden und nicht als Anzeichen für eine erneute Kapitalflucht.

Da die Liquiditätsoperationen im Eurosystem dezentral durchgeführt werden, kann es zu Forderungen oder Verbindlichkeiten der nationalen Zentralbanken gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) kommen. Marktoperationen werden weitgehend von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems und nicht von der EZB durchgeführt. Wenn eine nationale Zentralbank den Geschäftsbanken direkt Liquidität bereitstellt, weist sie die Forderungen gegenüber diesen Geschäftsbanken in ihrer eigenen Bilanz aus. Die Finanzmittel können jedoch dem bei einer anderen nationalen Zentralbank geführten Konto einer anderen Geschäftsbank gutgeschrieben werden. Damit ergibt sich auf Seiten der nationalen Zentralbank, die Liquidität zur Verfügung stellt, eine Verbindlichkeit gegenüber der EZB, während bei der nationalen Zentralbank, welche die Finanzmittel erhält, eine Forderung gegenüber der EZB entsteht.

Der Saldo aus diesen Verbindlichkeiten und Forderungen wird als „TARGET2-Saldo“ bezeichnet. TARGET2 bezieht sich auf die zweite Generation des Transeuropäischen automatisierten Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrsystems (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System). Hierbei handelt es sich um das wichtigste Zahlungsverkehrsabwicklungssystem des Euro-Raums.^①

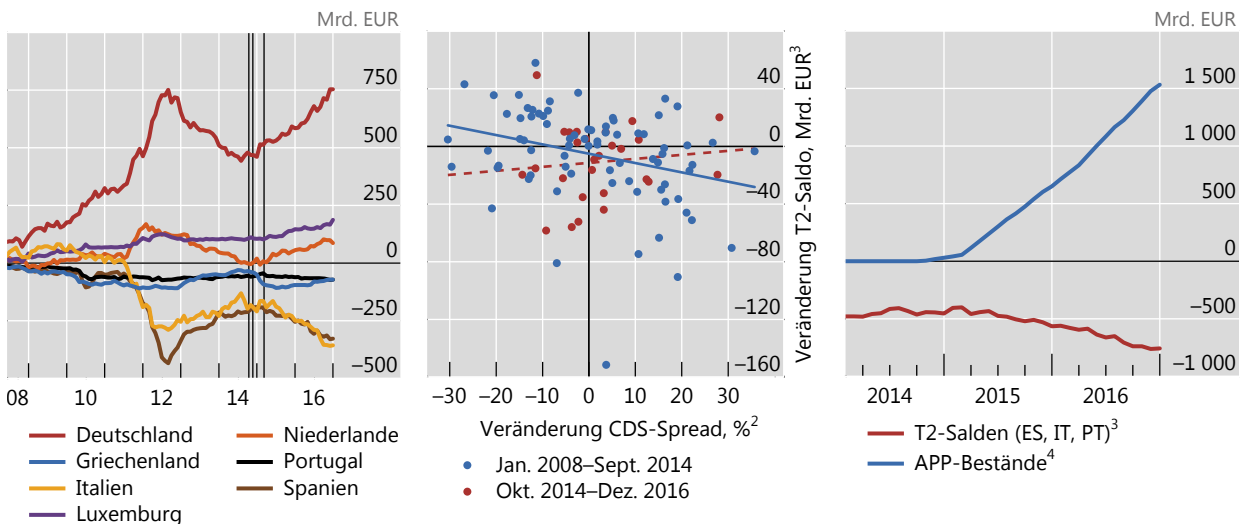
Neue TARGET2-Rekordwerte sind die harmlose Folge einer dezentralen Umsetzung des APP

Grafik A

TARGET2-Salden erreichen neue Rekordwerte ...

... doch im Gegensatz zum Zeitraum 2008–12 war die Zunahme nicht mehr auf Solvenzbedenken ...¹

... sondern auf die Ankaufprogramme des Eurosystems zurückzuführen



Vertikale Linien im linken Feld = 15. Oktober 2014 (Beginn des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen), 21. November 2014 (Programm zum Ankauf von Asset-backed Securities) und 9. März 2015 (Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors).

¹ Die blaue Regressionsgerade hat eine Steigung von $-0,58$, was auf dem 1%-Niveau statistisch signifikant ist. Die rote Regressionsgerade hat eine Steigung von $0,28$, was nicht signifikant ist. ² Median des Spreads von Credit-Default-Swaps von ES, IT und PT. ³ Aggregierte TARGET2-Salden der aufgeführten Länder am Monatsende. ⁴ Im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) des Eurosystems erworbene Bestände, zu fortgeführten Anschaffungskosten am Monatsende.

Quellen: EZB; Markt; nationale Angaben; Berechnungen der Autoren.

Die Kapitalflucht innerhalb des Euro-Raums hat in der Zeit bis Mitte 2012 zu einem starken Anstieg der TARGET2-Salden geführt (Grafik A links). Damals nahmen die Anspannungen an den Märkten für Staatsanleihen zu, und in Teilen des Euro-Raums rückte das Risiko einer Währungsumstellung in den Vordergrund. Privates Kapital wurde aus Irland, Italien, Griechenland, Portugal und Spanien abgezogen und floss in Märkte, die als sicherer wahrgenommen wurden, wie beispielsweise Deutschland, Luxemburg oder die Niederlande.

Während dieser Zeit schien der Anstieg der TARGET2-Salden in Zusammenhang mit Bedenken hinsichtlich des Länderrisikos zu stehen. Die blauen Punkte im mittleren Feld von Grafik A verdeutlichen die enge Beziehung zwischen Spreads von Credit-Default-Swaps (CDS) auf Staatsanleihen von Italien, Portugal und Spanien und der Entwicklung ihres aggregierten TARGET2-Saldos von Januar 2008 bis September 2014. Immer wenn die CDS-Spreads dieser Volkswirtschaften stiegen, führte der damit einhergehende Abfluss privaten Kapitals zu einem Anstieg ihres TARGET2-Defizits. Als die CDS-Spreads wieder abnahmen, nachdem das Vertrauen in den Euro-Raum Mitte 2012 zurückgekehrt war, floss ein Teil des Kapitals wieder zurück, und die TARGET2-Defizite schrumpften.

Im Gegensatz dazu scheint der derzeitige Anstieg nicht in Zusammenhang mit Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung im Euro-Raum zu stehen. Die roten Punkte im mittleren Feld von Grafik A zeigen, dass von Oktober 2014 bis Dezember 2016 kein Zusammenhang zwischen den CDS-Spreads auf Staatsanleihen von Italien, Portugal und Spanien und der Entwicklung ihres aggregierten TARGET2-Saldos bestand.

Die derzeitige Zunahme der TARGET2-Ungleichgewichte scheint eine andere Ursache zu haben, nämlich das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) des Eurosystems, das sich automatisch auf die Entwicklung dieser Salden auswirkt. Viele Ankäufe im Rahmen des APP werden von den nationalen Zentralbanken über Banken in *anderen* Ländern vorgenommen. Ein Beispiel ist die Banca d'Italia, die im Zuge der Umsetzung des APP Wertpapiere von einer Londoner Bank erwirbt, die über eine Korrespondenzbank in Deutschland an das TARGET2-System angebunden ist. Der Kaufbetrag wird dem Konto der deutschen Korrespondenzbank bei der Bundesbank gutgeschrieben und führt somit zu einem Anstieg des TARGET2-Überschusses der Bundesbank. In gleichem Maße erhöht sich das TARGET2-Defizit der Banca d'Italia.

Somit nehmen die TARGET2-Ungleichgewichte immer dann zu, wenn eine nationale Zentralbank, die TARGET2-Verbindlichkeiten aufweist, einen Ankauf bei einer Gegenpartei tätigt, die eine Korrespondenzbank in einem Land hat, deren nationale Zentralbank TARGET2-Forderungen aufweist. Dies ist sehr häufig der Fall. Während die Ankäufe der Bundesbank beispielsweise weniger als ein Viertel der gesamten APP-Ankäufe ausmachen, werden 60% sämtlicher Ankäufe des Eurosystems von Banken durchgeführt, die über die Bundesbank an das TARGET2-System angebunden sind.②

Weil der europäische Interbankmarkt noch immer fragmentiert ist, kann Liquidität im Euro-Raum nicht frei zirkulieren, und die TARGET2-Ungleichgewichte nehmen zu, wenn die im Rahmen des APP erworbenen Bestände insgesamt wachsen. Tatsächlich lässt sich zwischen der Gesamtzunahme der TARGET2-Ungleichgewichte und der Summe der unter dem APP getätigten Ankäufe eine enge Beziehung nachweisen (Grafik A rechts). Eine neuere Studie, die bei jedem einzelnen im Rahmen des APP getätigten Ankauf von Wertpapieren die genaue geografische Lage der Korrespondenzbank berücksichtigt, zeigt, dass das erneute Entstehen von TARGET2-Ungleichgewichten nahezu vollständig den APP-Transaktionen zuzuschreiben ist.③

Dieser automatische Effekt des APP auf TARGET2-Ungleichgewichte lässt sich auch anhand der Entwicklung der TARGET2-Salden gegenüber Griechenland aufzeigen. Die Staatsanleihen des Landes erfüllen die Voraussetzungen des APP nicht, weshalb das griechische TARGET2-Defizit in den letzten Monaten mehr oder weniger stabil geblieben ist (Grafik A links).

① Eine ausführliche Beschreibung dieses Systems und der Ursachen von TARGET2-Ungleichgewichten während der europäischen Schuldenkrise findet sich in R. Auer, „What drives TARGET2 balances? Evidence from a panel analysis“, *Economic Policy*, Vol. 29, Nr. 77, 2014, S. 139–197, EZB, „TARGET balances and monetary policy operations“, *Monthly Bulletin*, Mai 2013, sowie S. Cecchetti, R. McCauley und P. McGuire, „Interpreting TARGET2 balances“, *BIS Working Papers*, Nr. 393, Dezember 2012. ② Siehe C.-L. Thiele, „Das Netz der Notenbanken“, *Handelsblatt*, 7. Februar 2017. ③ Siehe EZB, „TARGET balances and the asset purchase programme“, *Economic Bulletin*, November 2016.

Von Vermögensverwaltungsprodukten zum Anleihemarkt

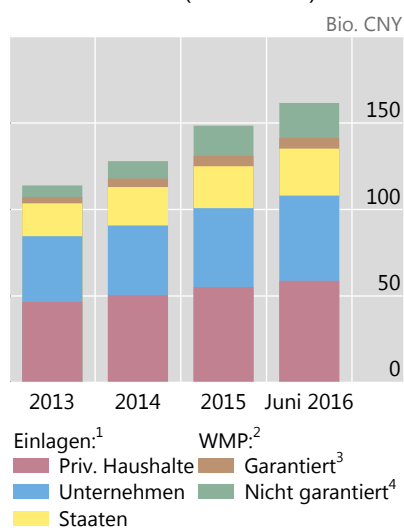
In den letzten Jahren stützten sich chinesische Banken bei der Refinanzierung zunehmend auf Vermögensverwaltungsprodukte (Wealth Management Products, WMP) und Einlagen von Unternehmen (Grafik B links). WMP sind Sparprodukte von Banken und anderen Finanzinstituten, die im Vergleich zu traditionellen Bankeinlagen oder Staatsanleihen relativ hohe Renditen bieten (Grafik B Mitte). Einige dieser Instrumente sind mit Kapitalschutz oder sogar mit Renditegarantien der Emittenten versehen und werden in der Bilanz ausgewiesen. Doch die große Mehrheit der Produkte bietet weder das eine noch das andere und erscheint nicht in der Bilanz des Emittenten. Obwohl sie mit keinen expliziten Garantien versehen sind, werden diese Instrumente von Investoren im Allgemeinen als sicher erachtet. Im ersten Halbjahr 2016 begaben Banken WMP in Höhe von insgesamt CNY 26,3 Bio., was nahezu 40% des BIP 2015 entspricht. Die Verbreitung dieser Instrumente zeigt, dass sich die traditionellen Grenzen zwischen Banken und Wertpapiermärkten verwischen und dass Regulierungsstrukturen den Verflechtungen innerhalb des Systems Rechnung tragen müssen.

Doch Banken treten nicht nur als Emittenten, sondern auch als Käufer von WMP auf. Berichten zufolge bieten große Banken kleinen Banken oft die Möglichkeit der Refinanzierung am Interbank- und Kapitalmarkt, indem sie deren WMP kaufen. Rund CNY 4 Bio. des oben erwähnten Gesamtbetrags von CNY 26,3 Bio. entfallen auf Käufe von anderen Banken. Darüber hinaus stellen große Banken kleinen Banken Liquidität über Interbankkredite bereit, die mit den Erlösen aus der Emission eigener WMP finanziert werden. Diese Kredite machten den Großteil der Geldmarktinstrumente in der Vermögensallokation von WMP aus und entsprachen im ersten Halbjahr 2016 einem Anteil von 16% (Grafik B rechts). Bei diesen zwei Kanälen kann es zu Überschneidungen kommen, da Interbankkredite teilweise den Kauf von WMP beinhalten oder WMP als Sicherheit verpfändet werden.

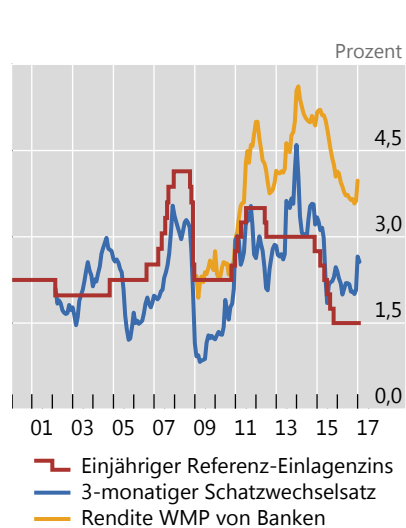
Das Profil von Vermögensverwaltungsprodukten (WMP) in China

Grafik B

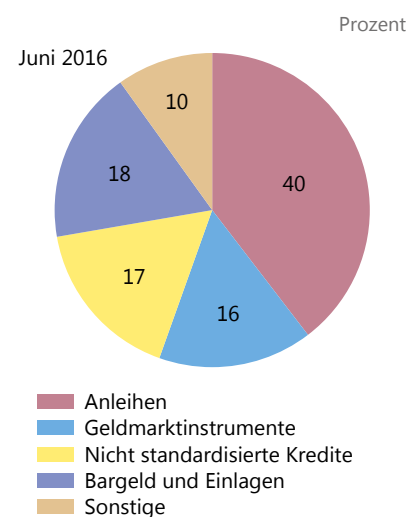
Refinanzierungsquellen von Finanzinstituten (Jahresende)



Zinssätze und Rendite von WMP



Aufteilung des Anlagevermögens von WMP



¹ Ohne Einlagen von Nichtbankfinanzinstituten. ² Von Banken begebene Vermögensverwaltungsprodukte (WMP). ³ WMP mit Kapitalschutz, aber variablen Renditen und WMP mit garantierten Renditen; bilanzwirksam. ⁴ WMP ohne Kapitalschutz; außerbilanzielle Positionen.

Quellen: CEIC; China Central Depository & Clearing Co. Ltd., www.chinawealth.com.cn; Berechnungen der BIZ.

Um WMP nicht in der Bilanz ausweisen zu müssen, wenden sich die Banken oftmals an Wertpapierhäuser, welche die Mittel, die aus dem Verkauf von WMP resultieren, verwalten. Im letzten Juni entfielen ungefähr 40% der gesamten Vermögensallokation von WMP auf Investitionen an den Anleihemärkten (Grafik B rechts). Um die Rendite zu erhöhen und vor dem Hintergrund reichlich vorhandener Liquidität, hebeln Wertpapierhäuser Berichten zufolge ihre Investitionen in Anleihen, indem sie auf Repo-Geschäfte zurückgreifen. Ein Großteil dieser Repo-Geschäfte wird im Rahmen informeller mündlicher Absprachen zwischen den Marktteilnehmern vorgenommen und ist nicht reguliert. Im Ergebnis führt dies zu einer Verbreitung von Anleiheportfolios mit hohen Verschuldungsquoten.

Die Auflösung dieser fremdfinanzierten Portfolios zu einem Zeitpunkt, als die Refinanzierung am Interbank- und Kapitalmarkt zum Stillstand kam, schien die Ursache für die Anspannungen am Anleihemarkt Mitte Dezember gewesen zu sein. Als die Anleihekurse fielen und die Liquidität knapp wurde, waren die Wertpapierhäuser gezwungen, Anleihen zu verkaufen, um Rückzahlungen an die kleinen Banken vornehmen zu können, die ihrerseits Probleme hatten, die Kredite der großen Banken zu bedienen. Da sich der Liquiditätsengpass durch die gesamte Refinanzierungskette fortsetzte, führte dies schließlich zu weiter fallenden Anleihekursen.