



Die Features geben die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt. Wenn Sie in Ihrem Artikel über die Features schreiben, beziehen Sie sich bitte auf die Autoren und nicht auf die BIZ.

BIZ-Quartalsbericht September 2017 – Medienorientierung

On-the-Record-Kommentare von Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, 15. September 2017.

Claudio Borio

Hätten die Marktteilnehmer einen einzigen Wunsch frei gehabt, hätten sie sich wahrscheinlich die Konstellation des zu Ende gehenden Quartals gewünscht. Es ist lange her, dass es eine gleichzeitige Expansion in den fortgeschrittenen und in den aufstrebenden Volkswirtschaften gegeben hat. Die Lage an den Arbeitsmärkten einiger der größten fortgeschrittenen Volkswirtschaften war sehr fest – in Japan sogar noch besser als während des Finanzbooms der 1980er Jahre. Das Lohnniveau blieb dennoch bemerkenswert gedämpft, und die Inflation ging eher zurück. Die Bedenken über eine gleichzeitige Straffung der Geldpolitik, die Ende Juni die Märkte erschüttert hatten, ließen in der Folge schnell nach, und die Anleiherenditen kehrten wieder auf ihr ursprüngliches Niveau zurück. Die Wirtschaft schien einen „Goldilocks-Zustand“ erreicht zu haben: Sie wuchs nicht zu stark, aber auch nicht zu schwach, sondern gerade richtig.

Die Reaktion der Märkte war vorhersehbar. Die Konstellation der genannten Faktoren begünstigte eine Phase zunehmender Risikobereitschaft, die bereits früher im Jahr begonnen hatte. Die Aktienkurse setzten ihren Höhenflug fort und markierten neue Höchststände, die Volatilität verzeichnete neue Tiefstwerte, und die Renditenaufschläge erreichten das niedrigste Niveau seit der Großen Finanzkrise. Diese Entwicklungen wurden durch die Abschwächung des Dollars und die zunehmende Dynamik bei Carry-Trades noch befeuert. Besonders stark wertete der Dollar gegenüber dem Euro ab, denn die Aussichten für die Wirtschaft des Euro-Raums waren zunehmend erfreulich. Die Portfolioströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften erholten sich weiter und bestätigten damit die vergleichsweise günstigen globalen Liquiditätsbedingungen der vorangegangenen Quartale, die in den BIZ-Statistiken zum Bankgeschäft und zu den Anleihemärkten zum Ausdruck kommen.

Im Berichtszeitraum konnten sich die Finanzmärkte aus dem engen Griff der Politik ein wenig lösen. Natürlich sorgten die eskalierenden geopolitischen Spannungen in Nordostasien in der zweiten Augushälfte für Erschütterungen an den Märkten. Und der Einbruch des Dollars beruhte zum Teil auf den politischen Unsicherheiten in den USA. Doch die Auswirkungen dieser Entwicklungen auf die Märkte waren eher von kurzer Dauer. Auch die Bedenken über politische Risiken in Europa schwanden. In der Folge rückten die Zentralbanken wieder in den Mittelpunkt.

Die niedrige Volatilität an den Finanzmärkten war bemerkenswert. Freilich ist die Aktienmarktvolatilität in allen geldpolitischen Straffungszyklen seit Anfang der 1990er Jahre vergleichsweise niedrig gewesen, was wahrscheinlich auch daran liegt, dass Aktienkurse in solchen Phasen tendenziell steigen. Im vergangenen Quartal war die Differenz zwischen der impliziten und der effektiven Volatilität – ein Indikator für die Risikobereitschaft – zwar eher niedrig, entsprach im Großen und Ganzen aber der in der Vergangenheit beobachteten Entwicklung. Allerdings sank, abweichend von den üblichen Mustern, auch die Volatilität der Renditen von Anleihen drastisch. Der MOVE-Index – eine Messgröße für die implizite Volatili-



tät von Anleiherenditen am Markt für US-Schatzpapiere – erreichte einen historischen Tiefstwert. Die Faktoren, die hier am Werk waren, lassen sich nicht vollständig nachvollziehen. Doch sicherlich spielte das außergewöhnlich langsame Tempo der geldpolitischen Normalisierung eine Rolle. Ein weiterer Faktor könnte die Ansicht der Marktteilnehmer gewesen sein, dass die Zentralbanken einschreiten würden, falls es zu unerwünschten Spannungen an den Märkten käme.

All dies unterstreicht, wie stark sich die Vermögenspreise offenbar auf die nun schon so lange Zeit extrem niedrigen Anleiherenditen stützen. Es stimmt natürlich, dass die Gewinnmeldungen in letzter Zeit erfreulich gewesen sind. Doch die Bewertungsindikatoren auf Basis des langfristigen konjunkturbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses, welche die Anleiherenditen nicht berücksichtigen, weisen darauf hin, dass die Aktienkurse ziemlich überhöht sein könnten. Nur wenn man den niedrigen Anleiherenditen Rechnung trägt, scheinen die Bewertungen historischen Referenzwerten zu entsprechen.

Eine entscheidende Frage für die Weltwirtschaft ist in der Tat, [wie anfällig die Bilanzen](#) womöglich gegenüber steigenden Zinssätzen sind. Seit der Großen Finanzkrise sind die weltweiten Schulden im Verhältnis zum BIP weiter gestiegen. Ein Abbau der Verschuldung hat nicht wirklich stattgefunden. Sofern private Haushalte ihre Schulden abgebaut haben, ist die Verschuldung des öffentlichen Sektors zumindest zu einem gewissen Grad wieder gestiegen. Wie im diesjährigen Jahresbericht ausführlich erörtert und im vorliegenden Quartalsbericht im Kapitel „Wichtigste Erkenntnisse zum weltweiten Finanzgeschäft“ weiter ausgeführt, deuten die Vorlaufindikatoren für mögliche Anspannungen im Bankensystem in den kommenden Jahren auf beträchtliche Risiken in einigen von der Krise weniger stark betroffenen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften hin. Im Kapitel „Erfreuliche Aussichten und niedrige Inflation beleben die Risikoübernahme“ wird in einem Kasten dargelegt, dass Bauträger wie schon in der Vergangenheit maßgeblich zum Finanzboom einiger Länder beigetragen haben – in diesem Fall in den aufstrebenden Ländern Asiens. Freilich wurden viele Maßnahmen ergriffen, um die Finanzsysteme und die makroökonomischen Rahmenbedingungen zu stärken: Es wäre falsch, die Indikatoren für bare Münze zu nehmen. Die Folgen müssen nicht unbedingt die gleichen sein. Allerdings deuten die Indikatoren durchaus auf Schwachstellen hin. Die Schuldendienstquoten beispielsweise sind nur so niedrig, weil die Zinsen so stark gefallen sind. Hier lässt sich ein Muster erkennen, das auf das Risiko einer [Schuldenfalle](#) hinweist: Der anhaltende Rückgang der Zinsen auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau, ungeachtet der Stärke der zugrundeliegenden Wirtschaft, schafft Bedingungen, die eine anschließende Rückkehr der Zinsen auf normalere Niveaus schwierig machen. Vor diesem Hintergrund verheißt der wachsende Anteil an sog. Zombiefirmen – Unternehmen, deren Erträge nicht ausreichen, um die Zinsaufwendungen zu decken – nichts Gutes.

Bezeichnenderweise lassen sich Anzeichen für eine Euphorie an den Kreditmärkten auch in einigen Ländern erkennen, die von der Großen Finanzkrise am stärksten betroffen waren. Das Kapitel „Erfreuliche Aussichten und niedrige Inflation beleben die Risikoübernahme“ untersucht in diesem Zusammenhang Unternehmen in den USA. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass hier die Gesamtverschuldung des privaten Sektors im Verhältnis zum BIP seit der Krise effektiv gesunken ist. Die Anpassungen erfolgten allerdings nur bei den privaten Haushalten, deren übermäßige Verschuldung eine Kernursache der Probleme war. Die Verschuldung der Unternehmen ist mittlerweile deutlich höher als vor der Krise. Indikatoren für die Unternehmensverschuldung haben Werte erreicht, die an jene erinnern, die während früherer Booms an den Unternehmensanleihemärkten vorherrschten, zum Beispiel in den späten 1980er Jahren, und dies obwohl die Schuldendienstlast aufgrund der historisch niedrigen Zinsen geringer ausfällt. Es gibt noch andere Signale, die in eine ähnliche Richtung weisen: eine lebhafte Emissionstätigkeit bei Hochzinsanleihen, ein wachsender Anteil von Schuldtiteln mit lockeren Anleihekonditionen und sinkende Kreditrisikoaufschläge. Tatsächlich haben sich die Kreditratings trotz der hohen Barmittelbestände vieler Unternehmen insgesamt weiter verschlechtert.



Natürlich hat die extrem lockere Geldpolitik bei all dem eine Rolle gespielt. Dies macht deutlich, wie wichtig es ist, das [Ausbleiben der Inflation](#) zu verstehen, denn die Inflation ist der Leitstern der Zentralbanken. Es ist ein wenig wie *Warten auf Godot*. Warum verharrt die Inflation hartnäckig auf niedrigem Niveau, obwohl die Schätzwerte für Vollbeschäftigung fast erreicht oder übertroffen werden und die Zentralbanken beispiellose Maßnahmen ergreifen, um die Inflation nach oben zu treiben? Das ist die alles entscheidende Frage, die den Kurs der Weltwirtschaft in den kommenden Jahren bestimmen und mit hoher Wahrscheinlichkeit über die Zukunft der aktuellen politischen Handlungsrahmen entscheiden wird. Beunruhigend ist, dass niemand wirklich die Antwort kennt.

Hyun Song Shin

Vor der Großen Finanzkrise wiesen Kommentatoren auf das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA hin und äußerten Bedenken, dass der US-Dollar abwerten könnte. Sie bezogen sich dabei auf die Erfahrungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften, deren Kapitalzuflüsse plötzlich zum Stillstand kamen.

Als dann die Krise ausbrach, kam es keineswegs zu einem Crash, sondern zu einer massiven Aufwertung des Dollars. Der Grund dafür war, dass die europäischen Banken kurzfristige Dollarfinanzierungen für Anlagen in langfristige Dollaraktiva in den USA verwendet hatten. Als die Vermögenspreise sanken und die Dollarschulden fällig wurden, fragten die Schuldner Dollar nach, um ihre fälligen Schulden zu tilgen. Die Aufwertung des Dollars verschärfte die Lage, da der stärkere Dollar die Bilanzen dieser Banken zusätzlich unter Druck setzte.

Einen Teil der kurzfristigen Dollarfinanzierungen hatten die europäischen Banken bei US-Geldmarktfonds aufgenommen, doch eine beträchtliche Summe stammte vom Devisenswapmarkt, wo Dollar aufgenommen und dafür andere Währungen, z.B. Euro, als Sicherheit hinterlegt wurden. Der Feature-Artikel „Devisenswaps und -termingeschäfte: eine in der globalen Schuldenstatistik nicht berücksichtigte Größe?“ von Claudio Borio, Robert McCauley und Patrick McGuire wirft ein Schlaglicht auf dieses wichtige Devisenmarktsegment.

Ein Devisenswap ähnelt insofern anderen besicherten Leihgeschäften, als der Schuldner eine Sicherheit stellt. Allerdings wird er gemäß den gängigen Rechnungslegungsstandards nicht als Schuldtitel behandelt, da Bargeld als Sicherheit dient. Wie umfangreich ist diese Größe, die in der Schuldenstatistik nicht berücksichtigt wird? Die vorliegende Analyse beziffert erstmals den Umfang der Dollarschulden, die nicht in der Bilanz erscheinen. Sie schließt eine Informationslücke in Bezug auf das Liquiditätsrisiko, das von Finanzinstituten ausgeht, die Geschäfte in verschiedenen Währungen tätigen.

Das ausstehende Swapvolumen am Devisenmarkt ist laut Analyse sehr hoch. Von den \$ 58 Bio. an Devisenswaps und damit verbundenen Finanzpositionen sind 90% in Dollar denominated. Schätzungsweise \$ 13–14 Bio. des Gesamtbetrags werden von Nichtbanken außerhalb der USA gehalten. Zum Vergleich: Das weltweite BIP beläuft sich auf rund \$ 75 Bio. und der Welthandel auf \$ 21 Bio.

Welche Risiken ergeben sich daraus? Da Sicherheiten in Form von Bargeld gestellt werden, ist das Kreditrisiko äußerst gering. Allerdings besteht aufgrund von Laufzeitinkongruenzen ein Liquiditätsrisiko, wie 2008 der Engpass bei Dollarfinanzierungen für europäische Banken gezeigt hat. Die Analyse kommt zum Schluss, dass die meisten Swaps kurzfristig sind: Rund drei Viertel weisen eine Laufzeit von unter einem Jahr auf, wobei ein Großteil viel kürzere Laufzeiten aufweist.

Kommen wir nun zu den anderen drei Feature-Artikeln in dieser Ausgabe des BIZ-Quartalsberichts.



Bitcoin und andere Kryptowährungen sind in letzter Zeit vermehrt in den Fokus der Marktcommentatoren gerückt. Debattiert wird beispielsweise die Rolle der Zentralbanken in einer Welt, in der Kryptowährungen stärker verbreitet sind. Dies ist naheliegend, da solche Innovationen grundsätzliche Fragen zum Wesen des Geldes und zur Struktur des Finanzsystems aufwerfen. Der Feature-Artikel „Kryptowährungen von Zentralbanken“ von Morten Bech und Rod Garratt geht diesen Fragen nach und stellt eine Klassifizierung von Digitalwährungen vor. Geld kann unterschiedlich klassifiziert werden, je nachdem ob es weltweit verfügbar ist, in elektronischer Form existiert oder von einer Zentralbank ausgegeben wird oder ob der Transfer Peer-to-Peer, d.h. dezentralisiert und nicht über eine Drittpartei, erfolgt. Bargeld entspricht diesen Merkmalen bis auf die Tatsache, dass es nicht elektronisch ist. Auch Bitcoin und andere digitale Währungen erfüllen diese Merkmale, abgesehen davon, dass sie nicht von einer Zentralbank ausgegeben werden.

Kryptowährungen von Zentralbanken dagegen vereinen alle vier Merkmale auf sich. Überhaupt nicht klar jedoch ist, ob die Ausgabe von Kryptowährungen zu den Aufgaben einer Zentralbank zählen sollte. Es gibt erste Studien von Zentralbanken, wie solche Währungen neben herkömmlichen Formen von Geld funktionieren könnten. Die meisten Zentralbanken nehmen zurzeit lediglich Einlagen von Geschäftsbanken entgegen. Grundsätzlich wäre jedoch denkbar, dass auch andere Kunden, beispielsweise private Haushalte, Zugang zu elektronischem Geld in einer Privatkundenversion erhalten. Schweden prüft angesichts der rapide sinkenden Verwendung von Bargeld eine von der Zentralbank ausgegebene Kryptowährung für Privatkunden. Kryptowährungen für Großkunden würden eher zur traditionellen Rolle von Zentralbanken passen, Großbetragszahlungssysteme zu betreiben und zu überwachen. Länder wie Kanada und Singapur beispielsweise prüfen diese Option.

Im Feature-Artikel „Wie wirken sich makroprudenzielle Maßnahmen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung aus?“ von Codruta Boar, Leonardo Gambacorta, Giovanni Lombardo und Luiz Pereira da Silva wird der Zusammenhang zwischen makroprudenziellen Maßnahmen einerseits und BIP-Wachstum und dessen Volatilität andererseits untersucht. Makroprudenzielle Maßnahmen werden öfter von aufstrebenden als von fortgeschrittenen Volkswirtschaften ergriffen, und sie werden eher zur Straffung als zur Lockerung der Finanzierungsbedingungen eingesetzt. Die Autoren zeigen, dass das BIP-Wachstum in Ländern, die häufig makroprudenzielle Instrumente nutzen, höher und weniger volatil war.

Zudem untersuchen die Autoren, inwiefern diese Auswirkungen in der jeweiligen Volkswirtschaft durch den Entwicklungsstand ihres Finanzsystems oder ihre Offenheit gegenüber der Weltwirtschaft beeinflusst werden. Sie befassen sich auch mit ad hoc durchgeführten Maßnahmen, die nicht systematisch auf das Kreditwachstum oder die Kapitalzuflüsse reagieren. Diese nicht systematischen Maßnahmen scheinen mit einer schwächeren gesamtwirtschaftlichen Entwicklung einherzugehen.

Der letzte Feature-Artikel „Finanzierung durch ‚grüne Anleihen‘ und Zertifizierung“ von Torsten Ehlers und Frank Packer untersucht sog. Green Bonds – festverzinsliche Wertpapiere zur Finanzierung von Investitionen, die der Umwelt oder dem Klima zugutekommen. Der Absatz von „grünen Anleihen“ hat seit der ersten Emission eines solchen Instruments im Jahr 2007 rasch zugenommen: Er erreichte 2016 ein Volumen von über \$ 100 Mrd. und im ersten Halbjahr 2017 \$ 60 Mrd. Ursprünglich dominierten Schuldner in fortgeschrittenen Volkswirtschaften diesen Markt. Inzwischen entfällt ein beträchtlicher Anteil der Emissionen auf Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere China.

Ein wichtiger Punkt ist die Zertifizierung. Zwar haben sich diverse Zertifizierungsstandards herausgebildet, doch die Definitionen, wann eine Anleihe „grün“ ist, stimmen nicht immer überein. In diesem Zusammenhang spielen Unternehmen, die einen Index für „grüne Anleihen“ stellen, eine Rolle, insbesondere bei der fortlaufenden Überwachung, ob die Kriterien eingehalten werden. Allerdings sind die Kriterien der verschiedenen Indizes nicht immer einheitlich. Auch Ratingagenturen mit ihren externen Beurteilungen spielen eine Rolle.



Die Autoren untersuchen 21 jüngere Emissionen und kommen zu dem Schluss, dass der Renditeaufschlag zum Emissionszeitpunkt bei „grünen Anleihen“ tendenziell niedriger ist als bei vergleichbaren konventionellen Anleihen. Dies lässt vermuten, dass die Anleger am Primärmarkt die Tatsache, dass eine Anleihe „grün“ ist, in gewisser Weise honorieren.

„Grüne Anleihen“ sind keine Absicherung gegen Umweltrisiken wie beispielsweise den Klimawandel. Das Kreditrisiko bezieht sich nämlich grundsätzlich auf die gesamte Geschäftstätigkeit des Emittenten, selbst wenn die Anleihe für ein konkretes Projekt bestimmt ist. „Grüne Anleihen“ werden sogar eher in Branchen ausgegeben, die Umweltrisiken vergleichsweise stärker ausgesetzt sind.