



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 März 2016 – Medienorientierung

On-the-Record-Kommentare von Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater & Leiter Wirtschaftsforschung, 4. März 2016.

Claudio Borio

Turbulenzen lösen die angespannte Ruhe ab

Im BIZ-Quartalsbericht vom Dezember 2015 war von der angespannten Ruhe an den Finanzmärkten die Rede. Das Spannungsverhältnis zwischen der Ruhe an den Märkten und den grundlegenden wirtschaftlichen Schwachstellen musste sich irgendwann auflösen. Diese Auflösung dürfte [im ersten Quartal 2016](#) eingesetzt haben.

Der Jahresauftakt war geprägt von einer der größten Verkaufswellen, die je verzeichnet wurden. Anleger waren nur für kurze Zeit erleichtert, nachdem es Mitte Dezember zu einer vielleicht historischen, letztlich aber folgenlosen Anhebung des US-Tagesgeldzielsatzes um 25 Basispunkte gekommen war. Sieben Jahre, nachdem der Tagesgeldsatz auf null gesenkt worden war, markierte dieser Zinsschritt das Ende der längsten Phase zinspolitischer Immobilität der Nachkriegszeit. Nur zwei Wochen später brachen die Märkte ein. Wie bereits im Sommer war China der Auslöser, deuteten die Zeichen der dortigen Verlangsamung doch auf eine generelle Schwäche in den aufstrebenden Volkswirtschaften hin. An den internationalen Aktienmärkten kam es zu Kursstürzen, die Volatilität schnellte hoch, die Renditenaufschläge weiteten sich aus, die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften gaben nach, insbesondere gegenüber dem US-Dollar. Und der Ölpreis fiel auf neue Rekordtiefs, die unter den Tiefständen lagen, die während der Großen Rezession erreicht worden waren. Die Aussichten für andere Volkswirtschaften, insbesondere die USA, wurden daraufhin skeptischer beurteilt, was weltweit zur Eintrübung der Stimmung führte.

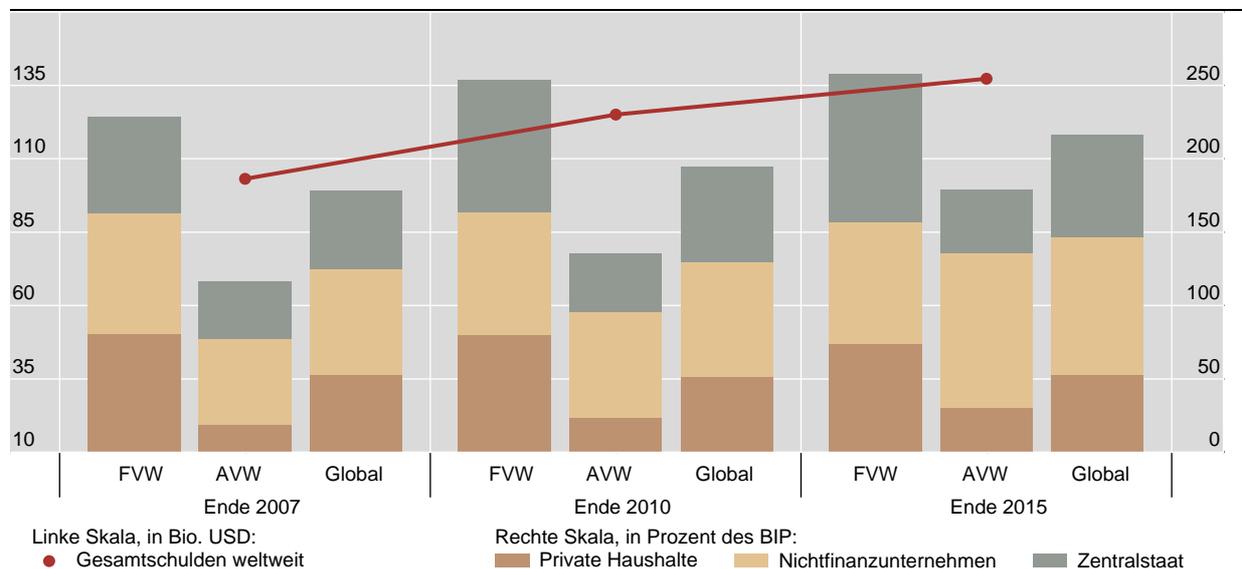
Und dies war lediglich die erste Phase der Turbulenzen. In der zweiten Phase Anfang Februar, die kürzer, aber vielleicht besorgniserregender war, stand die Solidität global tätiger Banken im Mittelpunkt. Während ihre Bewertungen, die bereits vor längerer Zeit unter Druck geraten waren, neue Tiefstände erreichten, kletterten die Spreads auf ihre Credit-Default-Swaps (CDS) in die Höhe. Relativ zu ihren Buchwerten bewegten sich ihre Kurswerte auf Niveaus, die ähnlich niedrig waren wie in der kritischen Phase der Krise. Zu den enttäuschenden Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum und den ebenso enttäuschenden Gewinnprognosen gesellten sich länderspezifische Probleme, zum Beispiel ein hartnäckig hohes Volumen an notleidenden Krediten und regulatorisch bedingte Bedenken hinsichtlich einer Aussetzung von Kupon-Zahlungen bei bedingten Wandelanleihen (CoCos) im Euro-Raum. Defensive dynamische Absicherungsstrategien haben die Lage mit hoher Wahrscheinlichkeit noch verschlechtert, da die Anleger sich von Bankaktien und CDS trennten, um ihre Verluste auf CoCos zu begrenzen. Der Hauptgrund für die pessimistische Stimmung war jedoch die Vorstellung einer Zukunft mit noch niedrigeren Zinssätzen, jenseits aller Vorstellungskraft, die die [Margen, Rentabilität und Widerstandsfähigkeit der Banken stark beeinträchtigen könnten](#). Nach dem Beschluss der Bank of Japan, negative Leitzinsen einzuführen, wuchsen diese Befürchtungen und breiteten sich weiter aus. In der Spitze wurden Staatspapiere im Umfang

von mehr als \$ 6,5 Bio. zu negativen Renditen gehandelt, womit einmal mehr die Grenzen des Udenkbaren ausgelotet wurden.

Erst vor Kurzem haben die Märkte ein gewisses Maß an Gelassenheit zurückgewonnen.

Will man jedoch den grundlegenden Faktoren für diese Entwicklung auf die Spur kommen, muss man eine nüchterne Analyse jenseits der allzu bekannten Stimmungsschwankungen der Märkte zwischen Hoffnung und Angst vornehmen. Wer dies tut, wird schnell fündig werden. Vor dem Hintergrund eines langfristigen, durch die Krise verstärkten Rückgangs des Produktivitätswachstums sind die globalen Schuldenstände weiter gewachsen, während der politische Handlungsspielraum immer kleiner geworden ist – eine Kombination aus Faktoren, die man als „[verhängnisvolles Trio](#)“ bezeichnen könnte. Ich möchte noch kurz auf die steigenden Schulden und vor allem den kleiner werdenden Handlungsspielraum eingehen.

Schuldenstände steigen weiter



Die Stichprobe der Länder für „Global“ umfasst: Argentinien, Australien, Brasilien, China, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Griechenland, die SVR Hongkong, Indien, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Korea, Malaysia, Mexiko, die Niederlande, Norwegen, Polen, Portugal, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Spanien, Südafrika, die tschechische Republik, die Türkei, Ungarn, die USA und das Vereinigte Königreich. FWW = fortgeschrittene Volkswirtschaften; AVW = aufstrebende Volkswirtschaften.

Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder; Datenreihe der BIZ zum Gesamtkreditvolumen.

Schulden waren der Auslöser für die Finanzkrise, und seit der Krise sind die Schulden im Verhältnis zum BIP weltweit weiter gestiegen (s. Grafik). In den von der Krise am stärksten betroffenen fortgeschrittenen Volkswirtschaften kam es zu einem teilweisen Schuldenabbau im privaten Sektor, auch wenn die Verschuldung des öffentlichen Sektors stetig zunahm. Am besorgniserregendsten ist jedoch der starke Anstieg der privaten Verschuldung in anderen Ländern, insbesondere in einigen großen aufstrebenden Volkswirtschaften, die in der Zeit nach der Krise die wichtigsten Motoren des globalen Wachstums waren. Den stärksten Schuldenzuwachs verzeichneten Unternehmen, deren Rentabilität rückläufig war, und rohstoffexportierende Länder. Wie unsere neueste [statistische Veröffentlichung](#) zeigt, ging dies in vielen Fällen mit ausgeprägten Immobilienpreisbooms einher, getrieben durch aggressive Übernahme von Risiken: eine Entwicklung, die unheimliche Erinnerungen an die Finanzbooms der Vorkrisenzeit in genau den Ländern heraufbeschwört, die wenig später von der Krise getroffen wurden.



Die Verschuldung in Fremdwährung spielt eine bedeutende Rolle, wobei sich der Umfang der Schuldtitel in US-Dollar in den aufstrebenden Volkswirtschaften seit 2009 auf rund \$ 3,3 Bio. verdoppelt hat. Unsere [globalen Liquiditatsindikatoren](#) lassen vermuten, dass das Wachstum dieser Schuldtitel im dritten Quartal 2015 ein Ende fand. Und die Statistik über den Absatz internationaler Schuldtitel bestätigt, dass Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften seither ihren Absatz gedrosselt haben – in China wurden Fremdwährungsschulden getilgt, was teilweise den rapiden Rückgang der staatlichen Währungsreserven erklärt. Neben den Anpassungen bei den Renditenaufschlagen und der Abwertung zahlreicher Währungen gegenüber dem US-Dollar sind dies klare Anzeichen dafür, dass sich die externen Finanzierungsbedingungen für aufstrebende Volkswirtschaften verschärft haben. Zur selben Zeit nähern sich die inländischen Finanzzyklen ihrem Höhepunkt oder haben ihn bereits überschritten. Es ist, als ob zwei Wellen mit unterschiedlichen Frequenzen aufeinanderstieen und dabei eine größere Welle mit stärkerer Zerstörungskraft formten.

So gesehen trägt ein Blick auf die Schuldenstände dazu bei, [scheinbar zusammenhanglose Entwicklungen zu verstehen](#). Die Schuldenstände geben Aufschluss über die Abschwächung in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Sie liefern Hinweise über den besorgniserregenden Teufelskreis zwischen der Dollar-Aufwertung und der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen oder Länder, die hohe Schulden in US-Dollar aufgenommen haben. Sie erklären ansatzweise den Grund für den Verfall der Ölpreise, da Länder wie China ihre Nachfrage drosseln und stark verschuldete lproduzierende Unternehmen unter Druck geraten, weil sie ihre l-Hähne offen lassen, um ihre Schuldenlast zu bedienen. Vielleicht liefern die Schuldenstände sogar eine Erklärung für die schwer nachvollziehbare Verlangsamung des Produktivitätswachstums: [Neueste Forschungsarbeiten der BIZ](#) belegen, dass Kreditbooms, wenn sie an Fahrt gewinnen, das Produktivitätswachstum unterhohlen, und zwar größtenteils durch die Allokation von Ressourcen in den falschen Sektoren. Die Auswirkungen dieser Fehlallokationen klingen nach undverstarken sich noch, falls es in der Folge zum Ausbruch einer Finanzkrise kommt. Mit einer niedrigeren Produktivität ist wiederum die Schuldenlast schwieriger zu tragen. Es könnte also durchaus sein, dass die aktuellen Entwicklungen uns nicht als isolierte Blitzschläge aus heiterem Himmel treffen, sondern dass sie Vorboten eines aufziehenden Sturms sind, der sich über eine lange Zeit aufgebaut hat.

Und dann sind wir mit einem kleiner werdenden Handlungsspielraum konfrontiert. Die jüngsten Turbulenzen haben eindrücklich gezeigt, dass den Zentralbanken nach der Krise viel zu lange zu viel aufgebürdet worden ist, gerade als der fiskalpolitische Spielraum geringer wurde und es an strukturellen Maßnahmen fehlte. Trotz der außergewöhnlich lockeren geldpolitischen Bedingungen ist das Wachstum in den wichtigsten Volkswirtschaften enttäuschend, und die Inflation verharrt hartnäckig auf niedrigem Niveau. Dies ist den Marktteilnehmern nicht entgangen und hat ihr Vertrauen in die Wirkungskraft der Zentralbanken – vielleicht zum ersten Mal – erschüttert. Die politischen Entscheidungsträger würden gut daran tun, ebenfalls davon Notiz zu nehmen.



Hyun Song Shin

In der Debatte über Schwachstellen in der Wirtschaft und im Finanzsystem, die durch die lange Phase geldpolitischer Stimulierungsmaßnahmen entstanden sind, schwingt neuerdings ein Ton der Dringlichkeit mit, seit sich die Zeichen dafür mehren, dass die Liquidität an den Märkten weltweit wieder abnimmt. Die Diskussionen am G20-Gipfeltreffen in Shanghai haben dies deutlich gezeigt.

Der vorliegende Quartalsbericht stellt die neuesten Forschungsarbeiten und Analysen der BIZ vor, die sich mit zentralen Aspekten dieses Wendepunkts bei der globalen Liquidität befassen. [Ein Kasten über die Kapitalabflüsse aus China](#), den Bob McCauley und Chang Shu verfasst haben, unterstreicht die Bedeutung, die den Bankeinlagen in Renminbi außerhalb Chinas bei der Erklärung der jüngsten Wechselkursschwankungen zukommt. Wenn man von Kapitalabflüssen spricht, entsteht der Eindruck, dass nur die grenzüberschreitenden Kapitalströme wichtig sind. Doch es sind oft die währungsübergreifenden Kapitalbewegungen, die zur Erklärung von Anspannungen am Devisenmarkt beitragen können, ob nun tatsächlich Kapital über die Grenzen fließt oder nicht. Nach der globalen Finanzkrise hat der Renminbi über viele Monate hinweg kontinuierlich gegenüber dem Dollar zugelegt. In einem solchen Umfeld florieren die sog. Carry-Trades, d.h. Transaktionen, bei denen Unternehmen mit Zugang zu Dollarkrediten offshore Dollar-Mittel aufnehmen und sie gegen Renminbi tauschen. Sie versuchen von der stetigen Aufwertung des Renminbi und den höheren Zinsen auf Renminbi-Einlagen zu profitieren. Eine Möglichkeit, Renminbi zu halten, wäre, sie offshore bei Banken anzulegen.

In diesem Fall lagern sowohl die aufgenommenen Dollar-Mittel als auch die Renminbi-Einlagen außerhalb Chinas. Eine grenzüberschreitende Kreditvergabe in Dollar findet kaum oder gar nicht statt. Wenn nun aber der Dollar aufwertet, sehen sich die Schuldner veranlasst, ihre Dollarschulden zu tilgen. Die Glattstellung des Carry-Trade hat einen entsprechenden Abbau der Renminbi-Einlagen zur Folge. Der Kasten von McCauley und Shu enthält Schätzungen dieser währungsübergreifenden Verlagerungen, die sich auf die BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft stützen. Dass Offshore-Renminbi-Einlagen abgebaut werden und gleichzeitig chinesische Unternehmen ihre Fremdwährungsschulden tilgen, ist auf die Auflösung von Carry-Trades zurückzuführen und erklärt den Abwertungsdruck auf die chinesische Währung. Dadurch wird auch deutlich, warum in Zeiten finanzieller Anspannungen der Preis, zu dem der Renminbi offshore gehandelt wird, unter dem Onshore-Preis liegt.

Genau so, wie die Offshore-Mittelaufnahme in Dollar während der Phase der lockeren US-Geldpolitik zugenommen hat, nimmt derzeit die Mittelaufnahme in Euro außerhalb des Euro-Raums zu. Grafik 2 des Kapitels [„Wichtigste Erkenntnisse zum weltweiten Finanzgeschäft“](#) zeigt, dass das stärkste Wachstum der Euro-Mittelaufnahme im Segment der gebietsfremden Schuldner stattgefunden hat. Dies gilt vor allem für die Emissionen von in Euro denominierten Schuldtiteln durch Nichtfinanzunternehmen außerhalb des Euro-Raums. Ihre Jahreswachstumsrate beträgt 15%. US-Nichtfinanzunternehmen spielen bei den in Euro denominierten Schuldtiteln eine derart wichtige Rolle, dass dafür ein eigener Begriff geprägt wurde, die „reverse Yankee-Bonds“. Dagegen hat die Euro-Mittelaufnahme von Schuldnern innerhalb des Euro-Raums langsamer, nämlich um 2,1% pro Jahr, zugenommen, und dies trotz der geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die sich unter anderem mit negativen Leitzinsen bemüht, die Kreditvergabe innerhalb des Euro-Raums anzukurbeln.

A propos negative Leitzinsen: In diesem Quartalsbericht befasst sich ein Feature-Artikel mit Zinssätzen, die unter die Nullmarke gesunken sind: ein Thema, das in letzter Zeit viel Beachtung gefunden hat.



Morten Bech und Aytex Malkhozov beleuchten, wie negative Leitzinsen von den Zentralbanken umgesetzt werden. Sie konzentrieren sich auf die vier Zentralbanken, die bis Ende 2015 mindestens einen Leitzinssatz unter null gesenkt haben: die EZB und die Zentralbanken Dänemarks, Schwedens und der Schweiz (im Januar 2016 führte auch die Bank of Japan für bestimmte Bankreserven einen negativen Zinssatz ein). Dabei befassen sich die Autoren nicht mit allgemeinen Fragen, beispielsweise ob negative Zinsen *wünschenswert* sind oder nicht. Vielmehr untersuchen sie, ob (und wie) sich negative Leitzinsen auf andere Zinssätze der jeweiligen Volkswirtschaft auswirken.

Bei der Einführung negativer Leitzinsen haben sich die Zentralbanken bemüht, die Belastung für Banken möglichst gering zu halten. Beispielsweise haben drei der vier Zentralbanken (die Ausnahme ist die Sveriges Riksbank) negative Sätze nur für die Zentralbankeinlagen der Banken oberhalb bestimmter Grenzwerte eingeführt.

Für alle vier Zentralbanken gilt, dass die leicht negativen Leitzinsen Geldmarktsätze und längerfristige Zinsen beeinflussten. Ihr Effekt auf andere Zinssätze, insbesondere die Diskontsätze der Banken, ist dagegen weitaus weniger offensichtlich. Entscheidend ist, dass Banken ihre Zinssätze auf Privatkundeneinlagen nicht unter null gesenkt haben. In der Schweiz sind die Hypothekarzinsen in den letzten Monaten sogar gestiegen, als Banken versuchten, ihre Margen zu erhöhen. Dies wirft Fragen darüber auf, wie sich der geldpolitische Transmissionsmechanismus in diesen Ländern verändert hat, wie er sich künftig verändern wird und wie das Finanzsystem funktionieren würde, sollten die Referenzzinssätze noch mehr sinken oder über längere Zeit negativ bleiben.

Ein weiterer Artikel von Dietrich Domanski, Michela Scatigna und Anna Zabai untersucht, ob die Geldpolitik nach der Finanzkrise die Vermögensverteilung bei privaten Haushalten verändert hat – eine Frage, die derzeit von Ökonomen und politischen Entscheidungsträgern diskutiert wird.

Es liegen noch keine verlässlichen internationalen Daten darüber vor, wie sich die Vermögensungleichheit seit der Krise entwickelt hat. Die Autoren führen daher eine Simulation durch und schätzen die Entwicklung des Vermögens privater Haushalte anhand von Änderungen im Wert der Bestandteile ihres Vermögens, unter der Annahme, dass sich die Vermögenszusammensetzung nicht verändert hat. Sie kommen zu dem Schluss, dass die Ungleichheit in den meisten Ländern vermutlich zugenommen hat, und zwar aufgrund der Erholung der Aktienkurse (von der die oberen Vermögensschichten profitieren), der – langsameren – Erholung der Wohnimmobilienpreise (die den unteren Vermögensschichten zugutekäme) und der hohen Schuldenstände der privaten Haushalte (die die unteren Schichten zusätzlich belasten).

Die Frage, ob die geldpolitischen Maßnahmen zu mehr Ungleichheit beigetragen haben oder nicht, bleibt unbeantwortet, aber die Simulation liefert einige nützliche Erkenntnisse. In der Regel trägt lockere Geldpolitik zu höherer Ungleichheit bei, indem sie Aktienkurse beflügelt, und zu geringerer Ungleichheit, indem sie die Wohnimmobilienpreise in die Höhe treibt. Diese gegenläufigen Effekte – wie auch die Zusammensetzung des Vermögens – sind die entscheidenden Faktoren. Dagegen ist der Effekt auf die Anleihepreise weniger wichtig. Die Simulationsergebnisse lassen keine allgemeine Schlussfolgerung zu, aber das Thema wird weiterhin wichtig sein.

Pat McGuire und Goetz von Peter erörtern in ihrem Artikel die Ursachen für den Rückgang der Bankkreditvergabe während und nach der Finanzkrise. Sie verwenden dazu einen einzigartigen Datensatz, der auf den BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft basiert und die Positionen von Bankkonzernen einer bestimmten Nationalität an einem bestimmten Standort erfasst, beispielsweise diejenigen deutscher Banken im Vereinigten Königreich.

Dieser Artikel bestätigt weitgehend frühere Erkenntnisse, insbesondere dass ausländische Banken, die sich vor Ort refinanzieren, tendenziell ein stabileres Kreditgeschäft aufweisen als



grenzüberschreitend refinanzierte Banken. Er enthält überdies eine ausführlichere Beschreibung, wie diese Effekte während der Krise zum Tragen kamen.

Der vierte Feature-Artikel wurde von Morten Bech, Anamaria Illes, Ulf Lewrick und Andreas Schrimpf verfasst. Er beleuchtet den jüngsten Aufstieg des elektronischen und des automatisierten Handels an den Festzinsmärkten. Die Autoren stützen sich bei ihrer Analyse auf neuere Berichte des [Märkteausschusses](#) und des [Ausschusses für das weltweite Finanzsystem](#).

Zwar zeigen die Indikatoren für die „Qualität des Marktes“ – Liquidität und Transaktionskosten – im Allgemeinen hohe Werte. Die Marktbedingungen sind jedoch nach wie vor anfällig gegenüber einem plötzlichen Versiegen der Liquidität. Hier sind weitere Untersuchungen erforderlich, um zu verstehen, wie der elektronische Handel – insbesondere unter angespannten Bedingungen – die Robustheit dieser Märkte beeinflusst.