



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 2016 – Medienorientierung

On-the-Record-Kommentare von Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater & Leiter Wirtschaftsforschung, 16. September 2016.

Claudio Borio

Während des Berichtszeitraums ließen sich an den Märkten einige dissonante Töne vernehmen, die vielfach vertraut, aber in einigen Fällen auch neu waren.

Es begann mit einer großen Überraschung, die die Marktteilnehmer auf dem falschen Fuß erwischte: Am 23. Juni stimmte das Vereinigte Königreich für den Austritt aus der Europäischen Union. In den darauffolgenden Tagen brachen die Aktienkurse ein, die Volatilität schoss nach oben, die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen weiteten sich aus, und das Pfund Sterling sank auf ein 30-jähriges Tief. Die Märkte gaben die Gewinne wieder ab, die sie in der vorangegangenen Woche erzielt hatten, als ein „Remain“-Votum als äußerst wahrscheinlich gegolten hatte – wenn nicht den Umfragen, so doch den Marktpreisen zufolge. Gleichwohl funktionierten die Märkte trotz der Turbulenzen reibungslos, und die Marktliquidität – ungeachtet sämtlicher Bedenken – erwies sich als robust, ohne große Lücken aufzuweisen. Ein paar Tage später verschwanden die Turbulenzen dann ebenso schnell, wie sie aufgetaucht waren. Natürlich war ihr Auftreten im Gegensatz zu anderen großen Schocks absolut vorhersehbar gewesen: Marktteilnehmer und Behörden gleichermaßen hatten reichlich Vorlaufzeit gehabt, um sich darauf vorzubereiten. Die Zentralbanken verloren keine Zeit, die Märkte zu beruhigen und in individuellen und gemeinsamen Erklärungen zu betonen, dass sie bereitstünden, um die Märkte, die Finanzinstitute und die Wirtschaft bei Bedarf zu stützen. Dennoch wurden viele von dem Tempo der Markterholung überrascht, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der politischen und wirtschaftlichen Ungewissheit, die das Votum hervorgerufen hatte.

Nachdem die Märkte das Referendum im Vereinigten Königreich hinter sich gelassen hatten, setzten sie im Großen und Ganzen die Rally fort, die nach den deutlich stärkeren Turbulenzen zu Beginn des Jahres eingesetzt hatte. Anfang September lagen die Aktienkurse in den USA auf neuen Höchstständen, und die Aktienmärkte in Europa und Japan verzeichneten im Vergleich zu ihren Jahrestiefständen beträchtliche Zuwächse. Die Volatilität tendierte in Richtung Nachkrisendurchschnitt oder lag, beispielsweise beim viel beachteten VIX, darunter. Die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen wiederum hatten sich erheblich eingengt. Verschiedene politische Ereignisse von großer Tragweite und die Aussicht, dass weitere folgen würden, wirkten sich kaum spürbar auf die Rally aus.

Beflügelt von den Entwicklungen der vorangegangenen Monate, war die Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften während des Berichtszeitraums besonders hoch. Nach dem Brexit-Votum verstärkten sich die Kapitalflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften weiter, was die Aktienmärkte und die Währungen dieser Länder beflügelte und die Renditenaufschläge auf deren Staats- und Unternehmensanleihen nach unten drückte. Letztere näherten sich in einigen Fällen sogar Werten an, die zuletzt im dritten Quartal 2014 zu beobachten gewesen waren. Wie die BIZ-Statistiken zum internationalen Finanzgeschäft zeigen, hatte die Emission von Schuldtiteln in den aufstrebenden Volkswirtschaften bereits in der ersten Jahreshälfte 2016 wieder Fahrt



aufgenommen – trotz schwächerer Bankkreditströme. Die Erholung des Schuldtitelabsatzes in US-Dollar dürfte ausreichend gewesen sein, um den im ersten Quartal 2016 verzeichneten (leichten) Rückgang des Gesamtbestands an US-Dollar-Forderungen an Nichtbankschuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu stoppen und möglicherweise umzukehren. Dieser Bestand hatte sich seit 2009 nahezu verdoppelt. US-Dollar-Forderungen an Nichtbankschuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften sind eine wichtige Kennzahl der globalen Liquidität; sie lagen Ende des ersten Quartals bei \$ 3,2 Bio., nachdem sie im dritten Quartal 2015 einen Höchststand von \$ 3,3 Bio. erreicht hatten. Gleichzeitig stiegen allerdings die US-Dollar-Forderungen an alle Nichtbankschuldner außerhalb der USA leicht auf \$ 9,8 Bio. an.

Vor diesem Hintergrund allgemeiner Euphorie gab es an den Anleihemärkten scheinbar Anzeichen für eine bevorstehende Konjunkturabschwächung – ein erster Ton der Dissonanz. Die Anleiherenditen gaben erneut nach, und die Renditenstrukturkurven flachten sich weiter ab, was in der Regel auf einen schwachen Wachstumsausblick hindeutet. Prognosen, dass die Weltwirtschaft bis in ferne Zukunft nur schleppend wachsen würde, verstärkten die trübe Stimmung noch. Debatten über die Notwendigkeit von stetig niedrigeren Zinssätzen zur Bekämpfung der anhaltenden Schwäche waren gleichermaßen entmutigend. Auch wenn das Gesamtvolumen an Staatsanleihen mit negativen Renditen zuletzt leicht gesunken ist, erreichte es im Sommer mit deutlich über \$ 10 Bio. einen neuen Höchststand. Besonders außergewöhnlich war, dass die negativen Renditen sich jetzt auch auf die Sekundärmärkte für Unternehmensanleihen ausdehnten und sogar einige Primärmarktmissionen betrafen. Auch die Betrachtung der Renditen im Verhältnis zum Wachstum – eine gängige Methode zur Beurteilung des Renditeniveaus – ergab [historisch niedrige Renditen](#).

Zum selben Zeitpunkt hatte der Bankensektor mit Schwierigkeiten zu kämpfen – ein zweiter Ton der Dissonanz. Die Gewinnprognosen der Banken fielen mittelmäßig bis enttäuschend aus, ihre Aktienkurse lagen unter dem Gesamtindex oder gaben nach, und ihre Kurs-Buchwert-Verhältnisse verharrten unter 1. Die Bewertungen von Banken im Euro-Raum und in Japan standen besonders unter Druck und bewegten sich um einen Wert von 0,4, womit sie etwas schlechter waren als die Bewertungen britischer Banken und deutlich schlechter als die von US-Banken, deren Bewertungen über 1 lagen. Die Veröffentlichung der Bankenstresstestergebnisse im Juli brachte so gut wie keine Erleichterung, namentlich in Ländern mit hartnäckig hohen Beständen an notleidenden Krediten: Die Märkte bewegten sich kaum. Hinzu kam, dass seit Juli erste Anzeichen von Spannungen an den Märkten für kurzfristige US-Dollar-Finanzierungen zu erkennen sind: Der wichtigste LIBOR-Satz ist gestiegen, teilweise in Reaktion auf die anstehende Regulierung der US-Geldmarktfonds, wodurch die Kosten für nicht besicherte Finanzierungen nach oben gegangen sind. Wie im [BIZ-Quartalsbericht](#) im Einzelnen erläutert, sind für bestimmte Währungen die Kosten für US-Dollar-Finanzierungen über den so wichtigen Devisenswapmarkt sogar noch mehr gestiegen, namentlich für den Yen und den Euro, wodurch sich die Refinanzierungsbedingungen für Banken, die auf US-Dollar Finanzierungen angewiesen sind, verschärft haben.

Für diese Dissonanz gibt es freilich eine gängige Erklärung: die Interaktion von Zentralbankentscheidungen mit den Portfolioentscheidungen der Marktteilnehmer. Die Zentralbanken wollen mit einer Kombination aus Leitzinsen nahe oder unter null, großvolumigen Ankäufen von Aktiva und Forward Guidance die Finanzierungsbedingungen lockern, nicht nur um die Wirtschaft anzukurbeln, sondern vor allem um die Inflation ihrem numerischen Zielwert anzunähern. Angesichts der weiteren geldpolitischen Lockerung durch die Bank of Japan, die Bank of England und andere Zentralbanken und der Anzeichen für eine Fortsetzung der akkommodierenden Geldpolitik seitens der Federal Reserve und der EZB war im Berichtszeitraum keine Abkehr von dieser Strategie zu erkennen. Die Marktteilnehmer haben ihrerseits weiteren Druck auf die Zinsen ausgeübt, entweder in dem Bestreben, die Duration zu verlängern, um langfristige Verbindlichkeiten abzusichern (etwa



Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften) oder um schwindende Zusatzerträge mitzunehmen. All dies hat zu einem anhaltenden Niveau extrem tiefer Zinsen und sogar zu negativen Anleiherenditen entlang des gesamten Laufzeitspektrums geführt.

Im Gegenzug wirkt sich die Aussicht auf noch für längere Zeit niedrige Zinsen auf zweierlei Weise aus: Einerseits beflügelt sie eine vertraute Verlagerung hin zu Aktien und ein allgemeines Renditestreben, was wie üblich zu Anzeichen von Überschwang führt. Andererseits wirft sie ernste Fragen hinsichtlich der Rentabilität von Banken auf, da extrem niedrige Zinsen und flache Renditenstrukturkurven tendenziell [deren Nettozinsmargen schmälern](#) und die Kosten für das Halten notleidender Kredite reduzieren, was wiederum dazu führt, dass Banken eine notwendige Sanierung ihrer Bilanzen hinauszögern.

Die jüngste Rally hinterlässt ein zwiespältiges Gefühl – mehr Peitsche als Zuckerbrot, mehr „Push“ als „Pull“, mehr Frustration als Freude. Daraus erklärt sich die bohrende Frage, ob die Marktpreise die drohenden Risiken vollumfänglich berücksichtigen. Zweifel an den Bewertungen haben sich in den letzten Tagen offenbar verfestigt. Nur die Zukunft wird es zeigen.

Die Entwicklungen während des Berichtszeitraums haben einmal mehr gezeigt, wie abhängig die Märkte von den Zentralbanken geworden sind. Und ihre Sensitivität gegenüber jeder einzelnen Entscheidung und Äußerung der Zentralbanken wurde einmal mehr am letzten Freitag deutlich, als die Märkte einbrachen und es bei den Anleiherenditen zu einer Korrektur kam, nachdem wichtige Volkswirtschaften ihren künftigen geldpolitischen Kurs in entsprechenden Erklärungen aufgezeigt hatten. Es wird immer offensichtlicher, dass den Zentralbanken viel zu lange zu viel aufgebürdet wurde. Wie im letzten [BIZ-Jahresbericht](#) erläutert, ist ein ausgewogenerer Maßnahmen-Mix erforderlich, um ein robusteres, ausgewogeneres und nachhaltigeres Wachstum der Wirtschaft zu ermöglichen.

Hyun Song Shin

Angesichts der jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten befassen sich alle Feature-Artikel in diesem Quartalsbericht passenderweise mit dem einen oder anderen Aspekt globaler Finanzströme und Kapitalmärkte. Im Einzelnen geht es um Anleihen, Währungen und das Bankgeschäft.

An den Finanzmärkten, wo Aktienmarktindikatoren auf unverminderte Risikobereitschaft – wenn nicht gar Überschwang – seitens der Marktteilnehmer hindeuteten und fast den ganzen Sommer über Ruhe herrschte, kam in den letzten Tagen Unruhe auf. Die Aktienkurse erreichten Rekordwerte, während die Volatilität auf ein Rekordtief zusteuerte.

Allerdings waren neben diesen Signalen für Anlegervertrauen auch Marktanomalien zu beobachten, die normalerweise auf Stress an den Finanzmärkten hindeuten.

Eine dieser Anomalien ist der Zusammenbruch der gedeckten Zinsparität – eines der am besten dokumentierten Gesetze in der internationalen Finanzwelt, wonach der am Devisenmarkt implizit vorhandene Zinssatz mit den Zinssätzen am Geldmarkt übereinstimmt. Dass dieser Zusammenhang nicht mehr gilt, war erstmalig während der Großen Finanzkrise 2007–09 zu beobachten. Seit Mitte 2014 hat sich für den US-Dollar die Lücke zwischen diesen beiden Messgrößen der Finanzierungskosten weiter ausgedehnt. Marktteilnehmer, die am Devisenmarkt Dollar gegen Yen oder Euro aufnehmen, zahlen hier mehr für die Mittelaufnahme in Dollar als am Geldmarkt.

Die Verletzung der gedeckten Zinsparität wirft drei Fragen auf:

1. Warum ist die Lücke entstanden und warum ist sie in den letzten Monaten größer geworden?



2. Warum lässt sich die Lücke nicht lehrbuchgemäß durch Arbitrage eliminieren, indem jemand zu dem niedrigen Zinssatz Mittel aufnimmt und zu einem höheren Zinssatz verleiht?
3. Ist diese Verletzung einer so bewährten Lehrbuchregel Anlass zur Sorge?

Was die Entstehung dieser Lücke angeht, so deuten die Erkenntnisse in dem Feature-Artikel von Borio, McCauley, McGuire und Sushko darauf hin, dass die Divergenz der Geldpolitik in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine zentrale Rolle gespielt hat. Banken, Pensionsfonds und Lebensversicherungsgesellschaften in Ländern mit niedrigen oder negativen Zinsen haben in ihrem Streben nach Rendite US-Dollar-Anlagen gekauft. Das Renditestreben dieser Anleger hat die Züge einer Flucht aus dem Nullzinsumfeld angenommen: Sie haben die Renditen in den USA nach unten gedrückt und mit ihren Bemühungen, das mit den Anlagen verbundene Fremdwährungsrisiko abzusichern, zu einer Ausweitung der Basis beigetragen.

Warum die Lücke bei der Zinsparität nicht wie üblich durch Arbitrage eliminiert wurde, ist vielleicht noch erstaunlicher. Die Persistenz der Lücke legt die Vermutung nahe, dass Banken und andere Finanzintermediäre entweder nicht ausreichend Kapital haben, um derartige Geschäfte einzugehen, oder zumindest ihre Bilanzkapazität nicht ausnutzen wollen, weil das Eingehen solcher Geschäfte zu diesen Spreads unökonomisch wäre. Da auch Hedge-Fonds oder andere nicht regulierte Institute auf Dealer-Banken angewiesen sind, um fremdfinanzierte Geschäfte einzugehen, steht der Bankensektor weiterhin im Fokus der Aufmerksamkeit.

Das niedrige Zinsumfeld stellt für das Geschäftsmodell der Banken eine Herausforderung dar, doch viele von ihnen sind gut kapitalisiert und weisen Kapitalquoten auf, die deutlich über den regulatorischen Anforderungen liegen. Dass die Lücke trotz gut kapitalisierter Banken weiterhin besteht, legt die Vermutung nahe, dass nicht die Regulierung der Grund ist, warum Banken nicht bereit sind, diese Art von Geschäften einzugehen. Die Verletzung der gedeckten Zinsparität deutet vielmehr darauf hin, dass die Banken im Rahmen ihrer Kapitalallokationsentscheidungen der Ausnutzung ihrer Bilanzkapazität einen hohen internen Preis zuweisen, was unter Umständen auf eine weniger optimistische Einschätzung ihrer Gewinnaussichten in einem Niedrigzinsumfeld oder auf ein ausgeprägteres Bewusstsein der potenziellen Risiken zurückzuführen ist.

Dies führt uns zur dritten Frage: Gibt es einen Grund zur Sorge? Der Feature-Artikel geht auf diese Frage zwar nicht ein, aber es lassen sich dennoch einige Überlegungen anstellen. Die anhaltende Verletzung der gedeckten Zinsparität an sich ist wohl kein Grund zur Sorge für die politischen Entscheidungsträger. Allerdings sollte nicht übersehen werden, dass sie Hinweise auf die Funktionsweise des Bankensektors liefert. Wenn Banken ihre Bilanzkapazität so wenig ausnutzen, obwohl im finanziellen Umfeld weitgehend Ruhe herrscht, was wird erst passieren, wenn die Volatilität wieder ansteigt? Wenn Banken auf steigende Volatilität reagieren, indem sie ihre Intermediationsgeschäfte einschränken, wie dies im Zeitraum 2007–09 der Fall war, dann könnte der Bankensektor dazu beitragen, Schocks zu verstärken, statt sie abzufedern. Aus diesem Grund wäre es wichtig, den bisher eher undurchsichtigen Arbitragebereich des Devisenmarktes genau im Auge zu behalten.

Kommen wir nun zu den anderen Kapiteln in dieser Ausgabe des BIZ-Quartalsberichts. Wir nutzen die Gelegenheit, um unser Datenangebot in fünf wichtigen Bereichen zu erweitern, und publizieren einen Leitfaden. Nachfolgend die fünf Neuerungen unseres Datenangebots:

- In unserer Bankgeschäftsstatistik veröffentlichen wir jetzt detailliertere Angaben zu den Aufschlüsselungen der Gegenpartei in der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik (grenzüberschreitende Positionen in bis zu 29 Ländern gegenüber Gegenparteien in mehr als 200 Ländern).



- Zeitreihen zur Lücke bei der Kreditquote (43 Länder, Daten, die bis ins Jahr 1961 zurückreichen).
- Preisindikatoren für Gewerbeimmobilien (25 Datenreihen für 10 Länder).
- Historische Zeitreihen zu Verbraucherpreisen (60 Länder, durchschnittliche Länge von fast 55 Jahren), die in einigen Fällen sogar 100 Jahre oder mehr zurückreichen.
- Tageswerte von nominalen effektiven Wechselkursen (61 Länder).

Den Feature-Artikel von Borio, McCauley, McGuire und Sushko über die Verletzung der gedeckten Zinsparität habe ich bereits erwähnt. Lassen Sie mich jetzt etwas zu den übrigen drei Artikeln in dieser Ausgabe des BIZ-Quartalsberichts sagen.

Der Artikel von Domanski, Kohlscheen und Moreno zu Devisenmarktinterventionen in aufstrebenden Volkswirtschaften untersucht, wie Zentralbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften sich neuen Realitäten angepasst haben. Devisenmarktinterventionen werden zuweilen als Versuch dargestellt, Währungen aus Wettbewerbsgründen schwach zu halten. Die Autoren kommen jedoch zu dem Schluss, dass Puffer gegen finanzielle Schocks ein zunehmend wichtiger Grund für Interventionen an den Devisenmärkten sind. Der neue Fokus hat auch Auswirkungen auf die eingesetzten Instrumente. Diese Instrumente umfassen nicht nur Käufe an den Kassamärkten, sondern auch Termingeschäfte, Optionen und Swaps. Die sich wandelnde Rolle der Zentralbanken wird teilweise durch den Anstieg der Emissionen privater Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften erklärt (wie im nachfolgenden Artikel von Serena und Morena ausgeführt). Dadurch entstehen Verpflichtungen und Risiken, mit denen sich die Zentralbanken befassen müssen, wenn sich die Kapitalströme umkehren.

Der Feature-Artikel von Serena und Moreno über Anleiheemissionen an Offshore-Märkten untersucht Unternehmen in aufstrebenden Volkswirtschaften und die von ihnen im Ausland begebenen Anleihen. Die Erkenntnisse der Autoren geben Einblick in die Beweggründe für Auslandsemissionen. Unternehmen in aufstrebenden Volkswirtschaften können das Manko unterentwickelter Inlandsmärkte überwinden, indem sie Anleihen im Ausland begeben. Durch die weltweiten Liquiditätsbedingungen der letzten Jahre waren viele Unternehmen in der Lage, sich an den Anleihemärkten Kapital zu geringen Kosten zu beschaffen. Diese scheinbar positive Entwicklung hat aber auch eine dunkle Seite. Die Erträge aus den Anleiheemissionen werden in finanzielle Vermögenswerte im Inland investiert – möglicherweise eine Form von Carry-Trades –, was die Finanzstabilität gefährden könnte, wenn diese Positionen in Stressphasen aufgelöst werden müssen.

Der Feature-Artikel von Avdjiev, Subelyte und Takáts zur grenzüberschreitenden Kreditvergabe in Euro untersucht die Auswirkungen des Programms der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten auf die grenzüberschreitende Kreditvergabe in Euro. Die Autoren stellen fest, dass die Kreditvergabe in Euro für Kreditgeber-Schuldner-Paare mit einem bereits hohen Anteil von in Euro denominierten Forderungen zunahm – unabhängig von der Zugehörigkeit der Länder zum Euro-Raum. Sie enthüllen das erkennbare Muster einer internationalen Finanzierungswährung, wonach eine Abwertung dieser Währung mit höherer grenzüberschreitender Kreditvergabe in derselben Währung einhergeht. Der Euro übernimmt zunehmend die Rolle einer internationalen Finanzierungswährung, so wie es der US-Dollar schon vor vielen Jahrzehnten getan hat.