



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, Dezember 2016 – Medienorientierung

On-the-Record-Kommentare von Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, 9. Dezember 2016.

Claudio Borio

Das Quartal schien ruhig zu verlaufen und so zu enden, wie es begonnen hatte. Doch dann wurde die Ruhe einmal mehr durch ein politisches Ereignis gestört, das an den Märkten offenbar zu einem Paradigmenwechsel führte. *Was* an den Märkten geschah, ist dabei genauso wichtig wie das *Warum*. Und *was als Nächstes kommt*, einschließlich der möglichen weitreichenden Folgen, ist immer noch unklar.

Werfen wir zunächst einen Blick auf das *Was*. Es war wieder einmal das überraschende Ergebnis eines Urnengangs, das als Auslöser diente und die Märkte auf dem falschen Fuß erwischte. Man ist geneigt, sich der Worte Oscar Wildes zu bedienen: Sich einmal zu irren, kann man ja noch als Pech ansehen – aber sich zweimal zu irren, ist doch etwas nachlässig. Wie beim Brexit-Referendum hatten die Märkte bei der US-Präsidentenwahl vom 8. November im Vorfeld alles auf eine Karte gesetzt, um dann Schadensbegrenzung zu betreiben, als sich die Dinge so ganz anders als erwartet entwickelten.

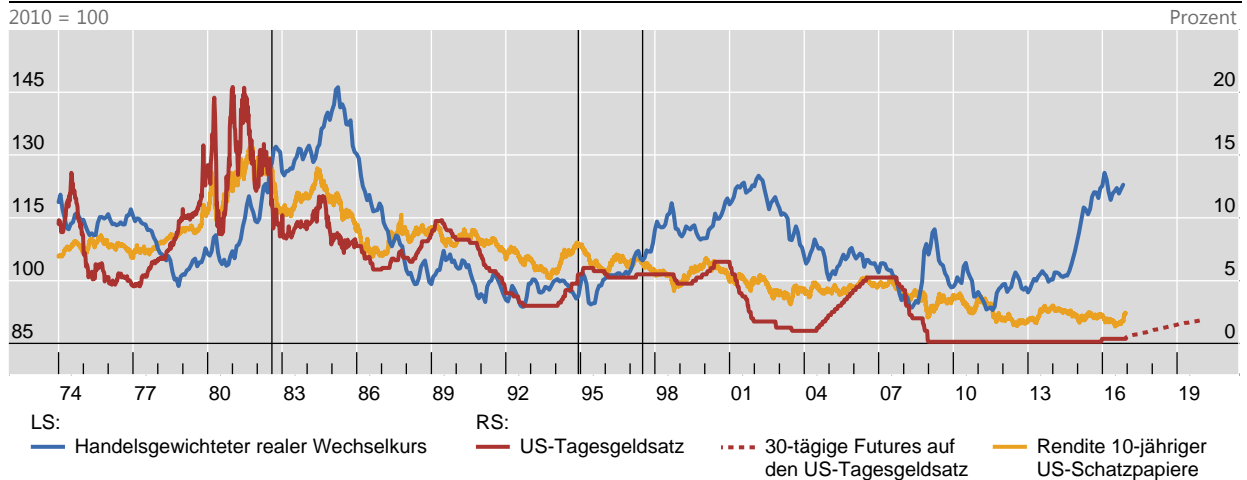
Die ersten Reaktionen der Märkte spiegelten das Auf und Ab der Umfragewerte der beiden Kandidaten während des Wahlkampfes wider. Innerhalb weniger Stunden brachen die Futures auf den S&P um 6% ein, die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere gaben um nahezu 20 Basispunkte nach, der Wert des Dollars sank gegenüber einem Korb von Währungen (USDx Basket) um 2%, und der Goldpreis schoss um 5% in die Höhe.

Doch dann änderte sich die Lage im Nu, und es kam zu einer Überraschung innerhalb der Überraschung. Es bedurfte nicht viel, um die Märkte zu einer Kehrtwendung zu veranlassen: eine versöhnliche Rede des designierten Präsidenten, die Aussicht auf ein größeres Haushaltsdefizit in Verbindung mit Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben sowie Andeutungen über einen Abbau der Regulierung. Das Ausmaß der Kehrtwende war bemerkenswert. Ende November verzeichneten die US-Aktienmärkte neue Höchststände, die Renditen von US-Schatzpapieren waren um rund 50 Basispunkte gestiegen, was ihren schrittweisen Anstieg seit dem Tiefstand im Juli beschleunigte. Und was genauso bedeutsam war: Der handelsgewichtete Wert des Dollars erreichte nach einem Zuwachs von 4% ein 14-Jahres-Hoch (siehe Grafik). Im Gegensatz dazu fiel der Goldpreis um 8%.

Natürlich hatten die Ereignisse am größten und tiefsten Finanzmarkt der Welt, der Heimat der wichtigsten internationalen Leitwährung, erhebliche Auswirkungen andernorts: Es kam zu einem Anstieg der Renditen von Staatsanleihen, und im Euro-Raum weiteten sich auch die Spreads aus. Besonders stark betroffen waren die aufstrebenden Volkswirtschaften, und zwar in einer Weise, die teilweise an den Tapering-Schock Mitte 2013 erinnerte. Die Abwertungen ihrer Währungen und die Mittelabflüsse aus spezialisierten Aktien- und Anleihenfonds fielen sogar noch umfangreicher als damals aus, während die Reaktionen an den Aktien- und Anleihemärkten deutlich schwächer waren. Mexiko, das am stärksten von Protektionismus und Einwanderungsbeschränkungen in den USA betroffen wäre, litt am meisten.



US-Geldpolitik, Anleiherenditen und US-Dollar



Vertikale Linien: Schuldenkrise in Lateinamerika (1982), Tequila-Krise (1994) und Finanzkrise in Asien (1997).

Quellen: Bloomberg; nationale Angaben; BIZ.

Die ganze Zeit über – und das sind besonders gute Nachrichten – funktionierten die Märkte trotz der heftigen Preisschwankungen reibungslos, ähnlich wie nach der Brexit-Abstimmung. Aus diesem Blickwinkel betrachtet, relativiert sich ein weiteres Ereignis, das während des Quartals für Aufregung an den Märkten sorgte: der Flash-Crash des Pfund Sterling am 7. Oktober. Innerhalb von Sekunden verlor die Währung an den liquiditätsarmen asiatischen Börsen ganze 9% gegenüber dem Dollar, nur um den Großteil des Verlustes wenig später wieder wettzumachen. Allerdings blieb dieses Ereignis, genau wie frühere außerordentlich heftige, aber kurzlebige Marktbewegungen, ohne größere Auswirkungen. Was der Auslöser für solche außerordentlichen Kursbewegungen ist, wissen wir nicht wirklich. Sicherlich spielen ultraschnelle und großvolumige automatisierte Handelsstrategien eine wichtige Rolle, wobei man zurecht nach dem ökonomischen Wert dieser Strategien fragen darf. Doch solange diese Bewegungen begrenzt bleiben und keine Bedrohung für die Funktionsfähigkeit der Märkte oder die Solidität der Finanzinstitute darstellen, geben sie wenig Anlass zu Sorge. Vielleicht müssen wir uns einfach an sie gewöhnen. Dass die Märkte derart widerstandsfähig sind, ist grundsätzlich den Anstrengungen zu verdanken, die Kapital- und Liquiditätsbasis der Finanzinstitute zu stärken und das Liquiditätsrisiko angemessener zu bewerten: Stärkere Finanzinstitute bedeuten robustere Marktliquidität.

So viel zum *Was*. Befassen wir uns nun mit dem *Warum*. Die Entwicklungen in diesem Quartal sind aus einem Grund bemerkenswert: Für einmal nahmen die Zentralbanken eine Zuschauerrolle ein. Natürlich mussten die Finanzmärkte herausfinden, wie die Zentralbanken auf die unerwarteten Entwicklungen reagieren würden. Die Erwartung festigte sich, dass die Federal Reserve im Dezember den Leitzins erhöhen und danach zwar weitere, allerdings vergleichsweise kleine Zinsschritte vornehmen würde. Dies erklärt, warum die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten erwarteten kurzfristigen Zinssätze gestiegen sind und die Diskrepanz zwischen dem, was die Märkte erwarten, und dem, was die Fed in Aussicht stellt, zunehmend schwindet. Allerdings waren es nicht die Äußerungen von Zentralbanken oder geldpolitische Beschlüsse, die grundsätzlich für die Bewegungen an den Märkten verantwortlich waren. Es ist, als ob die Marktteilnehmer beim Antizipieren und Gestalten der Zukunft die Initiative ergriffen und sich aus ihrer Abhängigkeit von jeder Äußerung und Handlung der Zentralbanken befreit hätten. Dies ist an sich eine gute Entwicklung.

Und deshalb wenden wir uns jetzt der Frage zu, *was als Nächstes kommt* – eine Überreaktion an den Märkten oder ein Paradigmenwechsel? Zum aktuellen Zeitpunkt ist dies schwer zu



sagen: Noch herrschen zu viele Ungewissheiten. Erstaunlich ist, dass ein einziges politisches Ereignis ausreichte, um die Erwartung der Märkte, dass Zinsen und Inflation dauerhaft niedrig und das Wirtschaftswachstum dauerhaft schwach sein würden, scheinbar auf einen Schlag zu beenden. Diese Ereignisse könnten endlich den lang erwarteten Beginn einer willkommenen Normalisierung der seit Ende der Krise herrschenden außerordentlichen Bedingungen markieren. Doch das letzte Wort ist noch nicht gesprochen und Vorsicht ist geboten. Eines steht nämlich fest: Die Anleiherenditen sind gemessen an historischen Werten immer noch ungewöhnlich niedrig (siehe Grafik).

Derweil lassen sich einige mögliche Implikationen ausmachen, sollten die Verschiebungen hin zu höheren Zinsen, einer steileren Zinsstrukturkurve und einem stärkeren Dollar anhalten und sich festigen. Dass der Weg holprig sein wird, steht außer Frage. Angesichts der Ausgangslage kann es gar nicht anders sein. Die Banken und der Finanzsektor würden generell von höheren Zinsen und einer steileren Zinsstrukturkurve profitieren, auch wenn es kurzfristig zu Kapitalverlusten käme. Dies wäre in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ein willkommener Schub für die Bankenindustrie, [die sich immer noch schwer damit tut, die Skepsis der Marktteilnehmer zu zerstreuen](#), nachhaltige Erträge zu erwirtschaften und die Krise endlich hinter sich zu lassen. Der Höhenflug von US-Bankaktien deutet klar darauf hin, dass die Marktteilnehmer die Aussichten als positiver wahrnehmen, selbst wenn hier auch Erwartungen hinsichtlich eines Regulierungsabbaus im Bankensektor einfließen. Allerdings müssen sich Finanzinstitute außerhalb der USA, sofern sie stark auf Refinanzierungen in US-Dollar angewiesen sind, wohl anpassen. Und aufstrebende Volkswirtschaften könnten weiter unter Druck geraten. Besonders anfällig dürften jene Länder sein, in denen die finanziellen Ungleichgewichte, die sich während der anhaltenden Finanzbooms der letzten Jahre im Inland aufgebaut haben, mit einer aufgrund des stärkeren Dollars und der höheren Zinsen gestiegenen Last der Fremdwährungsschulden zusammentreffen. Nichts von dem muss sofort geschehen, denn solche Dinge entwickeln sich über einen längeren Zeitraum und in unterschiedlichem Tempo. Unsicher ist, wie groß der Druck tatsächlich sein wird. Sicher ist jedoch, dass diese Entwicklungen sorgfältig zu beobachten sind. Hyun wird gleich näher auf diesen Punkt eingehen.

Am besorgniserregendsten sind auf längere Sicht die Anzeichen für stärkere protektionistische Tendenzen. Diese Anzeichen haben sich in den letzten Jahren vervielfacht, und die Aussichten haben sich angesichts der jüngsten politischen Ereignisse erheblich eingetrübt. In diesem Fall gäbe es keine Gewinner, sondern ausschließlich Verlierer. Niedrigeres Weltwirtschaftswachstum und möglicherweise höhere Inflation kämen niemandem zugute.

Hyun Song Shin

Die aufstrebenden Volkswirtschaften sind mit einem stärkeren Dollar, steigenden Renditen von Anleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften und Kapitalabflüssen konfrontiert. Wie Claudio erwähnt hat, waren die bisherigen Auswirkungen deutlich geringer als beim Tapering-Schock. Allerdings finden die jüngsten Entwicklungen in einem späteren Stadium des geldpolitischen Straffungszyklus in den USA statt. Außerdem ist es nicht selbstverständlich, dass die niedrige Volatilität, die Ausdruck der lockereren geldpolitischen Bedingungen in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist, in den nächsten Monaten anhält.

Was bedeutet das für die Finanzstabilität und für die Realwirtschaft in den aufstrebenden Volkswirtschaften?

Erfreulich bei der Mittelaufnahme durch Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften ist, dass eine Verlagerung von kurzfristigen Bankkrediten zu Emissionen längerfristiger Schuldtitel stattgefunden hat. Zwar werden 2017 voraussichtlich internationale, in US-Dollar denominierte Unternehmensanleihen in Höhe von rund \$ 120 Mrd. fällig. Aufgrund der langen Laufzeit der Instrumente entspricht dies jedoch nur etwa 10% des gesamten ausstehenden Bestands.



Insofern dürften die Schuldner weniger von einem plötzlichen Mittelausfall betroffen sein, wenn sie die fällig werdenden Schuldtitel nicht erneuern könnten. Allerdings sind genau diese längeren Laufzeiten der Grund, warum die Anleihekurse stärker auf Renditenveränderungen reagieren. Somit sind die Kreditgeber einem höheren Marktrisiko ausgesetzt – im Finanzjargon heißt es, das „Durationrisiko“ der Anleger hat zugenommen. Wenn die Anleger auf steigende Renditen reagieren, indem sie verkaufen und sich aus dem Markt zurückziehen, dürfte dies die Störungen am Markt verstärken.

Ganz allgemein lässt sich sagen: Was an den Finanzmärkten geschieht, bleibt nicht immer auf die Finanzmärkte begrenzt. Störungen an den Finanzmärkten können sich auf die Realwirtschaft auswirken. Selbst wenn ein Land über umfangreiche Währungsreserven verfügt, könnte der Unternehmenssektor mit knappen finanziellen Ressourcen kämpfen und deshalb Investitionen und Kapazitäten kürzen, was zu weniger Neueinstellungen und geringerem Produktionswachstum führt. Eine Wachstumsabschwächung in den aufstrebenden Volkswirtschaften könnte Anleger zusätzlich zum Abziehen von Finanzmitteln bewegen, die Renditen weiter steigen lassen, und die finanziellen Ressourcen des Unternehmenssektors zusätzlich verknappen – damit wäre der Teufelskreis perfekt. Aus diesem Grund könnte es bei zunehmend verschärften globalen Finanzierungsbedingungen sogar für Zentralbanken mit großen Währungsreserven schwierig sein, einen Abschwung in der Realwirtschaft zu bremsen.

Inwiefern kann eine Währungsabwertung eine solche Entwicklung abfedern? Genau diese Frage stellen sich **Jonathan Kearns und Nikhil Patel in einem der fünf Feature-Artikel in diesem Quartalsbericht**. Der Lehrbuch-Regel zufolge fördert eine Währungsabwertung unter sonst gleichen Bedingungen das Wachstum, da sie mit höheren Nettoexporten und einem Produktionszuwachs einhergeht. Man spricht hier auch vom Handelskanal, durch den die Währungsabwertung die Realwirtschaft beeinflusst. Doch Wechselkurse wirken auch über den Finanzkanal auf die Wirtschaft durch. Eine Währungsabwertung lässt den Wert von Fremdwährungsschulden in Landeswährung steigen und schränkt den Finanzierungsspielraum von Unternehmen und privaten Haushalten mit Fremdwährungsschulden ein, mit den zuvor erwähnten negativen Folgen für das Wirtschaftswachstum.

Die Intensität des Finanzkanals ist abhängig davon, wie stark die inländischen Bilanzen auf die Wechselkursentwicklung reagieren. Dagegen hängt die Stärke des Handelskanals von der Reaktion des Handels auf die Wechselkursentwicklung ab.

Die Autoren stellen fest, dass die Wirkung des Handelskanals in den aufstrebenden Volkswirtschaften weitgehend durch den Finanzkanal aufgehoben wird. Dies gilt in geringerem Maße für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften, in denen die Lehrbuch-Regel zumeist bestätigt wird. Bei 13 der 22 untersuchten aufstrebenden Volkswirtschaften ist die Summe der Elastizitäten des schuldengewichteten Wechselkurses (DWER) und des nominalen effektiven Wechselkurses (REER) *positiv*. Dies bedeutet, dass eine gleich starke Aufwertung beider Wechselkursmessgrößen *wachstumsfördernd* wäre und damit der Lehrbuch-Regel widerspräche. In Asien sind sowohl der Handels- als auch der Finanzkanal ausgeprägter als in Lateinamerika. Zudem ist die Wirkung des Finanzkanals in denjenigen aufstrebenden Volkswirtschaften stärker, die größere Bestände an Fremdwährungsschulden halten.

Abgesehen von diesen gesamtwirtschaftlichen Mechanismen können strukturelle Aspekte von Devisen- und Derivatmärkten beträchtliche Folgen für die Funktionsfähigkeit der Märkte und für die Finanzstabilität haben. In den letzten Jahren haben sich diese Märkte sehr dynamisch entwickelt. Die übrigen vier Feature-Artikel in diesem Quartalsbericht bieten Einblicke in die Veränderungen an diesen Märkten, basierend auf der **jüngsten 3-jährlichen Zentralbank-erhebung der BIZ über das Geschäft an den Devisen- und außerbörslichen Derivatmärkten**. Drei wichtige Veränderungen sind zu erkennen.



Erstens haben sich Funktion und Zusammensetzung der Akteure an den globalen Devisenmärkten stark verändert, wie im **Feature-Artikel von Michael Moore, Andreas Schrimpf und Vlad Sushko** zu lesen ist.

Hedge-Fonds, Nichtfinanzunternehmen und kleinere Banken haben sich teilweise aus dem Devisengeschäft zurückgezogen. Gleichzeitig haben Dealer-Banken, entsprechend ihrer gesunkenen Bereitschaft, Risiken zu übernehmen und auf eigene Rechnung zu handeln, ihre Geschäftsmodelle angepasst. Dabei hat eine Handvoll großer Dealer-Banken ihre Stellung als Liquiditätsanbieter gefestigt und zusätzliches Geschäft akquiriert, auch von anderen Banken.

Wie sich die Veränderungen an den Devisenmärkten auf die Risikoverteilung auswirken, ist noch unklar, aber von enormer Tragweite. Jegliche größere Veränderung der Liquiditätsbedingungen könnte das Marktrisiko und die Wirksamkeit der Absicherungsstrategien von Unternehmen, Kapitalanlagegesellschaften und anderen Endkunden am Devisenmarkt beeinflussen.

Die zweite Veränderung an den Devisenmärkten ist die zunehmende Bedeutung von Währungen aufstrebender Volkswirtschaften. Während das Handelsvolumen an den globalen Devisenmärkten erstmals seit 2001 gesunken ist und sich im April 2016 auf täglich \$ 5,1 Bio. belief, ist die Bedeutung einiger Währungen aufstrebender Volkswirtschaften, insbesondere des chinesischen Renminbi, inzwischen gestiegen. In den letzten 15 Jahren hat sich der Umsatz in Renminbi alle 3 Jahre ungefähr verdoppelt und beträgt nun \$ 200 Mio. pro Tag bzw. 4% des Gesamtumsatzes weltweit.

Dabei sind die Entwicklungen an den Devisenmärkten aufstrebender Volkswirtschaften je nach Land sehr unterschiedlich. Der **Feature-Artikel von Robert McCauley und Chang Shu** zeigt anhand der Märkte für Non-deliverable Forwards (NDF) – Verträge, die Absicherung und Spekulation in einer Währung erlauben, ohne dass die Währung zum Vertragsende geliefert wird – drei verschiedene Entwicklungen auf.

Die erste Entwicklung wird durch den koreanischen Won veranschaulicht: NDF haben in einem Umfeld an Bedeutung gewonnen, in dem die Offshore-Lieferung Beschränkungen unterworfen ist. Bei der zweiten Entwicklung – illustriert durch den freigegebenen Rubel – kommt NDF angesichts finanzieller Sanktionen und politischer Unsicherheit nach wie vor eine relativ unbedeutende Rolle zu. Die dritte Entwicklung, die derzeit nur in China zu beobachten ist, betrifft eine Währung, die innerhalb eines Systems von Kapitalverkehrskontrollen internationaler geworden ist. Beim Renminbi werden Offshore-NDF zusehends von Terminkontrakten abgelöst, bei denen die Währung zum Vertragsende geliefert wird.

Die Entwicklungen an den Devisenmärkten stehen in engem Zusammenhang mit dem Wachstum des Marktes für Derivate in Währungen aufstrebender Volkswirtschaften, wie der **Feature-Artikel von Christian Upper und Marcos Valli** zeigt. Der durchschnittliche Tagesumsatz von Devisen- und Zinsderivaten in Währungen aufstrebender Volkswirtschaften nahm, gemessen in Landeswährung, zwischen den Erhebungen von 2013 und 2016 um 25% zu, allerdings mit großen Unterschieden zwischen den einzelnen Währungen. In Bezug auf die Größe und die Wachstumsdynamik steht der Markt für Kontrakte auf den Renminbi und auf Zinsen in dieser Währung an erster Stelle. Das Handelsvolumen nahm seit 2013 um 50% (in Landeswährung gemessen sogar um 55%) zu und belief sich im April 2016 auf \$ 150 Mrd. pro Tag.

So beeindruckend diese Zahlen auch scheinen, sind sie doch vergleichsweise bescheiden, wenn sie in Beziehung zum BIP oder zu Näherungswerten für den Absicherungsbedarf – dem internationalen Handel oder den weltweiten Investitionen – gesetzt werden. Gemessen an all diesen Näherungswerten sind die Umsätze sogar in aufstrebenden Volkswirtschaften mit relativ entwickelten und tiefen Derivatmärkten nach wie vor niedriger als in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Die dritte Veränderung ist der Einfluss der Geldpolitik, nicht nur auf die Wechselkurschwankungen, sondern auch auf die Derivatmärkte. Der globale Markt für Zinsderivate wurde



in hohem Maße von Absicherungsgeschäften und Spekulationen beeinflusst, die veränderte Einschätzungen der US-Geldpolitik widerspiegeln, argumentieren **Torsten Ehlers und Egemen Eren in ihrem Feature-Artikel**. Der in Nominalwerten gemessene Umsatz von Zinsderivaten in US-Dollar hat sich von 2013 bis 2016 fast verdoppelt, während sich der Umsatz von Euro-Kontrakten halbiert hat, was auf das niedrige und stabile Zinsumfeld in Europa zurückzuführen ist. Gleichzeitig blieb der Handel mit längerfristigen US-Dollar-Swaps infolge der geringeren Nachfrage nach Absicherungen vonseiten staatsnaher US-Körperschaften verhalten. Dank der Anleiheankäufe der Federal Reserve haben das von diesen Körperschaften gehaltene Durationsrisiko und entsprechend der Bedarf nach dynamischen Absicherungen abgenommen. Im Ergebnis dürfte dadurch die Wahrscheinlichkeit einer automatischen und abrupten Abwärtskorrektur bei den langfristigen Zinssätzen sinken.