



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 2017 – Medienorientierung

On-the-Record-Kommentare von Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, 3. März 2017.

Claudio Borio

Seit dem vergangenen Quartal hat die Politik die Finanzmärkte wieder fester im Griff. Damit behauptet sie ihre Vorrangstellung gegenüber der Wirtschaft. Zum Zeitpunkt unseres letzten Quartalsberichts im Dezember hatten die Märkte nach der US-Präsidentenwahl eine überraschende Wende vollzogen. Von jetzt auf gleich hatten sie die seit Langem bestehenden Bedenken über Bord geworfen, dass die Zukunft von flauem Wachstum und hartnäckig niedriger Inflation geprägt sein werde. Alles drehte sich um „Reflation“ und darum, die „Lebensgeister“ der Wirtschaftsakteure wieder zu wecken. Auch nach Dezember änderte sich die Stimmung kaum, da verbesserte Konjunkturdaten für Unterstützung sorgten. Doch weil die Marktteilnehmer mit Spannung auf konkrete Belege für politische Maßnahmen warteten, bewegten sich die Vermögenspreise in keine eindeutige Richtung. Es war, als ob die Anleger nach einem unerwartet üppigen Mahl Zeit bräuchten, die Nahrung zu verdauen. In der Folge zogen sich die Zentralbanken einmal mehr aus dem Rampenlicht zurück.

Vor diesem Hintergrund verstärkte sich der Rückgang der Korrelationen über alle Anlageklassen, Sektoren und Regionen hinweg massiv. Im Einklang mit dem „Reflation Trade“, der von steigenden Inflationserwartungen und Optimismus der Anleger geprägt ist, zogen die Kurse von US-Aktien kräftig an, während der Dollar seine November-Gewinne halten konnte. Auch wenn die Entwicklung am US-Aktienmarkt deutlich besser als andernorts ausfiel – und die alte Diskussion über eine mögliche Überbewertung wiederaufflammte –, gab es in Bezug auf die Sektoren klare Gewinner und Verlierer, was auf die erwarteten politischen Maßnahmen der neuen Regierung zurückzuführen war. Der massive Rückgang der Korrelationen stand in starkem Gegensatz zur Entwicklung während fast der gesamten Nachkrisenzeit, als aufeinanderfolgende Wellen von zu- und abnehmender Risikobereitschaft quasi alle Boote entweder steigen oder sinken ließen. Dieser Bruch mit der Vergangenheit ist ein weiteres Zeichen dafür, dass die hohe – um nicht zu sagen übermäßige – Abhängigkeit der Märkte von den Worten und Taten der Zentralbanken im Verlauf des Berichtszeitraums wenigstens vorübergehend nachgelassen hat.

Politische Ereignisse warfen auch im Euro-Raum ihre Schatten voraus; sie beeinflussten Vermögenspreise und führten zu höherer Divergenz. Die wachsende politische Unsicherheit im Zusammenhang mit den Wahlausgängen in Europa spiegelte sich in der Ausweitung der Renditenaufschläge auf Staatsanleihen wider, nicht zuletzt in der so wichtigen Differenz zwischen französischen und deutschen Staatsanleihen. Dadurch wurde die Aufmerksamkeit auch auf die im Euro-Raum herrschenden wachsenden TARGET2-Ungleichgewichte gelenkt. Wie jedoch in einem [Kasten](#) im Kapitel „Märkte nicht länger durch schwankende Risikobereitschaft geprägt“ näher erläutert, liegt der Grund für die jüngst gestiegenen Ungleichgewichte zumindest bis vor Kurzem nicht in einer Kapitalflucht aus Euro-Raum-Ländern, die als weniger kreditwürdig gelten, in andere Länder des Euro-Raums – ein solcher Zusammenhang lässt sich durch die Spreads von Credit-Default-Swaps nicht belegen.



Vielmehr waren die Ungleichgewichte dem automatischen Effekt großvolumiger Anleiheankäufe des Eurosystems zuzuschreiben, denen keine entgegengesetzten privaten Portfolioumschichtungen gegenüberstanden. Für den Fall, dass die politischen Spannungen anhalten oder sich intensivieren, werden dieser und andere führende Indikatoren mit Sicherheit genau beobachtet.

Politische Ereignisse in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben ein Schlaglicht auf die Anfälligkeiten der aufstrebenden Volkswirtschaften geworfen. Letztere stecken in der Klemme: auf der einen Seite die Aussicht auf eine (wenn auch vermutlich schrittweise) Straffung der Geldpolitik in den USA, der aufwertende Dollar und die eigenen Fremdwährungsschulden, auf der anderen Seite die Gefahr, dass der Protektionismus zunimmt. Diese Anfälligkeiten kommen in der relativen Entwicklung ihrer Wechselkurse zum Ausdruck, die in engem Zusammenhang mit ihren US-Handelsbeziehungen steht. Trotzdem kam es im Berichtszeitraum zu einer Stimmungsaufhellung, als neue Zuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierte Fonds zu einer Erholung der Wechselkurse, der Aktienkurse und der Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen führten. Außerdem deuten die jüngsten Kennzahlen der globalen Liquidität, auch wenn es sich um nachlaufende Indikatoren handelt, darauf hin, dass die Vergabe von US-Dollar-Krediten an Nichtbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften bis Ende September 2016 wieder anzuziehen begann, nachdem Ende 2015 ein Stillstand und Hinweise auf einen Rückgang verzeichnet worden waren. Hyun wird gleich mehr dazu sagen.

Im Berichtsquartal kam es an den Finanzmärkten Chinas zu besonderen Anspannungen. Wie in einem zweiten [Kasten](#) im Kapitel „Märkte nicht länger durch schwankende Risikobereitschaft geprägt“ erläutert, trug ein Liquiditätsengpass zu einem abrupten Anstieg der Renditen inländischer Anleihen bei, was einmal mehr die weit verbreiteten Anfälligkeiten im florierenden Schattenbankensektor des Landes in den Vordergrund rückt. Und als die Währung unter dem Druck der Kapitalströme abwertete, kam es zu erheblichen Schwankungen der Differenz von Festland-Renminbi (CNY) und Offshore-Renminbi (CNH). Die Anspannungen spiegelten die äußerst schwierige Aufgabe der politischen Entscheidungsträger wider, die dreifache Herausforderung einer historisch hohen Verschuldung, eines Unternehmenssektors, der teilweise immer noch umfangreiche Fremdwährungsschulden aufweist, und der zunehmenden Internationalisierung der Währung zu meistern. Im Gegensatz zu ähnlichen Fällen in der Vergangenheit fielen die Anspannungen zumeist moderat aus und weiteten sich nicht auf andere Länder aus, nicht zuletzt, weil die Aussichten für die Wirtschaft auf kurze Sicht weiterhin positiv waren.

Derartige Anspannungen sind die jüngsten Hinweise darauf, dass China als global agierende Volkswirtschaft darum kämpft, das Ziel einer nachhaltigen, von finanziellen Krisen freien Expansion unbeschadet zu erreichen. Die Nachwirkungen der Großen Finanzkrise sind nach wie vor spürbar. Dies zeigt, warum es angesichts der [Dominanz des US-Dollars](#) im internationalen Währungs- und Finanzsystem so wichtig ist, die Entwicklungen an den US-Dollar-Refinanzierungsmärkten zu verstehen. Noch gibt es keine Anzeichen für US-Dollar-Liquiditätsengpässe, wie Hyun in Kürze erläutern wird. Sollte es jedoch irgendwann zu Anspannungen kommen, könnten die US-Dollar-Refinanzierungsmärkte im Allgemeinen und der Devisenwapmarkt im Speziellen leicht unter Druck geraten, wie in der Vergangenheit bereits mehrfach zu beobachten war. Ganz entscheidend ist hier die Möglichkeit, auf das durch Zentralbankswaps bereitgestellte Sicherheitsnetz zurückzugreifen. Das hat sich auch in der Großen Finanzkrise gezeigt, als es darum ging, US-Dollar-Liquiditätsengpässe zu bewältigen.



Hyun Song Shin

Wie Claudio schon erwähnt hat, ist die Bedeutung des Dollars im globalen Finanzsystem unverändert hoch. Die auf US-Dollar lautende Kreditvergabe an Nichtbanken außerhalb der USA lag Ende September 2016 bei \$ 10,5 Bio. und war damit um \$ 420 Mrd. höher als sechs Monate zuvor. Die US-Dollar-Kreditvergabe an Nichtbanken in den aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichnete im selben Zeitraum einen leichten Anstieg von \$ 87 Mrd. auf \$ 3,6 Bio. In diesen Gesamtbeträgen sind auch Daten von China und Russland enthalten, die seit Kurzem zum Kreis der BIZ-Berichtsländer zählen. Entsprechend wurden die Datenreihen von Dollarkrediten revidiert. Durch diese Revision stiegen der weltweite Gesamtbetrag um rund \$ 500 Mrd. auf \$ 10,5 Bio. und der Betrag für die aufstrebenden Volkswirtschaften um ungefähr \$ 300 Mrd. auf \$ 3,6 Bio. Die revidierten Datenreihen sind das Ergebnis der genaueren Erfassung sowohl der Dollarkreditvergabe *innerhalb* dieser Länder als auch der *grenzüberschreitenden* Kreditvergabe dieser Länder.

Obwohl der Gesamtbetrag der Dollarschulden weiter wächst, kam es zu wichtigen Veränderungen in ihrer Zusammensetzung, insbesondere im weltweiten Bankensystem. Ich möchte einige Hintergründe dieser Verschiebungen beleuchten.

Zum einen wirkte sich die US-Geldmarktreform auf die Dollarrefinanzierungen von Nicht-US-Banken aus. Die Reform trat im Oktober 2016 in Kraft und verpflichtete Geldmarktfonds, die in Unternehmensanleihen investieren (sog. Prime Funds), einen variablen, mit dem Marktwert der Aktiva schwankenden Nettoinventarwert zu halten. Außerdem wurden Regeländerungen für Anleger eingeführt. Die Auswirkungen auf die Dollarrefinanzierungen von Nicht-US-Banken aus Geldmarktfonds waren beträchtlich. Vor der Reform nahmen Nicht-US-Banken insgesamt über \$ 1 Bio. bei US-Geldmarktfonds auf. Danach verringerte sich dieser Betrag drastisch. Von September 2015 bis Dezember 2016 standen Nicht-US-Banken rund \$ 555 Mrd. weniger Dollarmittel aus Prime Funds zur Verfügung. Etwa \$ 140 Mrd. wurden mit Repo-Finanzierungen aus Geldmarktfonds, die in öffentliche Anleihen investieren, wettgemacht, doch unter dem Strich büßten Nicht-US-Banken durch die US-Geldmarktreform Dollarrefinanzierungen in Höhe von \$ 415 Mrd. ein.

Oberflächlich betrachtet wäre zu erwarten gewesen, dass ein derart umfangreicher Verlust an Dollarmitteln die Dollarrefinanzierungen von Nicht-US-Banken insgesamt schmälert. Dies ist jedoch nicht geschehen. Vielmehr kam es zu einer erheblichen – wahrscheinlich strukturellen – Verschiebung der Dollarrefinanzierungen hin zu einer stärkeren Verwendung von Einlagen in US-Dollar. Diese nahmen von September 2015 bis September 2016 um \$ 537 Mrd. zu, was den Rückgang der Dollarrefinanzierungen aus US-Geldmarktfonds mehr als ausglich.

Bleibt die Frage, ob der umfangreichere Einlagenbestand auf umgelenkte Mittelflüsse von US-Anlegern zurückzuführen ist, die zuvor in US-Geldmarktfonds investiert hatten. Eine Analyse der Daten zeigt, dass nur rund ein Drittel des Zuwachses auf Offshore-Dollareinlagen von US-Nichtbanken – z.B. Unternehmen und privaten Haushalten – entfällt. Der Großteil der höheren Einlagen stammt aus anderen Quellen. Diese strukturellen Verschiebungen werfen ein Schlaglicht auf die wachsende Bedeutung von Offshore-Dollarrefinanzierungen im globalen Bankensystem.

Zudem werfen diese strukturellen Verschiebungen diverse Fragen auf. Woher stammen die Dollareinlagen? Bei welchen Banken haben sich die Dollareinlagen am stärksten erhöht? Wie widerstandsfähig sind diese neuen Dollarrefinanzierungen? Diese Fragen verdienen weiterhin Aufmerksamkeit.

Kommen wir nun zu den Features in dieser Ausgabe des BIZ-Quartalsberichts.

In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich das Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren endlich belebt. In einigen Ländern, u.a. den USA, Frankreich und Italien, wird die Erholung jedoch relativ stark vom Konsum gestützt. **Enisse Kharroubi** und **Emanuel**



Kohlscheen zeigen, dass Wachstum im Durchschnitt etwa 0,5–0,7 Prozentpunkte schwächer ist, wenn es konsumgetrieben ist. Und was noch wichtiger ist: Auch das *nachfolgende* Wachstum fällt schwächer aus. Dafür sind offenbar mehrere Faktoren verantwortlich. Die Autoren konzentrieren sich auf die Rolle, die Wohneigentum und Kreditwachstum in diesem Zusammenhang spielen. Wachstumsphasen, die von einer rascheren Ausweitung der Kreditvergabe bzw. einem steigenden Wert von Wohnimmobilien getrieben werden (was häufig Hand in Hand geht), scheinen kurzlebiger, als wenn diese beiden Faktoren nicht vorhanden sind. Eine mögliche Erklärung ist, dass kreditfinanziertes Wachstum die Schuldendienstquote der privaten Haushalte erhöht und ihre künftige Nachfrage bremst.

Der Feature-Artikel von **Benjamin Cohen** und **Gerald Edwards** befasst sich mit einem anderen Aspekt von Krediten. Die Autoren stellen fest, dass die neuen Rechnungslegungsvorschriften zur Risikovorsorge auf Basis der erwarteten Kreditausfälle den Finanzzyklus abmildern helfen, indem Banken künftige Verluste frühzeitig ausweisen müssen. Die wichtigsten normgebenden Gremien im Bereich der Rechnungslegung, das International Accounting Standards Board (IASB) und das Financial Accounting Standards Board der USA (FASB), haben neue Standards erarbeitet, die einen zukunftsgerichteten Ansatz für das Kreditrisiko vorsehen. Die Autoren schätzen in einem hypothetischen Szenario, dass die Risikovorsorge von US-Banken 2006 nach dem neuen Standard von 1,3% auf 2,2% der Bruttokredite angestiegen wäre – kein enormer Anstieg, aber einer, der den nicht tragfähigen Boom vor der Krise vielleicht etwas gedämpft hätte. 2009 wäre die Risikovorsorge von 4,4% auf 1,1% der Bruttokredite gesunken, was die Kreditklemme nach der Krise möglicherweise abgemildert hätte.

Morten Bech, **Yuuki Shimizu** und **Paul Wong** kommen in ihrem Feature-Artikel zu dem Schluss, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften zu den frühen Anwendern von schnellen Massenzahlungsverkehrssystemen gehören. Bei dieser Technologie wird der Zahlungsverkehr zwischen Einzelpersonen bzw. Unternehmen sofort abgewickelt und nicht erst nach einigen Tagen. Der Netzwerkeffekt spielt dabei eine Schlüsselrolle, und er dürfte in den kommenden Jahren auch von anderen Zahlungsverkehrstechnologien genutzt werden, beispielsweise Distributed-Ledger-Technologien (DLT). Gegenüber Echtzeit-Bruttoabwicklungssystemen (RTGS), die zuerst in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften eingesetzt wurden, weist die Verbreitung von Massenzahlungsverkehrssystemen neue Merkmale auf.

Der Feature-Artikel von **Lawrence Kreicher**, **Robert McCauley** und **Philip Wooldridge** zeigt, dass Zinsswaps als Referenzwert für Absicherungen und das Eingehen von Positionen am langen Ende der Renditenstrukturkurve gegenüber Staatsanleihe-Futures weiter an Boden gewinnen. Insofern folgen die Zinsswaps dem LIBOR nach, der in den 1980er und 1990er Jahren die Zinssätze von US-Schatzwechseln und anderen Staatspapieren als kurzfristige Benchmark verdrängte. Der aktuelle Verdrängungsprozess vollzieht sich ungeachtet des LIBOR-Skandals, der größeren Unterschiede bei der Kreditwürdigkeit von Banken und der negativen Spreads von US-Dollar-Zinsswaps in den letzten Monaten.