



---

**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 2017 – Medienorientierung**

**On-the-Record-Kommentare von Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, 1. Dezember 2017.**

### **Claudio Borio**

Man könnte meinen, die Zeit wäre stehengeblieben. Zum Zeitpunkt des letzten Quartalsberichts hatten sich die Marktteilnehmer in ihrem Goldilocks-Umfeld gesonnt – einem Umfeld, in dem die Wirtschaft weder zu stark noch zu schwach wächst. Und das taten sie auch in den vergangenen drei Monaten.

Die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen verbesserten sich weiter. Der Aufschwung weitete sich aus und beschleunigte sich. Vor allem aber blieb die Inflation – der Leitstern der Zentralbanken – meist außerordentlich niedrig, obwohl freie Kapazitäten zusehends verschwanden. Nichts schien eine Zukunft mit nachhaltigem Wachstum und niedrigen Zinssätzen gefährden zu können. Entsprechend änderten sich die Referenzrenditen der wichtigsten Staatsanleihen in der Regel nicht.

Die Risikobereitschaft nahm weiter zu. Die wichtigsten Aktienmarktindizes näherten sich früheren Höchstständen an oder übertrafen diese noch. Die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen sanken weiter: Der US High Yield Index erreichte Niveaus, die zuletzt vor dem Zusammenbruch von Long-Term Capital Management 1998 und dann wieder vor der Großen Finanzkrise verzeichnet worden waren. Erst gegen Ende des Berichtszeitraums kam es zu Turbulenzen. Die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften folgten einem ähnlichen, wenn auch etwas weniger ausgeprägten Trend. Gleichzeitig erreichten Credit-Default-Swaps – ein Maß für die Kosten, sich gegen den Ausfall von Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften zu versichern – die tiefsten Werte seit der Großen Finanzkrise. Die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten weiterhin Kapitalzuflüsse, wenn auch in etwas geringerem Umfang, und der Absatz von risikoreicheren Schuldtiteln traf auf ungewöhnlich hohe Nachfrage. Derweil sank die implizite Volatilität in allen Anlagekategorien – Aktien, festverzinsliche Wertpapiere und Devisen – eher noch weiter. Die Volatilität der Aktien- und Anleiherenditen sank sogar auf ein Allzeittief, das bisher nur kurz Mitte 2014 und vor dem Beginn der Großen Finanzkrise verzeichnet worden war. Die Volatilität der Wechselkurse bewegte sich auf ähnlich niedrigem Niveau.

Diese Überschwänglichkeit, die sich an den Märkten breitmachte, würde nicht wirklich überraschen, hätte die Federal Reserve nicht zugleich ihre geldpolitischen Zügel weiter angezogen. Trotz der Ankündigung und des Beginns des Bilanzabbaus sanken die Laufzeitprämien weiter. Zugegebenermaßen ließen andere wichtige Zentralbanken, wie die Bank of Japan, ihre Geldpolitik unverändert locker oder ergriffen, wie im Fall der EZB, Maßnahmen, die zumindest gemessen an den Erwartungen eher als Lockerungsmaßnahmen wahrgenommen wurden. Sogar die Zinserhöhung der Bank of England um 25 Basispunkte wurde als „dovish hike“, d.h. als „gemäßigt“, wahrgenommen, weil sie entsprechend kommuniziert worden war. Es ist jedoch die Federal Reserve, die die wichtigste internationale Währung ausgibt, und ihr Einfluss auf die Märkte ist nach wie vor beispiellos. Der Beginn ihres Bilanzabbaus nach den vorausgegangenen großvolumigen Ankäufen von Vermögenswerten schien die Abwertung des US-Dollars – eine Quelle für Carry-Trades – tatsächlich zu stoppen.



Allerdings hat sich die Währung seit Ende 2015 abgewertet, als die Federal Reserve ihren geldpolitischen Straffungskurs eingeläutet und den Leitzins erstmals erhöht hatte.

Hier liegt ein offensichtliches Paradox: Die Finanzierungsbedingungen lockerten sich, als die Federal Reserve die geldpolitischen Zügel weiter anzog. Ein geläufiger Indikator, der Informationen verschiedener Anlagekategorien kombiniert, zeigt, dass sich die Finanzierungsbedingungen die ganze Zeit über gelockert haben, unabhängig vom Zeitpunkt der konkreten geldpolitischen Maßnahmen. Dieser Indikator weist den niedrigsten Wert seit 24 Jahren auf. Damit stellt sich die Frage: Wenn die Finanzierungsbedingungen der wichtigste Transmissionskanal für eine straffere Geldpolitik sind, wurde die Geldpolitik dann überhaupt gestrafft?

Tatsächlich ist diese paradoxe Situation nicht komplett neu. Im Kapitel „Ein Straffungsparadox?“ weisen wir auf eine entsprechende Entwicklung während der Zinserhöhungen der Federal Reserve in den 2000er Jahren hin – jener Phase, in der Alan Greenspan den inzwischen berühmten Begriff „Zinsrätsel“ prägte: Als die Federal Reserve ihre Zinsen Schritt für Schritt erhöhte, blieben die Finanzierungsbedingungen nämlich nahezu unverändert bzw. lockerten sich sogar. Diese Phase steht in deutlichem Widerspruch zu früheren Straffungsphasen, nicht zuletzt derjenigen von 1994. Damals stiegen die langfristigen Zinsen stark an, die Renditenstrukturkurve wurde steiler, die Vermögenspreise sanken, und die Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen weiteten sich aus. Außerdem gerieten aufstrebende Volkswirtschaften unter Druck.

Über die Gründe für diese unterschiedlichen Entwicklungen kann man nur spekulieren.

Ein Faktor könnte das makroökonomische Umfeld sein. In allen drei Fällen befand sich die Wirtschaft in einem Aufschwung, und die Inflation war verhalten. Heute allerdings gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass die Zinsen und möglicherweise auch die Inflation künftig noch niedriger sein werden, als es von den Zentralbanken kommuniziert wird.

Genau diese Kombination aus graduellem und [vorhersehbarem Vorgehen](#) mag ebenfalls eine Rolle gespielt haben, auch wenn diese Erklärung vielleicht weniger Beachtung findet. Wenn man die drei Phasen vergleicht, wurde die Geldpolitik von Mal zu Mal langsamer gestrafft. In der aktuellen Phase wird erwartet, dass so langsam gestrafft wird wie noch nie. Und vor dem Hintergrund der übermäßigen Reaktion im Jahre 1994 – ganz zu schweigen vom „Taper Tantrum“ im Jahr 2013 – unternimmt die Zentralbank alle Anstrengungen, um die Märkte vorzubereiten und darauf hinzuweisen, dass sie auch künftig behutsam agieren werde. In der Tat erinnert das aktuelle Vorgehen an das „maßvolle Tempo“, das in den 2000er Jahren immer wieder beteuert wurde, abgesehen davon, dass die heutige Anpassung wohl noch behutsamer und frühzeitiger angekündigt wurde. Wenn ein graduelles Vorgehen den Marktteilnehmern die Gewissheit gibt, dass eine straffere Geldpolitik die Wirtschaft nicht aus der Bahn wirft oder Turbulenzen an den Märkten auslöst, dann ist Vorhersehbarkeit der Grund für die sinkenden Risikoprämien. Dies kann zu höherer Verschuldung und höherer [Risikoübernahme](#) führen. Ebenso wird jeglicher Eindruck, dass die Zentralbanken nicht tatenlos zuschauen werden, wenn es an den Märkten zu Spannungen kommt, diese Anreize zweifellos noch verstärken. Vor diesem Hintergrund erscheint die Lockerung der Finanzierungsbedingungen weniger überraschend.

Daraus ergeben sich zwei Überlegungen:

Die erste liegt auf der Hand: Das letzte Wort ist noch nicht gesprochen. In gewisser Hinsicht hat die Straffung noch nicht wirklich begonnen. Die Schwachstellen, die sich während dieser ungewöhnlich langen Phase ungewöhnlich niedriger Zinsen rund um den Globus gebildet haben, sind noch immer vorhanden. Wie in den beiden Feature-Artikeln des vorliegenden Quartalsberichts erläutert, gibt es nach wie vor hohe Schuldenstände sowohl in Landes- als auch in Fremdwährung. Zudem sind die Bewertungen weiterhin hoch oder sogar überhöht, zum Teil gestützt durch niedrige Staatsanleiherenditen – die ja als Referenz für die Bewertung



aller Vermögenswerte dienen. Und was noch wichtiger ist: Je länger die Phase der Risikobereitschaft anhält, desto stärker könnten die bilanzwirksamen Risikopositionen wachsen. Der Preis für kurzfristige Ruhe sind mögliche Turbulenzen auf lange Sicht.

Die zweite Überlegung dreht sich darum, was eine wirksame Straffung auszeichnet. Kann man eine Straffung als wirksam ansehen, wenn die Finanzierungsbedingungen ganz offensichtlich lockerer werden? Und wenn die Antwort nein lautet: Was sollten Zentralbanken dann tun? In einer Zeit, in der graduelles Vorgehen und Vorhersehbarkeit zur Norm werden, dürften diese Fragen an Dringlichkeit zunehmen.

## Hyun Song Shin

Mit dieser Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts* erscheint das frühere Kapitel „Wichtigste Erkenntnisse zum weltweiten Finanzgeschäft“ in neuer Form. Bisher wurden darin die aktuellen Entwicklungen der weltweiten Bankkredit- und Kapitalströme erläutert, gestützt auf die BIZ-Statistiken zum internationalen Bank- und Finanzgeschäft. Künftig werden wir diese Entwicklungen jeweils kurz kommentieren, wenn wir die entsprechenden Statistiken veröffentlichen. Im Quartalsbericht nehmen wir dann einen bestimmten Aspekt anhand dieser Statistiken unter die Lupe.

In dieser Ausgabe des Quartalsberichts untersuchen **Iñaki Aldasoro** und **Torsten Ehlers** die **Risikotransfers** innerhalb des globalen Bankensystems. Dabei übertragen die Banken Kreditrisiken beispielsweise mittels Garantien, Derivaten oder Sicherheiten. Die BIZ kann Risikotransfers erfassen, weil ihre Statistiken unterscheiden zwischen internationalen Forderungen **auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei** (bei denen solche Transfers unberücksichtigt bleiben) und internationalen Forderungen **auf Basis des letzten Risikoträgers** (bei denen Risikotransfers berücksichtigt werden).

Die Autoren erläutern, wie global tätige Banken Kreditrisiken von Finanzzentren fortgeschrittener Länder (wie dem Vereinigten Königreich und Luxemburg), von Offshore-Finanzzentren und von aufstrebenden Volkswirtschaften auf fortgeschrittene Volkswirtschaften übertragen. Solche Risikotransfers entstehen unter anderem durch Garantien, die Banken im Herkunftsland von Nichtfinanzunternehmen für deren Auslandsgeschäfte gewähren. Weitere Beispiele sind der Austausch von Sicherheiten oder der Kauf eines Kreditderivats.

Bei den Risikotransfers in Bezug auf aufstrebende Volkswirtschaften hat ein erheblicher Wandel stattgefunden. Während Banken nach wie vor Risikotransfers vornehmen, um ihr Engagement gegenüber den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften zu verringern, haben sie netto ihr Kreditengagement gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens *erhöht*. Dies mag teilweise auf ein größeres Vertrauen in die asiatischen Volkswirtschaften zurückzuführen sein, teilweise aber auch auf die stärkere internationale Präsenz asiatischer Unternehmen, die Garantien von Banken in ihrem Herkunftsland erhalten. Diese Entwicklungen spiegeln realwirtschaftliche Trends wider, sollten aber dennoch genau beobachtet werden, da risikomindernde Instrumente auch zur Übernahme höherer Risiken eingesetzt werden können.

Die beiden Feature-Artikel in diesem Quartalsbericht untersuchen diverse Aspekte der Verschuldung des privaten Sektors, die seit der Finanzkrise zugenommen hat. Wie im BIZ-Jahresbericht und in früheren Quartalsberichten dargelegt, könnte dies den gesamtwirtschaftlichen Ausblick beeinträchtigen.

Weltweit haben die Länder, die am stärksten von der Großen Finanzkrise betroffen waren, in beträchtlichem Umfang Schulden abgebaut. Die jüngste Zunahme der Verschuldung hat wieder zu ähnlichen Schuldenständen wie vor der Finanzkrise geführt. Doch in vielen Ländern, die weniger stark von der Krise in Mitleidenschaft gezogen wurden, sind die Schuldenstände



inzwischen deutlich höher als vor der Krise. Die beiden Feature-Artikel zeigen auf, wie sich Schulden auf gesamtwirtschaftliche Entwicklungen und die Finanzstabilität auswirken. Die Erkenntnisse aus diesen Artikeln können auch Aufschluss darüber geben, wie eine Normalisierung der Geldpolitik die Wirtschaftstätigkeit beeinflusst.

**Anna Zabai (BIZ)** befasst sich in ihrem Artikel mit der **Verschuldung der privaten Haushalte**. Kredite ermöglichen es den privaten Haushalten, ihr künftiges Einkommen zu beleihen und mit dem aufgenommenen Geld Wohneigentum zu erwerben oder Konsumausgaben zu finanzieren. Allerdings kann eine allzu hohe Schuldenlast den finanziellen Spielraum der Privathaushalte einschränken und sie anfällig gegenüber gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Schocks machen. Inwieweit sich die Verschuldung der privaten Haushalte insgesamt auf die Wirtschaftstätigkeit auswirkt, hängt von verschiedenen Faktoren ab, unter anderem davon, wie hoch die Schulden sind, ob die Zinsen fest oder variabel sind, ob die Privathaushalte über Sicherheitspolster in Form von Barmitteln verfügen und wie hoch der Schuldendienst ist.

Tendenziell kurbelt eine höhere Verschuldung die Wirtschaft kurzfristig an. Es gibt aber Belege dafür, dass sie über drei oder mehr Jahre wachstumshemmend wirkt. Die Verschuldung der privaten Haushalte wirkt sich auch auf die Finanzstabilität aus, und zwar sowohl direkt über die Kreditengagements als auch indirekt über ihren Einfluss auf das BIP. Aus diesen Gründen können makroprudenzielle Maßnahmen, die jetzt ergriffen werden, den künftigen geldpolitischen Spielraum vergrößern.

**Boris Hofmann (BIZ)** und **Geert Peersman (Universität Gent)** untersuchen in ihrem Artikel die Wirkung geldpolitischer Schocks auf die **Schuldendienstquote**, definiert als Zins- und Tilgungszahlungen im Verhältnis zum Einkommen des privaten Nichtfinanzsektors. Im Einklang mit anderen Forschungsarbeiten der BIZ zeigt sich, dass die Schuldendienstquote ein wichtiger Kanal ist, über den die Geldpolitik auf die Realwirtschaft wirkt. Basierend auf Daten von 18 Volkswirtschaften stellen die Autoren fest, dass es nach einer Straffung der Geldpolitik zu einem beträchtlichen und dauerhaften Anstieg der Schuldendienstquote kommt und dass Wachstum, Inflation, Immobilienpreisentwicklung und Kreditvergabe gedämpft werden. Für Volkswirtschaften, in denen die Verschuldung des privaten Nichtfinanzsektors höher ist, gilt dies umso mehr.