



---

**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 2018 – Medienorientierung**

**On-the-Record-Kommentare von Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, 9. März 2018.**

### **Claudio Borio**

Die Volatilität ist zurückgekehrt. Allerdings nicht bei allen Anlagekategorien: Sie ist weitgehend auf Aktien begrenzt und bei Staatsanleihen und Wechselkursen nur sehr schwach zu erkennen. Wir wissen auch nicht, wie lange die Volatilität anhalten wird. Aber sie ist zurück, und eine gewisse Volatilität ist gesund. Es gibt kaum etwas Heimtückischeres an den Märkten als die Illusion dauerhafter Ruhe. Wie die Erfahrung zeigt, kann diese Illusion zu sehr hohen und folgenschweren Verlusten führen.

Im Berichtszeitraum war alles zunächst wie im Vorquartal, das seinerseits einen Trend fortgesetzt hatte, der bereits vor längerer Zeit begonnen hatte. Es herrschte eine ausgeprägte Risikobereitschaft, die Aktienkurse verzeichneten immer wieder Höchstwerte, die Volatilität lag in fast allen Anlagekategorien auf oder nahe den tiefsten Werten seit mehreren Jahrzehnten, die Kreditrisikoaufschläge waren ungewöhnlich niedrig, und die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichneten hohe Portfoliozuflüsse. Zudem bescherte der abwertende US-Dollar den vielen US-Dollar-Schuldnern des privaten und öffentlichen Sektors weltweit, insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften, noch lockerere Finanzierungsbedingungen. All dies geschah vor dem Hintergrund eines anscheinend stärkeren und breiter abgestützten realwirtschaftlichen Wachstums, während der Inflationsdruck schwach blieb – die Marktteilnehmer sprechen in diesem Fall von einem „Goldilocks“-Umfeld.

Und dann brachen am 2. Februar, wie ein Blitz aus heiterem Himmel, in den USA die Aktienkurse ein, nachdem sie zuvor ganz leicht nachgegeben hatten, und die Volatilität schnellte in die Höhe. Dadurch wurden die seit Jahresbeginn verzeichneten hohen Gewinne auf einen Schlag zunichte gemacht. Doch wie so oft bei Kurseinbrüchen machten die Märkte diese Verluste in den darauffolgenden Tagen teilweise wieder wett. In der Folge blieben weitere große Schwankungen aus, und die Indizes verbuchten ähnliche Werte wie zuletzt im Dezember. Anfang März allerdings, nach Drucklegung des Quartalsberichts, führten angespannte Handelsbeziehungen zu weiteren Turbulenzen an den Märkten. Außerhalb der USA folgten die Aktienmärkte einem ähnlichen Muster, wenn auch die Verluste in Japan etwas umfangreicher waren und länger andauerten.

Was sind die Gründe für diesen abrupten und ungeordneten Einbruch am US-Aktienmarkt? Die Anleiherenditen tendierten bereits vor dem Einbruch seit einiger Zeit nach oben – dieser Trend hatte sich nach dem Tiefstand im September 2017 zunächst langsam entwickelt und sich im vergangenen Quartal dann verstärkt. In der Woche vor dem Einbruch hatten die Anleiherenditen recht stark reagiert, als das US-Finanzministerium umfangreiche Emissionen von Anleihen im gesamten Laufzeitenspektrum ankündigte und die Marktteilnehmer damit offenbar überraschte. Der Aktienmarkt hatte sich davon jedoch weitgehend unbeeindruckt gezeigt. Auslöser für den Einbruch schien stattdessen die Meldung über ein starkes Lohnwachstum in den USA zu sein, das als Hinweis gewertet wurde, dass es zu einem unerwarteten Anstieg des Inflationsdrucks kommen könnte. Die Rendite von US-Schatzpapieren stieg, und die Aktienkurse begaben sich auf Talfahrt.



Bald darauf – am 5. Februar – kamen die internen Marktkräfte ins Spiel, und zwar auf eine Weise, die an den Börsenkrach von 1987 erinnerte. Damals hatten automatisierte Handelsstrategien – Programmhandel und Portfolio-Absicherung – im Zentrum gestanden. Diesmal waren es die Handelsstrategien von Anbietern börsengehandelter Produkte (ETP) und Commodity Trading Advisers (CTA) sowie, wenn auch wohl in geringerem Maße, auf der Risikoparität basierende Strategien. Dies wird im Kapitel „[Rückkehr der Volatilität](#)“ näher erläutert. Diese Anlagevehikel, Akteure und Handelsalgorithmen hatten eines gemeinsam: Sie gingen entweder direkt Positionen auf die Volatilität ein oder wurden – wie im Fall der CTA – auf dem falschen Fuß erwischt und waren gezwungen, ihre Positionen zu verkaufen, um Verluste auszugleichen. Wie in der Vergangenheit oft beobachtet, verstärkte die – offenkundige oder im betreffenden Instrument eingebettete – Hebelwirkung die Marktbewegungen. Doch anders als in der Vergangenheit standen den Marktteilnehmern nun Volatilitätsprodukte zur Verfügung, mit denen sie die Volatilität direkt handeln konnten. So kam es zu den extremen Ausschlägen des VIX-Index: Dass die Volatilität bei einem Markteinbruch steigt, ist hinlänglich bekannt; doch diesmal stand das Ausmaß des Anstiegs in keinem Verhältnis zum Ausmaß des Kursrückgangs am Aktienmarkt.

Welche Schlussfolgerungen lassen sich nun daraus ziehen? Es sind mehrere denkbar.

Erstens haben die Marktturbulenzen das wirtschaftliche und finanzielle Gesamtbild nicht grundlegend verändert. Die Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor ungewöhnlich locker. Die Märkte für Unternehmensanleihen haben sich kaum bewegt: Die Kreditrisikoaufschläge sind weiter gesunken und inzwischen so niedrig wie seit Jahrzehnten nicht mehr; zudem scheinen andere Kreditmerkmale, wie beispielsweise Covenants, in keiner Weise auf die Marktturbulenzen reagiert zu haben. Gleichzeitig bleibt der US-Dollar nach anhaltenden Wertverlusten schwach, was eine weitere Lockerung der Finanzierungsbedingungen vermuten lässt, insbesondere für aufstrebende Volkswirtschaften.

Der Wertverlust des US-Dollars kam angesichts des Zusammentreffens von geldpolitischer Straffung und fiskalischer Expansion überraschend – diese Konstellation erinnert an die frühen 1980er Jahre. Damals wertete der Dollar jedoch kräftig auf. Im Kapitel „[Rückkehr der Volatilität](#)“ wird allerdings aufgezeigt, dass es durchaus frühere Beispiele für eine solche Abwertung gibt. In den 1990er und 2000er Jahren verlor der Dollar an Wert, als die Federal Reserve ihren Straffungskurs vorantrieb, und in den 2000er Jahren fiel die Abwertung ebenfalls mit einer fiskalischen Expansion zusammen. Mögliche Erklärungen für den gegenwärtigen Wertverlust des Dollars sind das äußerst langsame und gut kommunizierte Straffungstempo, die zunehmende Erholung der Weltwirtschaft außerhalb der USA, Bedenken über die Tragfähigkeit des Staatshaushalts und Verlautbarungen hochrangiger Amtsträger im Januar, die vermeintlich darauf abzielten, die „Währung herunterzureden“. Doch in Wahrheit ist es äußerst schwierig, hier eine Erklärung zu finden. Wie der amerikanische Satiriker und Kulturkritiker H.L. Mencken einmal sagte: „Erklärungen gibt es; sie waren schon immer da; für jedes menschliche Problem ist seit jeher eine Lösung bekannt: sie ist einfach, plausibel – und falsch.“ Das könnte ebenso gut für Erklärungsversuche nach überraschenden Wechselkursentwicklungen gelten.

Zweitens dürften diese Marktturbulenzen wohl nicht die letzten sein. Die Finanzmärkte und die Weltwirtschaft bewegen sich auf unbekanntem Terrain. Und nach einer ungewöhnlich langen Phase ungewöhnlich niedriger Zinssätze und lockerer geldpolitischer Bedingungen wäre es unrealistisch, nicht mit weiteren Marktturbulenzen zu rechnen. Was wir im vergangenen Quartal erlebten, zeigt, wie sehr eine solche Phase die geldpolitische Normalisierung erschwert, weil sie die Marktteilnehmer zum Eingehen von riskanten Positionen verleitet hat. Zudem hat sich gezeigt, wie sehr Markttrends von günstigen Inflationsaussichten abhängig sind. Kein Zweifel, die Turbulenzen haben zur Auflösung einiger Positionen geführt – so, als ob jemand auf die Reset-Taste drückt. Doch das Gesamtbild hat sich nicht grundlegend verändert.



Drittens schließlich unterstreicht all dies, wie heikel die Aufgabe ist, der sich die Zentralbanken gegenübersehen. Einerseits müssen sie die Geldpolitik normalisieren, nicht zuletzt, um ihren Handlungsspielraum mit Blick auf den nächsten Abschwung zu vergrößern. Andererseits müssen sie dies tun, ohne den Wirtschaftsaufschwung unnötig zu gefährden. Und sie müssen dies in einer Welt tun, in der im Gefolge der Großen Finanzkrise die Verschuldung im Verhältnis zu den Einkommen und zum BIP insgesamt weiter zugenommen hat. Es handelt sich um eine schwierige Aufgabe. Und sie erfordert die aktive Unterstützung anderer Politikbereiche. Die jüngste protektionistische Rhetorik erschwert die Aufgabe zusätzlich. Sie erfordert ein hohes Maß an Geschicklichkeit und Urteilsvermögen und, ja, auch eine Portion Glück. Doch die politischen Entscheidungsträger müssen Volatilität an sich nicht fürchten. Eine gewisse Volatilität kann sie bei der Aufgabe der geldpolitischen Normalisierung sogar unterstützen.

## Hyun Song Shin

Die lebhaften Diskussionen rund um Kryptowährungen sind Teil einer breiteren Debatte über das Wesen des Geldes im digitalen Zeitalter. Manche der zahllosen Kommentare zu diesem Thema vermitteln den Eindruck, dass die Zeit des Bargelds, also der klassischen Banknoten und -münzen, bald abgelaufen sei. In ihrem Artikel „**Zahlungsmethoden verändern sich, doch Bargeld dominiert nach wie vor**“ stellen **Morten Bech, Umar Faruqi, Frederik Ougaard** und **Cristina Picillo** fest, dass Bargeld immer noch sehr beliebt ist und in den meisten Ländern weiterhin intensiv genutzt wird. Trotz all dem technischen Fortschritt, der in den letzten Jahren im Zahlungsverkehr gemacht wurde, steigt in den meisten fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften die Verwendung des guten alten Bargelds nach wie vor. Der Wert des umlaufenden Bargelds stieg von 7% auf 9% des BIP, obwohl er in Schweden und einigen anderen Ländern der Welt gesunken ist. Dass Bargeld sich in der heutigen Gesellschaft behaupten kann, führt uns vor Augen, wie wichtig es ist, die wirtschaftlichen Funktionen von Geld und nicht nur die damit verbundenen technischen Innovationen zu verstehen. Gleichzeitig nehmen auch die Zahlungen mit Kredit- oder Debitkarten zu. Ihr Anteil hat sich von 13% des BIP im Jahr 2000 auf 25% im Jahr 2016 erhöht. Die Zahl der Karten steigt, und sie werden für immer kleinere Käufe eingesetzt.

Während die anhaltende Attraktivität von Bargeld ein Beispiel dafür ist, dass vertraute Dinge von Bestand sind, steht die Messung von Handels- und Leistungsbilanzen für eine Praxis, die neuen Trends – insbesondere der zunehmenden Bedeutung globaler Unternehmen – immer weniger Rechnung trägt. In ihrem Artikel „**Global tätige Unternehmen und die Messung ihrer internationalen Aktivitäten**“ zeigen **Stefan Avdjiev, Mary Everett, Philip Lane** und **Hyun Song Shin**, welchen Einfluss die Tätigkeiten dieser Unternehmen auf die klassischen Messgrößen für die Handels- und Leistungsbilanz und das BIP haben und wie sie diese mitunter verzerren können. In der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung findet das Prinzip der *Gebietsansässigkeit* Anwendung. Doch „Gebietsansässigkeit“ ist ein rechtliches Konzept, das nicht immer dem physischen Standort der Produktionsaktivitäten eines Unternehmens entspricht oder dem Ort, an dem seine Mitarbeitenden beschäftigt sind. Ein Unternehmen, das seine Produktion ins Ausland verlagert hat und seine Produkte weltweit vertreibt, wird häufig als ein Unternehmen angesehen, das Güter aus seinem Herkunftsland exportiert. Dies gilt vor allem, wenn das in den Gütern verarbeitete geistige Eigentum aus dem Herkunftsland stammt. Wenn ein Unternehmen seinen Sitz verlagert, kann dies in den Ländern, die Teil einer globalen Lieferkette sind, eine Reihe von Änderungen in der Zahlungsbilanz auslösen. Im Falle kleiner offener Volkswirtschaften reagieren die Leistungsbilanz und das BIP sensibel auf solche Firmensitzverlagerungen global tätiger Unternehmen. In Irland beispielsweise nahm das BIP 2015 um 26% zu, obwohl die Wirtschaftstätigkeit im Inland konstant blieb.



Die übrigen Feature-Artikel des Quartalsberichts befassen sich mit traditionelleren BIZ-Themen im Bereich des Finanzwesens. Claudio ist vorhin in seinen Kommentaren auf die jüngsten Ereignisse an den Finanzmärkten eingegangen. Die abrupten Entwicklungen an den Finanzmärkten sorgen für Schlagzeilen, dabei sind die langsamen Entwicklungen im Hintergrund für die Wirtschaft womöglich wichtiger. Ihre Bedeutung zeigt sich erst nach einer gewissen Zeit.

**Iñaki Aldasoro, Claudio Borio und Mathias Drehmann** vergleichen in ihrem Artikel „**Schuldskategorien ergänzen bestehende Frühwarnindikatoren für Bankenrisiken**“ die Performance diverser Indikatoren für künftige Bankenrisiken. Sie stellen fest, dass neben den geläufigeren Kennzahlen der Kreditaggregate die Messgrößen für die Verschuldung der privaten Haushalte und die internationale Verschuldung nützliche Hinweise liefern können. Darüber hinaus zeigen die Autoren, dass diese Indikatoren noch aussagekräftiger sind, wenn sie mit den Veränderungen von Immobilienpreisen kombiniert werden. Auf das gegenwärtige Umfeld angewandt, weist eine Reihe von Indikatoren auf zunehmende Risiken in mehreren Ländern hin. Die Autoren erläutern allerdings auch, dass es besonderer Sorgfalt bedarf, um den Informationsgehalt dieser Indikatoren richtig zu deuten, nicht zuletzt weil in den vergangenen Jahren Verbesserungen bei der Bankenregulierung umgesetzt wurden. Stattdessen sollten hohe Werte die Ausgangsbasis für eine eingehendere Betrachtung der Risiken sein.

In ihrem Artikel „**Gemeinsame Kapitalgeber in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens**“ untersuchen **Cathérine Koch** und **Eli Remolona** vergangene und aktuelle Entwicklungen im globalen Bankwesen aus Sicht der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens. Die Autoren betrachten die Ereignisse aus der Perspektive der Bankgeschäftsstatistiken der BIZ, und zwar seit ihrer Einführung in den 1980er Jahren. Nachdem die US-Banken frühzeitig eine weltweite Führungsposition errungen hatten, verloren sie sie in den 1980er Jahren in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens an japanische Banken, die ihrerseits in den 1990er und 2000er Jahren von europäischen Banken abgelöst wurden. Diese Verschiebungen wurden von Krisen- und Erholungsphasen bestimmt – darunter die asiatische Finanzkrise von 1997/98, die Große Finanzkrise von 2007–09 und die europäische Staatsschuldenkrise von 2010/11. Dabei entwickelte sich die Bankkreditvergabe zu einem Kanal, der die Ausbreitung finanzieller Schocks auf andere Länder begünstigt. Inzwischen hat sich der Kreis wieder geschlossen, und heute sind es erneut japanische Banken, die mit 26% der Forderungen die größten Kapitalgeber in der Region sind. Allerdings spielen chinesische Banken eine zunehmend wichtige Rolle.

Wir können die Kreditströme auch daraufhin analysieren, welche Art von Institut den Kredit vergibt. In diesem Zusammenhang werden im Artikel „**Hypotheken, Bauträger und Immobilienpreise**“ von **Michael Chui, Anamaria Illes** und **Christian Upper** asiatische Bauträger untersucht. Die Autoren nehmen die Tätigkeiten dieser Bauträger und dabei insbesondere ihre wachsende Verschuldung unter die Lupe. Sie zeigen, wie ein hoher Verschuldungsgrad in Kombination mit verschärften Finanzierungsbedingungen die Immobilienpreise negativ beeinflussen könnte. Gleichzeitig ist die schwache Rentabilität vieler Bauträger ein weiterer Anlass zur Sorge. Einige Bauträger sind zudem von Währungsinkongruenzen betroffen. Die zunehmende Bedeutung von Bauträgern wirkt sich auch auf die Wirksamkeit makroprudenzieller Maßnahmen aus. Anders als bei Banken ist es für die Aufsichtsinstanzen häufig schwierig, Bauträgern Risikolimits für die Mittelvergabe vorzuschreiben, beispielsweise in Form von Obergrenzen für Beleihungsquoten der Schuldner.

Der Artikel „**Die Folgen passiver Anlagestrategien für die Wertpapiermärkte**“ von **Vladyslav Sushko** und **Grant Turner** befasst sich mit der wachsenden Bedeutung passiver Anlagen an den Finanzmärkten. Passive Anlagestrategien, bei denen in Vermögenswerte investiert wird, die einen Referenzindex abbilden, haben rasant zugenommen. Auf passive Anlagen entfallen jetzt 20% aller Vermögenswerte von Investmentfonds und 43% der gesamten Vermögenswerte von US-Aktienfonds. Der Anteil von passiven Anlagen in börsengehandelten Fonds liegt bei 40%. Fonds, die einen Index implizit abbilden, sind in



diesen Zahlen nicht enthalten. Ein Faktor, der zur wachsenden Bedeutung passiver Anlagestrategien beigetragen hat, ist die schwache Performance aktiv verwalteter Fonds. Die Beliebtheit passiver Anlagestrategien könnte dazu führen, dass Fondsmanager weniger Fundamentalanalysen betreiben. Außerdem nimmt womöglich die Korrelation von Renditen zu. Im Ergebnis könnte sich die Funktionsweise von Finanzmärkten ändern. Zuweilen wird die Ansicht vertreten, dass passive Anlagen Preisschwankungen verstärken könnten, und zwar durch automatische Kauf- und Verkaufstransaktionen als Reaktion auf Zu- und Abflüsse bei den Anlageströmen. Die Autoren stellen jedoch bei der Untersuchung früherer Marktanspannungen fest, dass die Anlageströme bei passiven Investmentfonds verhältnismäßig stabiler waren als bei aktiven Investmentfonds und dass Anlageströme in börsengehandelte Fonds am volatilsten waren.

Im Artikel „**Das ABC der Kurs-Buchwert-Verhältnisse von Banken**“ untersuchen **Bilyana Bogdanova, Ingo Fender** und **Előd Takáts** die Bestimmungsfaktoren von Aktienkursen von Banken relativ zu ihrem Buchwert. Die Kurs-Buchwert-Verhältnisse vieler Banken sind trotz höherer Erträge und Geschäftsmargen seit einigen Jahren niedrig. Die Autoren entwickeln ein Bewertungsmodell, das traditionelle Kennzahlen (Qualität der Aktiva, erwartete Gewinne, Eigenkapitalkosten), den potenziellen Beitrag immaterieller Faktoren (wie die Stärke der Kundenbeziehung zu Schuldnern und Einlegern) sowie andere Faktoren (Größe und Verschuldungsgrad) einbezieht. Interessanterweise sind es dieselben Variablen, die die Kurs-Buchwert-Verhältnisse sowohl vor als auch nach der Großen Finanzkrise bestimmen, was darauf schließen lässt, dass es trotz der Regulierungsänderungen in der Nachkrisenzeit keine größeren Brüche in den Datenreihen gegeben hat. Genauso wenig haben sich die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für global systemrelevante Banken im Vergleich zu anderen Banken verändert. Eine nennenswerte Ausnahme bildet dabei das Eigenkapital: Vor der Krise hatte eine höhere Eigenkapitalausstattung eine geringe (und nicht signifikante) dämpfende Wirkung auf Marktwerte. Seit der Krise jedoch ist die Wirkung erheblich: Es scheint, als ob der Markt die Banken mit einer besseren Kapitalausstattung allmählich honoriert. Das bedeutet, dass Banken, die unter niedrigen Bewertungen leiden, gut daran täten, ihre Hausaufgaben zu erledigen, indem sie notleidende Kredite und zinsunabhängige Aufwendungen reduzieren.