



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 2018 – Medienorientierung

On-the-Record-Kommentare von Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, Freitag, 21. September 2018.

Claudio Borio

Das Schlagwort dieses Quartals ist Divergenz. Im Berichtszeitraum gerieten die Märkte aufstrebender Volkswirtschaften zunehmend unter Druck, während die Finanzmärkte in den USA boomten. Man könnte sagen, dass sich die globalen Finanzmärkte im Durchschnitt weiterhin gut entwickelten und so die außerordentliche Performance des Vorjahres fortsetzten. Doch dieser Durchschnitt ist nicht besonders aussagekräftig. Es ist wie bei einem Patienten, der eine normale Durchschnittstemperatur hat, aber einen feurig heißen Kopf und eiskalte Füße.

Wieso diese Divergenz? So seltsam sie erscheinen mag – die Gründe dafür sind leicht auszumachen. Ungeachtet der Expansion, die allmählich ihren Höhepunkt erreichte, beschleunigte sich das Wachstum der US-Wirtschaft sogar noch. Doch die Inflation, die sich ihrem Zielwert annäherte, stellte keine Bedrohung dar. Unter diesen Bedingungen konnte die Fed es sich erlauben, an ihrem äußerst vorhersehbaren und graduellen Straffungskurs festzuhalten. Was immer auch geschah, nichts konnte daher die US-Märkte aus ihrer Komfortzone herausholen. Unter diesen günstigen Bedingungen setzte der US-Dollar, der im Februar aufzuwerten begonnen und im April weiter zugelegt hatte, seinen Aufwärtstrend fort. Dies machte sich für die aufstrebenden Volkswirtschaften schmerzlich bemerkbar. In der Tat hat sich die in US-Dollar denominierte Mittelaufnahme von Nichtbanken in den aufstrebenden Volkswirtschaften – wie bereits früher festgehalten und im vorliegenden [BIZ-Quartalsbericht](#) näher untersucht – seit der Großen Finanzkrise mehr als verdoppelt und beträgt nun etwa \$ 3,7 Bio. Und dabei ist die [Mittelaufnahme in US-Dollar über den Devisenwapmarkt](#) – die durchaus ähnlich hoch sein könnte – in diesen Zahlen noch gar nicht berücksichtigt. Wie das [Kapitel zum Thema globale Liquidität](#) zeigt, ist die höhere Mittelaufnahme in US-Dollar Teil eines generellen Anstiegs der internationalen Kreditvergabe an Nichtbanken, eines wichtigen Indikators für die globale Liquidität: Diese Mittelaufnahme erhöhte sich von 33% des globalen BIP im ersten Quartal 2015 auf 38% im ersten Quartal 2018. Dabei haben Bankkredite im Vergleich zu – hauptsächlich von Nichtbankanlegern gehaltenen – Schuldtiteln an Bedeutung verloren.

Bei näherer Untersuchung zeigt sich, dass die Finanzierungsbedingungen in den USA aus einer langfristigen Perspektive betrachtet erstaunlicherweise nach wie vor sehr locker waren oder sogar noch lockerer wurden. Die Aktienkurse erreichten neue historische Höchststände und wurden insbesondere vom Technologiesektor und von Aktienrückkäufen beflügelt. Die Volatilität war weiterhin gering, und die Laufzeitprämien verharrten auf sehr niedrigem Niveau. Vor allem die Aufschläge auf Unternehmensanleihen waren trotz eines leichten Anstiegs ungewöhnlich niedrig; bei hochrentierenden Anleihen waren sie sogar so gering wie unmittelbar vor Ausbruch der Großen Finanzkrise. In Einklang mit den niedrigen Aufschlägen lief der Markt für Leveraged Loans auf Hochtouren, wie in [Kasten A am Schluss des Kapitels „Märkte divergieren stärker“](#) erörtert wird. Das Absatzvolumen dieser Kredite war groß, weil die Banken viele kauffreudige Anleger dafür fanden. Ein Teil wurde auch über sog.



Collateralised Loan Obligations (CLO) abgesetzt. Dies sind enge Verwandte der berüchtigten hypothekenunterlegten Collateralised Debt Obligations (CDO), die während der Großen Finanzkrise Schlagzeilen machten. Die Kreditaufgaben von Leveraged Loans wurden immer lockerer, und oft mussten die Preise nach vorläufigen Auktionen erhöht werden, um ein Gleichgewicht am Markt zu schaffen. Der Anreiz, in variabel verzinsliche Kredite zu investieren, erwies sich als wirkungsvoll, nicht zuletzt da die Anleger ihre Anleiherenditen weiter zu steigern suchten und potenzielle Kapitalverluste scheuten. Die Aussicht auf Verluste wurde durch die sehr expansive Fiskalpolitik in der aktuellen späten Phase des Aufschwungs zweifellos noch bekräftigt. Die Suche nach Rendite setzte sich ungebrochen fort. Das einzige Zeichen für Bedenken oder Zweifel seitens der Anleger war ein relativ hoher und steigender Preis für Absicherungen gegen Aktienmarkttrückgänge.

So besorgniserregend diese Entwicklungen sind, es waren die aufstrebenden Volkswirtschaften, die die Aufmerksamkeit auf sich zogen. Mit der Aufwertung des US-Dollars in den ersten Monaten des Jahres hatte es erste Anzeichen für Probleme gegeben, die sich in der Folge verdichteten. In Argentinien und der Türkei, zwei Ländern, die durch langjährige binnenwirtschaftliche Anfälligkeiten geschwächt waren, kam es zu einer Krise. In anderen Volkswirtschaften – hauptsächlich jenen mit größeren Leistungsbilanzdefiziten, kleineren Währungsreserven und höherer Inflation – verlor die Landeswährung deutlich an Wert, vor allem wenn noch ein ungünstiges politisches Umfeld hinzukam. Nachdem auf aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierte Investmentfonds während 16 Monaten ohne Unterbrechung Zuflüsse verzeichnet hatten – eine Premiere –, kehrte sich der Trend im Mai plötzlich um. Seit Ende März verbuchten zahlreiche Vermögenskategorien aufstrebender Volkswirtschaften und Währungsengagements gegenüber diesen Ländern insgesamt hohe Bewertungsverluste. Teilweise waren die Verluste höher als während des Tapering-Schocks 2013 und fast so hoch wie nach der Abwertung des Renminbi im August 2015. Allerdings blieben die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen sowohl in Landeswährung als auch in US-Dollar hinter den zuvor verzeichneten Höchstständen zurück.

Die Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften waren auf das Zusammenspiel dreier Faktoren zurückzuführen. Erstens fiel, wie bereits erwähnt, die Straffung der US-Geldpolitik mit einer Aufwertung des US-Dollars zusammen. Zweitens kam es zu einer Verschärfung des Handelskonflikts. Die Vermögenspreise brachen als Reaktion auf negative Schlagzeilen zu diesem Thema jeweils ein, doch während sie sich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften rasch wieder erholten, war dies in den aufstrebenden Volkswirtschaften nicht der Fall. Drittens, und in gewisser Hinsicht damit verbunden, gab es neuerliche Anzeichen für eine Abschwächung der chinesischen Wirtschaft. Diese Volkswirtschaft hat inzwischen eine kritische Bedeutung für rohstoffproduzierende und aufstrebende Volkswirtschaften, um nicht zu sagen, für die gesamte Welt. Wenn zu diesen drei Faktoren noch länderspezifische Anfälligkeiten hinzukommen, ist leicht nachzuvollziehen, wieso es zu Turbulenzen kam.

Glücklicherweise hatten die Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften keine weitreichenden Auswirkungen. Die Ansteckungseffekte blieben begrenzt, die meisten Anleger gingen weiterhin differenziert vor, und eine Massenpanik unter den Portfoliomanagern blieb aus. Doch nicht alle fortgeschrittenen Volkswirtschaften kamen ungeschoren davon. Die Folgen waren sogar im Euro-Raum spürbar, vor allem an seiner schwächeren Peripherie (siehe [Kasten B zu den Turbulenzen in der Politik und im Bankensektor des Euro-Raums](#)). Im Zuge der Krise in der Türkei, des Anstiegs der Risikoaversion und des Rückzugs globaler Anleger erlitten die Aktienkurse der [Banken mit dem größten Engagement \(siehe Kasten C\)](#) gegenüber türkischen Schuldnern Verluste. Zudem weiteten sich die Renditenaufschläge auf einige Staatsanleihen aus. Italien geriet diesbezüglich am stärksten unter Druck: Die unsichere politische Lage hatte die Märkte bereits im Mai unter Druck gesetzt, und die notleidenden Kredite in den Büchern italienischer Banken stellen nach wie vor eine Belastung dar. Zudem ist die Verknüpfung zwischen dem Staat und den Banken, die sich während der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum so deutlich zeigte, eher noch stärker geworden.



Erweitert man die Perspektive, stellt der Wiederanstieg der Volatilität in den aufstrebenden Volkswirtschaften eigentlich keine Überraschung dar. Wie im [BIZ-Wirtschaftsbericht](#) erläutert wurde, sind diese Entwicklungen die Symptome einer größeren Malaise. Die sehr unausgewogene Erholung nach der Großen Finanzkrise hat den Zentralbanken eine zu große Last aufgebürdet. Die starke Medizin außerordentlich und anhaltend niedriger Zinssätze hat ihren Zweck erfüllt und die Wirtschaft angekurbelt, doch einige Nebenwirkungen ließen sich nicht vermeiden. Die finanziellen Anfälligkeiten, die nun zutage treten, sind in gewisser Weise ein Beispiel für solche Nebenwirkungen, und die Marktturbulenzen sind im medizinischen Sinne mit den Entzegerscheinungen eines Patienten vergleichbar.

Was als Nächstes kommt, ist wie immer schwierig zu sagen. Wird der Patient – wonach es bis zum ersten Quartal 2018 aussah – seine Genesung fortsetzen? Oder wird es zu einem Rückfall kommen? Sicher ist, dass die vollständige Erholung des Patienten nicht problemlos verlaufen wird. Die finanzielle Situation scheint alles andere als stabil. Die Märkte in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind nach wie vor überbewertet, und die Finanzierungsbedingungen sind weiterhin zu locker. Vor allen Dingen aber gibt es zu viele Schulden: Gemessen am BIP, ist die Gesamtverschuldung (des privaten und des öffentlichen Sektors) weltweit bedeutend höher als vor der Krise. Ironischerweise war Überschuldung ein zentraler Faktor der Krise, und jetzt ist die Verschuldung noch höher. Zum Glück jedoch haben die Banken ihren Fremdfinanzierungsgrad dank der Finanzreformen verringert. Da die Zinssätze immer noch außergewöhnlich niedrig und die Zentralbankbilanzen aufgebläht sind denn je, gibt es kaum noch Mittel im Medizinschrank, um dem Patienten wieder auf die Beine zu helfen oder ihn bei einem Rückfall zu versorgen. Darüber hinaus sorgen politische und gesellschaftliche Bewegungen, die eine Abkehr von der Globalisierung und vom Multilateralismus fordern, für neue Fieberschübe.

Politische Entscheidungsträger und Marktteilnehmer sollten sich auf eine langwierige und ereignisreiche Konvaleszenz einstellen.

Hyun Song Shin

Kryptowährungen erfüllen nicht die Funktion von Geld, und es herrscht die Sorge, dass sie Betrug, Marktmanipulation, Geldwäsche und anderen illegalen Aktivitäten Vorschub leisten könnten. Wie sollte die politische Antwort lauten?

Die Annahme, dass Kryptowährungen nicht in den Geltungsbereich nationaler Vorschriften fallen, ist weit verbreitet. Einiges deutet allerdings darauf hin, dass ihre Kurse, ihre Transaktionsvolumina und ihre weltweite Nutzerbasis stark auf Meldungen zu möglichen Interventionen einzelner nationaler Behörden reagieren. In „[Regulierung von Kryptowährungen: eine Untersuchung von Marktreaktionen](#)“ analysieren **Raphael Auer** und **Stijn Claessens** die Datenlage in diesem Bereich.

Bei den Meldungen zu möglichen Interventionen unterscheiden die Autoren mehrere Kategorien. Den größten negativen Einfluss auf Kryptowährungskurse haben Meldungen zu Interventionen, die den Rechtsstatus von Kryptowährungen betreffen (von ihrem vollständigen Verbot bis hin zu Erklärungen, dass sie dem Wertpapierrecht unterstellt werden sollen). Die Kursrückgänge sind dabei beträchtlich und lang anhaltend.

Eine weitere Kategorie von Meldungen bezieht sich auf Interventionen, wonach Kryptowährungen gemäß den Vorschriften zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung zu behandeln sind. Auch hier war der negative Effekt auf die Kurse von Kryptowährungen beträchtlich und lang anhaltend, wenn auch nicht in demselben Ausmaß wie bei den Meldungen zum Rechtsstatus.



Demgegenüber hatten pauschale Warnungen zu Kryptowährungen, unter anderem in Bezug auf das Verlustrisiko, so gut wie keine messbaren Auswirkungen auf deren Kurs. In diesem Sinne genügen moralische Appelle alleine offenbar nicht, um der Spekulation an den Kryptowährungsmärkten Einhalt zu gebieten.

Die Analyse lässt den Schluss zu, dass Kryptowährungen, nur weil sie grenzenlos sind, keineswegs außerhalb nationaler Vorschriften liegen und durchaus auf wirksame Interventionen nationaler Behörden reagieren. In den Ergebnissen spiegelt sich womöglich wider, wie Kryptowährungen quasi auf dem konventionellen Finanzsystem huckepack reiten, und vor allem, wie sie mit dem bankbasierten Zahlungssystem verflochten sind. Die Wirkung eines international koordinierten Vorgehens der Behörden wäre zweifellos größer. Doch selbst wenn eine solche Koordination fehlt, ist dies nicht zwangsläufig ein Hinderungsgrund für wirksame Interventionen. Nationale Behörden sind keineswegs machtlos, sofern sie entschlossen sind, tätig zu werden.

In „[Fintech-Kreditmärkte weltweit: Größe, Triebkräfte und Regulierungsfragen](#)“ untersuchen die Autoren **Stijn Claessens, Jon Frost, Grant Turner** und **Feng Zhu** die Entwicklung der von Nichtbanken über digitale Finanztechnologieplattformen vermittelten Kredite. Die Vergabe von sog. Fintech-Krediten ist stark gewachsen, vor allem in China, den USA und dem Vereinigten Königreich (die die Liste der „Fintech-Länder“ in dieser Reihenfolge anführen). In China hat sich das Wachstum im letzten Jahr allerdings stark verlangsamt.

Während sich die Plattformen und Geschäftsmodelle der einzelnen Firmen voneinander unterscheiden, besteht die Tätigkeit der meisten Fintechs darin, die Kreditnehmer zu „durchleuchten“ und einen passenden Investor, d.h. Kapitalgeber, für sie zu finden. Die Größe des Marktes für Fintech-Kredite eines Landes korreliert dabei positiv mit dessen Einkommensniveau und negativ mit der Wettbewerbsstärke seines Bankensektors sowie der Schärfe seiner Bankenregulierung. Eine mögliche Erklärung für die negative Beziehung zwischen der Marktgröße und der Schärfe der Regulierung ist, dass die für die Banken geltenden strengen Vorschriften zum Teil auch auf Fintech-Unternehmen Anwendung finden. Somit lässt sich das häufig vorgebrachte Argument, dass der Grund für das Auftauchen von Fintech-Unternehmen eine verschärfte Bankenregulierung sei, nicht erhärten.

Das zunehmende Wachstum der Fintech-Branche könnte im Hinblick auf eine stärkere finanzielle Inklusion förderlich sein. Allerdings gibt es auch Risiken, die sich aus der möglichen Aufweichung von Kreditvergabestandards und der erhöhten Prozyklizität des Kreditwachstums ergeben, wie die unlängst aufgetretenen Insolvenzen und Fälle von unseriösem Geschäftsgebaren in einigen Ländern gezeigt haben. Fintech-Kredite haben sich noch nicht über einen gesamten Konjunkturzyklus hinweg bewähren müssen. Deshalb ist es wichtig, noch mehr Erkenntnisse zu gewinnen, unter anderem darüber, wie die Herausforderungen, die mit der Gewährleistung eines angemessenen Konsumenten- und Anlegerschutzes und der Wahrung der Stabilität des Finanzsystems insgesamt verbunden sind, am besten von den Regulierungsinstanzen bewältigt werden können.

In „[Zunehmende Verbreitung von Zombiefirmen: Ursachen und Folgen](#)“ untersuchen **Ryan Banerjee** und **Boris Hofmann** die steigende Zahl von Unternehmen, die trotz ihres verlustreichen Geschäftsbetriebs überleben können, samt möglicher Ursachen und Folgen. Auch wenn „Zombiefirma“ ein gängiger Begriff ist, um derartige Firmen zu beschreiben, haben die Autoren die Definition verfeinert, um eine differenziertere Betrachtung zu ermöglichen. Sie untersuchen Firmen, deren Zinsbelastung höher ist als ihr Gewinn und die gleichzeitig einen Aktienkurs aufweisen, der gemessen am Marktwert-Buchwert-Verhältnis (Tobins Q) unter dem Sektormedian liegt.

Ihre Stichprobe umfasst 32 000 Firmen aus 14 fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Davon fielen mit Stand von 2016 und gemäß ihrer Definition rund 6% in die Kategorie Zombiefirma. Die Autoren stellen fest, dass die Verbreitung von Zombiefirmen seit Ende der 1980er Jahre zugenommen hat und ihre Zahl in Rezessionen zwar tendenziell steigt, in Erholungsphasen



aber nicht wieder vollständig auf das vorherige Niveau sinkt. Eine wichtige Rolle dürfte dabei spielen, dass aufgrund der langen Niedrigzinsphase der finanzielle Druck auf die Unternehmen, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, gesunken ist. Die Autoren zeigen zudem auf, dass eine stärkere Verbreitung von Zombiefirmen mit einer niedrigeren Gesamtproduktivität im Unternehmenssektor einhergeht.

In „[Laufzeitprämien: Modelle und stilisierte Fakten](#)“ untersuchen **Benjamin Cohen**, **Peter Hördahl** und **Dora Xia** Zinsstrukturmodelle des Anleihemarktes, die dazu dienen, die Anleiherenditen in eine Erwartungs- und eine Laufzeitprämienkomponente aufzuschlüsseln. Betrachtet man die in den letzten Jahren verzeichneten Renditen 10-jähriger Staatsanleihen der USA und des Euro-Raums, so ergeben die Modelle unterschiedlich hohe Schätzungen der Laufzeitprämien. Weitgehende Übereinstimmung findet sich hingegen beim Entwicklungstrend und der Dynamik. Die Laufzeitprämien in den USA sind seit der Großen Finanzkrise gesunken, was auf weniger Unsicherheit bei den kurzfristigen Zinssätzen (dank Forward Guidance und der Nullzinsgrenze) und auf die Programme der Zentralbanken zum Ankauf von Vermögenswerten zurückzuführen sein könnte.

Interessanterweise scheint der Anstieg der US-Renditen seit Ende 2016 hauptsächlich den Erwartungen hinsichtlich der realen Zinsen und nicht den Veränderungen bei den Laufzeitprämien oder der erwarteten Inflation geschuldet zu sein. Reale Risikoprämien sind 2016–18 sogar etwas zurückgegangen. Auch die Renditen im Euro-Raum sind seit der Großen Finanzkrise aus womöglich ähnlichen Gründen gesunken.