

Märkte divergieren stärker

Mit Beginn des zweiten Halbjahrs 2018 schlug die Stimmung an den Finanzmärkten um. Eine erneute Hausse des US-Dollars und zunehmend angespannte Handelsbeziehungen führten zu einer uneinheitlichen Straffung der globalen Finanzierungsbedingungen. Die fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen des vergangenen Jahres sorgten für eine Belebung der Konjunktur in den USA. Vor diesem Hintergrund setzte die Federal Reserve ihren graduellen und vorhersehbaren Ausstieg aus der akkommodierenden Geldpolitik fort. Trotzdem lockerten sich die Finanzierungsbedingungen in den USA eher noch weiter. An den Kreditmärkten einiger anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften verschärften sich die Bedingungen etwas. In den aufstrebenden Volkswirtschaften – deren Währungen abwerteten und für die sich der Zugang zu Krediten erschwerte – verschärften sich die Finanzierungsbedingungen hingegen drastisch, nicht zuletzt wegen erster Anzeichen von Marktverwerfungen in den anfälligsten Volkswirtschaften.

Die Entwicklung an den Finanzmärkten in den USA unterschied sich von der an anderen Finanzmärkten. Während der US-Aktienmarkt florierte und seine Volatilität zurückging, blieben die Aktienmärkte sowohl in anderen fortgeschrittenen als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften zurück. Die stetige geldpolitische Akkommodierung der EZB und der Bank of Japan (BoJ) sowie eine Flucht aus angeschlagenen aufstrebenden Volkswirtschaften in sichere Anlagen trugen dazu bei, dass die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen in Schach gehalten wurden, obwohl Emissionen von Staatsschuldtiteln angekündigt worden waren. Deshalb flachte die US-Renditenstrukturkurve weiter ab und näherte sich einer Inversion an. Im Großen und Ganzen blieben die Finanzierungsbedingungen in den USA lockerer als in den anderen wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. So blieben die Renditeaufschläge auf US-Unternehmensanleihen von Juni bis Mitte September relativ stabil, während sich die Renditeaufschläge auf europäische Unternehmensanleihen etwas vergrößerten, nachdem es bereits im Mai zu einer Ausweitung gekommen war. Diese größeren Renditeaufschläge waren teilweise auf die höheren Refinanzierungskosten zurückzuführen, mit denen sich einige europäische Finanzinstitute aufgrund von Spannungen an den Märkten für Staatsschuldtitel innerhalb des Euro-Raums und aufgrund des Engagements einiger Banken gegenüber anfälligen aufstrebenden Volkswirtschaften konfrontiert sahen.

Die strafferen Finanzierungsbedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften bauten auf dem Druck auf, der bereits zu Beginn des Jahres beobachtet worden war. Vor dem Hintergrund eines stärkeren US-Dollars, zunehmend angespannter Handelsbeziehungen und weiterer Anzeichen für eine Konjunkturabkühlung in China hielten sich die Portfoliozuströme in Zaum. Einige Volkswirtschaften verzeichneten Portfolioabflüsse, weil noch binnenwirtschaftliche Schwachstellen hinzukamen. Dabei trugen Unsicherheiten auf politischer Ebene zu Marktanspannungen in einigen

wenigen Ländern bei. Die Währungsabwertung ging mit höheren Renditeaufschlägen auf Staatsanleihen einher, und zwar sowohl bei in US-Dollar denominierten als auch bei auf Landeswährung lautenden Instrumenten. Die Verluste, die die Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften seit der Verschärfung der Spannungen in den globalen Handelsbeziehungen Ende März insgesamt erlitten hatten, fielen in mancherlei Hinsicht höher aus als diejenigen, die auf die Folgen des US-Tapering-Schocks 2013 oder der Abwertung des Renminbi im August 2015 zurückzuführen waren. Dieses Mal blieben die Renditeaufschläge auf Staatsanleihen jedoch im Großen und Ganzen unter denjenigen in früheren Phasen, und von den am stärksten betroffenen Ländern gingen nur beschränkte Ansteckungseffekte aus. Dennoch waren die Anleger Mitte September immer noch beunruhigt, ob die Spannungen an den Finanzmärkten aufstrebender Volkswirtschaften zunehmen und sich ausbreiten würden.

US-Märkte gehen eigenen Weg

Im Berichtszeitraum, der von Anfang Juni bis Mitte September dauerte, entwickelten sich die weltweiten Finanzmärkte zunehmend uneinheitlich. Infolge der eskalierenden Handelsbeziehungen schnitten die risikobehafteten Vermögenswerte in den USA besser ab als diejenigen anderer Länder – bisweilen weitaus besser. Obwohl die Federal Reserve ihre geldpolitische Straffung fortsetzte, während die EZB und die BoJ an ihrer lockeren Geldpolitik festhielten, weiteten sich die Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen im Euro-Raum stärker aus als in den USA. Dies war zum Teil auf die politischen Spannungen im Euro-Raum zurückzuführen und auf die starke Aufwertung des US-Dollars, die die Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften und damit zusammenhängend auch die europäischen Banken schwer belastete.

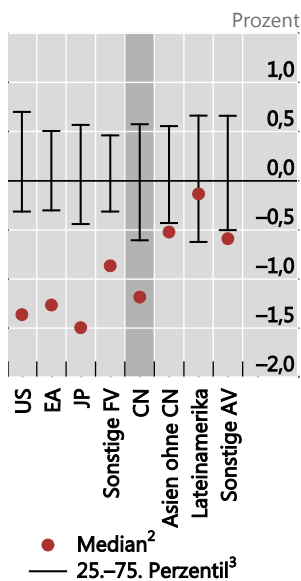
Die Divergenz zwischen den USA und den anderen Märkten zeigte sich am deutlichsten an den Aktienkursen. Für die bessere Performance der US-Aktienmärkte waren die soliden Unternehmensgewinne und Aktienrückkäufe, die durch die unlängst umgesetzte Steuerreform beflügelt worden waren, sowie die außerordentlichen Renditen des US-Technologiesektors verantwortlich. Trotz der zunehmend angespannten Handelsbeziehungen, die an Tagen mit negativen Nachrichten in der Regel zu Kursrückgängen an den meisten Aktienmärkten führten (Grafik 1, erstes Feld), machte der S&P 500 alle seine vorherigen Verluste wett und überschritt letztlich seinen bisherigen Rekordstand, den er Ende Januar erreicht hatte. Die Aktienmärkte anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften hingegen verzeichneten relativ moderate Gewinne, während der chinesische Aktienmarkt seine Verluste aus dem ersten Halbjahr weiter ausweitete. Mitte September lag der Shanghai Composite Index nahezu 15% unter seinem Niveau von Anfang Juni (Grafik 1, zweites Feld) und näherte sich damit dem Tiefstand an, den er Anfang 2016 getestet hatte. Die Aktienmärkte anderer aufstrebender Volkswirtschaften blieben in Landeswährung praktisch unverändert, gaben aber in US-Dollar deutlich nach, da ihre jeweiligen Währungen abwerteten.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften blieb die implizite Volatilität der wichtigsten Anlagekategorien verhalten (Grafik 1, drittes Feld). Die Volatilität an den Aktienmärkten verzeichnete kurzfristige Schübe, blieb aber unter dem nach der Großen Finanzkrise verzeichneten Durchschnitt, wobei die implizite Volatilität am US-Aktienmarkt unter das Niveau sank, das an anderen Märkten fortgeschrittener

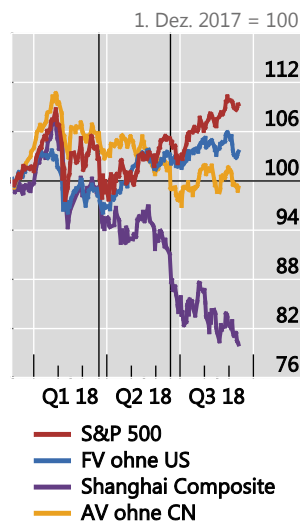
Aktienmärkte driften angesichts angespannter Handelsbeziehungen auseinander, während die Volatilität niedrig bleibt

Grafik 1

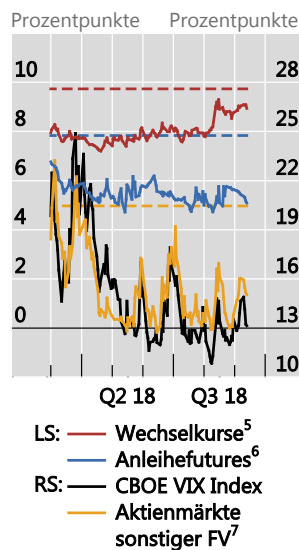
Aktien fallen an Tagen mit negativen Handelsnachrichten¹



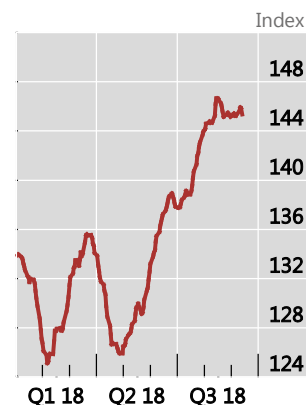
Aktienmärkte driften auseinander⁴



Implizite Volatilität bleibt konstant ...



... doch der SKEW-Index der CBOE steigt⁸



AV = aufstrebende Volkswirtschaften, FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften.

Vertikale Linien im zweiten Feld: 22. März 2018 (USA kündigen Maßnahmen gegen China gemäß der Untersuchung des Büros des US-Handelsbeauftragten nach Abschnitt 301 des US-Handelsgesetzes an) und 19. Juni 2018 (USA kündigen Importzölle auf chinesische Waren im Umfang von weiteren \$ 200 Mrd. an).

Gestrichelte Linien im dritten Feld: einfacher Durchschnitt über den Zeitraum 1. Januar 2010–12. September 2018.

¹ Ländergruppen: gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2017. Lateinamerika ohne AR; sonstige aufstrebende Volkswirtschaften ohne TR. ² Tägliche Renditen an Tagen mit Meldungen: 1. März 2018 (USA bekundet Absicht, Stahl- und Aluminiumimporte mit Zöllen zu belegen); 22. März 2018 (USA kündigen Maßnahmen gegen China gemäß der Untersuchung des Büros des US-Handelsbeauftragten nach Abschnitt 301 des US-Handelsgesetzes an); 23. März 2018 (China kündigt Vergeltungszölle an); 19. Juni 2018 (USA kündigen Importzölle auf chinesische Waren im Umfang von zusätzlichen \$ 200 Mrd. an); 25. Juni 2018 (Harley Davidson kündigt als Reaktion auf EU-Zölle Teilverlagerung der Produktion ins Ausland an); 10. Juli 2018 (Büro des US-Handelsbeauftragten veröffentlicht eine Liste mit chinesischen Waren im Umfang von weiteren \$ 200 Mrd., auf die Importzölle erhoben werden könnten). ³ Interquartilverteilung täglicher Renditen an Tagen ohne Meldungen im Zeitraum Januar 2018–Juli 2018. ⁴ Für fortgeschrittene Volkswirtschaften (ohne US) und für aufstrebende Volkswirtschaften (ohne CN) einfacher Durchschnitt der Aktienindizes der einzelnen Länder. ⁵ Index JPMorgan VXY Global, ein umsatzgewichteter Index der impliziten Volatilität von 3-monatigen Optionen am Geld auf 23 Währungspaare mit USD. ⁶ Implizite Volatilität von Optionen am Geld auf die langfristigen Anleihefutures für DE, GB, JP und US; gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten. ⁷ Implizite Volatilität der Aktienindizes EURO STOXX 50, FTSE 100 und Nikkei 225; gewichteter Durchschnitt basierend auf der Marktkapitalisierung. ⁸ Gleitender 22-Geschäftstages-Durchschnitt.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

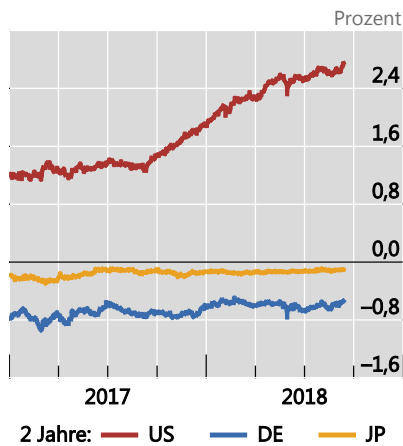
Volkswirtschaften vorherrschte. Während sich die Wechselkursvolatilität auf dem zu Beginn des Jahres verzeichneten Niveau stabilisierte, tendierte die Volatilität von Anleihefutures fortgeschrittener Volkswirtschaften bis Mitte September weiterhin nach unten.

Die soliden Renditen und die niedrige Volatilität des S&P 500 verbargen eine gewisse Anfälligkeit. Die Kosten für die Absicherung gegen große Kursverluste des S&P 500 am Optionsmarkt stiegen auf ein ungewöhnlich hohes Niveau, wie der Höchststand des SKEW-Index zeigt (Grafik 1, viertes Feld). Der Index drehte Ende April nach oben, als sich die Spannungen in den Handelsbeziehungen zwischen den USA und China weiter fortsetzten.

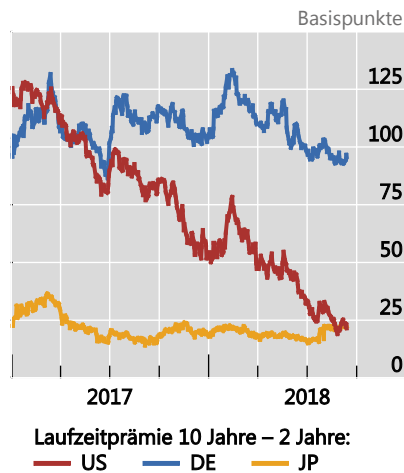
Flucht in sichere Anlagen ist ein Grund für weitere Verflachung der US-Renditenstrukturkurve¹

Grafik 2

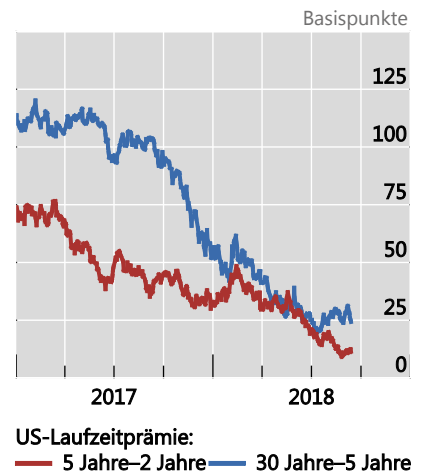
Kurzfristige Renditen driften auseinander



In den USA verengen sich die Renditeaufschläge auf langfristige Anleihen ...



... und die Renditenstrukturkurve flacht sich ab



¹ Basierend auf Renditen von Staatsanleihen.

Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

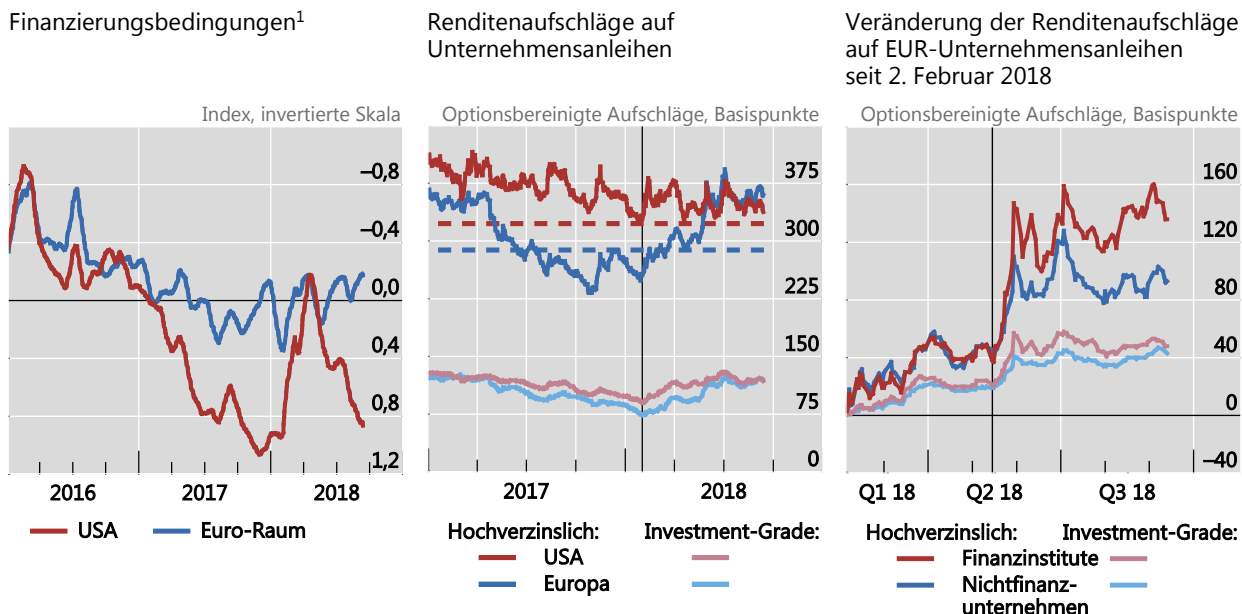
Angesichts eines soliden gesamtwirtschaftlichen Umfelds nahmen die Märkte den graduellen Ausstieg der Federal Reserve aus der akkommodierenden Geldpolitik gelassen. Das US-Wachstum stieg im zweiten Quartal – bei einem festen Arbeitsmarkt mit der tiefsten Arbeitslosigkeit seit 2000 – auf einen mehrjährigen Höchstwert, wozu zweifelsohne die fiskalpolitischen Impulse kurzfristig beigetragen haben. Gleichzeitig erreichte die Kerninflation den Zielwert der Zentralbank. Entsprechend erhöhte die Federal Reserve ihren Zielsatz für Tagesgeld im Juni um weitere 25 Basispunkte und baute ihre Bilanz im zuvor angekündigten Tempo weiter ab.

In den zwei anderen wichtigen Währungsräumen wurde die akkommodierende Geldpolitik fortgesetzt. Die EZB kündigte an, ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten voraussichtlich Ende 2018 zu beenden, teilte aber gleichzeitig mit, die Zinssätze für längere Zeit niedrig zu belassen. Die BoJ hielt an ihrer Politik der Zinskurvenkontrolle fest und bekräftigte ihr Ziel, die Rendite der 10-jährigen Referenzstaatsanleihe bei 0% zu halten, dehnte aber die Handelsspanne von 10 auf 20 Basispunkte aus. Zudem machte die BoJ explizite Angaben zur künftigen Zinsentwicklung (Forward Guidance), indem sie ihre Absicht bekundete, das derzeit niedrige Niveau der kurz- und langfristigen Zinssätze für längere Zeit beizubehalten.

In den USA verengte sich die Laufzeitprämie weiter. Die kurzfristigen Renditen stiegen erneut, wenn auch langsamer als zu Beginn des Jahres (Grafik 2 links). Und am längeren Ende bewegte sich die 10-jährige Rendite über weite Strecken des Berichtszeitraums knapp unter 3%. Einer der Gründe dafür war, dass sie wegen der Flucht in sichere Anlagen infolge der Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach unten gedrückt wurde. Bis Mitte September war die Renditedifferenz zwischen 10- und 2-jährigen US-Staatsanleihen auf 25 Basispunkte geschrumpft. Sie war somit nahezu gleich groß wie diejenige bei japanischen Staatsanleihen und lag rund 70 Basispunkte unter derjenigen bei deutschen Staatsanleihen (Grafik 2 Mitte). Vom Rückgang war nahezu die gesamte Renditenstrukturkurve betroffen: Die Rendi-

Weiterer Anstieg der Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen in Europa lässt Finanzierungsbedingungen auseinanderdriften

Grafik 3



Vertikale Linie im mittleren Feld: 2. Februar 2018 (US-Arbeitsmarktbericht löst Marktturbulenzen aus); vertikale Linie im rechten Feld: 15. Mai 2018 (vorläufiger Koalitionsvertrag der italienischen Regierung wird bekannt).

Gestrichelte Linien im mittleren Feld: einfacher Durchschnitt im Zeitraum Juni 2005–Juni 2007.

¹ Bloomberg Financial Conditions Index; gleitender 22-Geschäftstages-Durchschnitt; ein positiver (negativer) Wert gibt lockerere (straffere) Finanzierungsbedingungen im Vergleich zu Vorkrisenwerten an.

Quellen: Federal Reserve Bank of St Louis (FRED); Bloomberg; ICE BofAML Indices; Berechnungen der BIZ.

ten von Anleihen sämtlicher Laufzeiten lagen alle in einer Bandbreite von 50 Basispunkten (Grafik 2 rechts). Die niedrige Laufzeitprämie trug dazu bei, dass die langfristigen Renditen niedrig blieben.¹

Insgesamt lockerten sich die Finanzierungsbedingungen in den USA weiter oder blieben unverändert. Breit gefasste Messgrößen der Finanzierungsbedingungen hatten seit April auf eine Lockerung hingedeutet, nachdem es infolge des starken Anstiegs der Aktienmarktvolatilität im Februar zu einer kurzfristigen Straffung gekommen war. Die Lockerung verlangsamte sich im Juni, setzte sich im Juli aber wieder fort, als sich die Spannungen in den Handelsbeziehungen weiter verschärften. Der Bloomberg Financial Conditions Index lag Ende des Berichtszeitraums nahe dem nach der Großen Finanzkrise verzeichneten Tiefstwert von Ende 2017 (Grafik 3 links). Dennoch blieben die Renditenaufschläge auf US-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating weitgehend unverändert, womit der moderate Aufwärtstrend, der auf die Marktturbulenzen im Februar gefolgt war, zum Stillstand kam. Die Renditenaufschläge auf hochverzinsliche US-Unternehmensanleihen waren zwar volatil, blieben aber nahe ihrem nach der großen Finanzkrise verzeichneten Durchschnitt (Grafik 3 Mitte). Sie blieben außerdem deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt ab 1997 und nicht weit entfernt von den sehr engen Niveaus, die sie vor der Großen

¹ Siehe B. Cohen, P. Hördahl und D. Xia, „Term premia: models and some stylised facts“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2018.

Finanzkrise erreicht hatten. Anders gesagt: Die hohe Risikobereitschaft hielt größtenteils unvermindert an.² In gleichem Maße setzte sich auch der Boom im Geschäft mit gehebelten Finanzierungen (Leveraged Finance) fort, der durch das anhaltende Renditestreben beflügelt wurde. Denn vermutlich aus Angst vor weiteren Anstiegen bei den Anleiherenditen und entsprechenden Kapitalverlusten – eine Aussicht, die angesichts der starken fiskalpolitischen Impulse in einer so späten Phase des Aufschwungs umso wahrscheinlicher war – zeigten die Anleger starkes Interesse für variabel verzinsliche Instrumente (Kasten A).

Vergleichbare Messgrößen der Finanzierungsbedingungen für Europa blieben im Wesentlichen unverändert und nahezu neutral (Grafik 3 links). Dennoch kletterten die Renditenaufschläge auf europäische Unternehmensanleihen weiter über das hohe Niveau, das sie nach dem kräftigen Anstieg Mitte Mai erreicht hatten. Insgesamt machten die Renditenaufschläge auf europäische Investment-Grade-Unternehmensanleihen ihren Rückstand auf ihre US-Pendants vollständig wett und erreichten deren Niveau (Grafik 3 Mitte). Und die Renditenaufschläge auf europäische hochverzinsliche Unternehmensanleihen stiegen weiter über ihren nach der Großen Finanzkrise verzeichneten Durchschnitt und übertrafen sogar die entsprechenden Renditenaufschläge in den USA. Ein wesentlicher Faktor waren die höheren Kreditkosten der Finanzinstitute (Grafik 3 rechts) – insbesondere nach den politischen Spannungen in Italien Mitte Mai und der Währungskrise in der Türkei Anfang August (Kasten B). Von Juni bis Mitte September stiegen die Renditenaufschläge auf hochverzinsliche Anleihen europäischer Finanzinstitute um rund 30 Basispunkte. Die Renditenaufschläge europäischer Nichtfinanzunternehmen hingegen gingen lediglich 10 Basispunkte nach oben. Die Ausweitung bei Investment-Grade-Anleihen fiel deutlich geringer aus, allerdings blieben die Renditenaufschläge von Finanzinstituten in Europa größer als diejenigen von Nichtfinanzunternehmen.

Stimmung der Anleger in Bezug auf Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften schlägt um

Während die Märkte fortgeschrittener Volkswirtschaften ihre Hausse fortsetzten oder stabil waren, schlug die Stimmung der Anleger in Bezug auf Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften um. Mehrere Faktoren spielten eine Rolle. Der gemeinsame Nenner war die Verschärfung der Liquiditätsbedingungen infolge des Ausstiegs der Federal Reserve aus der akkommodierenden Geldpolitik. Der US-Dollar fungierte als wichtigster Transmissionskanal. Nach einer längeren, während des ganzen Jahres 2017 andauernden Schwächephase drehte sich der US-Dollar-Trend Anfang Februar nach der Veröffentlichung eines überraschend guten US-Arbeitsmarktberichts, wodurch auch die weltweiten Aktienmärkte in Mitleidenschaft gezogen wurden.³ Die Aufwertung des Dollars beschleunigte sich Ende April, als sich die Spannungen in den globalen Handelsbeziehungen verschärfen. Durch die Aufwertung gerieten US-Dollar-Schuldner aufstrebender Volkswirtschaften unter Druck, und auch die Renditen in Landeswährung denominierter Vermögenswerte (einschließlich Aktien) aufstrebender Volkswirtschaften wurden aufgezehrt. In der Folge verlangsamten sich die Portfoliozuflüsse drastisch und kehrten sich in einigen Ländern gar in

² Siehe C. Borio, „Macroprudential frameworks: experience, prospects and a way forward“, Rede an der ordentlichen Generalversammlung der BIZ, Basel, 24. Juni 2018.

³ Siehe „Rückkehr der Volatilität“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2018.

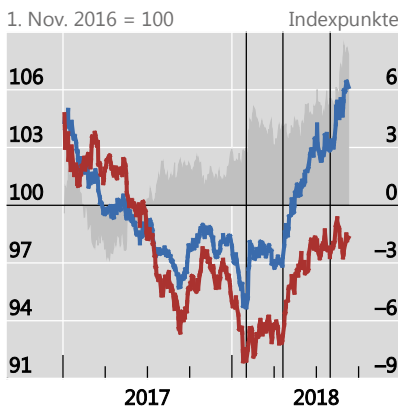
Kapitalabflüsse um. Die wahrgenommene Konjunkturabkühlung in China, die durch Störungen im Handelsverkehr noch verschlimmert wurde, steuerte dazu bei, dass sich die Stimmung der Anleger in Bezug auf aufstrebende Volkswirtschaften als Anlagekategorie eintrübte. Die simultan verlaufenden Währungskrisen in Argentinien und der Türkei, die zwar weitgehend auf binnenwirtschaftliche Faktoren zurückzuführen waren, spiegelten den generellen Stimmungswandel der Anleger wider und verstärkten ihn. Die Turbulenzen veranlassten die Anleger, das Engagement der Banken gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften kritisch zu prüfen (Kasten C).

Die Abwertung der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften setzte sich im Berichtszeitraum unvermindert fort. Von Juni bis Mitte September legte der US-Dollar auf handelsgewichteter Basis um mehr als 5% gegenüber den wichtigsten Währungen aufstrebender Volkswirtschaften zu, während er sich gegenüber den wichtigsten Währungen fortgeschrittener Volkswirtschaften in einer engen Spanne bewegte (Grafik 4 links). Dieser Wertverlust knüpfte an einen Trend an, der im Februar eingesetzt hatte. Seither verzeichneten die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften einen Verlust von rund 12%, fast doppelt so viel wie die Währungen fortgeschrittener Volkswirtschaften.

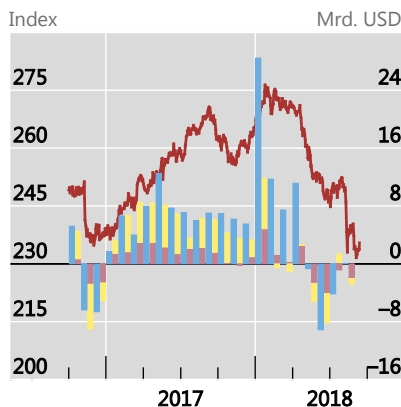
Stimmung gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften schlägt um

Grafik 4

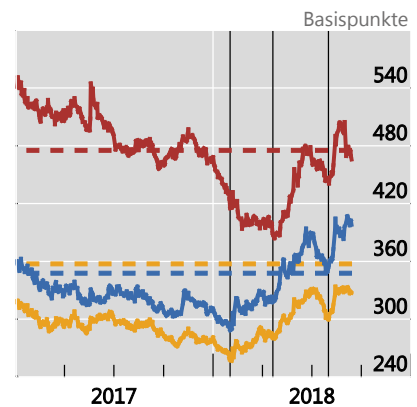
US-Dollar wertet stärker gegenüber Währungen aufstrebender Volkswirtschaften auf¹



Aus auf aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierten Fonds fließt Kapital ab



Renditeaufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften weiten sich aus



LS: — Wichtigste Währungen FV²
— Wichtigste Währungen AV³
RS: — Differenz⁴

— Carry-Trade-Index AV
— Anleihefonds (RS):
— Landeswährung (LS)⁵
— Hartwährung & Blend Currency⁶
— Aktien (RS)

Aufschläge auf Staatsanleihen:
— Landeswährung⁷
— US-Dollar⁸
— Aufschläge auf Unternehmensanleihen:
— US-Dollar⁸

AV = aufstrebende Volkswirtschaften, FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften.

Vertikale Linien im linken und rechten Feld: 2. Februar 2018 (US-Arbeitsmarktbericht löst Marktturbulenzen aus), 20. April 2018 (Argentinien beginnt mit großer Intervention zur Stützung des Peso) und 1. August 2018 (US-Regierung kündigt Sanktionen gegen die Türkei an).

Gestrichelte Linien im rechten Feld: einfacher Durchschnitt im Zeitraum Januar 2010–Dezember 2017.

¹ Handelsgewichtete US-Dollar-Indizes, Board of Governors of the Federal Reserve System; ein Anstieg zeigt eine Aufwertung an. ² Wichtigste Währungen (AUD, CAD, CHF, EUR, GBP, JPY und SEK). ³ Andere wichtige Handelspartner (ARS, BRL, CLP, CNY, COP, HKD, IDR, ILS, INR, KRW, MXN, MYR, PHP, RUB, SAR, SGD, THB und VES). ⁴ Differenz zwischen dem handelsgewichteten US-Dollar-Index für andere wichtige Handelspartner und für die wichtigsten Währungen. ⁵ EM-8 Carry Trade Index, der die kumulierte Gesamtrendite einer Buy-and-hold-Carry-Trade-Position misst, die in 8 Währungen aufstrebender Volkswirtschaften „long“ ist und vollständig mit Short-Positionen in US-Dollar finanziert wird. ⁶ Sog. Blend Currency Funds investieren sowohl in Anleihen in Landeswährung als auch in Hartwährungsanleihen. ⁷ Index GBI von JPMorgan; Renditeaufschlag gegenüber 7-jährigen US-Schatzpapieren. ⁸ Indizes EMBI Global (Staatsanleihen) und CEMBI (Unternehmensanleihen) von JPMorgan; bereinigte Aufschläge.

Quellen: Federal Reserve Bank of St Louis (FRED); Bloomberg; EPFR; JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ.

Im Mai wurde die lange und beispiellose Serie von 16 aufeinanderfolgenden Monaten mit Nettozuflüssen in auf aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierte Investmentfonds beendet (Grafik 4 Mitte). Tatsächlich hatte die Verlangsamung der Ströme im Februar bei Fonds eingesetzt, die in Hartwährungsanleihen investieren. Sie weitete sich dann, als sich die Aufwertung des US-Dollars Ende April beschleunigte, auf Aktien und auf Anleihen in Landeswährung aus. Dies wiederum führte dazu, dass sich die Renditen dieser Anlagen für Investoren mit US-Dollar als Basiswährung verringerten. Ab April gingen die außergewöhnlich hohen Renditen von auf aufstrebende Volkswirtschaften ausgerichteten Carry-Trades⁴ plötzlich zurück und fielen im August unter das niedrige Niveau von November 2016 (Grafik 4 Mitte).

In Übereinstimmung mit der Wechselkursdynamik weiteten sich die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften im Berichtszeitraum weiter aus. Allerdings hatten die Renditenaufschläge bereits während eines Großteils des Jahres unter Druck gestanden. Die Renditenaufschläge auf in US-Dollar denominierte Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften waren seit Februar um 110 Basispunkte gestiegen (Grafik 4 rechts) und kletterten im August deutlich über den nach der Großen Finanzkrise bei Staatsanleihen verzeichneten Durchschnitt. Die Renditenaufschläge auf in Landeswährung denominierte Staatsanleihen gingen noch einige Wochen lang zurück und erreichten Ende April einen Wendepunkt. Nach einer kurzen ruhigen Phase im Juni und Juli schnellten diese Renditenaufschläge erneut in die Höhe, als die Türkei im August unter Druck geriet.

Vor diesem Hintergrund steuerten die Bedenken über eine Eintrübung der Konjunktur in China zum Pessimismus der Anleger bei. Aufgrund früherer Bemühungen der chinesischen Regierung, die Schattenbankaktivitäten einzuschränken, kam es bei der Vergabe von Krediten an die Realwirtschaft ab Ende des letzten Jahres zu ersten Rückgängen, und auch an den Aktienmärkten setzte ab diesem Zeitpunkt ein Kursrückgang ein (Grafik 5 links). Die Konjunkturindikatoren für Juli enttäuschten. Die zunehmend angespannten Handelsbeziehungen zwischen den USA und China übten weiteren Druck auf die Aktienkurse aus und belasteten die chinesische Währung: In einer Gruppe von Währungen fortgeschrittener und aufstrebender Volkswirtschaften verzeichnete der Renminbi als Reaktion auf Meldungen zum Handelsstreit ungewöhnlich große Wertverluste innerhalb eines Tages (Grafik 5 rechts). Zur Vermeidung einer zu starken Straffung der Finanzierungsbedingungen beschloss die People's Bank of China (PBoC), die geldpolitischen Rahmenbedingungen Ende Juni erneut zu lockern, und die Regierung gab im Juli Konjunkturmaßnahmen bekannt. Beides trug zur Stabilisierung der Märkte bei.

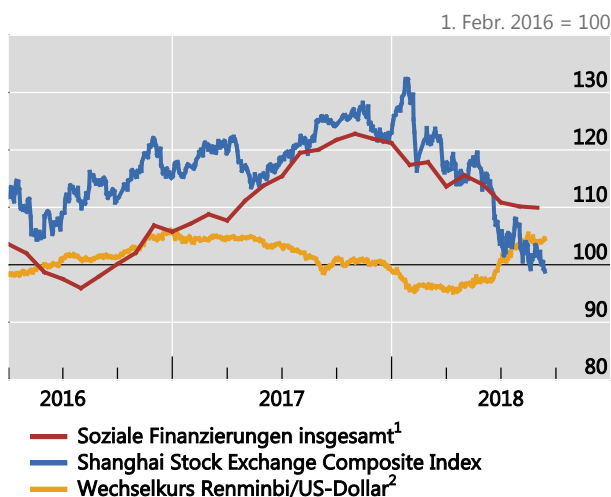
Diese Warnsignale wirkten sich besonders stark auf die aufstrebenden Volkswirtschaften – vor allem in Asien – und auf die Rohstoffmärkte aus. Die Reagibilität der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber den Schwankungen des Renminbi war in diesem Zeitraum höher als in der Stressphase nach der Abwertung des Renminbi im August 2015 (Grafik 6 links). Die wahrgenommene Konjunkturuntrübung schien zu einer Unterbrechung des Höhenflugs der Ölpreise im April beigetragen zu haben und kündigte den starken Preisrückgang bei einigen anderen Rohstoffen – insbesondere bei Industriemetallen und Getreide – an, der im Juni begann (Grafik 6 rechts).

⁴ In diesem Zusammenhang bezeichnet ein auf aufstrebende Volkswirtschaften ausgerichteter Carry-Trade eine Buy-and-hold-Position, bei der ein in einer Währung aufstrebender Volkswirtschaften denominiertes verzinsliches Instrument gekauft und vollständig mit Krediten in US-Dollar finanziert wird.

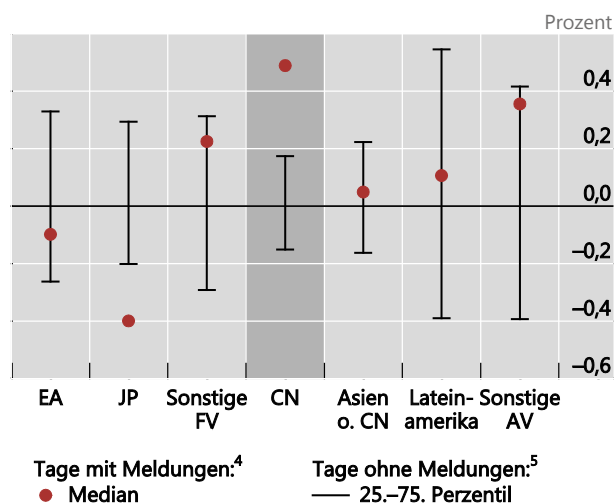
In China kühlt die Konjunktur ab, als zum Schuldenabbau angespannte Handelsbeziehungen hinzukommen

Grafik 5

Schuldenabbau in China geht mit schwächerem Aktienmarkt und Wechselkurs einher



Renminbi wertet an Tagen mit negativen Meldungen zum Thema Handel ab³



AV = aufstrebende Volkswirtschaften, FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften.

¹ Gleitender 12-Monats-Durchschnitt. ² Anstieg = Abwertung gegenüber dem US-Dollar. ³ Ländergruppen: gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2017. Lateinamerika ohne AR; sonstige aufstrebende Volkswirtschaften ohne TR. Positiver Wert = Abwertung der Währung des jeweiligen Landes / der jeweiligen Region gegenüber dem US-Dollar. ⁴ Siehe Grafik 1, Fußnote 2. ⁵ Siehe Grafik 1, Fußnote 3.

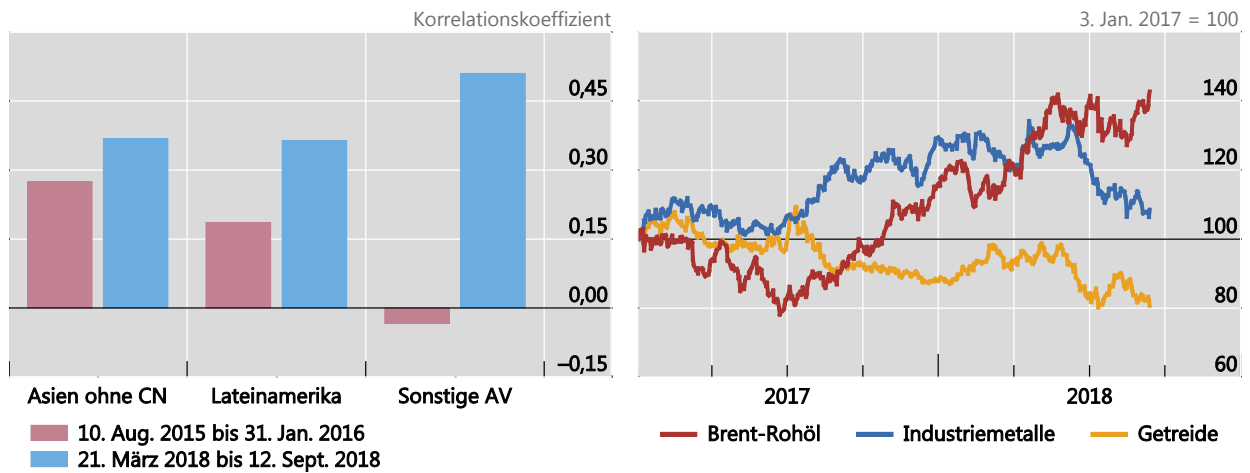
Quellen: Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

In diesem zunehmend schwierigen Umfeld traten binnenwirtschaftliche Schwachstellen zutage, was sich in den gleichzeitig verlaufenden Währungskrisen in der Türkei und Argentinien widerspiegelte. Beide Länder befanden sich bereits seit einiger Zeit in einer prekären Lage. Beide wiesen anhaltend hohe Leistungsbilanzdefizite aus und nahmen Fremdwährungsschulden auf, um ein beträchtliches Haushaltsdefizit (Argentinien) bzw. einen Kreditboom im Privatsektor (Türkei) zu finanzieren. Als im Falle der Türkei die politischen Spannungen mit den USA in den Vordergrund rückten und die Zweifel an der Unabhängigkeit der Zentralbank zunahmen, brach die Währung Anfang August plötzlich ein. Argentinien hatte seit Ende April unter Druck gestanden. Die schwelende Krise flammte letztlich Ende August auf, nachdem sich die Lage aufgrund einer Beistandskreditvereinbarung mit dem IWF in der Zwischenzeit etwas beruhigt hatte.

Während die Ansteckungseffekte gravierender Marktanspannungen weitgehend begrenzt blieben, sorgten diese beiden gleichzeitig verlaufenden Krisen für Spillover-Effekte in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften. Diese Spillover-Effekte fielen je nach Land sehr unterschiedlich aus. Wie in früheren Phasen war der Wechselkurs ein guter Gradmesser für Stress. Die Faktoren, die für die unterschiedliche Wechselkursentwicklung maßgeblich waren, schienen mit der wahrgenommenen Anfälligkeit der jeweiligen Länder zusammenzuhängen. Insbesondere Länder mit einer höheren Inflation und einem größeren Leistungsbilanzdefizit verzeichneten in der Regel eine stärkere Abwertung ihrer Währung (Grafik 7 links). Bisweilen spielte auch die politische Unsicherheit eine Rolle, wie im Falle von Brasilien und Russland, deren Währungsabwertungen weder dem Leistungsbilanzdefizit noch der Inflationsrate des jeweiligen Landes zu entsprechen schienen. Höhere Inflation ging mit größeren Renditeaufschlägen auf Staatsanleihen einher (Grafik 7 Mitte). Daher gerieten

Währungen aufstrebender Volkswirtschaften reagieren stärker auf Renminbi als 2015¹

Rohstoffpreise gehen zurück



AV = aufstrebende Volkswirtschaften.

¹ Korrelation zwischen den täglichen Veränderungen der Wechselkurse der jeweiligen Landeswährung und des Renminbi gegenüber dem US-Dollar im jeweiligen Zeitraum; Ländergruppen basieren auf Medianen der einzelnen Währungen in jeder Region.

Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

aufstrebende Volkswirtschaften im Hochzinssegment, d.h. diejenigen Länder, die vermutlich von vornherein als riskanter eingeschätzt wurden, unter größeren Druck, als die Stimmung umschlug.

Die jüngsten Phasen finanzieller Anspannungen folgten auf eine Reihe von Schocks bei Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften, die mit dem Beginn der Spannungen in den Handelsbeziehungen im März eingesetzt hatte. Bei den meisten Anlagekategorien übertrafen die kumulierten Verluste die Gesamtauswirkungen des US-Tapering-Schocks 2013 und kamen den Folgen der Abwertung der chinesischen Währung im August 2015 nahe (Grafik 7 rechts).⁵ Doch bisher blieb das in der aktuellen Stressphase verzeichnete Niveau der Renditenaufschläge auf Staatsanleihen im Allgemeinen unter demjenigen, das in früheren Phasen beobachtet worden war. So lag der Index für Renditenaufschläge auf in US-Dollar denominierte Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften Mitte September immer noch unter 415 Basispunkten. Dies war der Ausgangspunkt des Index vor der Abwertung des Renminbi im August 2015 gewesen.

⁵ Das Ereignisfenster zur Messung der Auswirkungen des Tapering-Schocks beginnt am 22. Mai 2013 (Vorsitzender der Federal Reserve sagt vor dem US-Kongress aus) und endet am 5. September 2013 (Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen erreicht einen lokalen Hochpunkt). Das Ereignisfenster zur Messung der Auswirkungen der Renminbi-Abwertung und der Konjunkturabkühlung in China beginnt am 11. August 2015 (PBoC kündigt Reform des täglichen Fixing des Renminbi an) und endet am 28. Januar 2016 (Shanghai Composite Index fällt auf einen lokalen Tiefpunkt, nachdem der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in China am 31. Dezember 2015 enttäuschte). Die qualitativen Ergebnisse ändern sich nicht wesentlich bei alternativen Ereignisfenstern, die innerhalb von 20 Handelstagen vor oder nach diesen Enddaten enden.

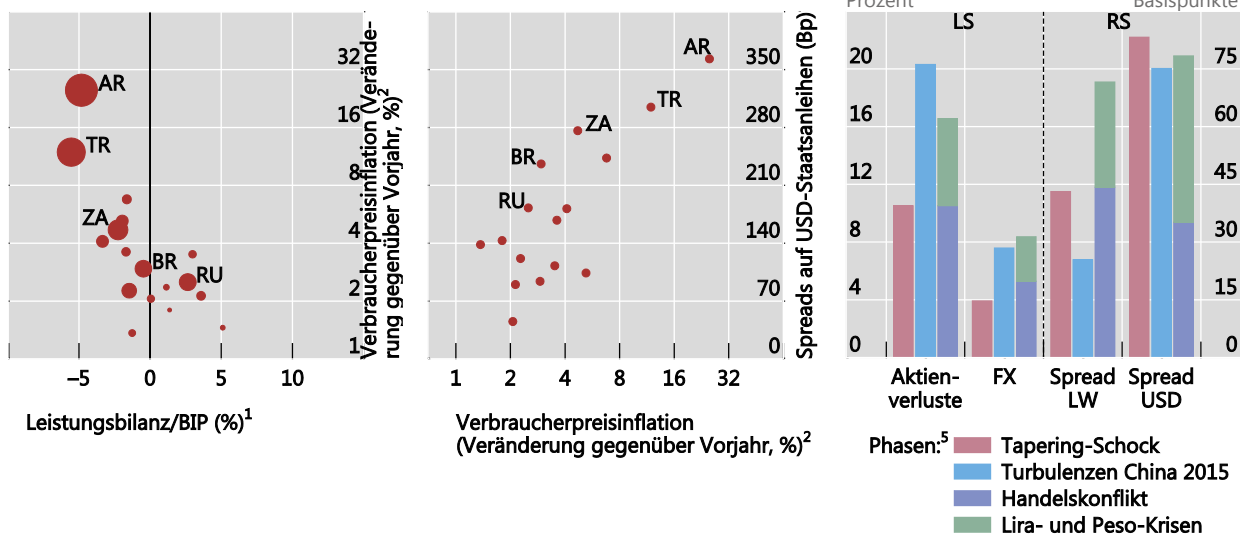
In anfälligen aufstrebenden Volkswirtschaften verschärfen sich die Finanzierungsbedingungen

Grafik 7

Spillover-Effekte der Lira- und der Peso-Krise spiegeln binnenwirtschaftliche Schwachstellen wider

Hohe Inflation korreliert mit hohen Renditen

Stressphase in aufstrebenden Volkswirtschaften 2018 mit früheren Stressphasen vergleichbar⁴



Die Größe jedes Kreises im linken Feld entspricht der Abwertung der Landeswährung gegenüber dem US-Dollar im Zeitraum 31. Juli–12. September 2018.

¹ Angaben für 2017. ² Stand Dezember 2017; logarithmische Skala. ³ JPMorgan EMBI, Durchschnitt des 4. Quartals 2017. ⁴ Aktien = Index MSCI Emerging Markets, in US-Dollar; FX = Währungsabwertung basierend auf dem handlungsgewichteten US-Dollar-Index, andere wichtige Handelspartner; Spread LW = JPMorgan GBI, Renditenaufschlag auf in Landeswährung denominated Staatsanleihen; Spread USD = JPMorgan EMBI, Renditenaufschlag auf in USD denominated Staatsanleihen. ⁵ Veränderungen in folgenden Zeiträumen: Tapering-Schock = 22. Mai–5. September 2013; Abwertung und Konjunkturabkühlung in China (Turbulenzen in China 2015) = 11. August 2015–28. Januar 2016; Verschärfung der Spannungen in den Handelsbeziehungen (Handelskonflikt) = 22. März–31. Juli 2018; Lira- und Peso-Krisen = 1. August 2018–7. September 2018.

Quellen: Federal Reserve Bank of St Louis (FRED)²; IWF, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Auch die Veränderungen an den Devisen- und den Anleihemärkten während des Jahres machten die anhaltende Reagibilität aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber der Stärke des US-Dollars deutlich. Große Abwertungen trugen zu Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos und somit zu größeren Renditenaufschlägen auf in US-Dollar denominated Anleihen bei. Gleichzeitig verstärkten sie die Verluste, die die Investoren mit dem US-Dollar als Basiswährung aus Instrumenten in Landeswährung erlitten. Entsprechend führte dies auch zu einem Anstieg der Renditen von Anleihen in Landeswährung, der deutlich größer ausfiel als in früheren Phasen von Marktstress (Grafik 7 rechts). Die Fähigkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften, Anleihen in ihren eigenen Währungen zu begeben, hat sich in den letzten Jahren deutlich verbessert. Doch die Anfälligkeit von in Landeswährung denominated Staatsanleihen gegenüber abrupten Schwankungen des Dollars lässt vermuten, dass der Absatz von in Landeswährung denominated Anleihen bisher nicht ausreicht, um die Finanzierungsbedingungen der aufstrebenden Volkswirtschaften immun gegen Wechselkursveränderungen zu machen.

Wachsende Bedeutung von Leveraged Loans: Ein Wiedererstarken mit Risiken?

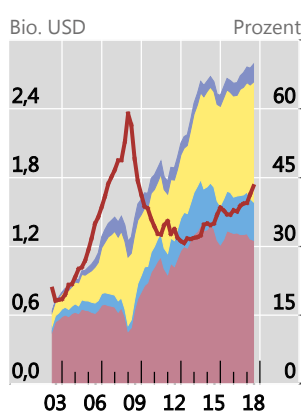
Tirupam Goel

Das Volumen gehebelter Finanzierungen – d.h. Finanzierungen auf Basis von Hochzinsanleihen und Leveraged Loans – hat sich seit der Großen Finanzkrise verdoppelt (Grafik A, schattierte Bereiche im ersten Feld). Gehebelte Finanzierungen, auch Leveraged Finance genannt, dienen Anlegern als Instrument für die Risikoübernahme und weisen ein prozyklisches Verhalten auf. In den 1980er Jahren florierte der Markt für die Finanzierung stark gehebelter Transaktionen, bevor er während der Rezession Anfang der 1990er Jahre zusammenbrach. Mitte der 2000er Jahre verzeichnete er wieder starke Zuwächse, bevor er dann während der Großen Finanzkrise zum Stillstand kam. Im Vorfeld der Großen Finanzkrise und während der anschließenden Periode außerordentlich akkommodierender Geldpolitik entwickelte sich das Volumen von Leveraged Loans stark prozyklisch und stieg schneller als das Volumen von Hochzinsanleihen (Grafik A, rote Linie im ersten Feld). In diesem Kasten werden – mit einem Schwerpunkt auf dem jüngsten Wachstum von Leveraged Loans – die zugrundeliegenden Faktoren und die Anfälligkeiten, die durch die Normalisierung der Geldpolitik zutage treten könnten, untersucht.

Anlegernachfrage begünstigt Leveraged Loans gegenüber Hochzinsanleihen

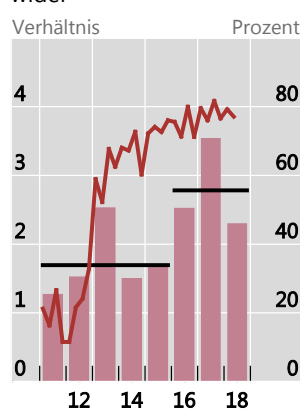
Grafik A

Anteil an Leveraged Loans wächst mit zunehmender Bedeutung gehebelter Finanzierungen¹



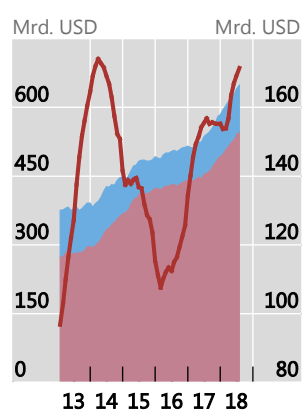
LS: LevLoans Europa
LevLoans USA
HY Bonds Europa
HY Bonds USA
RS: Anteil LevLoans

Preise bei Neuemissionen und Loans mit lockeren Kreditaufgaben spiegeln die Marktmacht der Schuldner wider²



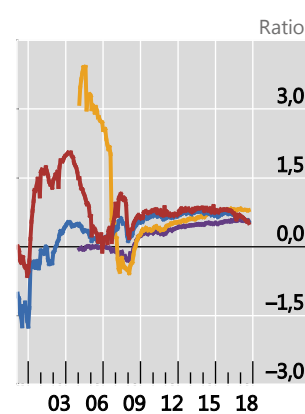
LS: Verhältnis
Down-Flex/Up-Flex³
Ø Verhältnis im jeweiligen Zeitraum
RS: Covenant-lite

Collateralised Loan Obligations (CLO) und Kredit-Fonds unterstützen die Nachfrage⁴



Verwaltete Vermögenswerte:
LS: CLO Europa
CLO USA
RS: Kredit-Fonds

Sharpe-Ratios von Krediten und Anleihen nähern sich an⁵



¹ Bei den institutionellen Leveraged Loans (LevLoans) basieren die ausstehenden Beträge auf dem S&P/LSTA Leveraged Loan Index (LLI) für die USA und auf dem S&P European Leveraged Loan Index für Europa; LSTA = Loan Syndications and Trading Association. Bei den Hochzinsanleihen (HY Bonds) basieren die ausstehenden Beträge auf dem USD High-Yield ICE BofAML Index für die USA und auf dem EUR High-Yield ICE BofAML Index für Europa. ² Basierend auf Geschäften an US-Märkten. ³ Jährliches Verhältnis zwischen Anpassungen zugunsten der Emittenten (Down-Flex) und Anpassungen zugunsten der Anleger (Up-Flex); 2018: Anpassungen von Januar bis August. ⁴ „CLO USA“ deckt in USD denominated Emissionen, „CLO Europa“ in EUR denominated Emissionen ab; „Kredit-Fonds“ umfasst auch börsengehandelte Fonds und deckt in den USA und Europa domizilierte Fonds ab. ⁵ Für jeden Index misst die Sharpe-Ratio die auf das Jahr hochgerechnete Überschussrendite des Index gegenüber der Rendite von Staatsanleihen mit 3-monatiger Laufzeit im jeweiligen Land (für die USA basierend auf Renditen von Schatzpapieren, für Europa basierend auf der Kassazinskurve für Staatsanleihen des Euro-Raums mit AAA-Rating), im Verhältnis zur auf das Jahr hochgerechneten Standardabweichung der Indexrendite.

Quellen: EZB; ICE BofAML Indices; Lipper; Thomson Reuters Loan Pricing Corporation; Berechnungen der BIZ.

Ein wesentlicher Faktor für den jüngst verzeichneten Anstieg bei Leveraged Loans ist die Suche der Investoren nach Anlagemöglichkeiten. Dies zeigt sich unter anderem in ihrer anhaltenden Bereitschaft, eine schwächere Absicherung gegen eine Verschlechterung der Schuldendienstfähigkeit des Emittenten hinzunehmen. Insbesondere der Anteil der Loans mit lockeren Kreditauflagen, sog. Covenant-lite Loans, erreichte Ende 2017 den höchsten Stand seit Ausbruch der Großen Finanzkrise (Grafik A, zweites Feld). Gleichzeitig sank die durchschnittliche Zahl der Auflagen pro Loan mit Covenants um 25%. Dass Anleger nicht automatisch für dieses Risiko kompensiert werden, lässt sich am Verhalten sog. Price Flexes erkennen. Hierbei handelt es sich um Anpassungen der Loan Spreads bei Neuemissionen, die ein Kreditarrangeur vornimmt, um am Primärmarkt ein Gleichgewicht zu schaffen. Das Verhältnis zwischen Anpassungen zugunsten der Emittenten und Anpassungen zugunsten der Anleger ist unlängst markant gestiegen. Dabei profitieren Schuldner von niedrigeren Loan Spreads (Grafik A, zweites Feld). Durch die hohe Nachfrage der Anleger nach Leveraged Loans werden außerdem Umschichtungen unterstützt. In den USA beispielsweise machen Schuldenrefinanzierungen seit 2015 60% des Absatzes institutioneller Leveraged Loans aus. Dieser Anteil ist während der ersten Jahreshälfte 2018 gestiegen. All diese Entwicklungen stehen im Einklang mit dem Bestreben der Anleger, in einem Niedrigzinsumfeld Renditen zu erwirtschaften. Die jüngsten Aussichten auf (weitere) Zinsanhebungen haben die relative Attraktivität von Leveraged Loans erhöht, die anders als die meisten Hochzinsanleihen eine an den Interbankzinssatz gekoppelte Rendite bieten.^①

Entwicklungen im Verbriefungsmarkt haben ebenfalls zur wachsenden Bedeutung von Leveraged Loans beigetragen. Banken, die eigene Forderungen verbriefen, auch Originators genannt, fällt es leichter, diese Kredite zu verbrieften und zu verkaufen. Dies zeigt sich darin, dass die Investitionen in über Verbriefungsstrukturen geschaffene Loans, beispielsweise Collateralised Loan Obligations (CLO), insbesondere in den letzten Jahren gestiegen sind (Grafik A, drittes Feld). Anders als im Vorfeld der Großen Finanzkrise behalten die Banken nicht mehr einen Großteil dieser Verbriefungen mittels außerbilanzieller Vehikel effektiv ein. Die nach der Großen Finanzkrise neu eingeführte Regelung zum Risikorückbehalt verlangt lediglich, dass Banken einen relativ kleinen Teil der verbrieften Aktiva in ihren Büchern halten. Im Falle von im Freiverkehr tätigen CLO-Fondsmanagern in den USA, für die diese Regelung anfänglich gegolten hatte, hob ein Gerichtsurteil im Februar 2018 die entsprechenden Anforderungen auf, wodurch die Nachfrage nach Krediten weiter angekurbelt wurde. Die Nachfrage wird darüber hinaus durch das seit 2016 zu beobachtende starke Wachstum bei Kredit-Fonds unterstützt (Grafik A, drittes Feld). Als Nebenprodukt dieser Entwicklungen ist die Substituierbarkeit zwischen Leveraged Loans und Hochzinsanleihen aus Sicht der Anleger gestiegen, was die Annäherung ihrer Risiko-Ertrags-Verhältnisse erklärt (Grafik A, viertes Feld).

Ein weiterer Faktor könnten die Bereitschaft der Banken und die für sie bestehenden Anreize sein, Kredite zu vergeben. Jüngste Anpassungen bei den Maßnahmen zur Durchsetzung von Richtlinien im Leveraged-Loans-Geschäft in den USA haben es den Banken offenbar leichter gemacht, diese Kredite zu arrangieren.^② Generell hat der Markt für Leveraged Loans von einem günstigen makroökonomischen Hintergrund und starken Aktienmärkten profitiert. Auf Unternehmensumstrukturierungen wie Fusionen, Übernahmen und Leveraged Buyouts entfallen nahezu 40% der seit 2015 in den USA abgesetzten institutionellen Leveraged Loans.

Wenn jedoch der Konjunkturzyklus allmählich seinen Höhepunkt erreicht, könnten die Anleger erste Verluste erleiden. Die Ausfallquote bei in den USA abgesetzten institutionellen Leveraged Loans stieg von rund 2% Mitte 2017 auf 2,5% im Juni 2018. Mit Blick auf die Zukunft könnte die Normalisierung der Geldpolitik dazu führen, dass der variabel verzinsliche Anteil bei Leveraged Loans der Grund für Ausfälle ist, weil sich der Schuldendienstdeckungsgrad des Schuldners – Verhältnis zwischen Schuldendienstaufwand und Nettobetriebsergebnis – verschlechtert.^③ Trotz solider Unternehmensgewinne in den letzten Jahren melden erste Marktteilnehmer einen niedrigeren Schuldendienstdeckungsgrad. In der nächsten Abschwungphase könnten sogar die Erlösquoten niedriger ausfallen, weil das sog. Debt Cushion von Leveraged Loans gesunken ist – d.h., es gibt weniger unbesicherte nachrangige Schuldtitel, die bei einem Ausfall des Kredits die Verluste vor den vorrangigen Krediten absorbieren.

Auch Risiken im Zusammenhang mit der Refinanzierung und der Marktliquidität sind Anlass zur Sorge. Beispielsweise ist die Konzentration von Schuldnern mit Rating BBB gestiegen, was bedeutet, dass in einem Abschwung Ratingherabstufungen bei Schuldnern mit Rating BBB auf BB oder darunter, d.h. in den spekulativen Bereich, einige Anleger dazu zwingen würden, diese Schuldtitel abzustoßen.^④ Die relative Illiquidität an den Märkten für Leveraged Loans könnte die damit verbundenen Preiswirkungen noch verstärken. Weil Investmentfonds zu den wichtigsten Käufern gehören, könnten Marktwertverluste außerdem Rückkäufe von Fondsanteilen ankurbeln, Notverkäufe auslösen und die Preise weiter unter Druck setzen. Solche Entwicklungen wirken sich womöglich nicht nur auf die Inhaber dieser Loans aus, sondern auf die gesamte Wirtschaft, weil die Mittelflüsse am Markt für Leveraged Loans zum Stillstand kommen.

① Der Zinssatz der meisten Loans wird regelmäßig auf einen Spread aktualisiert, der über dem Referenzsatz, in der Regel dem LIBOR oder einem vergleichbaren Zins, liegt. Siehe www.leveragedloan.com/primer/, *S&P Global Market Intelligence*. ② Im März 2013 brachten US-Bundesbehörden Richtlinien im Leveraged-Loans-Geschäft (Leveraged Lending Guidance, LLG) heraus, mit denen bestimmte Parameter wie Verschuldungsquote oder Laufzeit beschränkt werden sollen. Im Oktober 2017 beschloss das US Government Accountability Office, dass die LLG den Bestimmungen des Congressional Review Act unterliegen, was bedeutet, dass sie vom Kongress aufgehoben werden können. Siehe <https://www.gao.gov/products/B-329272#mt=e-report>. Anfang 2018 signalisierten hochrangige Vertreter einiger US-Finanzbehörden eine Lockerung in Bezug auf Leveraged Loans. Im September 2018 stellte eine gemeinsame Erklärung der US-Finanzbehörden den unverbindlichen Charakter von Aufsichtsrichtlinien und damit ihre Unterscheidung von Gesetzen oder Vorschriften klar. Siehe www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases.htm. ③ Für weitere Einzelheiten siehe B. Hofmann und G. Peersman, „*Is there a debt service channel of monetary transmission?*“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2017. ④ Belege für die wachsende Konzentration von Schuldnern mit Rating BBB finden sich in „*Erfreuliche Aussichten und niedrige Inflation beleben die Risikoübernahme*“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2017.

Turbulenzen in der Politik und im Bankensektor des Euro-Raums

Fernando Avalos und Dora Xia

Im zweiten und dritten Quartal 2018 standen die Vermögenswerte des Euro-Raums unter Druck: Angespannte internationale Handelsbeziehungen, die politische Lage und Spillover-Effekte der aktuellen Turbulenzen in aufstrebenden Volkswirtschaften belasteten die Vermögenspreise. Im Fokus der Märkte standen unter anderem die politische Lage in Italien, die Krise in der Türkei und der Handelskonflikt mit den USA.

Anspannungen im Euro-Raum nehmen zu

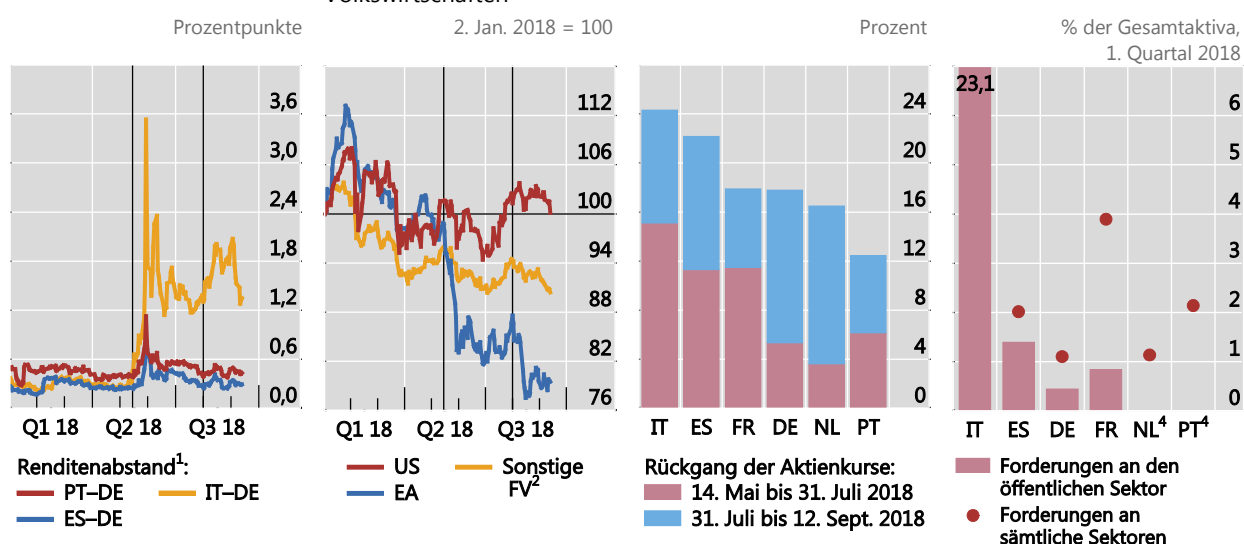
Grafik B

Renditeaufschläge auf italienische Staatsanleihen weiten sich aus

Diskrepanz bei der Kursentwicklung von Bankaktien in fortgeschrittenen Volkswirtschaften

Rückgang bei den Aktienkursen europäischer Banken

Forderungen von Banken gegenüber italienischen Schuldern³



Vertikale Linien im ersten und zweiten Feld: 15. Mai 2018 (vorläufiger Koalitionsvertrag der italienischen Regierung wird bekannt) und 1. August 2018 (US-Regierung kündigt Sanktionen gegen die Türkei an).

¹ Zwischen 2-jährigen Staatsanleihen der jeweiligen Länder. ² FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften; gewichteter Durchschnitt von AU, CA, CH, DK, GB, JP, NO und SE basierend auf der Marktkapitalisierung. ³ Auf Basis des letzten Risikoträgers, ohne Derivate und andere potenzielle Engagements. ⁴ Auf Ersuchen des jeweiligen Berichtslands werden die Forderungen niederländischer und portugiesischer Banken gegenüber dem italienischen Staat aus Datenschutzgründen nicht offengelegt.

Quellen: Bloomberg; Datastream; IHS Markit; konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ; Berechnungen der BIZ.

Italien hat kürzlich eine Reihe isolierter Phasen von Anspannungen am Staatsanleihemarkt erlebt. Beispielsweise weitete sich der Renditeaufschlag 2-jähriger italienischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Staatstiteln im Zuge der jüngsten Ereignisse in der Türkei weit mehr aus als der entsprechende Aufschlag von Staatsanleihen anderer Länder des Euro-Raums (Grafik B, erstes Feld). Allerdings hatten politische Geschehnisse schon zuvor zu einer beträchtlichen Ausweitung des Renditenabstands zwischen italienischen und deutschen Anleihen geführt. Mitte Mai ließ das Bekanntwerden eines Entwurfs des Regierungsprogramms der Koalition den Renditenabstand ansteigen. Am 29. Mai, nach der Ernennung des Interims-Ministerpräsidenten, schnellte er um nahezu 200 Basispunkte nach oben und erreichte ein Niveau, das zuletzt im August 2012 verzeichnet worden war. Obwohl diese Ausweitung sämtliche Tagesveränderungen des Renditeaufschlags während der europäischen Staatsschuldenkrise in den Schatten stellte, blieb das Niveau des Renditeaufschlags hinter den während der Krise verzeichneten Niveaus zurück. Die Ausweitung des Renditeaufschlags italienischer Staatsanleihen schien die Bedenken der Anleger über die unsichere politische Zukunft des Landes widerzuspiegeln, insbesondere über die möglichen fiskalpolitischen Maßnahmen der neuen Regierung.

Das Zusammenfallen der Anspannungen am Staatsanleihemarkt Italiens und der Währungskrise in der Türkei setzte die Banken des Euro-Raums unter großen Druck. Ihre Aktienkurse entwickelten sich massiv schlechter als die ihrer Konkurrenten in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Ein Gesamtindex, der die Kursentwicklung von Bankaktien im Euro-Raum abbildet, fiel von Mitte Mai bis Mitte September um nahezu 20% (Grafik B, zweites Feld). Dagegen entwickelten sich US-Banken seitwärts, und in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften erlitten die Banken weit geringere Kursverluste. Die Diskrepanz zwischen den Aktienkursentwicklungen von Banken im Euro-Raum und in den USA war ab Mai zu beobachten, nachdem die politische Unsicherheit in Italien zugenommen hatte. In den darauffolgenden Wochen blieben die Aktienkurse von Banken des Euro-Raums praktisch unverändert, bevor die Währungskrise in der Türkei zu einem weiteren Einbruch führte.

Die Kursverluste von Bankaktien waren in den einzelnen Ländern des Euro-Raums sehr unterschiedlich. Von Mitte Mai bis Ende Juli verzeichneten französische, italienische und spanische Banken größere Verluste (Grafik B, rote Balken im dritten Feld). Dies war zum Teil auf die direkten und indirekten Engagements gegenüber dem italienischen Staat und anderen italienischen Schuldern zurückzuführen (Grafik B, viertes Feld). Hohe Verluste bei der Bewertung von Staatsanleihebeständen und anderen Vermögenswerten zu Marktpreisen – die die Eigenkapitalbasis der Banken schwächten – wirkten sich womöglich ganz direkt aus. Indirekten Einfluss könnten unter anderem die restriktiveren Finanzierungsbedingungen haben, die sich aus höheren Kreditspreads für italienische Banken und andere große Banken des Euro-Raums ergaben.

Spillover-Effekte von den Anspannungen im Finanzsektor der Türkei verschärften die Bedenken der Anleger, da im Allgemeinen davon ausgegangen wurde, dass die Banken des Euro-Raums umfangreiche Engagements gegenüber türkischen Schuldnern aufweisen. Die Marktkorrektur, die durch die Turbulenzen an den türkischen Finanzmärkten ausgelöst wurde, hatte bis zu einem gewissen Grad größere Wirkung auf diejenigen Banken mit dem größten Engagement gegenüber türkischen Schuldnern (Grafik B, blaue Balken im dritten Feld). Allerdings waren die entsprechenden Verluste nicht unbedingt proportional zur Größe des Engagements. Tatsächlich ist es schwierig, das grundlegende Risiko aus dem Länderengagement einer Bank zu bewerten, da es viele Faktoren gibt, die Einfluss darauf haben, wie eine Bank auf nachteilige Entwicklungen reagieren könnte (Kasten C). Aktienkursverluste könnten auch Ausdruck der Einschätzung der Anleger hinsichtlich der mutmaßlichen Widerstandsfähigkeit der Banken gegenüber großen Schocks sowie weiterer länder- und sektorspezifischer Entwicklungen sein. Deutsche Banken beispielsweise wurden durch ihre generell unterdurchschnittliche Gewinnentwicklung belastet, und italienische Banken wurden bereits als relativ schwach wahrgenommen.

Analyse der Länderrisiken von Banken mithilfe der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ

Eine Einführung anhand des Türkei-Engagements von Banken

Stefan Avdjiev und Philip Wooldridge

In diesem Kasten geht es um das Länderrisiko, also das Risiko, das sich nicht aus den üblichen Gegenpartei-spezifischen Faktoren ergibt, sondern das mit der wirtschaftlichen oder politischen Situation eines Landes einhergeht und dazu führt, dass Schuldner ihre Auslandsverpflichtungen nicht erfüllen können oder wollen. Will man die Länderrisiken von Banken analysieren, ist die konsolidierte Bankgeschäftsstatistik (Consolidated Banking Statistics, CBS) der BIZ eine hilfreiche Ausgangsbasis. Allerdings sind die Informationen, die für eine umfangreiche Analyse dieser Risiken erforderlich sind, nur zum Teil in der CBS enthalten. In diesem Kasten wird zusammengefasst dargestellt, inwieweit die CBS Informationen zu diesen Risiken liefert, und zwar anhand von Daten für die Türkei, die auf der Website der BIZ in [Tabelle B4](#) veröffentlicht sind.^①

Die CBS liefert Informationen über die Zusammensetzung der Aktiva von Banken nach Ländern und Sektoren, und zwar auf weltweit konsolidierter Basis. Sie erfasst insbesondere die ausstehenden Forderungen und andere Risikopositionen von Bankkonzernen mit Hauptsitz in 31 Berichtsländern gegenüber Gegenparteien in über 200 Schuldnerländern. Dabei werden konzerninterne Positionen ausgeklammert, während Geschäftstätigkeiten von ausländischen Geschäftsstellen, die mehrheitlich im Besitz oder anderweitig unter der Kontrolle des Konzerns sind, berücksichtigt werden.^②

Ende März 2018 hielten ausländische Banken \$ 223 Mrd. an ausstehenden Krediten, Wertpapieren und anderen Forderungen gegenüber Gebietsansässigen der Türkei (Grafik C links). Mehr als die Hälfte dieser Forderungen (\$ 135 Mrd.) bestanden gegenüber Nichtbanken des privaten Sektors – hauptsächlich gegenüber Nichtfinanzunternehmen und privaten Haushalten, in geringerem Ausmaß auch gegenüber Nichtbankfinanzinstituten. Weitere \$ 50 Mrd. entfielen auf Forderungen an Banken und die restlichen \$ 38 Mrd. auf Forderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor, d.h. dem Staat und der Zentralbank. Zusätzlich zu diesen Forderungen hatten ausländische Banken Engagements in der Türkei über drei weitere Positionen: Derivatkontrakte mit türkischen Gegenparteien (deren positiver Marktwert Ende März 2018 bei \$ 4 Mrd. lag), verkauften Kreditschutz auf in der Türkei ansässige Unternehmen und andere ausgegebene Garantien (\$ 53 Mrd.) sowie ausstehende Kreditzusagen an gebietsansässige Schuldner (\$ 22 Mrd.).

Will man die Anfälligkeit des Bankensektors gegenüber Länderrisiken beurteilen, ist die absolute Größe des Engagements eine weniger relevante Messgröße als die – beispielsweise zum Eigenkapital oder Kernkapital – ins Verhältnis gesetzte Größe. Tatsächlich sind die Banken mit den größten absoluten Engagements gegenüber einem Land in vielen Fällen nicht diejenigen, die in Bezug auf ihr Eigenkapital die größten Risiken aufweisen. Ein Beispiel: Ende März 2018 waren die Forderungen von belgischen Banken gegenüber der Türkei (weniger als \$ 1 Mrd.) deutlich geringer als diejenigen deutscher Banken (nahezu \$ 13 Mrd.). Im Verhältnis zum Gesamtkapital waren die Engagements beider Bankensysteme aber vergleichbar (2,3% bzw. 2,4%).

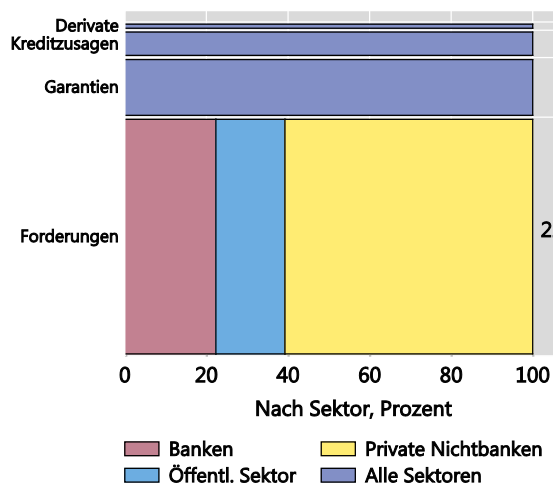
Selbst in Relation gesetzt, liefert die CBS wegen des hohen Aggregationsgrads und der unvollständigen Daten nur einen groben Hinweis darauf, welche Banken Länderrisiken am stärksten ausgesetzt sind. Die CBS erfasst das Gesamtengagement von Bankkonzernen, die ihren Hauptsitz in den Berichtsländern haben; große Differenzen zwischen den Engagements einzelner Banken werden dabei womöglich kaschiert. Sie fasst auch unterschiedliche Forderungsarten (z.B. Kredite, Garantien) zusammen, die unter Umständen sehr unterschiedliche Risikomerkmale haben. Hinzu kommt, dass je nach Rechnungslegungsstandards und Anteil des Portfolios, der in Vermögenswerte mit verlässlichen Marktwerten angelegt ist, die ausstehenden Engagements einiger Banken näher an ihrem Marktwert sein können als die Engagements anderer Banken. Rückstellungen schließlich, die die Banken womöglich für potenzielle Verluste gebildet haben, bleiben in der CBS unberücksichtigt.

Türkei-Engagement ausländischer Banken

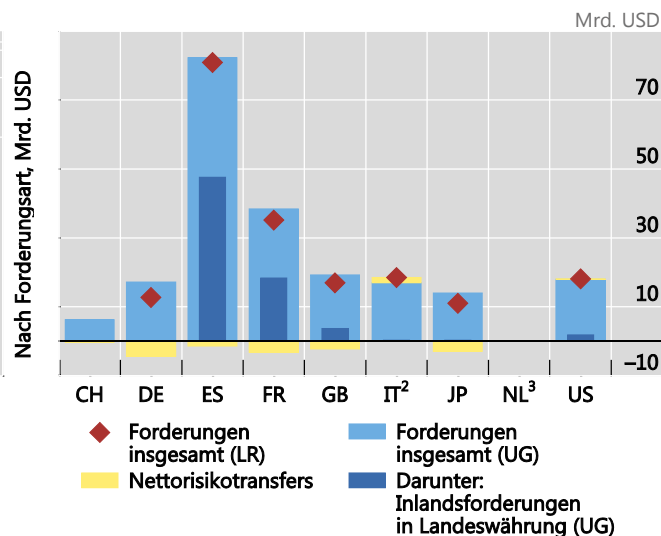
Ausstehende konsolidierte Engagements per Ende März 2018

Grafik C

Gesamtengagement nach Forderungsart und Gegenparteiensektor¹



Nach Nationalität der CBS-Berichtsbank



LR = auf Basis des letzten Risikoträgers, UG = auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei.

¹ CBS-Daten auf Basis des letzten Risikoträgers. Die Breite jedes Balkens entspricht der relativen Bedeutung der jeweiligen Forderungsart. ² In den CBS-Daten für italienische Banken sind die Aktiva einiger Joint Ventures nicht vollständig enthalten. ³ Auf Ersuchen des Berichtslands werden die CBS-Daten von niederländischen Banken aus Datenschutzgründen nicht veröffentlicht.

Quellen: Konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ (LBS), Tabelle B4.

Informationen über das Geschäftsmodell einer Bank sind ebenfalls relevant, wenn man verstehen will, wie eine Bank auf nachteilige Entwicklungen in einem Land reagieren könnte. Eine ganz wichtige Rolle spielt dabei die Struktur des Auslandsgeschäfts einer Bank. Einige Banken betreiben ihr Auslandsgeschäft in erster Linie grenzüberschreitend von ihrem Herkunftsland aus oder in Finanzzentren. Andere Banken verfolgen einen multinationalen Modellansatz und gründen ausländische Tochtergesellschaften, an denen sie sich bis zu einer gewissen Höhe beteiligen und die für ihre Refinanzierung lokal Kredite aufnehmen. Die CBS unterscheidet nicht zwischen diesen Geschäftsmodellen. Gleichwohl könnte eine multinationale Bank ihre Tochtergesellschaft verkaufen oder sie Konkurs gehen lassen und das Kapital, das sie in die Gesellschaft investiert hat, abschreiben. Das Risiko der Bank würde sich in diesem Fall auf ihre Eigenkapitalbeteiligung an der Tochtergesellschaft plus mögliche konzerninterne Finanzierungen und der Tochtergesellschaft gewährte Garantien beschränken. Dieser Betrag dürfte deutlich kleiner ausfallen als die Aktiva der Tochtergesellschaft, die in den Engagementmessgrößen der CBS zum Ausdruck kommen.

Ob eine Bank von der Option, ihr Risiko gegenüber ihrer Tochtergesellschaft zu reduzieren, Gebrauch macht, hängt davon ab, wie sie die damit verbundenen Vorteile und Kosten beurteilt. Diese Entscheidung wird von einer Vielzahl von Faktoren beeinflusst, darunter die Höhe konzerninterner Finanzierungen und Garantien an die Tochtergesellschaft, die Eigentumsverhältnisse (z.B. ob die Tochtergesellschaft in vollständigem Besitz der Mutterbank oder ein Joint Venture ist), die finanzielle Solidität des Konzerns insgesamt, Risiken für die Reputation anderer Konzernbereiche, die regulatorischen Rahmenbedingungen (z.B. Abwicklung nach einem Multiple-Point-of-Entry- oder Single-Point-of-Entry-Ansatz), der breitere Kontext, in dem diese Verluste auftreten, und die Aussichten auf eine Besserung der wirtschaftlich oder politisch unsicheren Lage eines Landes.

Durch die Unterscheidung zwischen Inlandsforderungen und grenzüberschreitenden Forderungen liefert die CBS Informationen zur Bedeutung der Tochtergesellschaften, die allerdings unvollständig sind. Inlandsforderungen sind Forderungen, die von Filialen und Tochtergesellschaften verbucht werden, die im selben Land ansässig sind wie die Gegenpartei. Die Inlandsforderungen lassen sich ihrerseits aufschlüsseln in Forderungen, die in Landeswährungen denominated sind, und Forderungen, die in Fremdwährungen denominated sind. In der CBS auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei werden Erstere separat veröffentlicht, während Letztere zusammen mit grenzüberschreitenden Forderungen als „internationale Forderungen“ ausgewiesen werden. In der Türkei beliefen sich die in türkischen Lira denominated Inlandsforderungen Ende März 2018 auf \$ 82 Mrd. Darüber hinaus entfiel ein großer Anteil der internationalen Forderungen in Höhe von \$ 164 Mrd. auf in Fremdwährungen denominated Inlandsforderungen. Infolgedessen machen die in Fremd- und Landeswährung denominated Inlandsforderungen mehr als 50% der gesamten Forderungen von Banken an die Türkei aus.

Die in der CBS veröffentlichten Daten zeigen, dass spanische und französische Banken Ende März 2018 mit \$ 48 Mrd. bzw. \$ 18 Mrd. die größten in türkischen Lira denominated Forderungen an die Türkei aufwiesen (Grafik C rechts). Zudem sind ein beträchtlicher Teil der internationalen Forderungen dieser Banken Inlandsforderungen, die in Fremdwährungen denominated sind. Auch italienische und niederländische Banken halten Engagements über lokale Tochtergesellschaften; allerdings werden diese in der veröffentlichten CBS nicht angemessen erfasst.^③ Daten der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde zeigen, dass sich das Türkei-Engagement italienischer und niederländischer Banken einschließlich Garantien und Kreditzusagen auf über \$ 67 Mrd. bzw. \$ 34 Mrd. belief. Diese Zahlen stammen allerdings von Ende Juni 2017. Insbesondere bei Banken mit türkischen Tochtergesellschaften gingen Mitte 2018 die Forderungen in US-Dollar gerechnet zurück. Grund hierfür war die starke Abwertung der türkischen Lira, die dazu führte, dass der US-Dollar-Wert der in türkischen Lira denominated Forderungen der Banken zurückging.

Eine andere Möglichkeit, wie Banken ihr Engagement gegenüber einem bestimmten Land reduzieren können, ist der Einsatz von Instrumenten zur Übertragung von Kreditrisiken, mit denen Risiken von einer Gegenpartei auf eine andere übertragen werden. Ein gängiges Beispiel ist der Erwerb von Kreditabsicherungen über Credit-Default-Swaps. Die CBS auf Basis des letzten Risikoträgers berücksichtigt den Einsatz solcher Risikotransfers durch die Banken und liefert somit eine Engagementmessgröße, die die in der CBS auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei erfassten bilanzwirksamen Forderungen ergänzt.

Risikotransfers werden von den Banken eher zur Absicherung größerer Teile ihrer grenzüberschreitenden Forderungen und seltener für Inlandsforderungen eingesetzt. Demzufolge sind die Transfers von Länderrisiken tendenziell bei Banken, die überwiegend grenzüberschreitend tätig sind, proportional größer als bei multinationalen Banken mit Tochtergesellschaften. Beispielsweise waren Ende März 2018 die Forderungen auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei von spanischen Banken gegenüber der Türkei, die hauptsächlich über lokale Tochtergesellschaften verbucht werden, nur um 2% (\$ 1 Mrd.) höher als die Forderungen auf Basis des letzten Risikoträgers. Demgegenüber lagen die Forderungen auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei von britischen Banken, die überwiegend grenzüberschreitende Forderungen darstellen, um 14% (\$ 2 Mrd.) über den Forderungen auf Basis des letzten Risikoträgers.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die CBS eine hilfreiche Ausgangslage für die Analyse der Länderrisiken von Banken anhand einer Reihe simpler Messgrößen darstellt. Für eine tiefer gehende Analyse sollten diese Messgrößen allerdings mit Angaben zu den Geschäftsmodellen, der finanziellen Solidität, den Konsolidierungs- und Bilanzierungspraktiken sowie den Risikotransfers ergänzt werden. Aufsichtsbehörden und Banken stellen diese Angaben selbst regelmäßig in ihren Mitteilungen über mögliche Auswirkungen von und Reaktionen auf nachteilige Entwicklungen in Schuldnerländern zur Verfügung.

① Nähere Erläuterungen zu den Informationen der CBS finden sich in BIZ, „Welche Informationen liefert die Bankgeschäftsstatistik der BIZ über die Engagements von Bankensystemen gegenüber einzelnen Ländern und Sektoren (und welche liefert sie nicht)?“ im Kasten am Schluss des Kapitels „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2011. ② Der Konsolidierungskreis ist in den Berichtsländern uneinheitlich. Eine Übersicht der Unterschiede findet sich in BIZ, „Potential enhancements to the BIS international banking statistics“, Anhang B, März 2017. ③ In den CBS-Daten für italienische Banken sind die Aktiva einiger Joint Ventures nicht vollständig enthalten, und die Forderungen von niederländischen Banken werden aus Datenschutzgründen nicht offengelegt.