



Die Features geben die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt. Wenn Sie in Ihrem Artikel über die Features schreiben, beziehen Sie sich bitte auf die Autoren und nicht auf die BIZ.

BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2018 – Medienorientierung

On-the-Record-Kommentare von Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, Freitag, 14. Dezember 2018.

Claudio Borio

Es war nicht die erste, und es wird nicht die letzte sein – nur eben eine weitere Unebenheit auf dem engen Pfad der geldpolitischen Normalisierung.

Im Oktober kam es an den Finanzmärkten zu Turbulenzen. Und diesmal waren es die US-Märkte, die am stärksten erschüttert wurden. Also ausgerechnet jene, die im Vorquartal weiter stark gewachsen waren, während die Finanzmärkte anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften ins Stocken geraten waren und die Märkte aufstrebender Volkswirtschaften Verluste hatten hinnehmen müssen. Es folgte eine ruhigere, aber dennoch von Nervosität geprägte Phase, bevor die Märkte Anfang Dezember erneut erschüttert wurden.

Die Turbulenzen vom Oktober wiesen alle Anzeichen für einen plötzlichen Anstieg der Anleiherenditen („snap-back“) auf, auch wenn dieser vergleichsweise moderat ausfiel. Während wie gewohnt die Volatilität in die Höhe schnellte und Laufzeitprämien, nominale und reale Zinssätze anstiegen, schmolzen an den Aktienmärkten die seit Jahresbeginn verbuchten Kursgewinne komplett dahin. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen zog an und bewegte sich kontinuierlich über der psychologisch wichtigen 3%-Marke. Die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen weiteten sich aus, insbesondere im Hochzinssegment.

In den Turbulenzen von Anfang Dezember spiegelte sich eher eine Flucht in sichere Anlagen wider. Wiederum fielen die Aktienkurse an den US- und anderen Märkten, doch dieses Mal sanken auch die Anleiherenditen und lagen wieder deutlich unterhalb der 3%-Marke. Gleichzeitig stiegen die Kreditrisikoprämien weiter.

Für die Neubewertung an den Finanzmärkten scheinen zwei Faktoren verantwortlich gewesen zu sein: Zum einen gab es ungeachtet solider Gewinnmeldungen gemischte Signale aus der Wirtschaft, und zum anderen änderte sich die Wahrnehmung des geldpolitischen Kurses der Federal Reserve. Bis Ende November waren die Anleger von einer graduellen, aber stetigen Straffung ausgegangen. Zu Beginn des neuen Monats jedoch rechneten sie – teilweise aufgrund der Verlautbarungen der US-Notenbank – zunehmend damit, dass die Federal Reserve dabei langsamer als bisher erwartet vorgehen würde. Zudem begannen die Anleger, sich stärker um die Wachstumsaussichten zu sorgen. Ihre Sorge nahm zu, als die Renditenstrukturkurve flacher wurde und sich am kürzeren Ende umkehrte – was häufig als [Zeichen für eine bevorstehende Rezession](#) gewertet wird. Während des gesamten Berichtszeitraums spielte neben den Bedenken über Handelskonflikte, die einmal zu- und dann wieder abnahmen, auch die politische Unsicherheit eine wichtige Rolle. Dass die Märkte sensibler auf entsprechende Entwicklungen reagieren, liegt denn auch zweifellos an der Ungewissheit, die dem beispiellosen geldpolitischen Normalisierungsprozess anhaftet.

Die politische Unsicherheit zeigte sich in aller Deutlichkeit an den europäischen Finanzmärkten. Besorgnis über einen harten Brexit erschütterte die Märkte im Vereinigten Königreich



und lastete auf dem Pfund Sterling. Im Euro-Raum waren die Spannungen einmal mehr auf die sich eintrübenden Aussichten für Italiens bereits prekäre Haushaltslage zurückzuführen, weil die italienische Regierung die Budgetvorgaben der Europäischen Kommission ablehnte. Freilich erreichten die Marktanspannungen nicht dasselbe Ausmaß wie im Mai. Dennoch wiesen die Spreads von Credit-Default-Swaps darauf hin, dass das Risiko einer Währungsumstellung rasant zugenommen hatte, und es kam zu – begrenzten – Ansteckungseffekten in anderen Staatsanleihemärkten an der Peripherie des Euro-Raums. Erst gegen Ende des Berichtszeitraums gab es Anzeichen für eine Erholung, obwohl die Situation fragil blieb.

Die Ereignisse lenkten die Aufmerksamkeit erneut auf die relative Schwäche des europäischen Bankensektors. Europäische Bankaktien erlitten höhere Verluste als die Bankaktien anderer fortgeschrittener Volkswirtschaften. Die Anleger machten sich offensichtlich immer noch Sorgen um diesen Sektor, der sich schwer damit tut, seine schwache Rentabilität zu verbessern, teilweise weiter auf einem Berg fauler Kredite sitzt und dessen Schicksal eng mit dem des Staats verknüpft ist. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis verharrte deutlich unterhalb 1, und die Einzelratings der Banken, in denen staatliche Unterstützung im Krisenfall unberücksichtigt bleibt, haben sich seit der Großen Finanzkrise sogar verschlechtert.

Es überrascht vielleicht, dass sich die Finanzmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften relativ gut behaupteten, während es in den USA zu Marktturbulenzen kam. Sicherlich, die Aktienkurse brachen weltweit ein, und der chinesische Aktienmarkt erlitt besonders hohe Verluste. Letzteres war auf spezifische institutionelle Faktoren zurückzuführen (wie in Kasten B im Kapitel „[Weitere Unebenheiten auf dem Weg zur Normalität](#)“ näher erörtert), aber auch ganz allgemein auf den schwierigen Balanceakt, den die politischen Entscheidungsträger vollführen müssen, um gleichzeitig für den Abbau der Schulden und die Stimulierung des Wachstums zu sorgen – eine noch nie da gewesene Herausforderung. Zudem schlug der Wertverlust des Renminbi in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Wellen. Dennoch schnellten die Kreditrisikoaufschläge auf Staats- und Unternehmensanleihen nicht in die Höhe, die Währungen brachen nicht ein, und die Kapitalabflüsse schwollen nicht an – tatsächlich verzeichneten Aktienfonds ungeachtet der allgemeinen ungünstigen Preisentwicklungen sogar Zuflüsse.

Es mag verschiedene Gründe für diese verhältnismäßig positive Entwicklung geben. Zweifellos zahlen sich die Anstrengungen aus, die viele aufstrebende Volkswirtschaften zur Verbesserung ihrer gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Rahmenbedingungen unternommen haben. Möglicherweise bescherte der Rückgang des Ölpreises den anfälligeren Ölimporteuren eine Atempause. Wichtiger ist wohl, dass die Märkte schon im vorangegangenen Quartal erschüttert worden waren, sodass ein Großteil der Korrektur bereits erfolgt war. Dennoch wird die fortschreitende Normalisierung aufstrebende Volkswirtschaften auch weiterhin vor Herausforderungen stellen.

Aus längerfristiger Perspektive bleiben die Finanzierungsbedingungen in den USA trotz der Straffung während des Berichtszeitraums vergleichsweise locker. Dies gilt selbst dann, wenn man den Aktienmarkteinbruch einbezieht (siehe Kasten A im Kapitel „[Weitere Unebenheiten auf dem Weg zur Normalität](#)“); tatsächlich sind die Bewertungen immer noch recht hoch. Ungeachtet des stetigen Anstiegs der Kreditrisikoaufschläge sind die lockeren Finanzierungsbedingungen nirgends so sichtbar wie bei Leveraged Loans, also bei Krediten an schon stark verschuldete Kreditnehmer: Dieser Markt ist nach wie vor überbewertet. Und die hohen Bestände an Unternehmensanleihen mit BBB-Rating, also knapp über dem Junk-Status, wirft dunkle Schatten über die Anleger. Sollten diese Papiere im Falle einer Abschwächung der Wirtschaft herabgestuft werden, käme ein bereits ziemlich illiquider Markt zwangsläufig unter erheblichen Druck, was weitreichende Folgen hätte.

Diese und andere finanzielle Anfälligkeiten sollten genau beobachtet werden. Sie könnten nicht nur die Wirtschaft zusätzlich schwächen, falls die Inflation höher als erwartet ausfällt und



höhere Leitzinssätze mit sich bringt. Es könnte nämlich auch zu einem Abschwung kommen, und zwar selbst dann – wie in der Vergangenheit geschehen –, wenn die Inflation ihr unschönes Antlitz gar nicht zeigt. Tatsächlich sind seit Beginn der 1980er Jahre Wirtschaftsabschwünge häufiger durch aus der Bahn gelaufene Finanzbooms ausgelöst worden als durch geldpolitische Straffungsmaßnahmen, die die Inflation eindämmen sollten.

Was bedeutet nun all dies für die Zukunft? Es bedeutet, dass die Marktanspannungen im vergangenen Quartal kein isoliertes Ereignis waren. Wie bereits mehrfach festgehalten, sind sie lediglich Etappen einer Reise, die vor mehreren Jahren begonnen hat. Dass sich die geldpolitische Normalisierung als schwierig erweisen würde, stand außer Frage, vor allem angesichts der angespannten Handelsbeziehungen und der politischen Unsicherheit. Denn die Ausgangslage – außerordentlich niedrige Zinssätze, aufgeblähte Zentralbankbilanzen und weltweit hohe Schulden im privaten wie im öffentlichen Sektor – ist beispiellos. Die jüngste Unebenheit dürfte nur eine von vielen auf dem Pfad der Normalisierung gewesen sein.

Hyun Song Shin

Diese Ausgabe des BIZ-Quartalsberichts enthält drei Artikel, in denen die Bankgeschäftsstatistiken der BIZ herangezogen werden, um ein klareres Bild der weltweiten Finanzströme zu vermitteln.

Im Artikel „Geografische Verteilung der Dollarrefinanzierungen von Nicht-US-Banken“ untersuchen **Iñaki Aldasoro** und **Torsten Ehlers** das geografische Muster der Dollarmittelströme von Nicht-US-Banken, d.h. von Banken, die ihren Hauptsitz nicht in den USA haben. Angesichts der zentralen Rolle des Dollars als Leitwährung für das globale Bankensystem können die sich verändernden Muster bei der Bereitstellung von Dollarfinanzierungen Aufschluss darüber geben, wie sich die Finanzierungsbedingungen wandeln und wie anfällig sie für eine Stimmungsänderung sind. Wie hat sich das Muster der Dollarfinanzierungen seit der Großen Finanzkrise verändert?

Bis Ende Juni 2018 waren die US-Dollar-Verbindlichkeiten von Nicht-US-Banken wieder auf ihr vor der Großen Finanzkrise verzeichnetes Niveau gesunken und betragen auf aggregierter Basis \$ 12,8 Bio. Seit damals hat sich jedoch das Muster der Dollarrefinanzierungen deutlich verändert: Vor der Großen Finanzkrise nutzten Nicht-US-Banken (insbesondere europäische Banken) ihre Filialen und Tochtergesellschaften in den USA, um für den Kauf von hypothekenbesicherten Wertpapieren Dollars aufzunehmen. Die rapide Zunahme dieser Mittelströme ging mit dem Anstieg der Gesamtrisiken im Vorfeld der Krise einher. Seit der Krise haben Nicht-US-Banken ihre Mittelaufnahme über ihre in den USA ansässigen Filialen und Tochtergesellschaften reduziert. Stattdessen nehmen sie einen größeren Teil ihrer Dollarmittel in ihrem Sitzland auf, wobei diese Mittel in vielen Fällen von Gebietsansässigen der USA grenzüberschreitend bereitgestellt werden.

Eugenio Cerutti, **Catherine Koch** und **Swapan-Kumar Pradhan** beleuchten in „Die wachsende Bedeutung von Banken aus aufstrebenden Volkswirtschaften für das internationale Bankensystem“ die zunehmend globale Rolle von Banken aus aufstrebenden Volkswirtschaften und stützen sich dabei auf die Bankgeschäftsstatistiken der BIZ. In der Zeit nach der Großen Finanzkrise waren die aufstrebenden Volkswirtschaften die wichtigsten



Motoren des globalen Wachstums, doch unlängst haben sich die Aussichten für diese Länder etwas eingetrübt. Gründe dafür sind der starke Dollar, die Normalisierung der geldpolitischen Bedingungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowie länderspezifische Faktoren. Die Autoren dieses Artikels unterstreichen die wachsende Rolle von Banken aus aufstrebenden Volkswirtschaften als Finanzierungsquelle und insbesondere die Bedeutung ihrer grenzüberschreitenden Kreditvergabe an Schuldner in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften. Ende Juni 2018 beliefen sich die grenzüberschreitenden Forderungen von Banken mit Hauptsitz in den aufstrebenden Volkswirtschaften auf \$ 3,7 Bio., wovon Forderungen in Höhe von \$1,4 Bio. gegenüber Schuldnern in aufstrebenden Volkswirtschaften bestanden. In Bezug auf das Muster der Kreditvergabe lässt sich feststellen, dass Banken aus aufstrebenden Volkswirtschaften grenzüberschreitende Kredite tendenziell eher über ihre Tochtergesellschaften im Ausland und nicht direkt von ihrem Hauptsitz aus vergeben.

In „Die Finanzkrise von 2008: transpazifisch oder transatlantisch?“ greift **Robert McCauley** die Frage auf, welche Risiken Finanzströme vor der Großen Finanzkrise schufen. Auch er stützt sich dabei auf die Bankgeschäftsstatistiken der BIZ. Eine These, die damals die Aufmerksamkeit auf sich zog, konzentrierte sich auf den stetigen Fluss von Kapital in die USA, der mit den anhaltenden Netto-Leistungsbilanzüberschüssen einiger asiatischer Volkswirtschaften und ölexportierender Länder einherging – die sog. Ersparnisschwemme („global savings glut“). Dieser These zufolge schürte die Ersparnisschwemme Käufe sicherer US-Vermögenswerte und sorgte so für zu niedrige Renditen, wodurch die Finanzierungsbedingungen locker blieben. Der vorliegende Artikel weist stattdessen auf eine andere Quelle der anhaltend lockeren Finanzierungsbedingungen hin: die Investitionen europäischer Banken in hypotheckenbesicherte US-Wertpapiere – eine Bankschwemme („banking glut“). In Europa ansässige Banken verwendeten Dollars, die sie teilweise in den USA aufgenommen hatten, um im großen Stil hypotheckenbesicherte US-Wertpapiere zu erwerben, wie Iñaki Aldasoro und Torsten Ehlers in ihrem Artikel zeigen.

In „Risiken des Clearings an außerbörslichen Derivatmärkten: Wechselbeziehungen zwischen zentralen Gegenparteien und Banken“ beurteilen **Umar Faruqui, Wenqian Huang** und **Előd Takáts** einen der wichtigsten Erfolge der seit der Großen Finanzkrise umgesetzten Regulierungsreform, nämlich den stärkeren Einsatz des zentralen Clearings von Derivatgeschäften über zentrale Gegenparteien. Das zentrale Clearing stellt eine Abkehr von der vor der Großen Finanzkrise angewandten Praxis dar, die auf einem lockeren Verbund von bilateralen außerbörslichen Derivatgeschäften beruhte. Diese begrüßenswerte Entwicklung war das Ergebnis von Reformbemühungen des öffentlichen Sektors, mit denen sichergestellt werden sollte, dass wichtige Derivatkontrakte zentral abgerechnet werden. Zudem sollten Banken, die Derivate nutzen und mit ihnen handeln, die Risiken angemessen steuern. In diesem Artikel wird ein konzeptioneller Rahmen vorgestellt, mit dem die Risiken von Banken und zentralen Gegenparteien gemeinsam betrachtet und mögliche Wechselbeziehungen zwischen ihnen untersucht werden können. Durch das zentrale Clearing sind die Risiken im Finanzsystem zwar insgesamt gesunken. Wenn jedoch die Interaktionen von Banken und zentralen Gegenparteien dazu führen, dass es zu einer pauschalen Ablehnung der Risikoübernahme in Stressphasen kommt, können dadurch Rückkopplungseffekte entstehen, die unter bestimmten Umständen die Anspannungen womöglich verstärken. Bei einer Beurteilung der Wechselbeziehungen zwischen Banken und zentralen Gegenparteien sollten deshalb die Anreize aller involvierten Parteien berücksichtigt werden, und es sollten die Risiken bei Banken und bei zentralen Gegenparteien gemeinsam betrachtet werden.

Im Artikel „Finanzzyklus und Rezessionsrisiko“ befassen sich **Claudio Borio, Mathias Drehmann** und **Dora Xia** mit dem Wandel von Rezessionen und der Aussagekraft von Frühindikatoren von Konjunkturabschwüngen. Dazu vergleichen sie den Prognosewert des Finanzzyklus für Rezessionen mit demjenigen der Zinsstruktur, eines gängigen Indikators. Finanzzyklen erstrecken sich in der Regel über einen längeren Zeithorizont als konventionelle



Konjunkturzyklen und reflektieren die Wechselbeziehungen zwischen Vermögensbewertungen, Risikowahrnehmung und Finanzierungsempässen in der Wirtschaft. Die Autoren zeigen auf, dass ein Wirtschaftsabschwung seit den frühen 1980er Jahren in der Regel auf einen Finanzboom folgte und nicht auf eine ausgeprägte Straffung der Geldpolitik, mit der die Inflation eingedämmt werden sollte. Indikatoren des Finanzzyklus signalisieren Rezessionsrisiken deshalb besser als eine flachere Zinsstrukturkurve. Eine umfangreiche Stichprobe aus fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften bestätigt dieses Ergebnis.