



---

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

## **BIZ-Quartalsbericht, März 2019 – Medienorientierung**

**On-the-Record-Kommentare von Claudio Borio, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, und Hyun Song Shin, Volkswirtschaftlicher Berater und Leiter Wirtschaftsforschung, Montag, 4. März 2019.**

### **Claudio Borio**

Zwei Phasen prägten den Berichtszeitraum.

Er begann so, wie der vorangegangene Berichtszeitraum geendet hatte. Die abnehmende Risikobereitschaft hielt auch in der zweiten Dezemberhälfte an. Weltweit setzten die Aktienmärkte – angeführt von den US-Märkten – ihre Talfahrt fort, und die Volatilität nahm weiter zu. Gleichzeitig weiteten sich die Renditenaufschläge noch mehr aus, und es kam zu weiteren Rückgängen bei den Staatsanleiherenditen, den Laufzeitprämien und den vom Markt implizierten Inflationserwartungen. Der Absatz von Leveraged Loans und hochverzinslichen Anleihen schrumpfte immer mehr, und Kapitalabzüge aus Investmentfonds trugen zur Ausweitung der Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen bei (siehe Kasten B im Kapitel [„Nach dem Einbruch an den Märkten folgt die Erholung“](#)).

Im Hintergrund blieb die Stimmung wegen der Bedenken über eine Abschwächung der Weltwirtschaft getrübt, und im Fokus der Märkte stand – vielleicht überraschend – der stark vorhersehbare, passive Bilanzabbau der Federal Reserve. Eigentlich sollte dieser Prozess reibungslos vonstatten gehen, doch genau das Gegenteil war der Fall. Als die US-Notenbank am 19. Dezember 2018 andeutete, das Tempo ihrer sehr graduellen Straffung der Geldpolitik über Zinserhöhungen künftig zu drosseln, passten die Marktteilnehmer ihre Erwartung zur künftigen Leitzinsentwicklung umgehend an. Doch weil die Fed keine flexiblere Auslegung beim Abbau ihrer Bilanz in Aussicht stellte, machte sich unter den Marktteilnehmern offenbar Enttäuschung breit. In der Folge beschleunigte sich die Talfahrt der Vermögenspreise.

Ab Januar erholten sich die Märkte wieder und machten die seit Anfang Dezember erlittenen Verluste wett. Beflügelt durch einen leicht verbesserten Wirtschaftsausblick, orientierten sie sich einmal mehr hauptsächlich an den Ausführungen der Zentralbanken. Als der Vorsitzende der Federal Reserve am 4. Januar 2019 anklingen ließ, dass man womöglich nicht nur beim Leitzins, sondern auch beim Bilanzabbau flexibel auf die Konjunkturabkühlung reagieren würde, jubilierten die Finanzmärkte. Für weitere Zuversicht bei den Marktteilnehmern sorgten die Ausführungen der EZB und der Bank of Japan, die eine Lockerung der Geldpolitik und die Bereitschaft signalisierten, ihren Kurs an die sich verändernden Umstände anzupassen. Risikoreiche Anlagen verbuchten Kursgewinne, während sich die Anleiherenditen weiter verringerten und die Renditen deutscher Bundesanleihen auf Tiefstände fielen, die sehr lange nicht mehr erreicht worden waren.

Im gesamten Zeitverlauf blieben die aufstrebenden Volkswirtschaften wie bereits im Vorquartal außergewöhnlich stabil, und dies ungeachtet der Konjunkturabkühlung in China, wo die Entscheidungsträger weitere geld- und fiskalpolitische Lockerungsmaßnahmen ergriffen. Die mit dem Handelskonflikt verbundenen Folgen und Unsicherheiten waren offensichtlich ein geringerer Störfaktor für die Wirtschaftstätigkeit des Landes als dessen Schuldenproblematik. Die Situation in China schien, wenn überhaupt, eher die wirtschaftlichen Entwicklungen in den



fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere im Euro-Raum, zu beeinflussen als jene in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Neben den Bemühungen, die die aufstrebenden Volkswirtschaften zur Stärkung der Wirtschaft und des Finanzsystems bisher unternommen haben, bot ein verhältnismäßig stabiler US-Dollar willkommene Unterstützung. Und als die geldpolitische Akkommodierung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften stärker als erwartet ausfiel, führte die gestiegene Risikobereitschaft zu Kapitalzuflüssen in Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften, was mit Preissteigerungen einherging.

Die Entwicklungen im Berichtszeitraum unterstreichen zwei prägende Merkmale der wirtschaftlichen und finanziellen Rahmenbedingungen. Zum einen den nach der Großen Finanzkrise erfolgten grundlegenden Wandel in der tagtäglichen Funktionsweise der Finanzmärkte – ein Merkmal, das nicht auf den ersten Blick und nur für Marktteilnehmer erkennbar ist. Zum anderen, deutlich sichtbar und im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit, die enge Interaktion von Zentralbanken und Märkten.

Seit der Großen Finanzkrise weisen die Märkte eine Reihe von Preisentwicklungen auf, die gemessen an Vorkrisen-Maßstäben als „Anomalien“ angesehen würden. Dazu zählen die offensichtliche Verletzung der gedeckten Zinsparität, die sich in der Ausweitung der [Basis von Währungsswaps](#) niederschlägt, die deutlich stärkeren Ausschläge bei Zinsen und Spreads gegen Quartals- bzw. Jahresende (siehe Kasten A im Kapitel [„Nach dem Einbruch an den Märkten folgt die Erholung“](#)) und die Zinssätze für unbesicherte Tagesgeldgeschäfte zwischen privaten Marktteilnehmern, die unter den risikofreien Zinssätzen von Einlagefazilitäten der Zentralbanken liegen. Insgesamt hat die [Streubreite der Geldmarktsätze](#) erheblich zugenommen.

Auf den ersten Blick mögen diese „Anomalien“ Anlass zur Sorge geben, denn man fragt sich, ob sie nicht auf eine geringere tägliche Marktliquidität hindeuten und die Märkte anfälliger gegenüber plötzlichen Preisschwankungen machen. Dies trifft bis zu einem gewissen Grad auch tatsächlich zu. Der Hauptgrund für die Preisschwankungen aber ist, dass Finanzinstitute rund um die Berichtstermine Positionen auflösen und ihre Bilanzen verkleinern: Die Preisschwankungen an sich sind also rein technischer Natur, auch wenn sie auf ein gewisses Maß an unerwünschter Bilanzkosmetik hindeuten (siehe Kasten A am Schluss von [Kapitel III](#) des BIZ-Wirtschaftsberichts).

Bei genauerer Betrachtung deuten die scheinbaren Anomalien darauf hin, dass die Finanzinstitute den Risiken, die mit dem Ausnutzen ihrer Bilanzkapazität verbunden sind, nun stärker Rechnung tragen – eine Praxis, für die unter anderem die Regulierung die Weichen gestellt hat. Die Finanzinstitute sehen ihre Bilanzen nicht mehr als frei verfügbare Ressource an. Sie sind sich bewusst, dass diese einen Preis hat. Das Ausnutzen der Bilanzkapazität mit derselben Unbekümmertheit wie früher ist nicht mehr möglich. Dies ist eine gesunde Entwicklung. Denn sie bedeutet, dass das aggressive Eingehen von Risiken und die übermäßige Verschuldung, die einem plötzlichen Versiegen der Liquidität tendenziell vorausgehen, zwar immer noch eine Gefahr darstellen, aber im Vergleich zu vorher weniger wahrscheinlich oder zumindest weniger ausgeprägt sind. Außerdem bedeutet diese Entwicklung, dass die Finanzinstitute für den Fall, dass die Marktliquidität knapp wird, besser aufgestellt sind, um die Folgen zu verkraften.

Kommen wir nun zum zweiten Merkmal, das die Rahmenbedingungen seit der Großen Finanzkrise prägt: die außerordentlich enge Interaktion von Zentralbanken und Finanzmärkten. Sie wird einmal mehr durch die im Berichtszeitraum beobachteten Vermögenspreisschwankungen verdeutlicht. Jedes Wort und jede Handlung der Zentralbanken wird von den Finanzmärkten unter die Lupe genommen. Sie dienen ihnen als Hauptorientierungspunkt und immer wiederkehrender Zuspruch. Die Zentralbanken wiederum beobachten die Finanzmärkte genau, um Hinweise auf die Wirtschaftsentwicklung zu erhalten, denn die Märkte widerspiegeln nicht nur die Wirtschaftsaktivität, sondern beeinflussen sie auch – was diese



Aufgabe der Zentralbanken komplex und schwierig macht. Diese Interaktion, zusammen mit den harten Daten, erklärt zum Teil, warum die Federal Reserve unlängst angekündigt hat, bei der Normalisierung der Geldpolitik geduldig vorgehen zu wollen. Da sich Zentralbanken und Finanzmärkte synchron wie ein Paar auf der Tanzfläche bewegen, ist es zuweilen schwierig, ihre Schritte auseinanderzuhalten.

Wie dem auch sei: Die Entwicklungen der letzten zwei Monate vermitteln eine einfache Botschaft. Die sehr graduelle und vorhersehbare Straffung der Geldpolitik ist zum Stillstand gekommen und weniger vorhersehbar, denn die Inflation in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist kaum angestiegen, der Wirtschaftsausblick ist unsicherer geworden und an den Finanzmärkten herrscht besonders große Nervosität. Der schmale Grat der geldpolitischen Normalisierung erweist sich damit als kurvenreich.

## Hyun Song Shin

Der LIBOR – *London Interbank Offered Rate* – war einst ein vielbenutzter, aber wenig diskutierter Zinssatz in einem wenig prestigeträchtigen Bereich des Geldmarktes. Mit der Finanzkrise und dem Manipulationsskandal änderte sich das: Plötzlich machte der LIBOR Schlagzeilen. Seither wurde intensiv daran gearbeitet, einen Ersatz für den LIBOR zu finden, der, auf tatsächlichen Markttransaktionen basierend, als zuverlässiger Referenzsatz geeignet ist und zugleich die Absicherung von Risiken aus Finanzkontrakten in Billionenhöhe gestattet.

In ihrem Artikel „**Nach dem LIBOR: eine Einführung zu den neuen Referenzsätzen**“ geben **Andreas Schrimpf** und **Vladyslav Sushko** einen Überblick über den aktuellen Stand der Suche nach einem Nachfolger für den LIBOR und beleuchten die konzeptionellen und praktischen Herausforderungen, die mit der Einführung eines neuen Referenzsatzes verbunden sind.

Die grundsätzliche Schwierigkeit rührt daher, dass der Referenzsatz Kriterien erfüllen muss, die zuweilen nicht leicht vereinbar sind. Primär darf der Referenzsatz nicht manipulierbar sein, das heißt, er muss auf tatsächlichen Transaktionen an liquiden Märkten basieren. Risikofreie Tageszinssätze für Kapitalanlagen – denen Sicherheiten zugrunde liegen oder auch nicht – erfüllen diesen Zweck gut. Allerdings ist für Banken und andere Intermediäre, die Mittel aufnehmen, um Kredite zu vergeben, die Absicherung der Kosten dieser Mittelaufnahme ein zentrales Element ihres Risikomanagements. Ein plötzlicher Anstieg der kurzfristigen Kreditzinsen kann sie in Zeiten eines finanziellen Engpasses völlig aus dem Gleichgewicht bringen, ihre Margen schmälern und zu Stress im gesamten Finanzsystem führen. Wenn nämlich die marginalen Refinanzierungskosten einer Bank von den Zinserträgen ihrer auf Basis der neuen Referenzsätze bewerteten Aktiva abweichen, ist die Bank womöglich dem Basisrisiko ausgesetzt. Dies würde zu einer Kosten-Preis-Schere führen. Wird der Referenzsatz also zu Absicherungszwecken genutzt, sollte er idealerweise die Grenzkosten widerspiegeln, zu denen Intermediäre sich an den Termingeldmärkten refinanzieren können. Darüber hinaus stellt sich die Frage, wie auf der Basis von Tagesreferenzsätzen mittel- bis langfristige Referenzsätze konstruiert werden können.

Von den Behörden sind eine Reihe von risikofreien Tageszinssätzen ermittelt worden, die als robuste, glaubwürdige Referenzsätze dienen können, und es wird erwartet, dass Kassa- und Derivatmärkte umstellen und diese neuen Referenzsätze anwenden. Am Markt dürfte jedoch weiterhin auch die Notwendigkeit für Referenzsätze bestehen, die die Refinanzierungskosten der Intermediäre gut abbilden. Um dem gerecht zu werden, muss wohl ein pragmatischer, maßgeschneiderter Ansatz verfolgt werden. Beispielsweise könnten risikofreie Zinssätze durch eine Art kreditrisikosensitiver Referenzsätze ergänzt werden, ein Ansatz, der in einigen Ländern verfolgt wird. Dies könnte durchaus dazu führen, dass eine Vielzahl von Benchmarks nebeneinander existiert. Ein mit Schraubenzieher und Säge ausgestatteter Werkzeugkasten



würde dem Finanzsystem womöglich bessere Dienste erweisen als ein Schweizer Taschenmesser.

In diesem Quartalsbericht wird darüber hinaus eine wichtige Initiative vorgestellt, deren Ziel es ist, die Auswirkungen von Finanz- und Regulierungsreformen besser beurteilen zu können. Im Artikel „**Auswirkungen von Finanzmarktregulierungen: Erkenntnisse aus einer Online-Datenbank für entsprechende Untersuchungen**“ präsentieren **Frederic Boissay, Carlos Cantú, Stijn Claessens** und **Alan Villegas** eine von der BIZ betriebene interaktive Online-Datenbank mit dem Namen **FRAME** (Financial Regulation Assessment: Meta Exercise). Sie enthält Schätzwerte für die Auswirkungen von Finanzmarktregulierungen und dient dem Zweck, die jüngsten Erkenntnisse zu sammeln, zu strukturieren, in eine standardisierte Form zu bringen und zu verbreiten. FRAME umfasst derzeit 83 Analysen und 139 quantitative Schätzwerte für 15 Länder bzw. Regionen. Die Daten werden anhand von 18 Kriterien klassifiziert, beispielsweise anhand der Stichprobe der betrachteten Länder, der Größe der untersuchten Banken und des jeweiligen Beobachtungszeitraums. Die Datenbankstruktur folgt ausgewählten Bilanzmaßnahmen von Banken und ihren Auswirkungen auf mehr als zehn Variablen. Betrachtet werden gegenwärtig Kennzahlen, die sich auf die bilanzbasierten Eigenkapital- und Liquiditätsstandards des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht beziehen.

Ein Vergleich der Auswirkungen der verschiedenen regulatorischen Kennzahlen sowohl unter normalen Umständen als auch in Krisenzeiten zeigt, dass die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR) einen deutlich stärkeren antizyklischen Effekt auf die Bankkreditvergabe hat als das Eigenkapital oder die Liquidität der Banken. Den Autoren zufolge sind die geschätzten Effekte recht unterschiedlich, insbesondere für den Einfluss von Eigenkapitalvorschriften auf das Kreditwachstum. Im Durchschnitt ist der Effekt positiv, doch es gibt große Unterschiede, die teilweise davon abhängen, ob die jeweilige Analyse allgemeine Gleichgewichts-(Zweitunden-)Effekte berücksichtigt.

In „**Nullzinsgrenze, Forward Guidance und die Reagibilität der Märkte auf Wirtschaftsmeldungen**“ untersuchen **Richhild Moessner** und **Phurichai Rungcharoenkitkul**, inwiefern sowohl Forward Guidance als auch die Nullzinsgrenze einen Einfluss darauf haben, wie die Märkte Wirtschaftsmeldungen in die Preisbildung von Vermögenswerten einfließen lassen.

In Zeiten, in denen die Geldpolitik an die Nullzinsgrenze stieß, sind Änderungen der Wahrscheinlichkeit, dass die Nullzinsgrenze erreicht wird, eine hinreichende Erklärung für den Rückgang der Reagibilität von kurzfristigen Marktzinssätzen: Die Märkte reagierten weniger stark auf neue Wirtschaftsdaten, denn die Zinssätze konnten nicht weiter sinken und es wurde davon ausgegangen, dass sie für einige Zeit sehr niedrig bleiben würden. Die Rolle der Forward Guidance in diesen Zeiten ist sehr schwer zu beurteilen. Nachdem in den USA die geldpolitische Normalisierung eingeleitet worden war und damit die Wahrscheinlichkeit, dass die Nullzinsgrenze erreicht würde, erheblich abgenommen hatte, fielen die Marktreaktionen auf Wirtschaftsmeldungen bei kurzfristigen Renditen und einigen risikobehafteten Vermögenspreisen nach wie vor verhalten aus. Dies lässt vermuten, dass in dieser Phase auch die Wirkung der Forward Guidance in irgendeiner Form zum Tragen kam: Die Märkte reagierten kaum auf Wirtschaftsdaten, weil die Kommunikation der Federal Reserve die Bandbreite künftiger Zinssätze einschränkte.



Zwei Artikel befassen sich mit den sich verändernden Rahmenbedingungen des Finanzsystems.

Im Artikel **„Die Bedeutung ausländischer Bankkredite für aufstrebende Volkswirtschaften“** zeigt **Bryan Hardy**, dass Kreditnehmer in diesen Ländern seit der Großen Finanzkrise weniger stark auf Kredite von ausländischen Banken zurückgreifen. Ein Grund dafür ist, dass die ausländische Bankkreditvergabe unverändert geblieben ist, während die Kreditvergabe durch inländische Banken und Nichtbankgläubiger zugenommen hat. Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften nehmen seit dem zweiten Quartal 2018 im Durchschnitt 15–20% ihrer Kredite bei ausländischen Banken auf; davon entfällt mehr als die Hälfte auf in Landeswährung gewährte Kredite von Tochtergesellschaften dieser Banken. Diese operieren eher wie inländische Banken und geben deshalb mit Blick auf die Finanzstabilität weniger Anlass zur Sorge. Dennoch besteht in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine hohe und weiter steigende Konzentration von ausländischen Gläubigerbankensystemen. Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass sich einige große europäische Banken im Zuge des Schuldenabbaus und der europäischen Staatsschuldenkrise aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgezogen haben. Allerdings gibt es zwischen den einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften und den Sektoren erhebliche Unterschiede hinsichtlich der Bedeutung ausländischer Bankkredite und der Konzentration von ausländischen Gläubigerbankensystemen.

Eine weitere Erklärung für das veränderte Muster der Finanzintermediation sind die nach der Großen Finanzkrise eingeführten Reformmaßnahmen. In **„Das Asset Purchase Program der EZB und sein Einfluss auf die globalen Anleihe- und Einlageströme“** analysieren **Stefan Avdjiev, Mary Everett** und **ich** diverse Datenquellen, um herauszufinden, wie sich die unkonventionelle Geldpolitik der EZB auf das internationale Bankgeschäft und die globalen Anleihemärkte ausgewirkt hat. Wir stellen fest, dass Nichtbankfinanzinstitute außerhalb des Euro-Raums während des erweiterten Asset Purchase Program (APP) der EZB in großem Umfang Staatsanleihen des Euro-Raums verkauften. Zudem gibt es einige – womöglich überraschende – Hinweise darauf, dass diese Nichtbankfinanzinstitute einen wesentlichen Teil des Verkaufserlöses in Form von Euro-Einlagen bei Banken außerhalb des Euro-Raums zurückbehielten. Die APP-Anleiheverkäufe von Anlegern außerhalb des Euro-Raums wurden hauptsächlich über Banken mit Sitz im Vereinigten Königreich und ihre Tochtergesellschaften im Euro-Raum abgewickelt. Dies macht deutlich, wie wichtig das Vereinigte Königreich für Anleger außerhalb des Euro-Raums ist, die Zugang zum Finanzsystem des Euro-Raums suchen.