



## BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2019 – Medienorientierung

**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.**

### Claudio Borio

Im dritten Quartal waren die Finanzmärkte zwischen zwei Kräften hin- und hergerissen: den Handelsspannungen, welche sie belasteten, und der Geldpolitik, welche sie beflügelte. Das jüngste Quartal war von den sich immer wieder abschwächenden und dann erneut verschärfenden Handelsspannungen geprägt. Zwar wurden risikobehaftete Vermögenswerte weiterhin von der anhaltenden Lockerung der Geldpolitik und – zu einem späteren Zeitpunkt im Berichtszeitraum – von Anzeichen, die Rezessionsängste könnten übertrieben worden sein, gestützt. Doch es waren die nachlassenden Handelsspannungen zwischen den USA und China Mitte Oktober, die zu einem Regimewechsel an den Märkten führten.

Bis zu jenem Punkt hatten sich die Kurse risikobehafteter Vermögenswerte in einer engen Bandbreite bewegt, danach setzte eine Phase zunehmender Risikobereitschaft ein. Die Aktienkurse legten zu, der VIX – ein Gradmesser für die Risikoaversion – sank auf neue Tiefstwerte, die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen verengten sich, die Renditen sicherer Staatsanleihen zogen an und der US-Dollar wertete ab, was die Bewertungsgewinne insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften stützte.

Damit lockerten sich die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen in den USA und im Euro-Raum, sodass sie im historischen Vergleich letztlich locker waren. Sie waren effektiv mindestens so locker wie im Oktober 2018. Damals waren sie restriktiver geworden, da die Marktteilnehmer begonnen hatten, sich über die sich verschlechternden Wirtschaftsaussichten und die Möglichkeit, dass die Federal Reserve mit einer geldpolitischen Lockerung darauf reagieren wird, zu sorgen.

Die neuerliche Phase zunehmender Risikobereitschaft in Kombination mit den lockeren Finanzierungsbedingungen warf Fragen zur Nachhaltigkeit der Bewertungen risikobehafteter Vermögenswerte auf. Solche Fragen zu beurteilen ist sehr schwer. Dennoch lässt eine genauere Betrachtung vermuten, dass die Antwort von der Bewertung der Faktoren abhängt, die den historisch niedrigen Staatsanleiherenditen zugrunde liegen, namentlich von der Rolle der Laufzeitprämie – der Entschädigung für das Risiko, anstelle einer Serie kurzfristiger Anleihen eine langfristige Anleihe zu halten.

Betrachten wir zuerst die Aktien. Das Bild ist von Land zu Land unterschiedlich, wobei insbesondere die US-Bewertungen deutlich höher sind als diejenigen in den meisten anderen Ländern. Eigenständig gemessen – wie beispielsweise anhand der gängigen konjunkturbereinigten Ertragsrendite – erscheinen US-Aktien im historischen Vergleich hoch bewertet. Im Vergleich zu den ungewöhnlich niedrigen Anleiherenditen scheinen sie jedoch ungefähr angemessen bewertet. Die Aktienbewertungen erscheinen allerdings wieder hoch, wenn die Anleiherenditen um eine Schätzung der Laufzeitprämie, die negativ ist – etwas, das es so nur in der Zeit



nach der Krise gab –, bereinigt werden. Auch Anzeichen einer hohen Risikobereitschaft, wie der sehr niedrige Stand des VIX, und die rekordhohen Positionen, mit denen auf einen weiteren Rückgang gewettet wurde, deuten auf hohe Bewertungen hin. Ein ähnliches Bild bieten US-Gewerbeimmobilien, deren Preise ebenfalls ziemlich hoch waren.

Im Falle von Unternehmensanleihen ist die Beurteilung leichter. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften waren die Renditenaufschläge im Verhältnis zu Staatsanleiherenditen im historischen Vergleich niedrig. Diese normalerweise enge Beziehung zwischen Produktion und Renditenaufschlägen hatte in diesem Jahr keinen Bestand, da die Konjunktur ins Stocken geriet, die Renditenaufschläge sich jedoch weiter verengten. Und all dies ging mit deutlichen Anzeichen zunehmender Risikobereitschaft wie dem hohen Absatz hochverzinslicher Anleihen und umfangreicheren Zuflüssen in Fonds, die auf „Frontier“-Anleihemärkte spezialisiert sind, einher. Gleichzeitig nahmen die Ausfallquoten und Bonitätsherabstufungen für Emittenten hochverzinslicher Papiere zu.

Während in den prominentesten Finanzmarktsegmenten die Anzeichen zunehmender Risikobereitschaft offensichtlich waren, geschah in einem vielleicht weniger glanzvollen, aber dennoch sehr wichtigen Segment etwas Unerwartetes. Am 17. September schnellten die „overnight general collateral repo rates“ in den USA auf 6%, wobei einige Geschäfte Berichten zufolge bei chaotischen Marktbedingungen zu bis zu 10% abgeschlossen wurden. Dadurch wurden – in geringerem Maße – die Secured Overnight Financing Rate (SOFR), der neue Referenzzinssatz, und leicht auch der effektive unbesicherte Tagesgeldsatz, zu dem sich Banken und einige wenige andere Institute in den USA untereinander Geld leihen, in dieselbe Richtung gezogen. Die Spannungen wirkten sich spürbar auf eng verbundene Marktsegmente aus, insbesondere dasjenige für Devisenswaps. Sie führten zu einer Ausweitung der Differenz zwischen den Kosten für die Aufnahme und für die Vergabe von Mitteln an den Geld- und Derivatmärkten – der sogenannten Basis von Währungsswaps. Weshalb ist dies geschehen? Und was hat dies generell zu bedeuten?

Die Gründe für die Verwerfungen sind immer noch nicht ganz klar. Neben vorübergehenden Faktoren dürften auch strukturelle Faktoren eine Rolle gespielt haben. Ausschlaggebend war anscheinend die Kombination zweier Kräfte: einerseits die hohe Nachfrage nach besicherten (Repo-)Finanzierungen von Nichtbank-Finanzinstituten wie Hedge-Fonds, die in großem Umfang den Fremdkapitalhebel von Relative-Value-Geschäften erhöhten, und andererseits die fehlende Bereitschaft der vier großen Banken, die Mittel bereitzustellen, da ihre Liquiditätspolster – insbesondere in Form von Überschussreserven bei der Federal Reserve – niedrig waren.

Das Verhalten der vier großen Banken ist äußerst wichtig, da sie vor Kurzem Geldmarktfonds als Grenzkreditgeber des Repo-Marktes abgelöst haben. Ihre fehlende Bereitschaft wiederum scheint Ausdruck von Veränderungen der internen Risikomanagementpraxis nach der Krise und möglicherweise eines Mangels an Flexibilität zur Nutzung kurzfristiger Arbitragegelegenheiten zu sein. Die geringere Flexibilität spiegelt einen langen Zeitraum reichlich vorhandener Überschussreserven im System wider, wodurch sich die Notwendigkeit, kurzfristige Liquidität bereitzustellen und zu beziehen, verringert. Die Spannungen ließen erst nach, als die Federal Reserve weitere Reserven in das System pumpte.

Die Bedeutung dieses Ereignisses geht weit über die kurzfristigen Verwerfungen hinaus.



Erstens deuten die Verwerfungen darauf hin, dass sich die von den Zentralbanken nach der Krise ergriffenen unkonventionellen Maßnahmen stark auf die Funktionsweise der Märkte ausgewirkt haben. In einem jüngst veröffentlichten Bericht des Märkteausschusses heißt es: „Da sich Banken an einen längeren Zeitraum reichlich vorhandener Überschussreserven gewöhnen, könnte deren Abzug zu unvorhersehbaren und plötzlichen Marktanpassungen führen – es ist so, als sei ein Muskel verkümmert.“ Ein Feature in dieser Ausgabe beschreibt, wie die groß-volumigen Ankäufe der EZB dazu geführt haben, dass der Repo-Markt im Euro-Raum nicht mehr durch den Refinanzierungsbedarf, sondern durch die Nachfrage nach den zugrunde liegenden Wertpapieren bestimmt wird, was einen Einfluss auf die Zinsentwicklung hat.<sup>1</sup>

Zweitens zeigen die Verwerfungen, wie die wachsende Mitwirkung von Nichtbanken an Märkten, die eng mit Interbanktransaktionen verbunden sind, die selbst zunehmend in Form von besicherten Finanzierungen erfolgen, zu einer ungewohnten Marktdynamik führen können. Diese Entwicklung ist besonders dann relevant, wenn viele Zentralbanken sich darauf vorbereiten, sich auf besicherte Sätze als wichtigsten Referenzzinssatz zu stützen.

Zu guter Letzt lassen die Verwerfungen vermuten, dass sich die Repo-Märkte – neben dem größeren, geografisch viel weiter gefassten und eng verknüpften Devisenswapmarkt für US-Dollar-Finanzierungen – erneut im Auge des Zyklons wiederfinden könnten, sollte es irgendwann zu Spannungen im Finanzsystem kommen. Der sprunghafte Anstieg des Handels mit kurzfristigen Devisenswaps, der in den letzten drei Jahren für den Großteil der Zunahme des Devisenhandelsvolumens verantwortlich war, unterstreicht dieses Risiko. Vor diesem Hintergrund kann das nach der Krise verzeichnete Wachstum der Nichtbankfinanzunternehmen im Allgemeinen und der Kapitalanlagebranche im Besonderen die Unvorhersehbarkeit der Marktdynamik erhöhen.

Ziemlich hohe Bewertungen von Vermögenswerten, hohe Risikobereitschaft und schwer zu deutende Veränderungen im Finanzsystem: Der Mix lässt bestimmte Schwächen an den Finanzmärkten vermuten, denen sowohl Marktteilnehmer als auch Zentralbanken große Aufmerksamkeit schenken sollten.

## Hyun Song Shin

In diesem Quartalsbericht liegt der Schwerpunkt auf den Devisen- und Derivatmärkten. In fünf Features werden die Ergebnisse der letzten 3-jährlichen Zentralbankerhebung der BIZ über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten vorgestellt. In den Features wird diese einzigartige Datenquelle genutzt, um zu eruieren, welche Faktoren für das jüngste Wachstum dieser Märkte verantwortlich waren und was uns diese Faktoren über die Entwicklung der Struktur dieser Märkte sagen. Im sechsten Feature, „**FX and OTC derivatives markets through the lens of the Triennial Survey**“ von **Philip Wooldridge**, werden die wichtigsten Erkenntnisse zusammengefasst.

Aus der Erhebung 2019 geht hervor, dass die außerbörslichen Märkte noch nie zuvor so groß waren. Nach einer Delle 2016 kehrte der Devisenhandel zu seinem

<sup>1</sup> Siehe „Euro repo market functioning: collateral is king“ von Angelo Ranaldo, Patrick Schaffner und Kostas Tsatsaronis.



langfristigen Aufwärtstrend zurück und stieg im April 2019 auf \$ 6,6 Bio. pro Tag. Der Handel mit Zinsderivaten wich stark von seinem früheren Trend ab und schnellte auf \$ 6,5 Bio. hoch. Damit man sich ein Bild davon machen kann, wie groß diese Zahlen sind: Die weltweiten Waren- und Dienstleistungsexporte beliefen sich 2018 auf weniger als \$ 100 Mrd. pro Tag.

An den Devisenmärkten blieb der US-Dollar die dominierende Währung. Er bildete eine Seite in 88% aller Devisengeschäfte. Wie im Feature **„Sizing up global foreign exchange markets“** von **Andreas Schrimpf** und **Vladyslav Sushko** erörtert, spiegelt die Dominanz des Dollars seine Bedeutung als Vehikel- und Finanzierungswährung wider. Der Anteil des Dollars an Devisenswaps – die eine Art besicherter Kreditvergabe darstellen – war effektiv sogar noch größer als sein Anteil am Kassahandel. Die Zunahme des Devisenhandels insgesamt war zwischen der Erhebung 2016 und derjenigen von 2019 zu mehr als der Hälfte auf Devisenswaps zurückzuführen.

Dennoch nahm der Handel mit Währungen aufstrebender Volkswirtschaften rascher zu als derjenige mit den wichtigsten Währungen fortgeschrittener Volkswirtschaften. Der Anteil von Währungen aufstrebender Volkswirtschaften am globalen Devisenmarktumsatz stieg im April 2019 auf 23%, gegenüber 19% 2016 und 15% 2013. Der chinesische Renminbi war die am aktivsten gehandelte Währung einer aufstrebenden Volkswirtschaft und die am achtmeisten gehandelte Währung weltweit.

Zudem war eine deutliche Zunahme des Offshore-Handels, d. h. des Handels, der außerhalb des Landes stattfindet, in welchem die Währung ausgegeben wird, zu verzeichnen. Im Feature **„Offshore markets drive trading of emerging market currencies“** zeigen **Nikhil Patel** und **Dora Xia**, dass Währungen, bei denen der Offshore-Handel an relativer Bedeutung gewann, im Gesamthandel stärker zunahmen.

Ein umfangreicherer Offshore-Handel führte zu einer größeren geografischen Konzentration in einigen wenigen Finanzzentren. An den Devisenmärkten bauten London, New York, Singapur und Hongkong SVR ihren gemeinsamen Anteil am weltweiten Handel aus. Dieser belief sich im April 2019 auf 75%, gegenüber 71% 2016 und 65% 2010. Auch an den Märkten für außerbörsliche Zinsderivate konzentrierte sich der Handel zunehmend auf einige wenige Finanzzentren, vor allem auf London.

Technologische Innovation, insbesondere der Aufstieg des elektronischen und des automatisierten Handels, war ein wesentlicher Faktor, welcher der Zunahme des Offshore-Handels zugrunde lag. Im Feature **„FX trade execution: complex and highly fragmented“** erläutern **Andreas Schrimpf** und **Vladyslav Sushko** wie diese sogenannte „Elektronisierung“ des Handels die Devisenmärkte umgestaltet. Diese fördert den automatisierten Handel, insbesondere den Hochfrequenzhandel. Dies wiederum macht die außerbörslichen Märkte für diejenigen attraktiver, die solche Strategien verfolgen, allen voran Hedge-Fonds und Principal-Trading-Firms. Einige dieser Unternehmen haben in das Marktmachergeschäft expandiert, was die Grenze zwischen dem Segment zwischen Händlern und dem Segment zwischen Händler und Kunde verschwimmen lässt.

Der Markt für Devisen-Non-deliverable-Forwards ist ein weiteres Beispiel für die Auswirkungen der Elektronisierung. Non-deliverable Forwards werden in der Regel in Dollar und anderen frei gehandelten Währungen abgewickelt. Sie werden also zur Abwicklung von Terminkontrakten für Währungen verwendet, die nicht frei



konvertibel sind. Zwischen der Erhebung 2016 und derjenigen von 2019 gehörte der Devisenumsatz von Non-deliverable Forwards – u. a. für die indische Rupie, die indonesische Rupiah und den philippinischen Peso – mit zu den wachstumsstärksten. Im Feature **„NDF markets thrive on the back of electronification“** führen **Andreas Schrimpf** und **Vladyslav Sushko** diese Zunahme weitgehend auf die Elektronisierung zurück.

Auch die Märkte für außerbörsliche Zinsderivate wechseln von Telefonmaklern zu elektronischen Plattformen. Im Feature **„The evolution of OTC interest rate derivatives markets“** identifizieren **Torsten Ehlers** und **Bryan Hardy** die Elektronisierung als Hauptgrund dafür, weshalb der außerbörsliche Handel mit Zinsderivaten schneller wächst als der Börsenhandel. Noch 2010 entfielen rund 80% des Handels mit Zinsderivaten auf Börsen. Deren Anteil ist inzwischen auf rund 50% gesunken.

Bemerkenswerterweise schlug sich die deutliche Zunahme des Devisen- und des außerbörslichen Derivathandels zwischen der Erhebung 2016 und derjenigen von 2019 nicht in einem Anstieg der ausstehenden Positionen nieder. Zwar tendiert der Nominalwert ausstehender außerbörslich gehandelter Derivate seit 2015 aufwärts und erreichte 2019 seinen höchsten Wert seit 2014. Doch tendiert der Bruttomarktwert – eine aussagekräftigere Messgröße für die Risikobeträge – seit 2012 abwärts und lag 2019 nahe seinem Tiefstwert, der vor der Großen Finanzkrise beobachtet worden war. Ein Grund dafür ist, dass ein großer Teil des zusätzlichen Handels in kurzfristigen Instrumenten wie beispielsweise kurzfristigen Devisenswaps und Overnight Index Swaps erfolgte. Diese erhöhen den Handel mechanisch, da sie öfter ersetzt werden müssen. Ein weiterer Grund sind Reformen wie Komprimierung und Clearing.

Die Clearing-Raten für Credit Default Swaps und außerbörsliche Zinsderivate stiegen nach der Großen Finanzkrise stetig, und für Derivate, die einem zwingenden Clearing unterliegen, betragen die Clearing-Raten nun nahezu 100%. Im Feature **„OTC derivatives: euro exposures rise and central clearing advances“** analysieren **Sirio Aramonte** und **Wenqian Huang** die Anreize für Derivate, die keinem zwingenden Clearing unterliegen, auf zentrales Clearing umzustellen.

Die Abwicklung von Devisengeschäften ist ein Bereich, der Anlass zur Sorge gibt. In der 3-jährlichen Erhebung 2019 wurden zum ersten Mal auch Informationen zur Abwicklung von Devisengeschäften erhoben. Anfang der 2000er Jahre hatten die Einführung von CLS, bei dem die Zahlungsverpflichtungen gleichzeitig abgewickelt werden, sowie ähnliche Initiativen zu einer deutlichen Verringerung des Erfüllungsrisikos in Devisengeschäften geführt. Im Kasten **„FX settlement risk remains significant“** kommen **Morten Bech** und **Henry Holden** jedoch zum Schluss, dass das Erfüllungsrisiko in Devisengeschäften in den letzten Jahren effektiv zugenommen hat.