



## BIZ-Quartalsbericht, März 2020 – 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.**

### Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung – Claudio Borio

Für die Märkte kam es letzte Woche zu einem bösen Erwachen. Nach einem ersten kurzlebigen Schock im Januar hatte sich unter den Marktteilnehmern eine recht optimistische Einschätzung der Folgen des Coronavirus auf die Weltwirtschaft verbreitet. Auch die weltweit akkommodierende geldpolitische Haltung der Zentralbanken wirkte sich beruhigend auf die Märkte aus. Das alles änderte sich mit Beginn der Woche, als sich die Schlagzeilen mehrten, das Virus breite sich weiter und schneller als erwartet aus. Akute Besorgnis und Unsicherheit ergriffen die Marktteilnehmer, nachdem die Erwartung einer raschen V-förmigen Erholung sich als äusserst unrealistisch herausstellte. Die Märkte für Risikoanlagen stürzten ins Bodenlose ab: Niemand will ein fallendes Messer auffangen. Trotz aller Unruhe und Ängste erwiesen sich die Funktionsfähigkeit der Märkte und die Finanzintermediation generell als robust. Die nach der Krise umgesetzten Reformen zur Stärkung der Finanzinstitute tragen offenbar Früchte.

Sukzessive Schockwellen erschütterten die Märkte, als die Nachrichten sich verbreiteten und die Marktteilnehmer sich bemühten, wieder Tritt zu fassen. Am Donnerstag waren die internationalen Aktienmärkte bei Börsenschluss in den USA um über 10 % eingebrochen. Dieser Rückgang ist der grösste seit der Krise in der Eurozone 2011. Der VIX schnellte nach oben und erreichte einen seiner Höchststände der vergangenen Jahre. In mehreren Ländern fielen die Renditen sicherer Staatsanleihen auf Allzeittiefs. Die Renditeaufschläge hochverzinslicher Unternehmensanleihen stiegen sprunghaft um etwa 100 Basispunkte. Damit erreichten sie wieder das während der starken Handelsspannungen Anfang 2019 vorherrschende Niveau. Bei festverzinslichen Schwellenländeranlagen kam es ebenfalls zu einem Ausverkauf, wenngleich die Korrektur bisher vergleichsweise verhalten ausfiel. Der US-Dollar wertete gegenüber den meisten Währungen auf, nicht aber gegenüber dem Euro, dem Yen oder dem Renminbi, deren Wert stieg. Die Märkte eskomptierten eine erhebliche weitere geldpolitische Lockerung: Der grössere Handlungsspielraum der Federal Reserve erklärt zweifellos teilweise die relative Schwäche des US-Dollar gegenüber den anderen bedeutenden Währungen.

Als Ende Januar die erste Besorgnis über den Virusausbruch aufkam, endete die lange Phase der Risikobereitschaft, die durch die nachlassenden Handelsspannungen



ausgelöst worden war und mehrere Märkte zu Höhenflügen getrieben hatte. So hatte der US-Aktienmarkt ein Allzeithoch erreicht. Die nun einsetzende Phase der Risikoaversion drückte zwar die Anleihenrenditen erheblich, blieb aber im Grossen und Ganzen zunächst verhalten.

Dies zeigte sich an der Entwicklung von Risikoanlagen. Vor dem Ausverkauf in der letzten Woche hatten die Aktienmärkte der Industrieländer ihre Verluste weitgehend wieder wettgemacht, und einige erreichten neue Hochs. Die Märkte der Schwellenländer lagen indessen weiter deutlich unter ihren früheren Hochs, vor allem in Asien. Insbesondere riskante festverzinsliche Anlagen hatten sich als Anlageklasse als überraschend robust erwiesen – was Anzeichen für die Renditeorientierung der Anleger ist. Inmitten einer regen Emissionstätigkeit waren die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen in den USA auf ein vergleichsweise tiefes Niveau gesunken. In der Eurozone waren sie aus historischer Sicht sogar noch enger. Bei hochverzinslichen Staatsanleihen aus der Peripherie der Eurozone, insbesondere Italien und Griechenland, waren sie sogar gesunken. Gleiches galt für die Renditeaufschläge von Staats- und Unternehmensanleihen der Schwellenländer, die nach anhaltenden Kapitalzuflüssen in Schwellenländer-Anleihenfonds auf Mehrjahrestiefs gefallen waren.

Anzeichen für die Bereitschaft, Risiken einzugehen, gab es auch in den breiteren Segmenten der Unternehmensfinanzierung. Neben den Märkten für Leveraged Loans und Collateralised Loan Obligations (CLOs) galt dies auch für den weniger bekannten Privatkreditmarkt (Kasten A). Auf diesem Markt werden Kredite gehandelt, die kleineren, häufig mit einem hohen Risiko behafteten Unternehmen zumeist von Finanzinstituten ohne Bankstatus gewährt werden. In den letzten Jahren ist dieses Marktsegment rasch auf ein Volumen von mittlerweile etwa \$ 800 Mrd. gewachsen. Doch unterdessen haben sich die Kreditstandards verschlechtert, und illiquide, gehebelte Finanzierungsstrukturen haben sich stärker verbreitet. Die Preissetzung ist eher undurchsichtig und sporadisch, da die gemessene Volatilität der Basisrenditen künstlich reduziert wird. Dadurch gewinnen die Kredite für Anleger an Attraktivität, und die Wiederbeschaffungswerte werden in einem positiveren Licht dargestellt. Zweifellos bietet der wachsende Privatkreditmarkt Unternehmen, die in Schwierigkeiten geraten sind oder für die Bankkredite zu kostspielig sind, einen willkommenen zusätzlichen Finanzierungskanal. Dennoch führt uns diese Entwicklung einmal mehr vor Augen, in welchem Masse die Risiken sich nach ausserhalb des Bankensektors, teilweise sogar in weniger transparente Bereiche des Finanzsystems verlagert haben.

Jetzt herrscht weltweit Unsicherheit. Die Lage bleibt ungewiss. Die offizielle Gemeinschaft beobachtet die Entwicklungen genauestens. Nun stellt sich die Frage, wie es weiter geht. Eines ist sicher: Die Schlagzeilen über den Virus und die Reaktion öffentlicher Stellen werden dafür sorgen, dass das Auf und Ab an den Finanzmärkten weitergeht.

## Wirtschaftsberater und Forschungsleiter – Hyun Song Shin

Diese Sonderausgabe des BIZ-Quartalsberichts beleuchtet den raschen Wandel im Zahlungsverkehr. Zahlungen bilden das Gegenstück zu den Transaktionen, welche die Wirtschaft untermauern. Sichere, effiziente Zahlungssysteme sind daher von grundlegender Bedeutung. Doch derzeit sorgen technologische Innovationen für



gründliche Umwälzungen bei bestehenden Systemen, Instrumenten (z. B. Bargeld), Institutionen (z. B. Banken) und Prozessen des Zahlungsverkehrs.

Aufgrund des raschen Wandels und des Disruptionspotenzials sind Zahlungssysteme an die Spitze der politischen Agenda gerückt. So hat die G20 die Verbesserung des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs zu einer ihrer Prioritäten für 2020 erklärt. Die Beiträge in dieser Ausgabe bieten einen Überblick über die Stärken und Schwächen der bestehenden Systeme. Sie beschreiben, wie sich der rasche technologische Wandel auf sie auswirkt, und evaluieren neue Lösungen.

In seiner Einführung **«Shaping the future of payments»** betont der General Manager der BIZ, **Agustín Carstens**, dass die Zentralbanken im Mittelpunkt der Zahlungssysteme stehen und angesichts der derzeitigen Veränderungen ihrer Verantwortung gerecht werden und eine bedeutendere Rolle bei der Verbesserung der Sicherheit und Effizienz dieser Systeme übernehmen müssen. Der Ausschuss für Zahlungsverkehr und Marktinfrastrukturen der BIZ erarbeitet gemeinsam mit anderen massgeblichen internationalen Gremien eine Roadmap zur Verbesserung des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs. Mit der Etablierung ihres Innovation Hubs will die BIZ zudem die internationale Zusammenarbeit unter den Zentralbanken im Bereich innovativer Finanztechnologie fördern. Der Hub soll als Katalysator für die Zusammenarbeit der Zentralbanken dienen. Wenn sinnvoll, soll er mit der Wissenschaft, der Finanzdienstleistungsbranche und dem erweiterten privaten Sektor kooperieren, um öffentliche Güter zum Nutzen des weltweiten Finanzsystems zu entwickeln.

Im Wholesale-Bereich – also bei Zahlungssystemen für Grossbeträge, die vor allem zwischen Banken genutzt werden – gab es in den letzten Jahrzehnten mehrere aufeinanderfolgende Innovationsschübe. Bei Retail-Zahlungssystemen – für die Überweisung von niedrigen Beträgen, aber mit hohem Volumen, zwischen Konsumenten und Unternehmen – kamen Innovationen nur langsam in Gang. Dies ändert sich aber nun rasch. In **«Fast retail payment systems»** analysieren **Morten Bech, Jenny Hancock** und **Wei Zhang**, inwieweit neue Systeme für praktisch verzögerungsfreie Einzelhandelszahlungen angenommen werden. Bemerkenswert ist, dass sich in der Frühphase hauptsächlich Schwellenländer statt Industrienationen für deren Einsatz entschieden.

Trotz des raschen Wandels im Zahlungsverkehr weisen die Systeme noch mindestens in zwei Bereichen Mängel auf: Zugang und grenzüberschreitende Zahlungen. Wie in **«Innovations in payments»** von **Morten Bech** und **Jenny Hancock** dargelegt wird, haben zahlreiche Menschen, wenn überhaupt, nur einen eingeschränkten Zugang zu Bank- oder anderen Arten von Konten, um Zahlungen zu tätigen. In besonderem Masse gilt dies für die Schwellen- und Entwicklungsländer. Grenzüberschreitende Zahlungen sind nach wie vor langsam, teuer und mühselig. In den Schwellen- und Entwicklungsländern, in denen Geldüberweisungen in manchen Fällen einen erheblichen Anteil des BIP ausmachen, verstärken sich diese beiden Mängel gegenseitig und sorgen für deutlich grössere Ineffizienzen.

Der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr wird zu einem grossen Teil über Korrespondenzbanken abgewickelt. Als Korrespondenzbankgeschäft wird ein Arrangement bezeichnet, bei dem eine Bank Einlagen hält, die Eigentum anderer Banken sind, darunter auch ausländischer Institute. Dabei übernimmt sie die Rolle eines Zahlungsintermediärs und erbringt auch andere Dienstleistungen. Zwischen 2011 und 2018 ist die Zahl der Korrespondenzbanken um etwa 20% gesunken. In **«On the global retreat of correspondent banks»** analysieren **Tara Rice, Goetz von**



**Peter** und **Codruta Boar** die Gründe für diesen Rückgang und bewerten die potenziellen Folgen für den Zugang von Ländern zum globalen Finanzsystem, die Kosten grenzüberschreitender Zahlungen und die Nutzung weniger regulierter Zahlungsnetzwerke.

Derzeit laufen mehrere Initiativen zur Verbesserung der Infrastruktur, die Banken und andere Zahlungsdienstleister in verschiedenen Ländern miteinander verbindet. In «**Payments without borders**» befassen sich **Morten Bech, Umar Faruqui** und **Takeshi Shirakami** mit Initiativen zum Aufbau von Zahlungssystemen, die für den grenzüberschreitenden Verkehr vorgesehen sind, die inländische Systeme vernetzen oder die Verfahren für den Fernzugriff von Zahlungsdienstleistern entwickeln. Momentan gibt es bereits einige wenige funktionierende Beispiele, unter anderem in Mexiko, Südafrika und der Schweiz. Unterdessen werden weitere grenzüberschreitende oder mehrwährungsfähige Initiativen umgesetzt oder befinden sich in Planung.

Am weitesten geht bei der Verbesserung des Zahlungsverkehrs ein Peer-to-Peer-Arrangement, das Zahlende und Zahlungsempfänger unmittelbar verbindet und die Zahl der Intermediäre reduziert. In «**On the future of securities settlement**» analysieren **Morten Bech, Jenny Hancock, Tara Rice** und **Amber Wadsworth**, wie die Tokenisierung – die Umwandlung von Vermögenswerten in digitalisierte Abbilder, die buchmässig nicht erfasst werden – zu grundlegenden Veränderungen im Clearing und in der Abwicklung von Wertpapieren führen könnte. Sie kommen zum Schluss, dass sich durch die Tokenisierung zwar Kosten und Komplexität senken lassen. Nicht ausgeräumt werden allerdings Risiken, dass eine Partei ihre Transaktionen nicht abzuwickeln vermag.

In einer breiteren Debatte über digitale Währungen haben die von Zentralbanken angebotene Optionen in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. Entschliesst sich eine Zentralbank, ihre eigene digitale Währung zur allgemeinen Nutzung auszugeben, so muss sie mehrere wichtige Entscheidungen bezüglich der technologischen Gestaltung treffen. In «**The technology of retail central bank digital currency**» identifizieren **Raphael Auer** und **Rainer Böhme** mehrere solcher Gestaltungsmerkmale: etwa die Fragen, ob die Zentralbank die digitale Währung direkt oder durch Delegation ausgibt, ob die Abwicklung nach einem dezentralen Konsens oder auf einem zentralisierten Hauptbuch erfolgt und ob die digitale Währung konten- oder tokenbasiert sein soll. Die Herausforderung besteht darin, eine digitale Währung zu entwickeln, welche die Glaubwürdigkeit direkter Ansprüche gegenüber der Zentralbank mit dem Komfort der Nutzung von Zahlungsintermediären miteinander ins Gleichgewicht bringt.