

NZZ

Quartalsbericht der BIZ

Brüchige Finanzarchitektur

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat den Zustand des Finanzsystems untersucht. Die Diagnose deutet auf ein turbulentes Jahr hin.

von Jürg Müller
6.3.2016

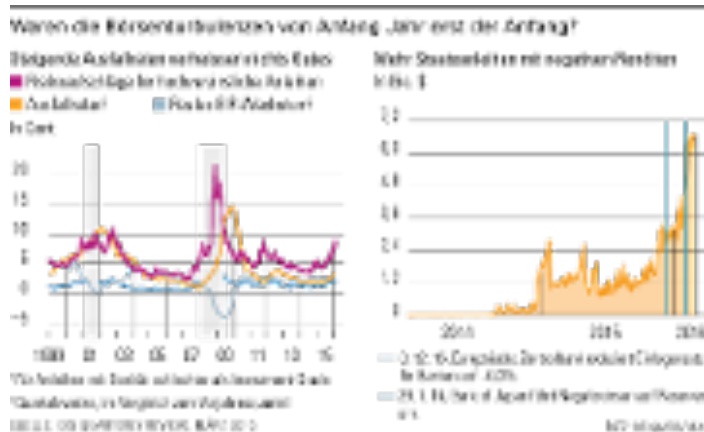


Werden Kredite für Immobilien zu locker vergeben, wechseln zu viele Arbeitskräfte in den relativ unproduktiven Bausektor. (Bild: Reuters)

Es sind Berichte, die man seit Jahren mit einem Schaudern in die Hand nimmt. Die Rede ist von den periodisch erscheinenden Lagebeurteilung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Untermuert mit Statistiken aus der Welt der Zentralbanken werden Ereignisse wie Börsenturbulenzen in einen grösseren Kontext eingeordnet. Dabei wird oft ein düsteres Bild gezeichnet. Der jüngste Quartalsbericht ist keine Ausnahme. Die BIZ-Ökonomen lehren einem erneut das Fürchten.

Die Sturmglocken läuten

Noch nicht vergessen ist der Einbruch der Börsen von Anfang Jahr, der seinen Ursprung in China hatte. Im Februar folgten weitere Turbulenzen. Damals gerieten zunehmend Bankaktien in den Fokus. Anleger sorgten sich wegen eingetrübter Aussichten um die Solidität der Geldhäuser. Claudio Borio sieht diese Marktentwicklungen als Teil eines grossen Ganzen. Der Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ findet demnach nicht, dass die Kursstürze isolierte Blitzschläge aus heiterem Himmel seien. Vielmehr würden sie Vorboten eines aufziehenden Sturms darstellen. Der BIZ kann man derweil nicht vorwerfen, sie hätten nicht frühzeitig die Sturmglocken geläutet.



(Bild:)

Im vergangenen Jahresbericht warnten die Ökonomen eindringlich vor der weltweit steigenden Schuldenlast. Die jüngsten Zahlen weisen nun auf eine Trendwende hin: Verschiedene Indikatoren deuten eine Verlangsamung der Verschuldung an. Bei den internationalen Bankforderungen wurde im dritten Quartal 2015 ein Rückgang verzeichnet. Das Volumen an ausstehenden internationaler Schuldtitel wächst zwar weiterhin, aber etwas langsamer. Die BIZ-Ökonomen interpretieren die Zeichen dahingehend, dass sich die internationale Finanzierungsbedingungen gegenwärtig verschärfen. Die derzeit steigenden Risikoaufschläge für Anleihen in den USA passt hierzu ins Bild. Bei den hochverzinslichen Papieren hat in der zweiten Jahreshälfte dann auch ein Rückgang bei den Emissionen stattgefunden. Noch ist unklar, ob dies der gegenwärtigen Schwäche der US-Ölindustrie geschuldet ist, oder als Zeichen tiefer liegenden Schwächen interpretiert werden sollte.

Ein verhängnisvolles Trio

Neben der Problematik weiterhin extrem hoher Schuldenstände hebt Borio zwei weitere fundamentale Entwicklungen hervor, die an der Stabilität des Finanzsystems nagen. Es sind dies der Rückgang des Produktivitätswachstums und die Verengung von politischen Handlungsspielräumen. Laut dem Chef-Ökonom der BIZ komme so ein verhängnisvolles Trio zusammen. Die drei Elemente beeinflussen und verstärken sich dabei gegenseitig.

So kann ein Kreditboom die Produktivität unterhöheln, wie eine kürzlich erschienene Forschungsarbeit der BIZ zeigt. Der Grund dafür ist die Fehlallokation von Humankapital. So würden in Zeiten lockerer Kreditvergabe Arbeitskräfte in unproduktive Bereiche wechseln, die hohe Löhne zahlen; ein Beispiel ist der Bausektor zu Zeiten von überhitzten Immobilienmärkten.

Noch offensichtlicher ist der Zusammenhang zwischen Verschuldung und extrem tiefem Zinsniveau: Je tiefer die Kosten für Kredite sind, desto attraktiver ist es, sich zu verschulden. Das Zinsniveau ist dabei gleichzeitig Ausdruck sich verengender Handlungsoptionen. Die Zentralbanken scheinen mit ihren Massnahmen am Ende der Fahnenstange angelangt zu sein. Borio appelliert deshalb eindringlich an die politischen Entscheidungsträger, nicht auf eine uneingeschränkte Wirkungskraft der Geldpolitik zu vertrauen.

Grenzen des Undenkbaren

Die Europäische Zentralbank hat Ende 2015 die Strafzinsen für Einlagen der Banken noch einmal gesenkt. Anfang dieses Jahres hat dann die Bank of Japan nachgezogen und

negative Zinsen eingeführt. In der Folge rentierten plötzlich Staatsanleihen mit einem Volumen von insgesamt über 6 Bio. \$ negativ (siehe Grafik). Je nach Messung des Bruttoweltprodukts entspricht dies ungefähr einem Zehntel der in einem Jahr auf unserem Planeten hergestellten Güter und Dienstleistungen. Sichtlich schockiert über diese Entwicklungen spricht Borio dann auch von den Grenzen des Undenkbaren. Die Negativzinsen beschäftigen die Ökonomen bei der BIZ schon seit langem. Im gegenwärtigen Quartalsbericht widmen sie dem Thema nun zusätzlich ein ganzes Spezialkapitel

Ein Aspekt, der bei den Negativzinsen besonders Bauchschmerzen bereitet, ist die Rentabilität des Bankenwesens. Denn je länger die Zinsen tief sind, desto mehr Probleme ergeben sich für die Finanzinstitute. Es wird für sie zunehmend schwieriger, an einer etwaigen Zinsdifferenz etwas zu verdienen. Damit schliesst sich wieder der Kreis zu den jüngsten Börsenturbulenzen, die in ihrer zweiten Welle besonders die Banken getroffen haben. Nach dem Zinsentscheid der japanischen Zentralbank stellten sich die Investoren auf noch länger anhaltende Negativzinsen ein, was entsprechend die Widerstandskraft der Banken beeinträchtigen dürfte. Auch wenn die BIZ-Ökonomen mit ihren Prognosen wieder einmal düstere Töne anschlagen, mit einem haben sie sicher recht: Blitzschläge aus heiterem Himmel waren die Kursstürze Anfang Jahr nicht.

Wirken negative Zinssätze wie gewünscht?

cae. · Der Zeitpunkt könnte brisanter kaum gewählt sein: wenige Tage bevor die Europäische Zentralbank (EZB) möglicherweise eine weitere Senkung des Einlagezinssatzes bekanntgeben wird, widmet die BIZ in ihrem Quartalsbericht dem Thema negativen Leitzinsen ein Spezialkapitel. Zwar betonen die BIZ-Ökonomen, nicht grundsätzlich über Sinn und Unsinn von negativen Sätzen urteilen zu wollen, doch ganz lassen können sie es dann doch nicht. Die Reduktion der Leitzinsen in den negativen Bereich durch die Zentralbanken von Dänemark, Schweden, der Euro-Zone und der Schweiz blieb in den Augen der Forscher nicht ohne Wirkung. Zwar hätten die vier Notenbanken die Negativzinsen unterschiedlich implementiert, doch grundsätzlich hätten sich die negativen Sätze auf den Geldmarkt übertragen, so wie dies normalerweise auch die Zinsen im positiven Bereich täten, schreibt die BIZ. Über den Geldmarkt hinaus haben sich die negativen Sätze hingegen nicht gross ausgewirkt. Besonders der Retail-Markt sei vom negativen Bereich «verschont» geblieben, weil die Geschäftsbanken davor zurückgeschreckt hätten, die Depositen von Kleinkunden negativ zu verzinsen. Bei den Zinsen für Hypotheken sei es in Teilmärkten sogar zu gegenläufigen Entwicklungen gekommen, führen die BIZ-Forscher weiter aus. Besonders in der Schweiz hätten die Banken auf die gesunkenen Zinsmargen infolge Negativzinsen mit einem Anstieg bei den Hypothekenzinsen reagiert. Das Ziel der Notenbanken, mit den Negativzinsen eine Transmission negativer Sätze in die breitere Wirtschaft zu erreichen, sei somit nicht erreicht worden, urteilen die BIZ-Forscher. Hätten sie ihr Ziel hingegen erreicht, und die Negativsätze hätten sich tatsächlich auf die gesamte Wirtschaft übertragen, hätte dies die Profitabilität und womöglich die Stabilität der Banken beeinträchtigt. Eine Flucht in Bargeld, welche durch negative Zinsen ausgelöst werden könnte, hat laut BIZ bisher nicht stattgefunden. In keinem der untersuchten Währungsräume sei ein abrupter Anstieg von Cash-Positionen festgestellt worden. Trotzdem äusserten sie eine gewisse Skepsis: es sei sehr unsicher, wie sich eine weitere Senkung der bereits negativen Sätze auswirken würde und welche Konsequenzen Negativsätze langfristig hätten. Dies kann als leise Warnung an die Adresse des EZB-Rates interpretiert werden, der am Donnerstag über eine weitere Senkung des Einlagesatzes von derzeit $-0,30\%$ berät.

