

Niedrige Zinsen beflügeln Kreditmärkte – Banken verlieren an Boden¹

In den letzten Monaten wurde das Geschehen an den Finanzmärkten weiterhin von der akkommodierenden Geldpolitik bestimmt. In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften erholten sich die Anleihen und Aktien von der Verkaufswelle im Sommer und legten zu, da damit gerechnet wurde, dass die niedrigen Leitzinsen und die umfangreichen Wertpapierankäufe mittelfristig fort dauern würden. Deshalb nahmen die Märkte den zweiwöchigen Shutdown der US-Regierung und die Unsicherheit hinsichtlich eines technischen Zahlungsausfalls der USA gelassen. Dagegen belasteten länderspezifische Spannungen mehrere grosse aufstrebende Volkswirtschaften und verhinderten eine vollständige Erholung der Bewertungen inländischer Vermögenswerte und der Kapitalströme.

Längerfristig betrachtet bestätigten die jüngsten Entwicklungen einen Trend, der grossen Kreditnehmern aus dem Unternehmensbereich direkten Zugang zu den Kreditmärkten verschafft. Die niedrigen Zinsen auf Referenzanleihen haben die Anleger bei ihrem Streben nach Rendite seit Mitte 2012 bewogen, Kredite an Unternehmen im risikoreicheren Teil des Spektrums zu immer günstigeren Konditionen zu vergeben. Diese Anlagestrategie, die zur einer Verengung der Kreditspreads geführt hat, wurde bislang durch die niedrigen Ausfallquoten von Unternehmensanleihen begünstigt.

Grosse Nichtfinanzunternehmen profitierten stärker vom Kreditumfeld als Banken mit Sitz in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Da diese Banken in den letzten fünf Jahren Schwierigkeiten hatten, das Vertrauen der Märkte zurückzugewinnen, sahen sie sich permanent mit höheren Finanzierungskosten konfrontiert als Nichtfinanzunternehmen vergleichbarer Bonität. Zwar hat sich diese Kostendifferenz – insbesondere in den USA – in jüngster Zeit verringert, doch drückte sie die Kreditzinssätze der Banken weiterhin nach oben. Dies veranlasste grosse Nichtfinanzunternehmen, sich direkt am Markt zu finanzieren, was den Absatz von Unternehmensanleihen ankurbelte. Infolgedessen wurden im Euro-Raum die Banken als Quelle neuer Kredite für Unternehmen vom Markt in den Hintergrund gedrängt.

Die Banken im Euro-Raum bekamen die Marktskepsis stärker zu spüren als vergleichbare Institute in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Bis zu einem bestimmten Grad spiegelten die tiefen Bewertungen Bedenken hinsichtlich der

¹ Dieser Artikel wurde von der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ verfasst. Fragen zum Text können an Nikola Tarashev (nikola.tarashev@bis.org) und Goetz von Peter (goetz.von.peter@bis.org) gerichtet werden, Fragen zu Daten und Grafiken an Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org) und Alan Villegas (alan.villegas@bis.org).

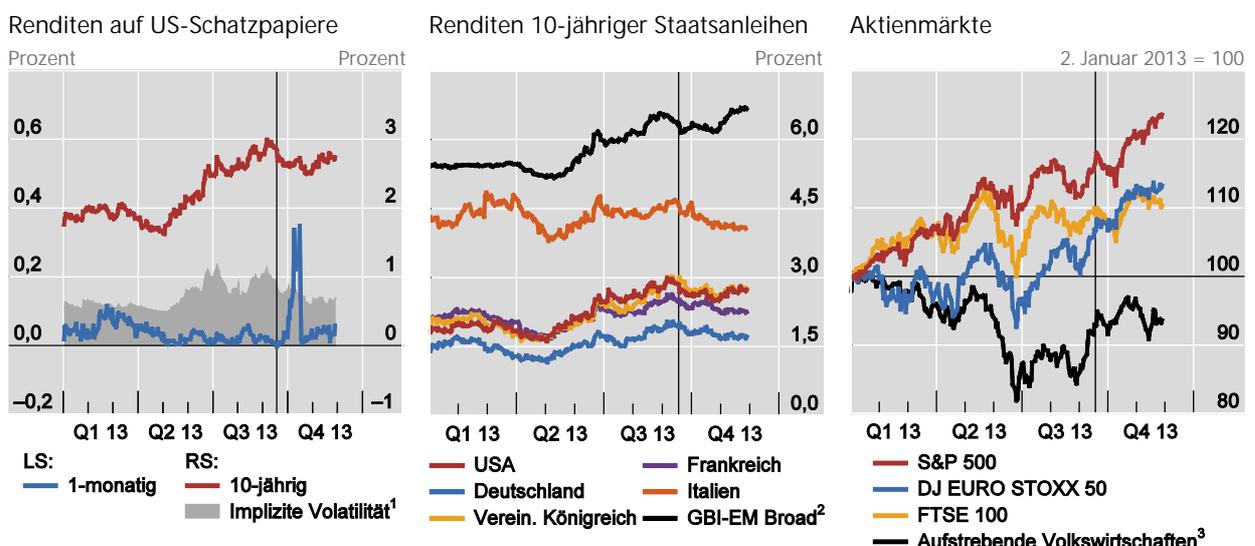
Qualität der Bilanzen dieser Banken wider, in denen der ausgewiesene Anteil notleidender Kredite seit dem Höhepunkt der Finanzkrise stetig gestiegen ist. Zur Wiederherstellung des Marktvertrauens und als Vorbereitung auf ihre künftige Aufsichtsfunktion kündigte die EZB eine umfassende Bewertung des Bankensektors im Euro-Raum an und versprach, die Ergebnisse zu veröffentlichen und von den angeschlagenen Banken Korrekturmaßnahmen zu verlangen.

Niedrigzinsumfeld hält an

Die Verschärfung der globalen Finanzierungsbedingungen von Mai bis Juli kehrte sich teilweise um, nachdem die Federal Reserve am 18. September die Märkte mit ihrer Entscheidung überraschte, das „Tapering“, also die allmähliche Drosselung der umfangreichen Wertpapierankäufe, aufzuschieben (Grafik 1). Als die Verkaufswelle im Sommer abebbte, sprachen nach Einschätzung der Marktteilnehmer mehrere Faktoren gegen eine baldige Straffung der Geldpolitik. Zu diesen zählten das schwache Beschäftigungswachstum und die geringe Erwerbsbeteiligung, eine unter dem Zielwert liegende Inflation sowie die anhaltenden Auswirkungen der haushaltspolitischen Sparmassnahmen in den USA. Der Shutdown der US-Regierung vom 1. bis zum 16. Oktober steuerte zu den trüben Aussichten bei. In diesem Zeitraum preisten fällig werdende US-Schatzwechsel die zunehmende Wahrscheinlichkeit eines technischen Zahlungsausfalls der USA ein (Grafik 1 links). Trotzdem nahm die Volatilität von Anleihen weniger stark zu als diejenige von Aktien. Diese Effekte verflüchtigten sich, als der US-Kongress am 16. Oktober ein Gesetz für einen Übergangsetat verabschiedete und die Schuldenobergrenze bis Februar 2014 an hob.

Weltweite Anleihe- und Aktienmärkte

Grafik 1



Schwarze senkrechte Linie: Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve vom 18. September 2013.

¹ Der Index Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) ist ein Index für die Volatilität der Renditen von US-Schatzanleihen über einen einmonatigen Zeithorizont, basierend auf dem gewichteten Durchschnitt von Optionen auf US-Schatztitel mit Laufzeiten von 2, 5, 10 und 30 Jahren. ² Diese breit gefasste Indexreihe von JPMorgan bildet einen umfassenden Maßstab der von aufstrebenden Volkswirtschaften begebenen festverzinslichen Staatsschuldentitel in Landeswährung. ³ Aggregierte Daten berechnet von MSCI.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

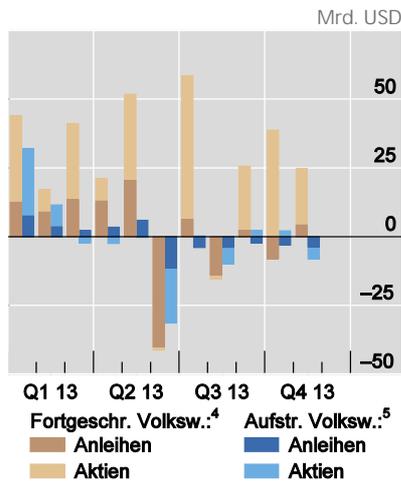
Der wahrgenommene Aufschub des „Tapering“ führte an den weltweiten Anleihe- und Aktienmärkten zu weiteren Gewinnen. Die Rendite 10-jähriger US-Schatzanleihen fiel von ihrem Höchstwert von 3% Anfang September auf 2,5% Ende Oktober, wobei die europäischen Anleihemärkte über die Hälfte dieses Rückgangs mitmachten (Grafik 1 Mitte). Die Aussicht auf eine Fortsetzung der Wertpapierankäufe drückte die geschätzte Laufzeitprämie von US-Schatzpapieren erneut in den negativen Bereich, von 0% auf -0,2%.² Der S&P 500 erreichte am 15. November ein Allzeithoch, nachdem die ernannte Vorsitzende der Federal Reserve signalisiert hatte, dass sie an der gegenwärtigen Geldpolitik festhalten werde. Seit Jahresbeginn entwickelten sich US-Aktien besser als US-Anleihen, da davon ausgegangen wurde, dass die lockere Geldpolitik auf absehbare Zeit fortgesetzt wird, und zwar bis ein solider Wirtschaftsaufschwung Tritt gefasst hat. Alle wichtigen Börsen legten von Anfang 2013 bis zum 27. November um 10–25% zu (Grafik 1 rechts).

Die aufstrebenden Volkswirtschaften hingegen erholten sich nicht vollständig von den Auswirkungen der Verkaufswelle im Sommer. Die Renditen von Staatsanleihen und die Kreditspreads blieben hoch, und die Aktienindizes glichen ihre Verluste nur teilweise aus (schwarze Linien in Grafik 1). Ebenso hatten die auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften spezialisierten Fonds in jedem Monat von Juni bis November Abflüsse zu verzeichnen. Abgesehen von den spärlichen Zuflüssen im September und Oktober verhielt es sich bei den entsprechenden Aktienfonds nicht anders (Grafik 2 links). In dieser schwachen Performance kam teilweise zum Ausdruck, dass sich die Marktteilnehmer weltweit zurückhaltend gegenüber Anleiheinvestitionen zeigten, weil sie davon ausgingen, dass die Straffung der US-Geldpolitik ja lediglich aufgeschoben sei. Diese Performance entsprach auch den Wachstumsaussichten der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften, die im Vergleich zu denjenigen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften nicht so günstig waren (Grafik 2 Mitte). Daher machten die wichtigsten Währungen aufstrebender Volkswirtschaften trotz der Dollarschwäche im September und Oktober nur einen geringen Teil ihrer Wertverluste vom Sommer wett (Grafik 2 rechts).

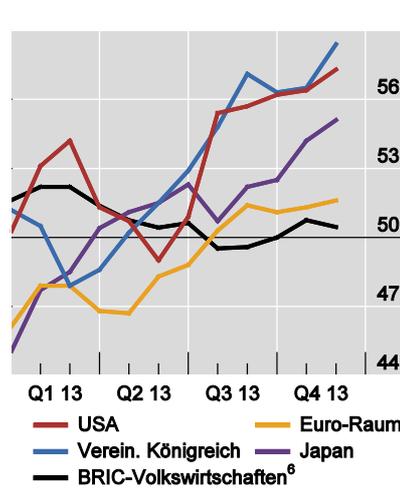
Am 7. November senkte die EZB ihren Hauptrefinanzierungssatz um 25 Basispunkte auf 0,25%, nachdem die Inflation auf 0,7% gefallen war und somit deutlich unter dem Zielwert lag. Die Daten für das BIP und die Einkaufsmanagerindizes deuteten auf eine anhaltende Konjunkturschwäche und hartnäckig hohe Arbeitslosenquoten im Euro-Raum hin. Angesichts der Wirtschaftslage erklärte die EZB, dass die Zinsen voraussichtlich über längere Zeit auf dem gegenwärtigen niedrigen Niveau verharren würden. Der EZB-Rat beschloss zudem, die Refinanzierungsgeschäfte mit vollständiger Zuteilung so lange wie nötig – zumindest bis Mitte 2015 – fortzusetzen. Da alle Zentralbanken der wichtigsten Währungsräume darauf eingestellt waren, die akkommodierende Geldpolitik fortzusetzen, spiegelten die Preise von Vermögenswerten weiterhin die Erwartung wider, das Niedrigzinsumfeld würde auf absehbare Zeit anhalten.

² Die Schätzung der Laufzeitprämie beruht auf der Methode von P. Hördahl, O. Tristani und D. Vestin, „A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics“, *Journal of Econometrics*, Vol. 131, 2006.

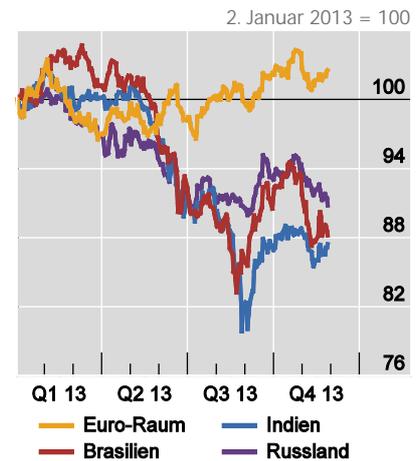
Portfolioströme¹



EMI verarbeitendes Gewerbe²



Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar³



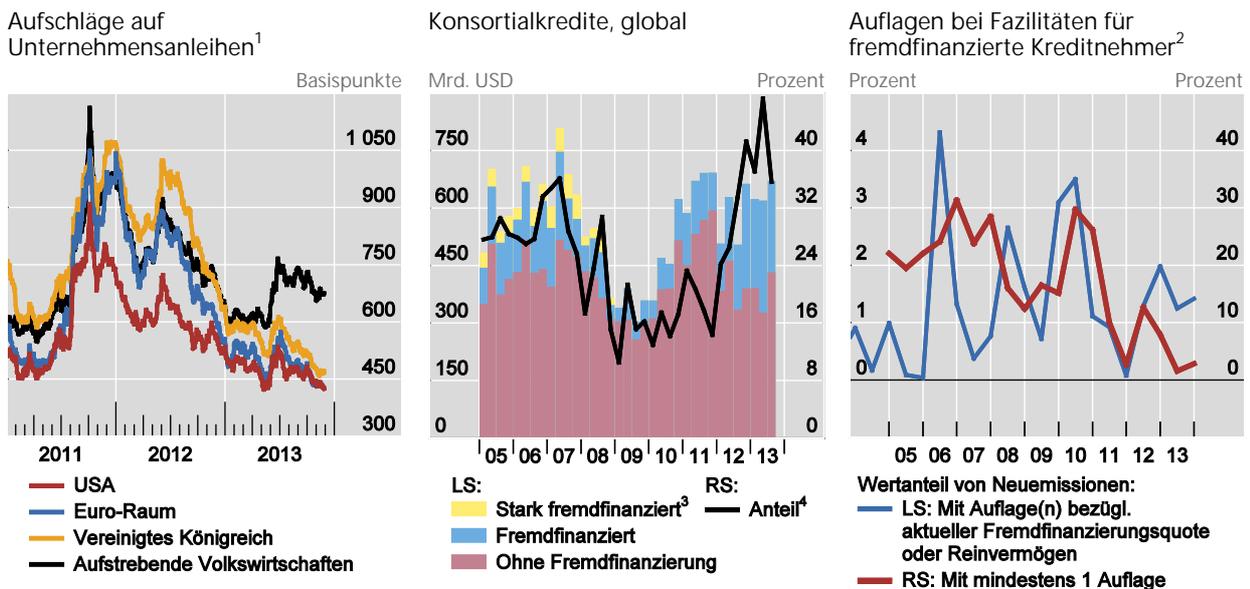
¹ Nettoportfolioströme (wechsellkursbereinigt) in spezialisierte Fonds für einzelne Länder sowie in Fonds, für die eine Aufschlüsselung nach Ländern oder Regionen verfügbar ist. ² Der jeweilige Einkaufsmanagerindex (EMI) wird aus monatlichen Erhebungen bei Unternehmen des privaten Sektors abgeleitet. Werte über (unter) 50 zeigen eine Expansion (ein Schrumpfen) an. ³ US-Dollar je Einheit Landeswährung. Anstieg = Aufwertung der Landeswährung. ⁴ Summe von Australien, dem Euro-Raum, Japan, Kanada, Neuseeland, der Schweiz, den USA und dem Vereinigten Königreich. ⁵ Summe von China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen, Singapur und Thailand; Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru und Venezuela; Polen, Russland, Südafrika, der Tschechischen Republik, der Türkei und Ungarn. ⁶ Einfacher Durchschnitt von Brasilien, China, Indien und Russland.

Quellen: Datastream; EPFR; HSBC; Markit.

Renditestreben lässt nicht nach

Da die akkommodierende Geldpolitik in allen wichtigen Währungsräumen fortgesetzt wurde, hielt auch das Renditestreben der Anleger an. Die niedrigen Leitzinsen und die umfangreichen Wertpapierankäufe schlugen sich in niedrigen Renditen von Referenzanleihen nieder, mit denen Investment-Grade-Vermögenswerte eng verknüpft sind. Dies verstärkte die Nachfrage nach Vermögenswerten im risiko-reicheren Teil des Spektrums, die eine höhere Rendite versprochen. Bislang konnten diese Vermögenswerte ihr Versprechen weitgehend einlösen. Sich einengende Kreditspreads trugen zu hohen Marktwertrenditen von hochrentierenden Schuldtiteln bei, während die seit dem Höhepunkt der Krise beobachteten niedrigen Ausfallquoten die Kreditverluste in Grenzen hielten. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob die Kombination von engen Spreads und niedrigen Ausfallquoten nachhaltig ist.

Das Renditestreben schlug sich in preisbasierten Indikatoren wie beispielsweise den Kreditspreads in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nieder. Während der Verkaufswelle an den Anleihemärkten im Mai und Juni wiesen diese Indikatoren auf einen weitverbreiteten Anstieg der Kreditkosten und eine stärkere Differenzierung zwischen den Kreditnehmern in den verschiedenen Risikokategorien hin. Dieses Phänomen war jedoch nur von kurzer Dauer. Beispielsweise begannen die Spreads von hochrentierenden Titeln in Landeswährung an den Märkten in den USA, im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich Ende Juni wieder zu fallen (Grafik 3 links). Ende November lagen diese Spreads 300–600 Basispunkte unter



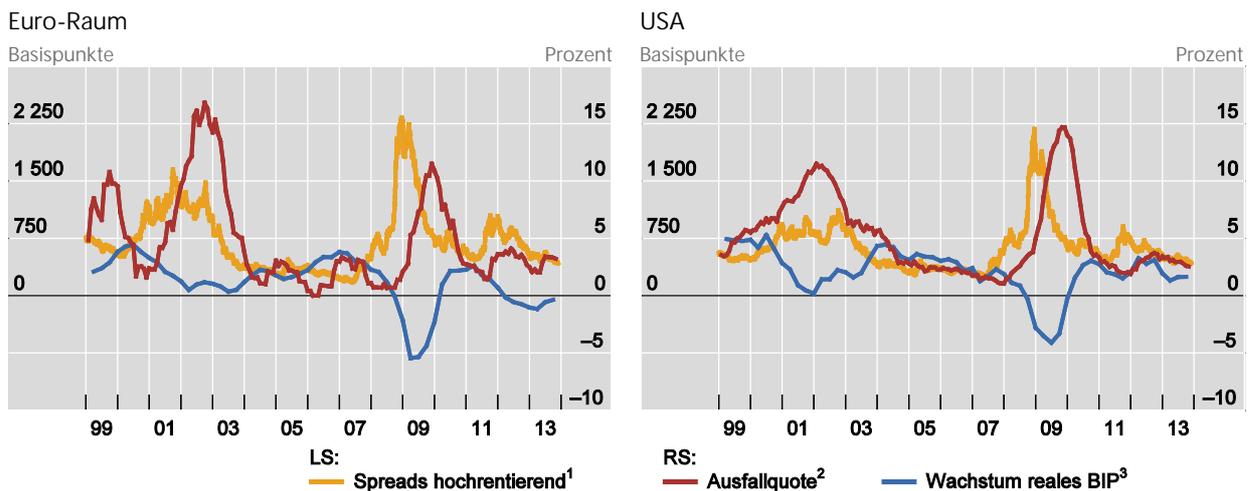
¹ Optionsbereinigte Spreads auf hochrentierende Unternehmensanleiheindizes von Titeln in Landeswährung. ² Basierend auf bis zum 6. November 2013 verfügbaren Daten. ³ Dealogic Loan Analytics unterscheidet bei nach 2008 gezeichneten Konsortialkrediten nicht zwischen „stark fremdfinanzierten“ und „fremdfinanzierten“ Kreditnehmern. ⁴ Anteil der Kredite für fremdfinanzierte bzw. stark fremdfinanzierte Kreditnehmer an den gesamten Konsortialkrediten.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Dealogic Loan Analytics; Berechnungen der BIZ.

ihren Höchstwerten von 2012 und 200–300 Basispunkte über ihren Vorkrisentiefständen von 2006/07.

Das Renditestreben zeigte sich ebenso deutlich an den quantitativen Indikatoren. Am Markt für Konsortialkredite machten sog. Leveraged Loans – Kredite an stark fremdfinanzierte Kreditnehmer mit niedrigem Rating – von Juli bis November ungefähr 40% des Zeichnungsvolumens neuer Kredite aus (Grafik 3 Mitte). Bemerkenswerterweise war dieser Anteil während nahezu des ganzen Jahres 2013 höher als im Vorkrisenzeitraum von 2005 bis Mitte 2007. Grund dafür waren sowohl das höhere Vergabevolumen bei risikoreicheren Krediten (blaue Balken) als auch das geringere Vergabevolumen im weniger riskanten Teil des Kreditspektrums (rote Balken). Gleichzeitig führte das Bestreben der Anleger, hochrentierende Kredite zu gewähren, zu einem langsam sinkenden Anteil derjenigen Konsortialkredite, die einen Gläubigerschutz in Form von Kreditauflagen aufweisen (Grafik 3 rechts).

Der Trend zu risikoreicheren Krediten war recht breit abgestützt. Er belebte beispielsweise den Markt für „payment-in-kind“-Anleihen, die dem Kreditnehmer die Möglichkeit geben, seine Schulden durch die Ausgabe weiterer Anleihen zu tilgen. Das erneute Interesse der Anleger an diesen Instrumenten führte in den ersten drei Quartalen 2013 zu Neuemissionen von über \$ 9 Mrd. – ein Drittel mehr als das gesamte Emissionsvolumen im Jahr 2012. Zu dieser Zunahme kam es trotz der offensichtlichen Risiken von „payment-in-kind“-Anleihen: Ungefähr bei einem Drittel der vor der Krise emittierten Papiere kam es von 2008 bis Mitte 2013 zu Ausfällen. Das Renditestreben zeigte sich auch an der starken Zunahme von Immobilienreuehandfonds, die in hypothekenbesicherte Wertpapiere investieren und langfristige Aktiva mittels kurzfristiger Repo-Geschäfte finanzieren (Mortgage Real Estate Investment



¹ Optionsbereinigte Spreads auf Unternehmensanleiheindizes von Titeln in Landeswährung. ² Ausfallquote von spekulativen Titeln in den letzten 12 Monaten (nach Emittenten gewichtet). Linkes Feld: europaweite Ausfallquote. ³ Aufs Jahr hochgerechnete Wachstumsrate des Quartals-BIP.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Moody's; Angaben der einzelnen Länder.

Trusts, mREIT). Nach Jahren des rapiden Wachstums erreichte ihr Volumen im September 2012 mit nahezu \$ 500 Mrd. einen Höhepunkt.³ Obwohl diese Treuhandfonds weniger als 5% der ausstehenden hypotheckenunterlegten Wertpapiere staatsnaher US-Körperschaften halten, zogen sie aufgrund des Zinsänderungs- und Liquiditätsrisikos, dem sie ausgesetzt sind, die Aufmerksamkeit der Aufsichtsinstanzen auf sich. Ebenso wurde in Branchenberichten der wachsende Fremdkapitalanteil bei der Finanzierung von Private-Equity-übernahmen hervorgehoben. In den USA nahm dieser Anteil nach 2009 stetig zu und lag im Oktober 2013 bei zwei Dritteln, einem ähnlich hohen Niveau wie 2006/07. Die europäischen Banken wiederum profitierten vom Kreditnehmermarkt, indem sie die Ausgabe von nachrangigen Schuldtiteln erhöheten und so das Polster verstärkten, das ihre vorrangigen Gläubiger vor den Auswirkungen möglicher künftiger Solvenzprobleme abschirmt.

Aggregierte Statistiken zu den Ausfallquoten von Unternehmen scheinen die Strategie zu rechtfertigen, risikoreicheren Kreditnehmern zunehmend günstigere Kredite zu gewähren. Nach einem kurzen Ausschlag 2009/10 gingen die Ausfallquoten stark zurück und blieben drei Jahre lang auf niedrigem Niveau (Grafik 4). Mit rund 3% im Jahr 2013 lag die auf ein Jahr bezogene Ausfallquote für Schuldner mit spekulativem Rating in den USA und Europa lediglich 1 Prozentpunkt über dem durchschnittlichen Niveau im Zeitraum 2005–08. Auf der Basis dieser Statistiken haben Branchenanalysten historische Kreditausfallszenarien konstruiert und sie bei der Beurteilung der jüngsten Spreads eingesetzt. Es zeigt sich, dass diese Spreads – trotz ihres niedrigen Niveaus – in der Regel ausreichen würden, um mögliche

³ Das Volumen von mREIT belief sich gemäss den bei der Securities and Exchange Commission eingereichten 10-Q-Reports im März 2013 auf \$ 443 Mrd. (siehe S. Pellerin, D. Price, S. Sabol und J. Walter, „Assessing the risks of mortgage REITs“, Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Brief*, Nr. 13-11, November 2013).

Kreditausfälle auszugleichen, die typischen historischen Erfahrungswerten entsprechen.

Spreads spiegeln jedoch nicht nur das wahrgenommene Kreditrisiko wider, sondern können sich auch auf die Ausfallquoten auswirken. Ein Niedrigzinsumfeld fördert selbstverständlich die Vergabe von günstigen und grosszügig bemessenen Krediten. Gepaart mit der Zurückhaltung der von der Krise gezeichneten Gläubiger, Verluste auszuweisen, kann dies die Refinanzierung erleichtern und notleidende Kreditnehmer über Wasser halten. Sollte ein solcher Prozess tatsächlich im Gange sein, wird seine Nachhaltigkeit zweifelsohne durch die letztlich erfolgende Normalisierung der Geldpolitik auf die Probe gestellt werden.

Das anhaltende Renditestreben fiel in einigen Regionen mit dem Ende einer bislang stabilen Beziehung zwischen den Kreditmarktbedingungen und den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zusammen. In den 15 Jahren bis Ende 2011 war ein geringes oder negatives Realwachstum mit hohen Ausfallquoten und weiten Kreditspreads einhergegangen (Grafik 4). In den USA war dieses Muster auch noch in letzter Zeit zu beobachten. Im Euro-Raum hingegen war ab 2012 ein Rückgang der Ausfallquoten festzustellen, obwohl die Region in eine 2-jährige Rezession abglitt und der Anteil notleidender Kredite von Banken nach oben tendierte (siehe weiter unten). In den aufstrebenden Volkswirtschaften gingen von Ende 2011 bis Mitte 2013 die Kreditspreads zurück – just in einem Zeitraum, als das Wirtschaftswachstum dieser Länder klare Anzeichen einer Abschwächung zeigte. Dies lässt vermuten, dass die hohe Risikobereitschaft der Anleger die Kreditbewertungen an den Kapitalmärkten in die Höhe getrieben und die Ausfallquoten in Zaum gehalten hat.

Banken verlieren gegenüber Nichtfinanzunternehmen an Boden

Die Zuversicht der Anleger stand im Gegensatz zu einem schwelenden Unbehagen Banken gegenüber. In den letzten sieben Jahren sahen sich Banken mit höheren Finanzierungskosten konfrontiert als grosse Nichtfinanzunternehmen, die ihren direkten Zugang zu den Kreditmärkten zunehmend nutzten. Ein Grund, weshalb Banken ihren früheren Finanzierungsvorteil einbüssten, ist die rapide Verschlechterung ihrer eigenständigen Finanzkraft während der Finanzkrise. Aus Sicht der Anleger hat in jüngster Zeit aufgrund des vermuteten und tatsächlich angekündigten Abbaus staatlicher Unterstützung auch der Risikograd von Banken zugenommen, obwohl diese ihre Eigenkapital- und Liquiditätspositionen aufstockten. Zudem spielte die Unsicherheit in Bezug auf die finanzielle Lage von Banken – einschliesslich der von ihnen eingegangenen Länderrisiken – eine wichtige Rolle. (Zur aufsichtsrechtlichen Behandlung des Länderrisikos in der Basler Eigenkapitalregelung s. Kasten weiter unten.)

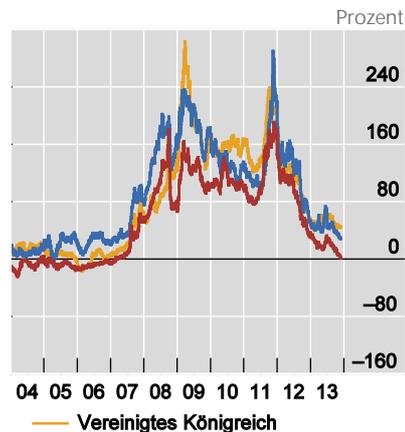
Relative Finanzierungskosten und Anleiheabsatz

Die Finanzkrise 2007–09 markierte das Ende einer Ära, in der Banken einen Finanzierungsvorteil gehabt hatten. Im Vorfeld der Krise lagen die Spreads auf Bankanleiheindizes in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der Regel 20–30% unter denjenigen auf Anleihen von Nichtfinanzunternehmen (Grafik 5 links). 2007 kehrte

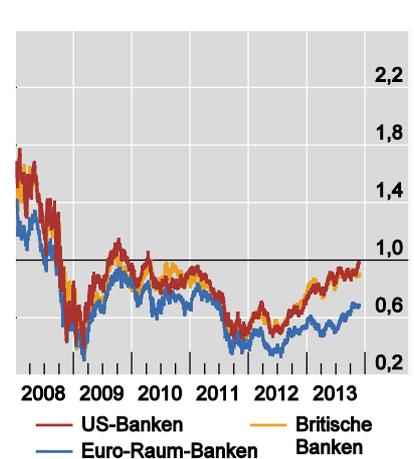
Relative Finanzierungskosten, alle Unternehmen¹



Relative Finanzierungskosten, Unternehmen mit Rating A^{1,2}



Kurs-Buchwert-Verhältnis³



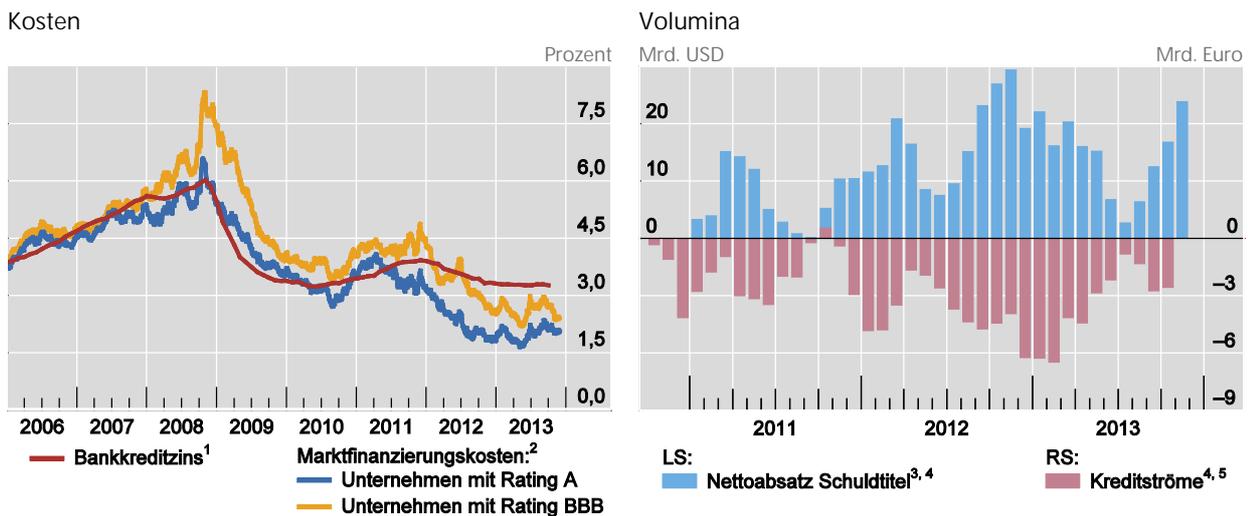
¹ Optionsbereinigter Spread auf einen Banken-Subindex abzüglich des Spreads auf einen Subindex für Nichtfinanzunternehmen, geteilt durch den Spread auf den Subindex für Nichtfinanzunternehmen. Die Subindizes schliessen Anleihen in Landeswährung ein. ² Die britische Reihe beruht auf einem Finanz- und einem Industrie-Subindex. ³ Einfacher Durchschnitt von grossen Banken. Im Euro-Raum: Banco Santander, BNP Paribas, Crédit Agricole, Deutsche Bank, ING Group, Société Générale, UniCredit. Im Vereinigten Königreich: Barclays, HSBC, Lloyds, RBS. In den USA: Bank of America Merrill Lynch, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Morgan Stanley.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

sich das Vorzeichen um, und die Differenz bei den Finanzierungskosten erreichte Ende 2011 einen Höhepunkt, als die Spreads auf Bankanleihen in den USA um 95%, im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich gar um 150% über den Spreads auf Unternehmensanleihen lagen. Danach wurde die in Prozenten gemessene Differenz gegenüber Unternehmensanleihen generell wieder kleiner. Bis November 2013 war sie bei den US-Banken insgesamt verschwunden, lag bei den Banken aus dem Euro-Raum und dem Vereinigten Königreich aber weiterhin bei 10% bzw. 40%.

Der Verlust ihres Finanzierungsvorteils schränkt die Banken in ihrer Effektivität als Intermediäre ein. Es gibt beispielsweise Anzeichen dafür, dass Banken aus dem Euro-Raum einen Teil ihrer relativ hohen Finanzierungskosten abwälzten. In den letzten drei Jahren stagnierte der durchschnittliche Zinssatz auf Kredite von Banken aus dem Euro-Raum trotz rückläufiger Leitzinsen auf einem Niveau von über 3%. Da die Finanzierungskosten an den Anleihemärkten abwärts tendierten, wurde es für grosse Unternehmen immer interessanter, die Banken zu umgehen und sich Mittel direkt an den Märkten zu beschaffen (Grafik 6 links). Es überrascht daher kaum, dass der Nettoabsatz an den europäischen Anleihemärkten 2012 rasant zunahm (Grafik 6 rechts).⁴ Die lebhaftere Emissionstätigkeit von Unternehmen aus den USA und den aufstrebenden Volkswirtschaften unterstreicht, dass es sich um einen weltweiten Trend handelte. Ein ähnlich starker Anstieg des weltweiten Absatzes von Unternehmensanleihen war zu beobachten gewesen, als sich die Märkte nach März 2009 von der Finanzkrise erholten.

⁴ Der Nettoabsatz entspricht dem Bruttoabsatz neuer Schuldtitel abzüglich der Tilgung fällig werdender Schuldtitel. Daher entspricht dieser Messwert ungefähr der Veränderung der ausstehenden Bankkredite, die in die Berechnung des Kreditwachstums eingeht.



¹ Effektiver jährlicher Zinssatz, der von monetären Finanzinstituten des Euro-Raums für bestehende Kredite an Nichtfinanzunternehmen (ohne private Haushalte) berechnet wird, für Anfangslaufzeiten von 1 bis 5 Jahren. ² Renditen auf Euro-Anleihen von europäischen Nichtfinanzunternehmen. ³ Nettoabsatz (Bruttoabsatz abzüglich Tilgungen) von inländischen und internationalen Schuldtiteln von Nichtfinanzunternehmen des Euro-Raums, auf Basis des letzten Eigentümers. Basierend auf bis zum 27. November 2013 verfügbaren Daten. ⁴ Gleitender Durchschnitt der letzten drei Monate. ⁵ Monatliche Finanzierungsströme. Kredite von monetären Finanzinstituten des Euro-Raums an Nichtfinanzunternehmen mit Anfangslaufzeiten von 1 bis 5 Jahren (arbeitstäglich und saisonal bereinigt).

Quellen: EZB; Datastream; Dealogic; JPMorgan Chase.

Aus diesem Grund verschob sich die Struktur der Unternehmensfinanzierung zugunsten einer Marktfinanzierung. Ein Vergleich zwischen dem Absatzvolumen von Unternehmensanleihen und dem Volumen vergebener Konsortialkredite in Europa deutet darauf hin, dass die Anleihemärkte die Banken bei der Bereitstellung von Finanzierungsmitteln vor Kurzem überholt haben: Die von Unternehmen aus dem Euro-Raum seit Anfang 2011 insgesamt aufgenommenen Mittel stammten zu mehr als 50% von Wertpapiermärkten und nicht aus Konsortialkrediten. Ausserdem stellten Banken im Euro-Raum alles in allem keine neuen Direktkredite bereit, sodass der Bestand an Unternehmenskrediten in diesem Zeitraum um insgesamt 15% zurückging. Infolgedessen wurden im Euro-Raum die Banken als Quelle neuer Kredite für Unternehmen vom Markt in den Hintergrund gedrängt. In den USA hielt das Volumen vergebener Konsortialkredite mit dem Absatz von Unternehmensanleihen Schritt, sodass der Anteil von Marktfinanzierungen mit nahezu 33% unverändert blieb.⁵

Einschätzung geringer und unsicherer Finanzkraft von Banken sorgt für Druck

Die Unsicherheit in Bezug auf den Risikograd von Banken scheint ein wichtiger Grund für die relativ hohen Finanzierungskosten in den letzten Jahren gewesen zu sein. Dies wird deutlich, wenn Unternehmen – Banken und Nichtbanken – miteinander verglichen werden, welche mehr oder weniger die gleiche Bonität aufweisen und somit ihren Gläubigern Verluste in ähnlicher Höhe bescheren dürften. Falls die

⁵ 2007 hatte dieser Anteil auf beiden Seiten des Atlantiks noch unter 25% gelegen.

Marktpreise ausschliesslich von den erwarteten Kreditverlusten bestimmt werden, sollten diese Unternehmen die gleichen Finanzierungskosten aufweisen. Vor der Finanzkrise war dies in den USA, im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich auch tatsächlich der Fall (Grafik 5 Mitte). In der Folge wurde die Unsicherheit in Bezug auf Kreditverluste jedoch zu einem weiteren wichtigen Faktor. Im Zeitraum 2007–11 führten deren Auswirkungen auf die Risikoprämien dazu, dass die Renditen von Bankanleihen über diejenigen von Anleihen vergleichbar eingestufter Nichtfinanzunternehmen gedrückt wurden. In den USA verschwand dieses Phänomen später wieder, im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich blieb es jedoch deutlich erkennbar.

Die anhaltende Unsicherheit in Bezug auf Banken manifestierte sich auch am Aktienmarkt. In einer Stichprobe von grossen international tätigen Banken lag das Kurs-Buchwert-Verhältnis nahezu vier Jahre in Folge unter 1 (Grafik 5 rechts). Dieses Verhältnis war bei Banken aus dem Euro-Raum besonders tief: Ende 2011 und Mitte 2012 fiel es unter 0,4 und lag im November 2013 bei 0,7. Im Gegensatz dazu schätzten die Aktienmärkte die Aussichten für den Nichtfinanzsektor viel positiver ein: Hier blieb das Kurs-Buchwert-Verhältnis während der Finanzkrise über 1 und bewegte sich im November 2013 um 2.

Auch an den Kreditratings sind Vorbehalte gegenüber der Finanzkraft von Banken abzulesen. Fitch and Moody's vermitteln diese Vorbehalte über ihre Einzelratings, die jeweils die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Bank unter der Annahme widerspiegeln, dass sie keine staatliche Unterstützung erhält. Nach diesen Einzelratings zu schliessen, sind die beiden Ratingagenturen der Meinung, dass die eigenständige Finanzkraft von Banken in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften im November 2013 deutlich schlechter war als Mitte 2007 im Vorfeld der Finanzkrise (Grafik 7 links und Mitte). Sie stimmen zudem überein, dass sich die eigenständige Finanzkraft dieser Banken bereits Mitte 2010 um zwei bis drei Ratingstufen verschlechtert hatte. Moody's ist der Auffassung, dass diese Verschlechterung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften anhält. Fitch hingegen meldet, dass sich die Einzelratings europäischer Banken jüngst verschlechtert oder stabilisiert, diejenigen von US-Banken jedoch verbessert haben.

Den Ratingagenturen zufolge erhöhte sich das Kreditrisiko auch für die Inhaber von vorrangigen Anleihen und für andere Investoren in Banktitel, die von einer expliziten oder impliziten Staatsgarantie profitieren. Der höhere Wert dieser Garantien während der globalen Finanzkrise (grössere rote Balkenabschnitte in Grafik 7) begrenzte den gleichzeitigen Rückgang der All-in-Ratings von Banken, d.h. der Ratings, die sowohl die eigenständige Finanzkraft als auch die externe Unterstützung berücksichtigen.⁶ Nach 2010 jedoch trug die Abnahme der erwarteten staatlichen Unterstützung (kleinere rote Balkenabschnitte) zu einer Verschlechterung der All-in-Ratings von Banken aus den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften bei. Im Durchschnitt belief sich diese Verschlechterung bei den Banken aus dem Euro-Raum auf mehr als drei Ratingstufen, bei anderen europäischen Banken auf nahezu zwei Stufen und bei US-Banken auf ein Fünftel einer Stufe bis eine Stufe.

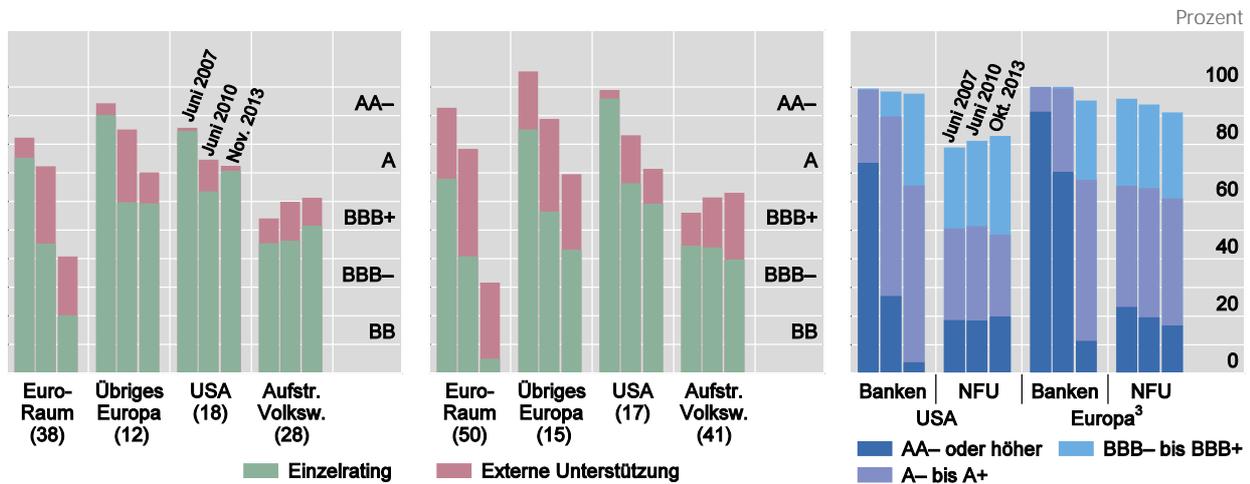
Ein Abbau der staatlichen Unterstützung kann aus zwei Gründen erfolgen, die gegenläufige Auswirkungen auf die Finanzstabilität haben. Der erste Grund ist die schlechte finanzielle Lage des betreffenden Landes, die seine *Fähigkeit* beeinträchtigt, Banken innerhalb seines Staatsgebiets zu retten. Dieser Faktor spielt in

⁶ Für eine Erörterung von Einzel- und All-in-Ratings von Banken siehe F. Packer und N. Tarashev, „Rating methodologies for banks“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2011.

Ratings von Banken, Fitch¹

Ratings von Banken, Moody's¹

Ratings von Banken und Nichtfinanzunternehmen im Vergleich²



¹ Durchschnittliche Ratings. In Klammern: Anzahl Banken. ² Angaben von Moody's. Bilanzsumme der Unternehmen in einer bestimmten Rating-Kategorie in Prozent der zusammengefassten Bilanzsummen aller gerateten Unternehmen in der entsprechenden Region und Branche. NFU = Nichtfinanzunternehmen. ³ Umfasst Banken mit Hauptsitz in Deutschland, Frankreich, Italien, den Niederlanden, der Schweiz, Spanien und dem Vereinigten Königreich.

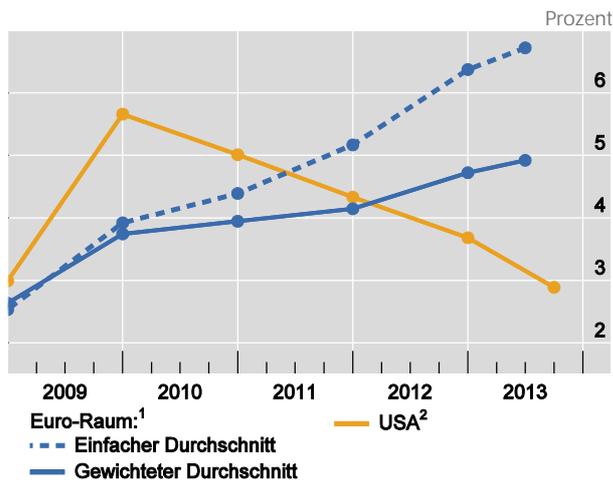
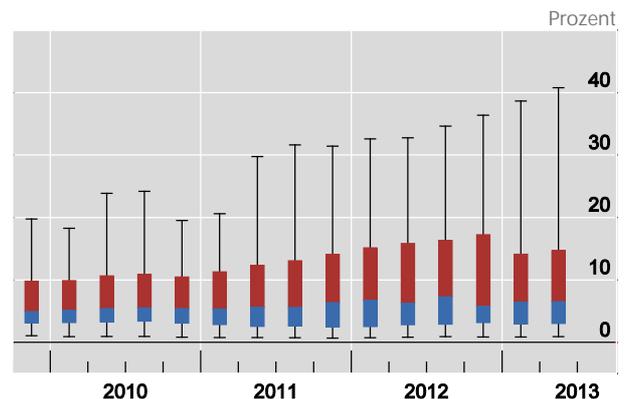
Quellen: Fitch Ratings; Moody's; Berechnungen der BIZ.

zahlreichen Peripherieländern des Euro-Raums eine Rolle, deren Länderratings seit Mitte 2010 um mehrere Stufen gesenkt worden sind. In diesem Fall fällt durch die Verschlechterung der Kreditwürdigkeit des Landes ein wichtiger Sicherheitsmechanismus weg, der das Finanzsystem in Stressphasen stabilisieren könnte. Der zweite Grund ist eine geringere *Bereitschaft* des Landes, Banken zu stützen, die in den jüngst in Europa und den USA beschlossenen regulatorischen Massnahmen zur Lösung der „too-big-to-fail“-Problematik zum Ausdruck kommt. Durch eine Stärkung der Anreize für ein umsichtiges Geschäftsgebaren wird in diesem Fall die Finanzstabilität gefördert.

Der wahrgenommene Risikograd von Banken hat auch im Vergleich zu demjenigen von Nichtfinanzunternehmen zugenommen. Während sich die All-in-Ratings vieler Banken in den USA, im Vereinigten Königreich und im Euro-Raum in den letzten fünf Jahren stetig verschlechterten, blieben diejenigen von Nichtfinanzunternehmen weitgehend stabil. Daher hat sich der Pool erstklassig bewerteter Banken im Vergleich zum Pool erstklassig bewerteter Unternehmen verkleinert (kleinere dunkelblaue Balkenabschnitte in Grafik 7 rechts). Und da sich die relativen Kreditaussichten von Banken verschlechterten, blieben deren relative Finanzierungskosten hoch (Grafik 5 Mitte). Dies dürfte zu einer Schwächung der Intermediationsfähigkeit von Banken beigetragen haben. Wird diese Schwäche nicht überwunden, verheißt das nichts Gutes für die Zukunft.

Verschiedene Faktoren beeinflussten die Wahrnehmung des Risikograds von Banken durch die Märkte – angefangen bei Gerichtsverfahren bis hin zu verbleibenden Zweifeln an der Qualität ihrer Vermögenswerte, insbesondere bei europäischen Banken. Laut den ausgewiesenen Zahlen stieg der Anteil notleidender Kredite im Euro-Raum nach 2008 tendenziell an, in den USA dagegen ging er nach 2009

Notleidende Kredite

Streuung der Kreditqualität³

¹ Gesamtbetrag brutto der zweifelhaften und notleidenden Kredite von inländischen Bankkonzernen sowie ausländischen Zweigstellen und Töchtern im Euro-Raum, in Prozent ihrer Schuldinstrumente, Kredite und Darlehen. ² Notleidende Kredite (in Verzug 90 Tage oder mehr zuzüglich Zinsausfällen) aller US-Banken, in Prozent der gesamten Kredite. ³ Leistungsgestörte Kredite und Kredite in Verzug (>90 Tage) von 56 grossen EU-Banken, in Prozent ihres gesamten Kreditvolumens. Das Boxplot ist auf die Quote notleidender Kredite der Medianbank (typischen Bank) zentriert; das Rechteck um den Median herum stellt die Spanne zwischen dem 25. (blau) und dem 75. (rot) Perzentil dar; die Querstriche markieren das 5. bzw. 95. Perzentil.

Quellen: EZB; Europäische Bankenaufsicht (EBA); Federal Financial Institutions Examination Council der USA.

wieder zurück (Grafik 8 links).⁷ Gleichzeitig verschleiern diese aggregierten Zahlen grosse Unterschiede zwischen den einzelnen Banken und Ländern (Grafik 8 rechts). Der schrittweise Aufbau dieser Belastungen im Euro-Raum ging mit einem Rückgang der Bankkreditvergabe einher. Allein seit Mitte 2012 haben europäische Banken Branchenschätzungen zufolge Aktiva in Höhe von mehr als € 2 Bio. abgebaut.

Die öffentlichen Entscheidungsträger sind sich bewusst, dass die Unsicherheit in Bezug auf Banken einer breit abgestützten Erholung im Wege steht. Zur Stärkung des Bankensystems gab die EZB am 23. Oktober die Bedingungen einer umfassenden 12-monatigen Bewertung von 130 bedeutenden Kreditinstituten bekannt. Die verhaltene Reaktion der Aktienmärkte lässt darauf schliessen, dass diese Bedingungen weitgehend antizipiert wurden. Die Bewertung umfasst eine harmonisierte Prüfung der Qualität der Bankaktiva, gefolgt von einem zukunftsorientierten Stresstest. Das erklärte Ziel ist, für mehr Transparenz in Bezug auf die finanzielle Lage von Banken zu sorgen, Bilanzsanierungen zu initiieren und das Vertrauen in die Solidität des Bankensektors im Euro-Raum wiederherzustellen. Entsprechend werden Banken Korrekturmassnahmen einleiten müssen, wenn ihre harte Kernkapitalquote infolge der Neubewertung ihrer Aktiva oder in einem Stressszenario die Vorgabe von 8% nicht erreicht.

⁷ Zwar sind regionale Trends im Zeitverlauf aufschlussreich, doch lassen sich die Zahlen wegen unterschiedlicher Definitionen, Offenlegung und aufsichtsrechtlicher Behandlung möglicherweise nicht miteinander vergleichen.

Behandlung des Länderrisikos in der Basler Eigenkapitalregelung

Bisweilen wird behauptet, die Basler Eigenkapitalstandards sähen für Bankforderungen an Staaten ein Risikogewicht von null vor. Das ist nicht korrekt. In Basel II und Basel III wird vielmehr eine Eigenkapitalunterlegung gefordert, *die das zugrundeliegende Kreditrisiko widerspiegelt*. Dies entspricht dem Ziel der Gewährleistung von Risikosensitivität und ist der Grundgedanke der Rahmenregelung.

In den meisten Ländern werden Forderungen an Staaten^① im Anlagebuch gemäss den Basel-II-Vorschriften behandelt, die durch Basel III nicht geändert worden sind.^② Demnach können Länder zwischen dem auf externen Kreditratings basierenden Standardansatz und dem auf bankeigenen internen Ratings basierenden Ansatz (IRB-Ansatz) wählen, oder sie können beide Ansätze gemeinsam anwenden.

International tätige Banken entscheiden sich überwiegend für den *IRB-Ansatz*. Dieser wurde mit Blick auf die weltweit grössten Institute entworfen, zu denen auch die global systemrelevanten Banken (G-SIB) zählen. Nach dem IRB-Ansatz müssen Banken das Kreditrisiko einzelner Staaten anhand einer granularen Ratingskala ermitteln, wobei für jeden Staat ein individuelles Risikogewicht festzusetzen ist, das allen relevanten Risikodifferenzen Rechnung trägt. Die Risikogewichte werden in erster Linie anhand bankeigener Schätzungen der Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) und der Verlustausfallquote (LGD) der betreffenden Engagements bestimmt. Der IRB-Ansatz schreibt keinen Mindestwert für die PD bzw. LGD von Forderungen an Staaten vor, legt aber detaillierte qualitative Mindestanforderungen fest. Insbesondere wird eine „klare Differenzierung“ zwischen den Risiken gefordert.

Zur Veranschaulichung sind in Tabelle A die Risikogewichte aufgezeigt, die gemäss dem IRB-Basisansatz für verschiedene PD anzusetzen sind. Im Gegensatz zum fortgeschrittenen IRB-Ansatz können Banken beim IRB-Basisansatz zwar die PD anhand bankeigener Risikobeurteilungen festsetzen, für die LGD ist aber eine vorgegebene Standardquote von 45% zu verwenden. Die PD unterliegen der Validierung durch die Aufsichtsinstanz. Eine Datenerhebung des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht unter 201 grossen Banken ergab für Forderungen an Staaten, die nach dem IRB-Ansatz behandelt werden, eine gewichtete mittlere PD von 0,1%.^③

Die Basler Standards beruhen auf der Prämisse, dass Banken den IRB-Ansatz konzernweit und über alle Forderungsklassen hinweg anwenden. Zugleich wird anerkannt, dass es für manche Banken aus verschiedenen Gründen nicht praktikabel sein könnte, diesen Ansatz in allen Forderungsklassen und Geschäftseinheiten gleichzeitig umzusetzen. Daher ist vorgesehen, dass die nationale Bankenaufsicht den Banken eine abgestufte Einführung des IRB-Ansatzes innerhalb ihres Konzerns gestatten kann. Darüber hinaus kann für bestimmte Engagements unter strengen Voraussetzungen auf unbestimmte Zeit der Standardansatz beibehalten werden. Dies gilt jedoch ausschliesslich für Engagements in unbedeutenden Geschäftseinheiten bzw. in Forderungsklassen, die in Bezug auf ihre Grösse und ihr inhärentes Risikoprofil als unwesentlich zu bezeichnen sind. Es wird also erwartet, dass Banken, die sich für den IRB-Ansatz entscheiden, diesen letztlich für alle wesentlichen Engagements verwenden.

Illustrative IRB-Risikogewichte für Forderungen an Staaten

Tabelle A

Forderungsklasse: LGD: 45% Laufzeit: 2,5 Jahre	Forderungen an Staaten
Ausfallwahrscheinlichkeit (%)	Risikogewicht (%)
0,01	7,53
0,05	19,65
0,10	29,65
0,25	49,47
0,50	69,61
1,00	92,32
5,00	149,86
10,00	193,09

Quelle: BIZ.

Kreditratings und Risikogewichtung von Forderungen an Staaten nach dem Standardansatz

Prozent	Tabelle B					
Kreditrating	AAA bis AA–	A+ bis A–	BBB+ bis BBB–	BB+ bis B–	Unter B–	Ohne Rating
Risikogewicht	0	20	50	100	150	100

Quelle: BIZ.

Auch der *Standardansatz* sieht grundsätzlich eine positive Risikogewichtung vor. Wie in Tabelle B ersichtlich, erhalten alle Engagements bis auf Forderungen höchster Qualität (Ratingkategorien AAA bis AA) auf der Grundlage ihrer externen Kreditratings eine positive Risikogewichtung. Allerdings können die nationalen Aufsichtsinstanzen nach eigenem Ermessen geringere Risikogewichte zulassen, wenn die Forderungen auf die Währung des betreffenden Landes lauten und in dieser refinanziert werden.^④

Die Basler Rahmenregelung wird in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich angewendet.^⑤ In den USA beispielsweise müssen international tätige Banken den IRB-Ansatz übernehmen; derzeit läuft eine Beobachtungsphase, und der Umsetzungsprozess ist noch nicht abgeschlossen. Infolgedessen verwenden die Banken vorläufig weiterhin die nationale Version des Standardansatzes. In der Europäischen Union (EU) wurde den nationalen Aufsichtsinstanzen die Möglichkeit eingeräumt, den Banken, die sich für den IRB-Ansatz entscheiden, eine *dauerhafte* Beibehaltung des Standardansatzes für die Risikogewichtung ihrer Forderungen an Staaten zu gestatten. Beim Standardansatz wiederum haben die EU-Instanzen nicht nur für diejenigen staatlichen Schuldtitel, die auf die Währung des betreffenden Mitgliedstaats lauten und in dieser refinanziert sind, sondern auch für entsprechende Forderungen, die auf die Währung eines *anderen* Mitgliedstaates lauten und in dieser refinanziert sind, ein Risikogewicht von 0% festgelegt.^⑥

Aufgrund dieser Anwendungsdifferenzen gibt es erhebliche Unterschiede im Hinblick auf die Risikogewichte, die von den grossen internationalen Banken, einschliesslich der global systemrelevanten Institute, angesetzt werden. Tatsächlich hängen die Divergenzen bei den risikogewichteten Aktiva der Banken wesentlich mit der uneinheitlichen Risikogewichtung von Forderungen an Staaten zusammen. Die nationalen Instanzen sind dafür verantwortlich, den IRB-Ansatz so umzusetzen, dass er der Basler Rahmenregelung entspricht und dass eine angemessene Risikogewichtung staatlicher Schuldtitel erreicht wird.

① Forderungen an Staaten umfassen Kredite an den Zentralstaat und die Zentralbank. ② Nach Basel I wurde bei der Risikogewichtung von Länderrisiken zwischen OECD-Mitgliedstaaten und Nicht-OECD-Staaten unterschieden. Dabei erhielten Schuldtitel von OECD-Mitgliedstaaten ein Risikogewicht von 0% und Forderungen an Nicht-OECD-Staaten ein Risikogewicht von 100%. In einigen Ländern gilt das Basel-I-Regelwerk weiterhin als Mindeststandard. ③ Siehe Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Regulatory consistency assessment programme (RCAP) – Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, Juli 2013. ④ Wenn von dieser Ermessensentscheidung Gebrauch gemacht wird, können auch andere nationale Aufsichtsinstanzen ihren Banken zur Gewährleistung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen erlauben, für Forderungen an den betreffenden Staat unter denselben Voraussetzungen – d.h., die Forderungen lauten auf die Währung des Staates und sind in dieser refinanziert – das gleiche Risikogewicht anzuwenden. ⑤ Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Bericht über die Fortschritte bei der Umsetzung der Basler Rahmenregelungen*, Oktober 2013. ⑥ Diese Bestimmung wird von 2017 bis 2020 schrittweise ausser Kraft gesetzt. Die neue, auf der EU-Eigenkapitalrichtlinie IV (Capital Requirements Directive IV, CRD IV) basierende Rahmenregelung tritt im Januar 2014 in Kraft und ersetzt die hier beschriebene Behandlung nach der CRD III. Neu wird die Risikogewichtung von Forderungen an Staaten nach Ablauf der Übergangsphase auf den Beurteilungen von Ratingagenturen basieren.