

Schattenbanken

Das marktbasierende Kreditsystem

August 2019

1. Prolog: Ziel des Vortrags

Typische Haltung zum Schattenbankensystem: 'Bekämpfung/Eindämmung'.

- Ausschluss von Schattenbanken aus dem öffentlichen Sicherungssystem:
Trennbankensystem, Geschäftsbank vs. Spielbank, Commercial vs. investment banking.
- Bekämpfung illegaler Aktivitäten.
- Einschränkung/Verbot des Derivatehandels.

Prolog: Ziel des Vortrags

1. Neue Haltung: Das Schattenbankensystem als legitime Alternative zum konventionellen Bankensystem.

- 'Marktbasiertes Kreditsystem' statt 'Schattenbankensystem'.
- Natürliche Weiterentwicklung des Finanzsystems, Infrastruktur für globalisierten Handel und globale Investments, Entwicklung seit Mitte/Ende der 1990er.

Zentrales Problem:

- Marktbasiertes Kreditsystem ist dem staatlichen Sicherungsnetz entwachsen.
- Erster großer Stresstest (Beinahezusammenbruch) war die Finanzkrise 2008.

2. Diskussion von Maßnahmen zum Umgang mit dem marktbasieren Kreditsystem.

2. Das marktbasierende Kreditsystem

- Zwei parallele Bankensysteme: Geschäftsbankensystem vs. marktbasierendes Kreditsystem.
- Repo (repurchase agreement)
 - Juristisch: Kauf eines Bonds mit gleichzeitiger Rückkaufvereinbarung.
Ökonomisch: mit Bond besicherter Kredit. Laufzeit O/N, 1m, 3m.
 - O/N-Repo als Ersatz-Girokonto für institutionelle Investoren.
- Repo-Handel als Spiegelbild des Wertpapierhandels eines Dealers.
Dealer als Bank der institutionellen Investoren.
- Shadow banking: Money market funding of capital market lending.

Voraussetzungen, damit das marktbasierte Kreditsystem funktioniert

Marktliquidität von Bonds

- Handelbarkeit: Kauf/Verkauf schnell, in großer Menge, ohne Preisbeeinflussung.
- Sichert Existenz von Marktpreisen & Verwendbarkeit von Bonds als Repo-Sicherheit.

Fundingliquidität

- Verfügbarkeit kurzfristiger Kredite (O/N, 1m, 3m) am Geldmarkt, insbesondere am Repo-Markt.

Dealer nutzt Repos um Wertpapier-Inventar zu finanzieren und damit Marktliquidität zu produzieren; Hedge Fund nutzt Repos um Investments zu hebeln.

Wie brechen die beiden Bankensysteme zusammen?

Geschäftsbanken: Bank run (1930er).

Marktbasiertes Kreditsystem: Wenn Bonds aufhören akzeptierte Sicherheit für Repos zu sein, droht ein 'Run on Repo' & Zusammenbruch des Dealersystems (2008). Markt- und Fundingliquidität brechen gemeinsam zusammen.

- **2008: Bonds zur Finanzierung von US-Immobilien (RMBS)** verlieren ihren Status als akzeptierte Sicherheit für Repos. Unklar, wer diese Bonds hält, deshalb gerät ganzer Repo-Markt in Verruf; **Gorton and Metrick [2012]**.
Primary dealer statistics der NY Fed, <https://www.newyorkfed.org/markets/gsd/search#>
- **2019: Bonds von Unternehmen aus Schwellenländern? Junk-Bonds aus entwickelten Ländern?**

Wessen Geld wird im marktbasieren Kreditsystem verwaltet?

- Devisenreserven von **Zentralbanken**; allg. nach der Asienkrise 1997/98, spez. China nach 2001.
- Cash-Reserven **globaler Unternehmen**.
- Cash-Reserven von Assetmanagern: **Pensionsfonds, Lebensversicherer, Hedge Funds**. Beachte: Cash-Management \neq Investment mit hohen Renditen.

Geld wird im Markt für kurzfristige Kredite verwahrt und für reine Finanztransaktionen verwendet, keine Nachfrage auf Gütermarkt.

- Wechselkursmanagement.
- Tägliche Collateral-Zahlungen durch marking-to-market bei Derivaten.

Quelle: [Pozsar \[2015\]](#)

Wessen Geld wird im marktbasieren Kreditsystem verwaltet?

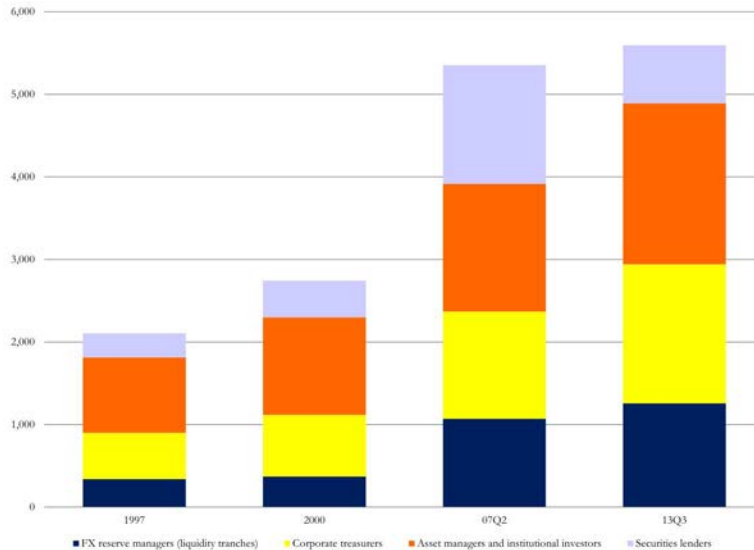


Abbildung 1: Money-like financial assets (O/N-Kredite) gehalten von institutionellen Investoren. Assetmanager > Unternehmen > Devisenreserven. Quelle: Pozsar [2015]

Warum wird immer mehr Geld im marktbasieren Kreditsystem verwaltet?

Hohe Unternehmensgewinne, stagnierende Löhne.

<https://fred.stlouisfed.org/series/MEHOINUSA672N>, <https://fred.stlouisfed.org/series/CP>

Kleinere Anzahl von & größere Assetmanager, intensive Nutzung von Derivaten.

Stabilisierung des internationalen Währungssystems: China, Länder in Süd-Ost-Asien halten USD um Währungskrisen vorzubeugen oder den Wechselkurs zum USD zu beeinflussen.

Handelsbilanzungleichgewichte: Akkumulation von USD-Forderungen (China, Deutschland), gehalten in Form von Bonds und Cash.

Quelle: [Pozsar \[2015\]](#)

Was wird mit dem Geld finanziert?

(Insbesondere) Hedge Funds nehmen kurzfristige Kredite auf um mit gehebelten Bond-Investments hohe Renditen zu erwirtschaften.

Auftraggeber der Hedge Funds sind **Pensionsfonds. Kapitalmarktbasierende Rentensysteme** in der Krise wegen Aktiencrash 2000-2002, 11. September 2001, Crash 2008 & niedrige Zinsen danach.

Unbekannt ist, welche realwirtschaftliche Aktivität mit den Bonds der Hedge Funds finanziert wird. Datennacherhebung zu Repos durch US Treasury, <https://www.financialresearch.gov/data/repo-data/>

[gov/data/repo-data/](https://www.financialresearch.gov/data/repo-data/)

Schattenbankensystem: Casino oder System zur Finanzierung künftiger Rentenansprüche?

Quelle: [Pozsar \[2015\]](#)

Zusammenfassung: Das marktbasierende Kreditsystem. . .

- . . . arbeitet parallel zum klassischen Geschäftsbankensystem, manchmal in den gleichen Instituten (JP Morgan ist Geschäftsbank, hedge fund, money market fund, dealer).
- . . . ist den staatlichen Sicherungseinrichtungen entwachsen. Systemrisiko!
- . . . erfüllt zwei Aufgaben:
 1. Private **Produktion von sicheren Assets** für das Cash-Management institutioneller Anleger.
 2. Vergabe von Krediten für gehebelte Investments (Leverage) von Hedge Funds, um hohe Renditen zu erzielen. **Finanzierung von Pensionsfonds statt realen (nicht-finanz) Investitionen.**

Diskussion von Stabilisierungsmaßnahmen

- Trennbankensystem wirkt Machtkonzentration entgegen; schafft aber kein Sicherungssystem für das marktbasierende Kreditsystem.
- Destabilisierung des marktbasierenden Kreditsystems durch
 - starke Einschränkungen beim Derivate-Handel, sehr hohe Finanztransaktionssteuer(!).
 - hohe Einkommensungleichheit/Handelsungleichgewichte.
- **Fokus auf Dealerbanken statt Schattenbanken.** Hohe Bedeutung von Liquiditätsreserven & Collateral flows.
- **Globales Sicherungsnetz für internationales Kreditsystem**
 - **Internationaler Dealer of Last Resort.**
 - **Notwendige öffentliche Debatte:** Wer trägt Kosten von Rettungsoperationen? Wer überwacht/reglementiert auf welche Weise welche Unternehmen?

3. Entwicklungen 2009-2019

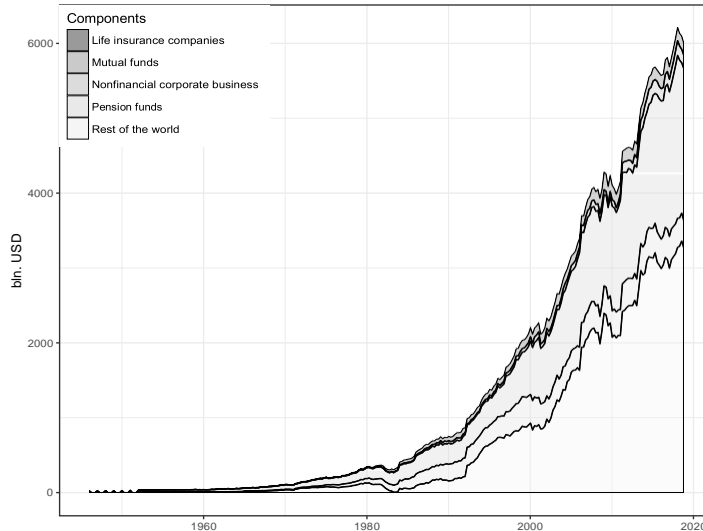


Abbildung 2: Money-like financial assets von institutionellen Investoren in den USA. Daten: Financial Accounts of the United States. Quelle: Becker [2019]

Entwicklungen 2009-2019

Weiterhin:

- Hohe Einkommensungleichheit, hohe Handelsbilanzungleichgewichte.
- Krise der Pensionsfonds.
- Öffentlicher Sektor in Schwellenländern sammelt USD-Reserven. Anlage der USD am Geldmarkt (Repos, FX-Swaps) und in US-Treasuries.

Neues Element:

- **Niedrige Zinsen** in entwickelten Ländern. **Pensionsfonds/Hedge Funds kaufen Bonds in Schwellenländern**, dort Kreditboom.

Der Abschnitt basiert auf [Perry Mehrling \[2017\]](#).

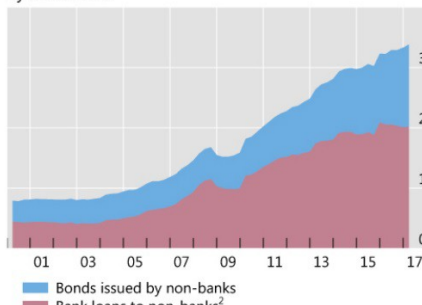
Entwicklungen 2009-2019

US dollar-denominated credit to non-banks in EMEs¹

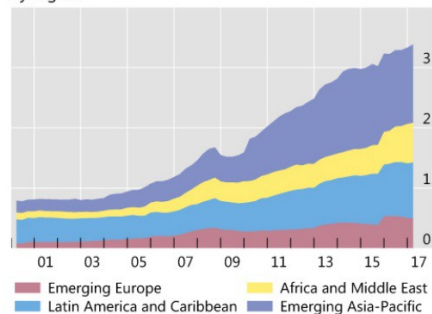
Amounts outstanding, in trillions of US dollars

Graph 3

By instrument



By region



Further information on the BIS global liquidity indicators is available at www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Non-banks comprise non-bank financial entities, non-financial corporations, governments, households and international organisations. ² Loans by LBS-reporting banks to non-bank borrowers, including non-bank financial entities, comprise cross-border plus local loans.

Sources: Bloomberg; Datastream; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; national data; BIS locational banking statistics (LBS); BIS calculations.

Abbildung 3: Quelle: Aldasoro and Ehlers [2017]

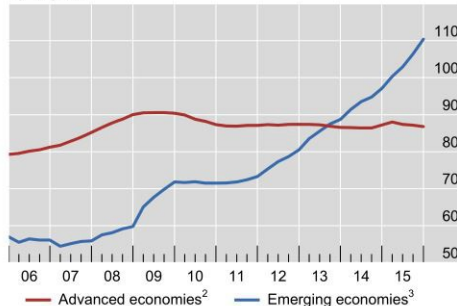
Entwicklungen 2009-2019

High and rising NFC debt in EMEs

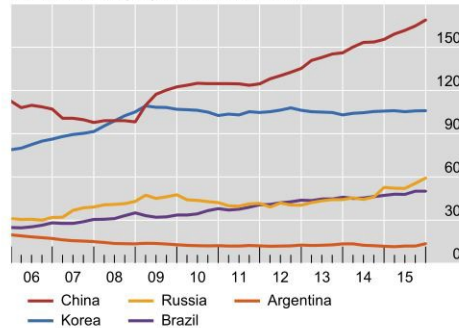
As a percentage of nominal GDP

Graph 1

By region¹



Selected emerging market economies

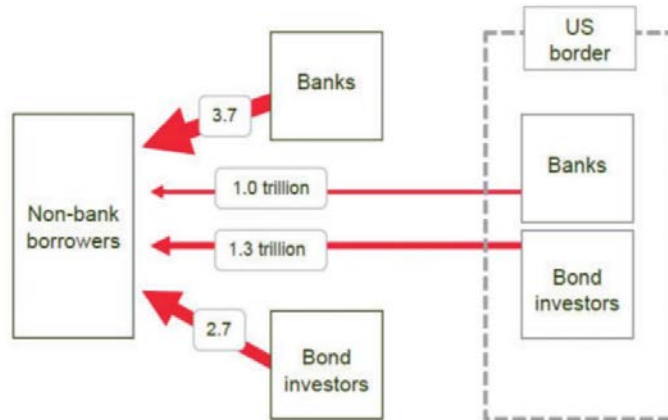


¹ Nominal GDP-weighted averages. ² Australia, Canada, the euro area, Japan, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States. ³ Argentina, Brazil, China, India, Indonesia, Korea, Mexico, Poland, Russia, Saudi Arabia, South Africa and Turkey.

Sources: IMF, *World Economic Outlook*; BIS data on total credit to non-financial corporations.

Abbildung 4: Hohe Kreditaufnahme in USD (in Abb. USD/GDP) von Nicht-Finanzunternehmen (NFC) in Schwellenländern. Quelle: [Tarashev et al. \[2016\]](#)

Entwicklungen 2009-2019



Sources: US Department of the Treasury (2014); BIS; authors' estimates.

Abbildung 5: Kreditboom in Schwellenländern. Non-bank borrowers sind z.B. private Unternehmen.
Source: [McCauley et al. \[2015\]](#)

Es ist wichtig zwischen USD-Kredit direkt aus den USA vs. außerhalb der USA zu unterscheiden.

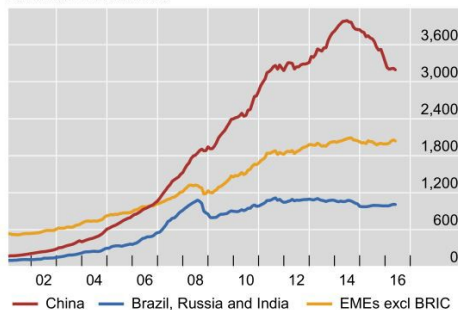
Entwicklungen 2009-2019

Foreign reserves and estimated net FX purchases

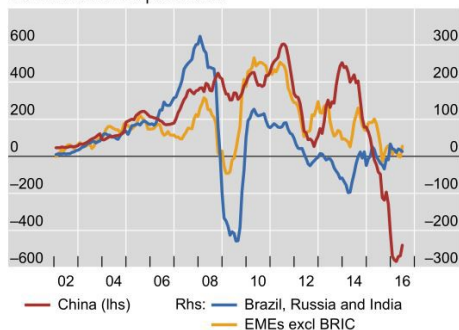
In billions of US dollars

Graph 1

Stock of FX reserves



Estimated net FX purchases¹



¹ Twelve-month moving sums. Based on actual intervention data whenever available; otherwise based on reserve variation net of valuation effects. Valuation gains and losses were computed based on the average currency composition for EMEs.

Sources: IMF, *Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity* and *International Financial Statistics*; national data; authors' calculations.

Abbildung 6: Kreditvergabe durch öffentlichen Sektor in Schwellenländern (in USD/GDP).

Quelle: [BIS Quarterly Review](#) [2016]

Entwicklungen 2009-2019

- Kreditvergabe im Geldmarkt durch öffentlichen Sektor in Schwellenländern \approx 6 Billionen USD.
 - Kreditaufnahme im Bondmarkt und bei Banken durch Privatsektor in Schwellenländern \approx 8.7 Billionen USD.
- \Rightarrow Eine Schattenbank in Europa oder Asien leiht kurzfristig vom öffentlichen Sektor und verleiht langfristig an privaten Sektor in Schwellenländern.

Literatur

Inaki Aldasoro and Torsten Ehlens. Highlights of Global Financial Flows. *BIS Quarterly Review*, September, 2017.

Christoph Becker. A Dealer Illiquidity Risk Premium in the Money Markets. *SSRN Working Paper*, 2019. URL <https://ssrn.com/abstract=3399176>.

BIS Quarterly Review. International Banking and Financial Market Developments. *Bank for International Settlements*, September, 2016.

Gary Gorton and Andrew Metrick. Securitized Banking and the Run on Repo. *Journal of Financial Economics*, 104(3):425–451, 2012.

Robert N. McCauley, Patrick McGuire, and Vladyslav Sushko. Global Dollar Credit: Links to US Monetary Policy and Leverage. *BIS Working Paper*, (483), 2015.

Perry Mehrling. Understanding Global Money. *Public Lecture at SGH Warsaw School of Economics*, available on youtube, 2017.

Zoltan Pozsar. A Macro View of Shadow Banking: Levered Betas and Wholesale Funding in the Context of Secular Stagnation. *Available at SSRN*, 2015

URL <https://ssrn.com/abstract=2558945>.

Nikola Tarashev, Stefan Avdjiev, and Ben Cohen. International Capital Flows and Financial Vulnerabilities in Emerging Market Economies: Analysis and Data Gaps. *Note submitted to the G20 International Financial Architecture Working Group, Bank for International Settlements, August, 2016.*

