

Schattenbanken

Das marktbasierende Kreditsystem

August 2019

Christoph Becker

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 marktbasierende 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).

Marktbasierendes 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/gsds/search#>
- **2019: Bonds von Unternehmen aus Schwellenländern? Junk-Bonds aus entwickelten Ländern?**

Wessen Geld wird im marktbasierenden 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 marktbasierten Kreditsystem verwaltet?

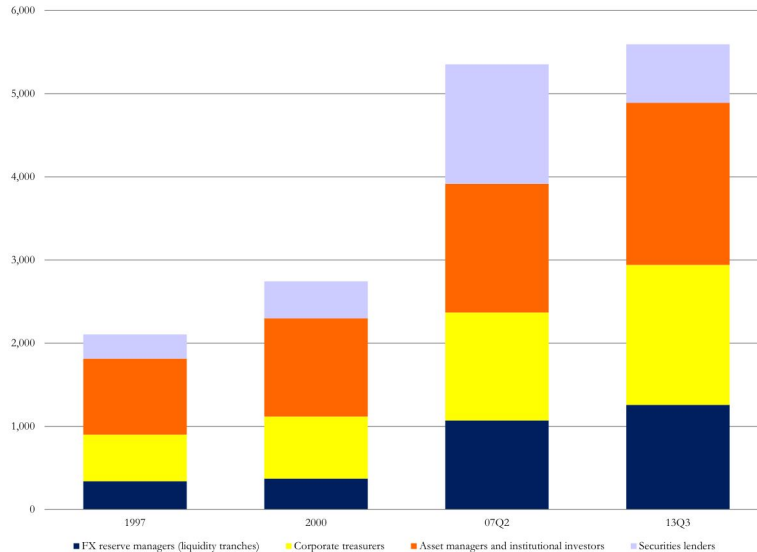


Abbildung 1: Money-like financial assets (O/N-Kredite) gehalten von institutionellen Investoren. Assetmanager > Unternehmen > Devisenreserven. Quelle: Pozsar [2015]

Warum wird immer mehr Geld im marktbasierenden 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

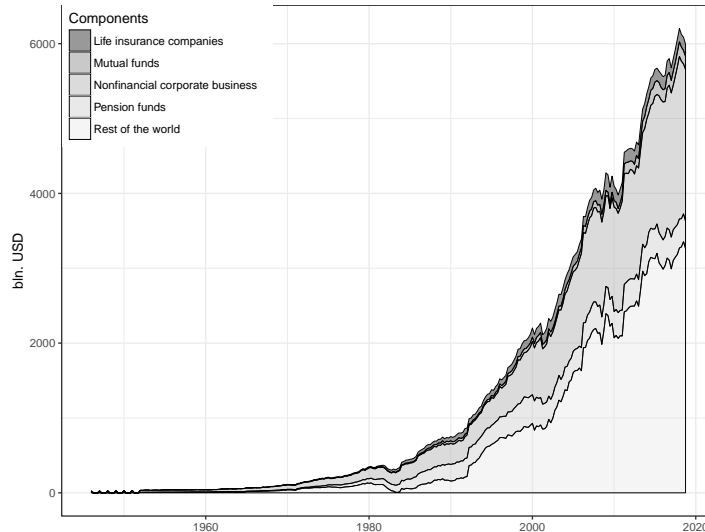


Abbildung 2: Money-like financial assets von institutionellen Investoren in den USA. Daten: Financial Accounts of the United States. Quelle: [Becker \[2019\]](#)

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 \[2017\]](#).

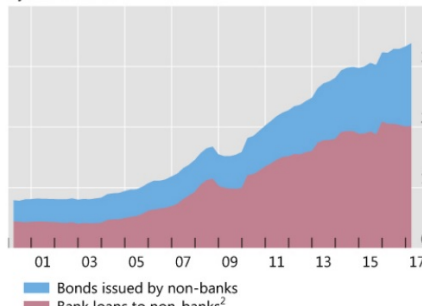
Entwicklungen 2009-2019

US dollar-denominated credit to non-banks in EMEs¹

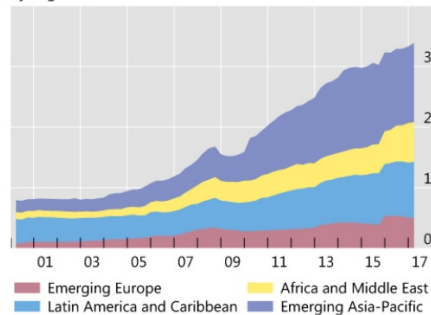
Amounts outstanding, in trillions of US dollars

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]

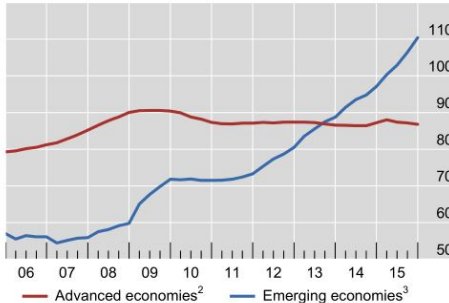
Entwicklungen 2009-2019

High and rising NFC debt in EMEs

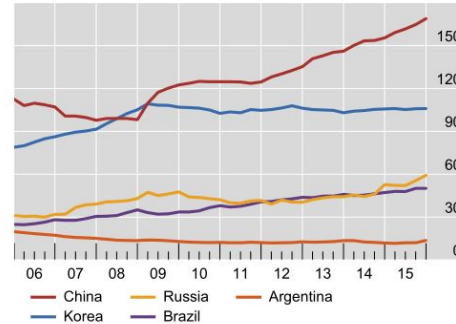
As a percentage of nominal GDP

Graph 1

By region¹



Selected emerging market economies

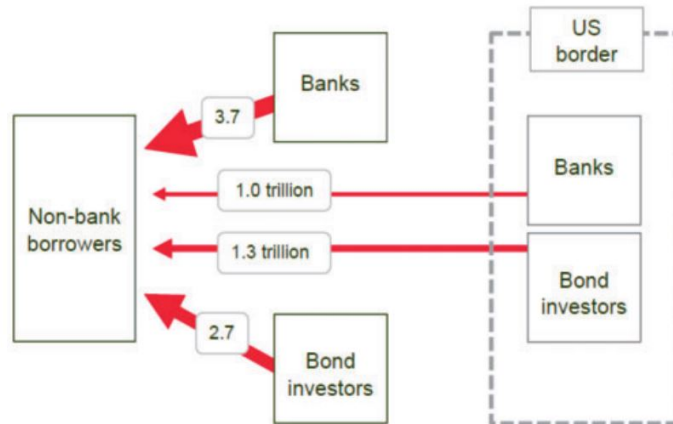


¹ Nominal GDP-weighted averages. ² Australia, Canada, the euro area, Japan, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States. ³ Argentina, Brazil, China, India, Indonesia, Korea, Mexico, Poland, Russia, Saudi Arabia, South Africa and Turkey.

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. \[2015\]](#)

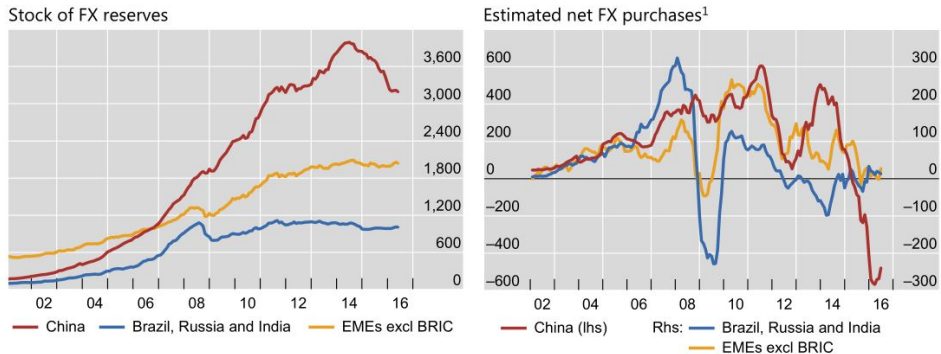
Es ist wichtig zwischen USD-Kredit direkt aus den USA vs. außerhalb der USA zu unterscheiden.

Entwicklungen 2009-2019

Foreign reserves and estimated net FX purchases

In billions of US dollars

Graph 1



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

Literatur

Inaki Aldasoro and Torsten Ehlers. 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.*