

## Wichtigste Erkenntnisse zum weltweiten Finanzgeschäft<sup>1</sup>

*In Zusammenarbeit mit Zentralbanken und Währungsbehörden in aller Welt erhebt und verbreitet die BIZ Daten zum internationalen Finanzmarktgeschäft. Dieses Kapitel fasst die jüngsten Daten aus den BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft und zu den BIZ-Indikatoren für die globale Liquidität, verfügbar bis September 2014, zusammen. In einem Kasten werden die Grundlagen und die Anwendung der Indikatoren für die globale Liquidität untersucht.*

### Wichtigste Erkenntnisse

- Nach einer Wende im ersten Quartal 2014 expandierte das internationale Bankgeschäft im dritten insgesamt weiter. Der Absatz internationaler Schuldtitel verzeichnete erneut ein kräftiges Wachstum; gefördert wurde es durch sehr niedrige (und in einigen Fällen negative) Renditen auf Staatsanleihen.
- Ende September 2014 betragen die an Nichtbanken ausserhalb der USA vergebenen US-Dollar-Kredite insgesamt \$ 9,2 Bio., was einem Anstieg um 9% gegenüber dem Vorjahr und um über 50% seit Ende 2009 entspricht. Der Gesamtbetrag setzt sich aus \$ 4,2 Bio. Schuldtiteln und \$ 4,9 Bio. Bankkrediten zusammen.
- Die Bankkreditvergabe im Euro-Raum erhöhte sich, aber mit Unterschieden unter den Ländern, die nicht dem traditionellen Kern-Peripherie-Muster entsprachen.
- Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften Asiens nahm erneut rasant zu. Die Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber China waren zwar 40% höher als ein Jahr zuvor, es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass der Höchststand allmählich erreicht sein könnte: Die Quartalswachstumsrate betrug im dritten Quartal 2014 lediglich 3%. Die Forderungen der berichtenden Banken an chinesische Banken sanken.
- Die derzeit starken grenzüberschreitenden Kapitalzuflüsse in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Ostasien, könnten inländische

<sup>1</sup> Dieser Artikel wurde von Benjamin Cohen ([ben.cohen@bis.org](mailto:ben.cohen@bis.org)) und Cathérine Koch ([catherine.koch@bis.org](mailto:catherine.koch@bis.org)) verfasst. Statistische Unterstützung erhielten die Autoren von Pablo García-Luna, Sebastian Goerlich, Branimir Gruić, Jeff Slee und Jhuvesh Sobrun.

Kreditbooms noch verstärken. In anderen aufstrebenden Volkswirtschaften und Regionen bleibt die grenzüberschreitende Kreditvergabe weiterhin hinter dem inländischen Kreditwachstum zurück.

- Die Kreditvergabe an russische Schuldner ging im dritten Quartal 2014 besonders stark zurück, was zu einem Rückgang gegenüber dem Vorjahr um 15% beitrug.
- Wie in früheren Aufschwungphasen eines Konjunkturzyklus war auch in den letzten Jahren eine Zunahme der Aktienemissionen zu verzeichnen. Gleichzeitig überstiegen, zumindest in den USA, die Aktienrückkäufe die Neuemissionen. Diese Trends werden in einem Kasten näher betrachtet.
- Dieses Kapitel enthält überdies einen Kasten über die Grundlagen und die Anwendung der BIZ-Indikatoren für die globale Liquidität.

## Internationale Kreditströme und unterschiedliches Tempo der Wirtschaftsentwicklung

Im zweiten Halbjahr 2014 passten sich die weltweiten Bankkredit- und Kapitalströme erneut an unterschiedliche Entwicklungen der globalen Nachfrage an. Noch mehrere Jahre nach der weltweiten Finanzkrise hatten die grössten fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit überlasteten Bilanzen und schwachen Bankensystemen gekämpft, während Kapital in rasch wachsende aufstrebende Volkswirtschaften geströmt war. In jüngster Zeit bildete sich stattdessen eine Weltwirtschaft mit unterschiedlichen Tempi heraus: Einige fortgeschrittene Volkswirtschaften, insbesondere die USA und das Vereinigte Königreich, verzeichnen ein kräftigeres Wachstum, im Euro-Raum und in Japan sind die Aussichten enttäuschend, und in einigen – aber nicht allen – aufstrebenden Volkswirtschaften ist eine Verlangsamung eingetreten.

Als sich die Bankensysteme erholten und die Risikobereitschaft hoch blieb, begann sich die internationale Bankkreditvergabe in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu beleben; sie liegt jedoch nach wie vor deutlich unter den Niveaus vor der Krise. Gleichzeitig verzeichnete die internationale Kreditvergabe in aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Asien, weiterhin ein lebhaftes Wachstum. Die Bankkreditvergabe hat damit wieder ihre frühere Funktion als wichtiges Vehikel für die globale Liquidität inne.

Die Belebung des internationalen Bankgeschäfts erfolgte parallel zu einem anhaltend hohen Absatz an den weltweiten Anleihenmärkten (was von einigen Kommentatoren als „zweite Phase globaler Liquidität“ beschrieben wird).<sup>2</sup> Unter diesen Umständen verzeichnen einige Volkswirtschaften weiterhin das rasante Kreditwachstum, das für die Spätphase eines Finanzzyklus typisch ist, und in einigen Fällen haben die internationalen Kreditströme diese Finanzbooms noch verstärkt.

In diesem Kapitel wird die Entwicklung der internationalen Finanzierungsströme untersucht, mit Schwerpunkt auf den von der BIZ erhobenen Bankgeschäfts- und

<sup>2</sup> Siehe H. S. Shin, „The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies“, Konferenzdokumente der Asia Economic Policy Conference der Federal Reserve Bank of San Francisco, November 2013, S. 1–10.

Wertpapierdaten. Diese Entwicklung wird vor dem Hintergrund der allgemeineren Trends bei der globalen Liquidität und den Kreditaggregaten erörtert. Die meisten Daten sind bis einschliesslich des dritten Quartals 2014 verfügbar; einige Datenquellen und Marktpreisentwicklungen können uns allerdings Aufschluss über die wahrscheinliche Entwicklung im vierten Quartal 2014 und Anfang 2015 geben. Die Erörterung stützt sich auf die von der BIZ entwickelten globalen Liquiditätsindikatoren, die bisher als gesonderte statistische Veröffentlichung auf der BIZ-Website publiziert wurden. Kasten 1 enthält nähere Angaben zu den Grundlagen und zur Anwendung dieser Indikatoren.

## Anhaltend starke internationale Finanzierungsströme mit Belebung des Bankgeschäfts

Die weltweiten Kreditströme, die die internationale Bankkreditvergabe und den Absatz von internationalen Schuldtiteln umfassen, waren im dritten Quartal 2014 erneut stark, wenn auch immer noch unter den Vorkrisenniveaus (Grafik 1).

Das historische Muster, wonach die internationalen Bankforderungen tendenziell insgesamt steigen, wenn die Marktvolatilität gering ist oder zurückgeht, hat sich offenbar im Verlauf des Jahres 2014 wieder bestätigt (Grafik 1 oben). Die volle Wirkung der steigenden und sich wieder dem historischen Durchschnitt nähernden Marktvolatilität Ende 2014 und in den ersten Monaten von 2015 wird erst sichtbar werden, wenn die Bankgeschäftsdaten für diese Zeiträume verfügbar sind.<sup>3</sup> Vorläufige Daten vom Konsortialkreditmarkt deuten jedoch darauf hin, dass die internationale Bankkreditvergabe auch während des vierten Quartals noch stark war.

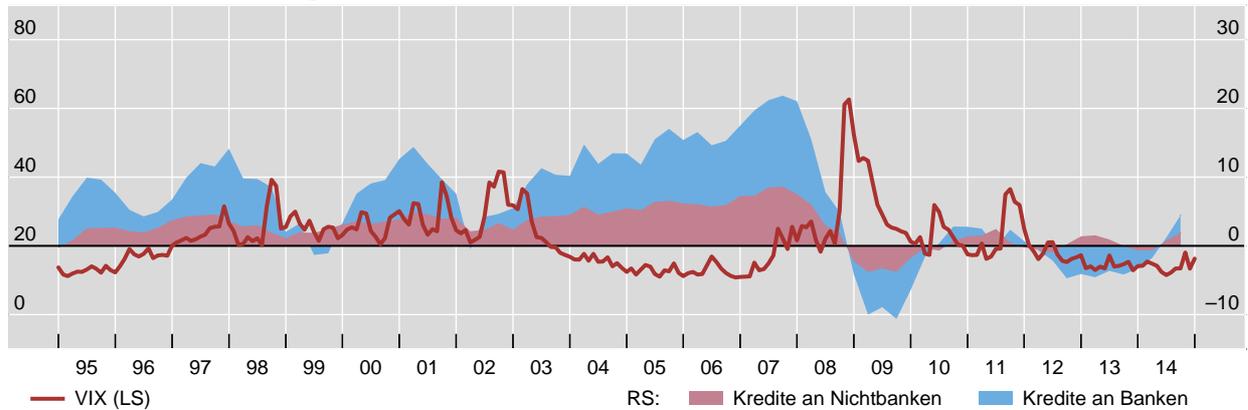
Parallel zur Erholung des Bankgeschäfts bildeten auch Schuldtitel weiterhin einen wichtigen Kanal für die globalen Finanzierungsströme (Grafik 1 unten). Bereinigt um Tilgungen betrug der internationale Schuldtitelabsatz 2014 insgesamt \$ 178 Mrd. für fortgeschrittene Volkswirtschaften und \$ 359 Mrd. für aufstrebende Volkswirtschaften (Grafik 8 untere Felder).<sup>4</sup>

Werden die Kreditaggregate generell betrachtet, so wuchs die Mittelvergabe (durch Banken und Wertpapiermärkte, aber ohne Interbankströme) in US-Dollar bzw. Euro an Gebietsfremde erneut stärker als die Mittelvergabe an Gebietsansässige der betreffenden Währungsräume (Grafik 2 rechte Felder). Erstmals seit 2011 nahm die US-Dollar-Bankkreditvergabe an den Nichtfinanzsektor ausserhalb der USA rascher zu als die Mittelvergabe an Gebietsfremde über internationale Schuldtitelemissionen, ein Zeichen für die anhaltende Erholung des Geschäfts global tätiger Banken.

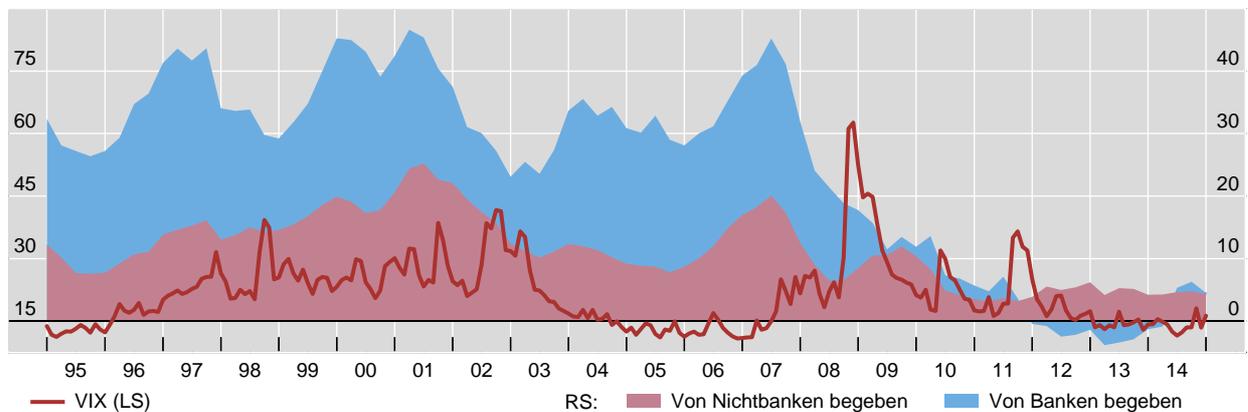
<sup>3</sup> Siehe BIZ, „Eine neue Welle der geldpolitischen Lockerung“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2015.

<sup>4</sup> Die Finanzierungsströme, die durch die Zahlen zum Wertpapierabsatz in Grafik 1 (unteres Feld) dargestellt werden, sind nicht direkt mit den Bankforderungen im oberen Feld vergleichbar. Namentlich beruhen die Bankforderungen auf Zahlungsbilanzkonzepten, die Daten zum Wertpapierabsatz hingegen nicht. Beispielsweise wird ein Teil der „internationalen Schuldtitel“ (grundsätzlich definiert als von Gebietsfremden begebene Wertpapiere) von inländischen Gebietsansässigen gekauft (was nicht als grenzüberschreitende Anlage erfasst würde), während inländische Wertpapiere (hier nicht als international klassifizierte Wertpapiere) häufig von Gebietsfremden erworben werden.

Internationale Bankforderungen<sup>1</sup>



Internationale Schuldtitel<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Gesamte grenzüberschreitende Kredite und Inlandskredite in Fremdwährung der an die BIZ berichtenden Banken. <sup>2</sup> Nettoabsatz. Alle Instrumente, alle Laufzeiten, alle Emittenten.

Quellen: Bloomberg; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd.; standortbezogene Bankgeschafsstatistik der BIZ nach Sitzland; Berechnungen der BIZ.

Ende September 2014 betragen die an Nichtfinanzschuldner ausserhalb der USA vergebenen US-Dollar-Kredite insgesamt \$ 7,3 Bio., was einem Anstieg um 9% gegenüber dem Vorjahr entspricht (Grafik 2 obere Felder). Bankkredite an solche Schuldner erhöheten sich in den zwölf Monaten bis September 2014 um 9,7% auf \$ 4,9 Bio., während der Wertpapierabsatz dieser Schuldner um 8,6% auf \$ 2,4 Bio. stieg. Werden kreditnehmende Nichtbankfinanzinstitute hinzugerechnet, ergibt sich ein Gesamtbetrag von \$ 9,2 Bio.<sup>5</sup> Die letztgenannte Zahl dürfte ein besseres Bild der US-Dollar-Mittelaufnahme von Gebietsfremden ergeben, da zahlreiche dieser Nichtbankfinanzinstitute Dollarfinanzierungen direkt an Nichtfinanzunternehmen vergeben.

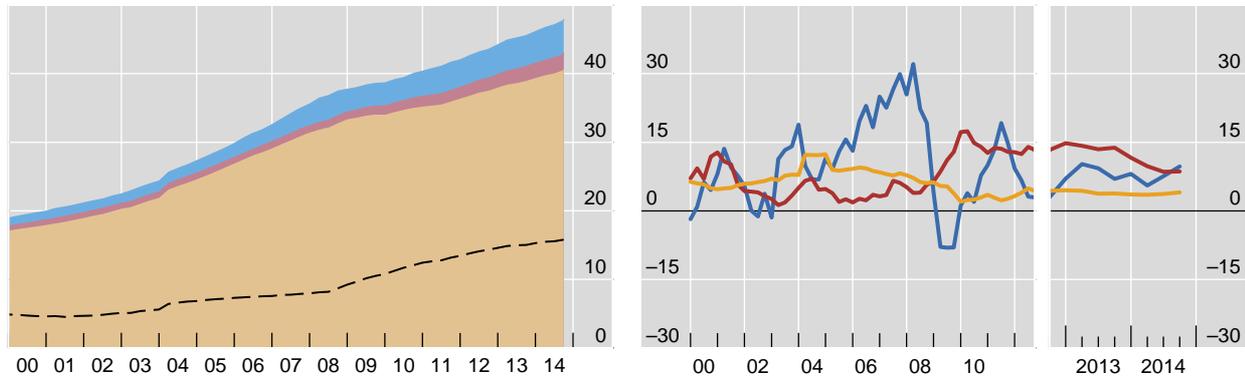
Die an Nichtfinanzschuldner ausserhalb des Euro-Raums vergebenen Euro-Kredite betragen insgesamt \$ 2,3 Bio., was einem Anstieg um 8,5% gegenüber dem Vorjahr entspricht (Grafik 2 untere Felder). Die an Nichtbanken ausserhalb des Euro-

<sup>5</sup> Siehe R. McCauley, P. McGuire und V. Sushko, „Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage“, *BIS Working Papers*, Nr. 483, Januar 2015.

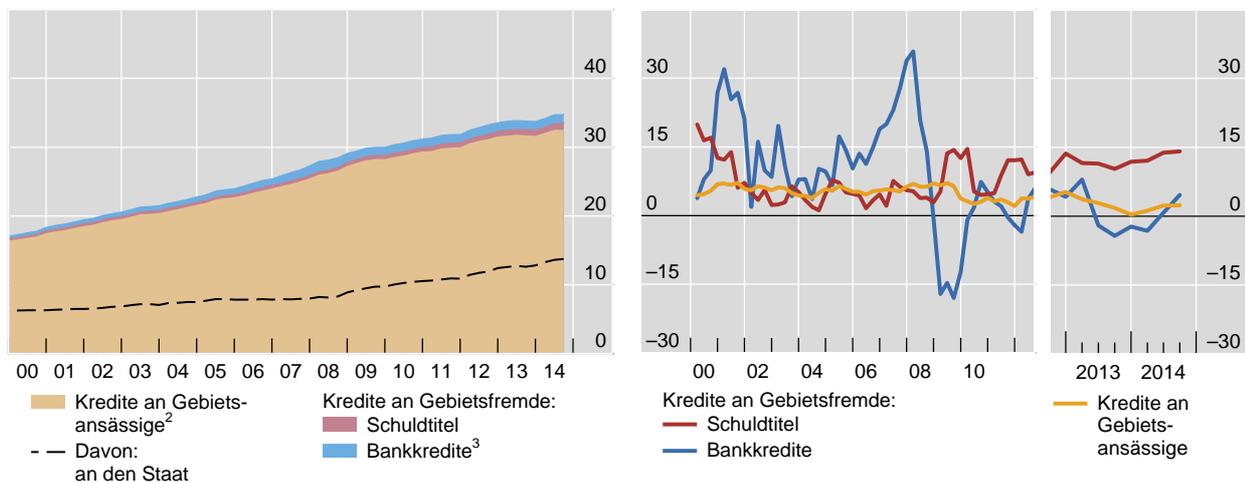
Bestand, Bio. US-Dollar

Wachstum gegenüber Vorjahr, Prozent

US-Dollar-Kredite



Euro-Kredite<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Zu konstanten Wechselkursen per Ende 3. Quartal 2014 gerechnet. <sup>2</sup> Mittelvergabe an den Nichtfinanzsektor in den USA/dem Euro-Raum gemäss gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsrechnung, ohne ausgewiesene Kredite an Schuldner in Fremdwährung (d.h. grenzüberschreitende Kredite und Inlandskredite sowie umlaufende internationale Anleihen in Fremdwährung). <sup>3</sup> Grenzüberschreitende und lokal vergebene Kredite an Nichtbanken ausserhalb der USA/des Euro-Raums. China und Hongkong SVR: Die lokal vergebenen Kredite werden abgeleitet aus nationalen Angaben über die gesamte inländische Kreditvergabe in Fremdwährung; dabei wird angenommen, dass 80% dieser Kredite auf US-Dollar lauten. brige nicht an die BIZ berichtende Länder: Als Näherungswert für die inländischen US-Dollar-/Euro-Kredite an Nichtbanken werden die grenzüberschreitenden US-Dollar-/Euro-Bruttokredite sämtlicher BIZ-Berichtsbanken an Banken des betreffenden Landes verwendet; dabei wird angenommen, dass diese Mittel letztlich an Nichtbanken weitergegeben werden.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Datastream; BIZ-Statistik zum Absatz internationaler Schuldtitel und standortbezogene Bankgeschaftstatistik der BIZ nach Sitzland.

Raums vergebenen Bankkredite in Euro stiegen gegenüber dem Vorjahr um 5% auf  1,3 Bio. Damit verzeichneten die auf Euro lautenden Bankkredite an gebietsfremde Nichtbanken das zweite Quartal in Folge einen Zuwachs, nachdem sie zuvor vier Quartale lang zurückgegangen waren.

Parallel zur Zunahme der inländischen und grenzüberschreitenden Kreditvergabe legten in den letzten Jahren auch die Aktienemissionen in fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu, wenn auch dieser Anstieg, zumindest in den USA, durch erhöhte Aktienrückkäufe ausgeglichen wurde (Kasten 2).

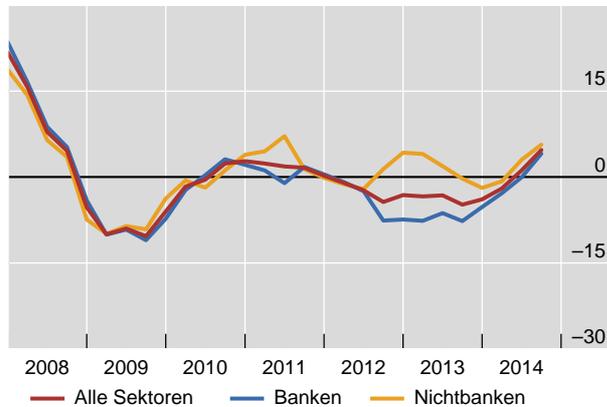
Hinsichtlich der gesamten Bankmittelstrme begann das internationale Bankgeschäft (einschl. Interbankmarkt) im ersten Quartal 2014 zu wachsen und

## Grenzüberschreitende Forderungen

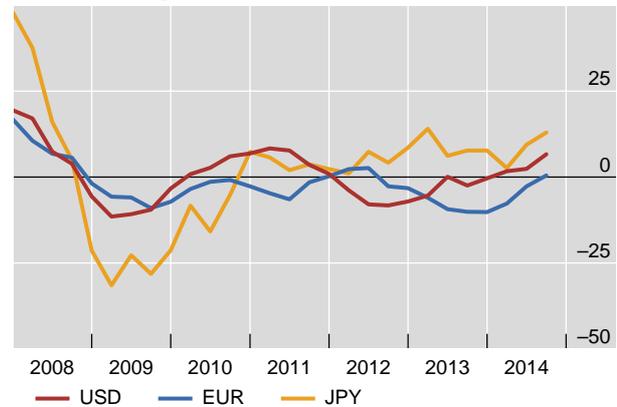
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>1</sup>

Grafik 3

Nach Sektor des Schuldners



Nach Währung



<sup>1</sup> Berechnet als die Summe der um Wechselkursschwankungen und Brüche bereinigten Veränderungen der vier Vorquartale, dividiert durch den ein Jahr zuvor ausstehenden Bestand. <sup>2</sup> Einschl. Positionen der Banken gegenüber ihren eigenen Niederlassungen. Die Forderungen an Banken werden berechnet als Forderungen insgesamt abzüglich Forderungen an Nichtbanken; sie schliessen somit die nicht nach Sektor der Gegenpartei aufgliederbaren Forderungen ein.

Quelle: Standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ nach Sitzland (Tabellen 1, 5A, 6A und 6B).

expandierte im zweiten und dritten Quartal weiter (Grafik 3 links).<sup>6</sup> Die globalen grenzüberschreitenden Bankforderungen an alle Sektoren erhöhten sich im Zeitraum Ende Juni bis Ende September 2014 um \$ 494 Mrd., bereinigt um Brüche in den Datenreihen und Wechselkursschwankungen. Infolgedessen stieg die Jahreswachstumsrate von 1% Ende Juni 2014 auf 5% Ende September. Die Kreditvergabe an Nichtbanken nahm mit 6% etwas schneller zu als die Kreditvergabe an Banken mit 4% (Grafik 3 links).

Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an alle Schuldner (Banken und Nichtbanken) in fortgeschrittenen Volkswirtschaften nahm in den zwölf Monaten bis September 2014 um 3% zu, während die grenzüberschreitende Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften um 11% wuchs (Grafik 4 erstes Feld). Da der Löwenanteil des Gesamtbetrags nach wie vor auf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften entfällt, liegt die jüngste Wachstumsrate der globalen grenzüberschreitenden Forderungen immer noch deutlich unter der Vorkrisenrate. Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an fortgeschrittene Volkswirtschaften nahm in den zwölf Monaten bis September 2007 um 22% zu (wechselkursbereinigt), diejenige an aufstrebende Volkswirtschaften um 33%. Mit einem ausstehenden Betrag von \$ 21,1 Bio. im September 2014 liegen die grenzüberschreitenden Forderungen an fortgeschrittene Volkswirtschaften immer noch unter dem Stand von \$ 28,4 Bio. im ersten Quartal 2008. Die Forderungen an aufstrebende

<sup>6</sup> Die standortbezogene Bankgeschäftsstatistik beruht auf dem Standort der Bankniederlassungen und erfasst die Geschäfte aller international tätigen Bankniederlassungen in den Berichtsländern unabhängig von der Nationalität der Mutterbank. Die Banken erfassen ihre Positionen auf nicht konsolidierter Basis, darunter auch die Positionen gegenüber ihren eigenen Geschäftsstellen in anderen Ländern. Die Abwertung des Euro und anderer wichtiger Währungen gegenüber dem US-Dollar im Zeitraum Ende Juni bis Ende September 2014 führte zu einem Rückgang des in US-Dollar angegebenen Werts der *ausstehenden Forderungen* in anderen Währungen als dem US-Dollar. Die hier angegebenen *Wachstumsraten* sind jedoch wechselkursbereinigt.

Volkswirtschaften hingegen liegen jetzt deutlich über dem Stand vor der Krise. Sie betragen im September 2014 \$ 3,9 Bio., verglichen mit \$ 2,7 Bio. im ersten Quartal 2008.

Im Einklang mit der oben erörterten Entwicklung der gesamten US-Dollar-Kreditvergabe an gebietsfremde Nichtbanken schnellte die Jahreswachstumsrate der gesamten grenzüberschreitenden Bankkreditvergabe in US-Dollar von 2% in den zwölf Monaten bis Juni 2014 auf nahezu 7% in den zwölf Monaten bis September 2014 hoch (Grafik 3 rechts). Die auf Yen lautenden Forderungen wuchsen noch schneller, mit einer Jahreswachstumsrate von fast 13% im dritten Quartal, gegenüber 9% im zweiten. Hingegen stagnierten die Euro-Forderungen mehr oder weniger. Relativ gesehen stellt dies jedoch einen Anstieg dar, da die Euro-Forderungen im September 2014 erstmals seit 2012 aufs Jahr gesehen nicht mehr schrumpften.

## Bankmittelströme nach Asien halten an, andere Regionen bleiben zurück

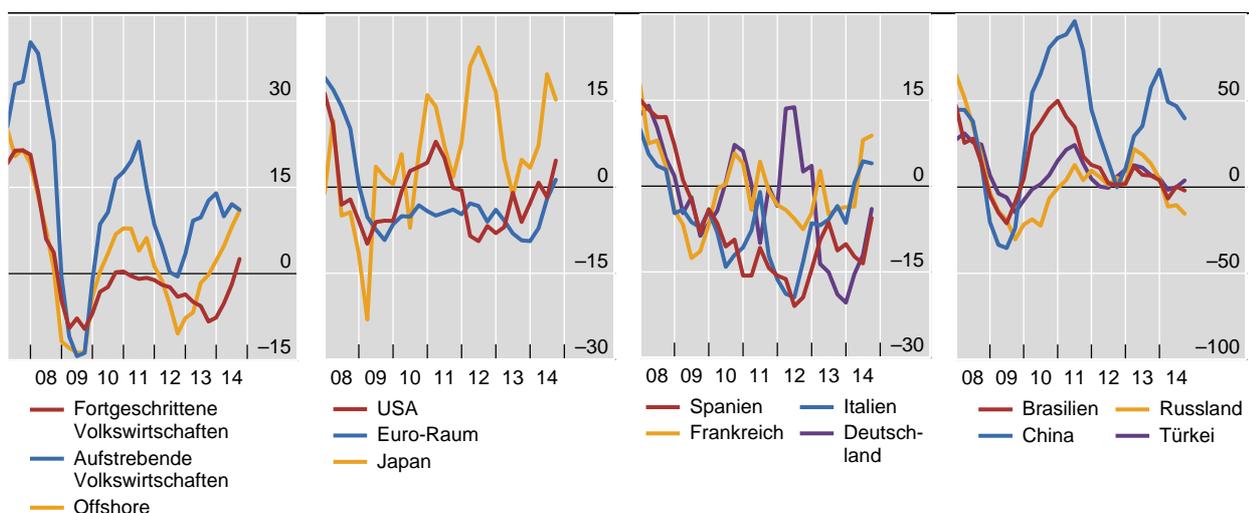
Innerhalb dieses grossen Gesamtbildes verlief die Entwicklung der Kreditströme je nach Land und Region unterschiedlich. Die Kreditvergabe an Japan und andere asiatische Länder blieb hoch, und die Mittelströme an fortgeschrittene Volkswirtschaften, einschliesslich einiger Länder des Euro-Raums, wiesen Anzeichen einer Erholung auf. Dagegen waren die Mittelströme an aufstrebende Volkswirtschaften ausserhalb Asiens im Allgemeinen schwach.

Unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ragt die Erholung der grenzüberschreitenden Bankkreditvergabe an Japan heraus (Grafik 4 zweites Feld). Die Forderungen an Gebietsansässige Japans verzeichneten erneut ein rasantes

### Grenzüberschreitende Forderungen, nach Sitzland des Schuldners

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>1</sup>

Grafik 4



<sup>1</sup> Berechnet als die Summe der um Wechselkursschwankungen und Brüche bereinigten Veränderungen der vier Vorquartale, dividiert durch den ein Jahr zuvor ausstehenden Bestand.

Quelle: Standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ nach Sitzland (Tabellen 1, 5A, 6A und 6B).

Wachstum (Jahreswachstumsrate 15%), vor allem infolge eines kräftigen Anstiegs der Kreditvergabe an Nichtbanken (von 20% Ende Juni 2014 auf 31% Ende September).

Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an Gebietsansässige der USA nahm in den zwölf Monaten bis Ende September 2014 um 5% zu, getrieben von einem Anstieg der Forderungen gegenüber US-Banken um 7%.

Die grenzüberschreitenden Forderungen an den Euro-Raum wuchsen im Jahresvergleich ebenfalls, wenn auch viel langsamer. Das Jahreswachstum von 1% in den zwölf Monaten bis Ende September 2014 war das erste seit dem vierten Quartal 2008; es zeigt, dass sich das grenzüberschreitende Finanzgeschäft nach der Staatsschuldenkrise von 2011/12 allmählich erholt. Hinter dem Anstieg für den Euro-Raum insgesamt verbergen sich jedoch grosse Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern des Euro-Raums. Einerseits verzeichneten die grenzüberschreitenden Forderungen an Frankreich und Italien Jahreswachstumsraten von 9% bzw. 4% (Grafik 4 drittes Feld). Andererseits schrumpfte die grenzüberschreitende Kreditvergabe an Spanien und Deutschland um fast 6% bzw. 4% jährlich. Diese Entwicklungen entsprechen nicht der traditionellen Aufteilung zwischen „Kernländern“ und „Peripherieländern“ des Euro-Raums.

Diese Entwicklungstrends der gesamten grenzüberschreitenden Bankkreditvergabe spiegeln sich in der Bereitstellung von Finanzmitteln für den Nichtbankensektor in den verschiedenen Regionen wider (Grafik 5). In den meisten Regionen wächst die inländische Bankkreditvergabe an Nichtbanken weiterhin rascher als die grenzüberschreitende Kreditvergabe an diese Schuldner, und der derzeitige Bestand inländischer Kredite übersteigt den Bestand grenzüberschreitender Kredite bei Weitem. Im Falle der USA stiegen die grenzüberschreitenden Bankkredite für Nichtbanken gegenüber dem Vorjahr um 2%, verglichen mit einem Anstieg von 9% bei der inländischen Kreditvergabe (Grafik 5 Mitte oben). In Lateinamerika wuchs die grenzüberschreitende Bankkreditvergabe um 3% und die inländische Bankkreditvergabe um 13% (Mitte unten). Im Euro-Raum und in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas stagnierte die inländische und die grenzüberschreitende Kreditvergabe an Nichtbanken oder ging zurück (Grafik 5 rechte Felder).

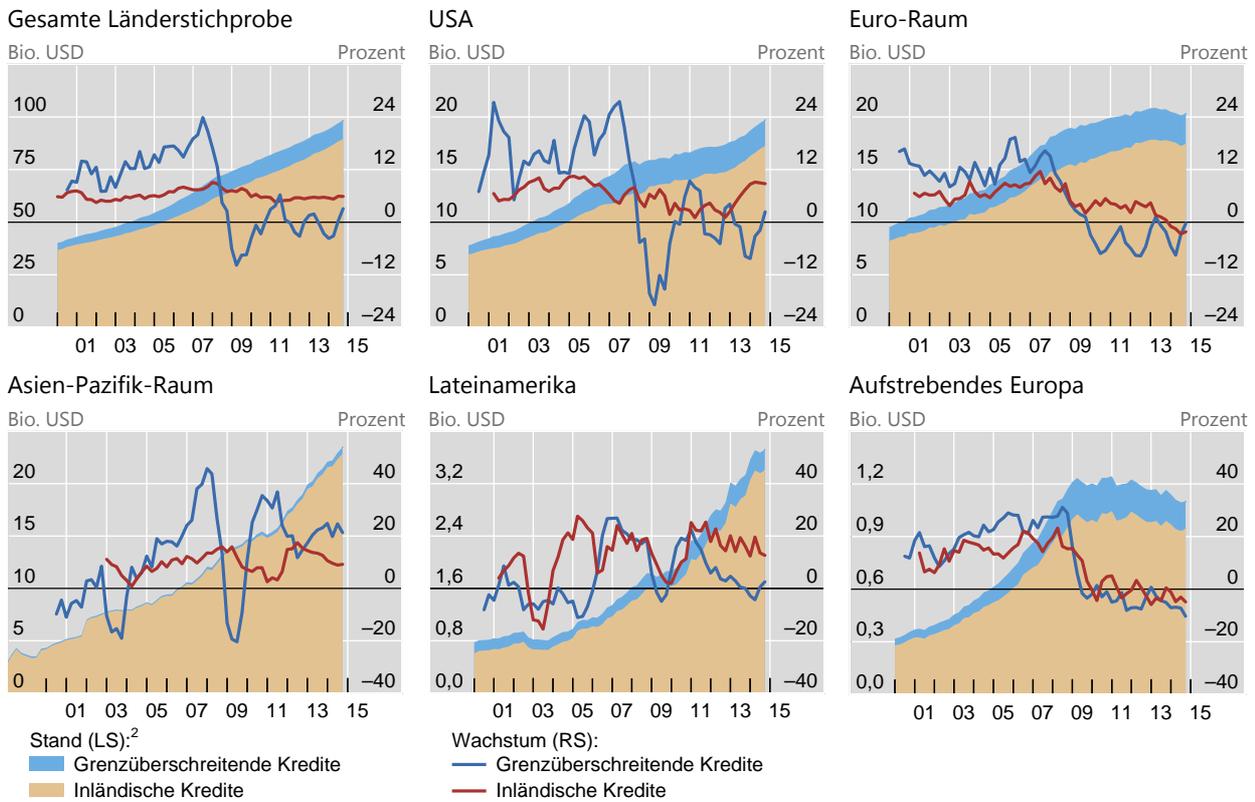
Gleichzeitig weiteten sich die grenzüberschreitenden Kredite an die aufstrebenden Volkswirtschaften des Asien-Pazifik-Raums erneut kräftig aus (Grafik 5 links unten). Die grenzüberschreitenden Bankkredite an Nichtbanken dieser Region erhöhten sich um volle 21% im Jahresvergleich, die inländischen Kredite um 9%. Für den erstgenannten Zuwachs war vorwiegend China verantwortlich (s. unten). In Asien ist allerdings der Anteil der grenzüberschreitenden Kredite gegenüber den Inlandskrediten mit Abstand der kleinste unter allen Regionen.

Innerhalb dieses allgemeinen Bildes zeigen sich bei den einzelnen Ländern sehr unterschiedliche Entwicklungen. Dies lässt sich aus zwei verschiedenen, aber verwandten Datenreihen ablesen: den grenzüberschreitenden Krediten an alle Gebietsansässigen, also Banken und Nichtbanken (wie in Grafik 4 gezeigt), und den inländischen und grenzüberschreitenden Bankkrediten an Nichtbanken (wie in Grafik 6 gezeigt).

## Globale Bankkreditaggregate, nach Region des Schuldners<sup>1</sup>

Zu konstanten Wechselkursen per Ende 3. Quartal 2014 gerechnet

Grafik 5



<sup>1</sup> Aggregate für eine Stichprobe von 56 berichtenden Ländern. <sup>2</sup> Gesamte Bankkredite an Nichtbanken (einschl. Staaten), bereinigt mithilfe verschiedener Komponenten der BIZ-Statistiken zum Bankgeschäft, um eine Aufschlüsselung nach Währung sowohl für grenzüberschreitende als auch für inländische Kredite zu erhalten.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; internationale Bankgeschäftsstatistik der BIZ; Berechnungen der BIZ.

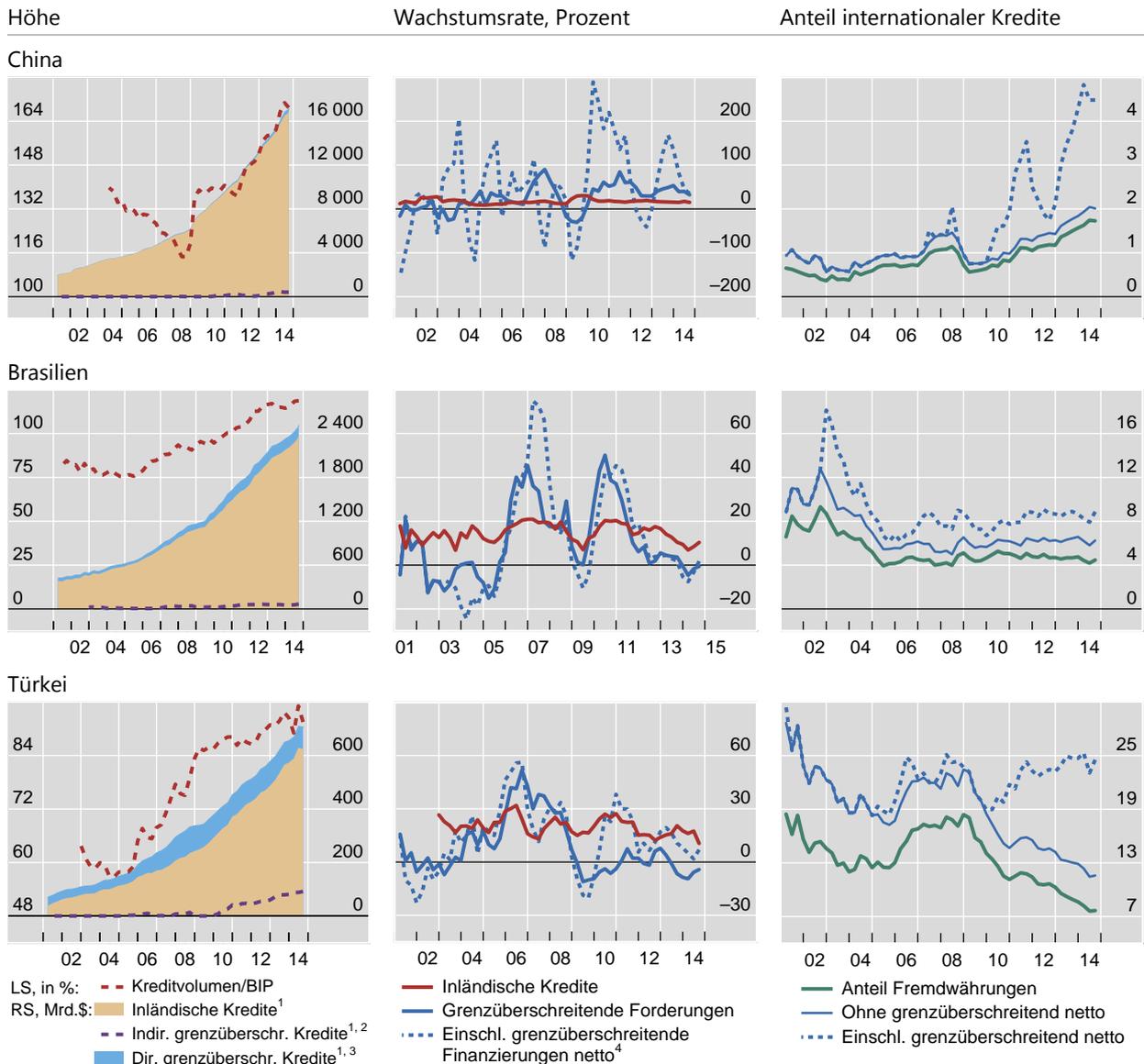
Das Wachstum der grenzüberschreitenden Bankkreditvergabe an den Nichtbankensektor in China war in den zwölf Monaten bis September 2014 relativ kräftig (Grafik 6 obere Felder). Absolut gesehen ist die internationale Mittelaufnahme Chinas gross: In der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik der BIZ steht China bei den gesamten grenzüberschreitenden Bankkrediten (an Banken und Nichtbanken) an siebter Stelle. Verglichen mit dem inländischen Kreditvolumen Chinas ist das Volumen grenzüberschreitender Kredite jedoch nach wie vor recht klein, und es gibt Anzeichen dafür, dass es im zweiten Quartal 2014 seinen Höchststand erreicht hat. Während die gesamten grenzüberschreitenden Forderungen an chinesische Schuldner (Banken und Nichtbanken) gemäss der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik der BIZ im Zeitraum Ende September 2013 bis Ende September 2014 um fast 40% zunahm (Grafik 4 viertes Feld), erhöhten sie sich im dritten Quartal 2014 gegenüber dem zweiten um lediglich 3%. Die von der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ erfassten Forderungen an China gingen im dritten Quartal sogar zurück (Auslandsforderungen, Basis letztllicher Risikoträger).<sup>7</sup> Der Grund dafür war eine schwächere Zunahme der Forderungen an

<sup>7</sup> Die konsolidierte Bankgeschäftsstatistik beruht auf der Nationalität der Berichtsbanken. Die Daten werden auf weltweit konsolidierter Basis gemeldet und umfassen somit keine Positionen zwischen Gesellschaften desselben Bankkonzerns. Die Banken konsolidieren ihre konzerninternen Positionen

# Bankkredite an Nichtbanken in ausgewählten Volkswirtschaften

Zu konstanten Wechselkursen per Ende 3. Quartal 2014 gerechnet

Grafik 6



<sup>1</sup> Gesamtkredite in US-Dollar gerechnet, ohne Wechselkurseffekte. <sup>2</sup> Grenzüberschreitende Nettomittelaufnahme (Verbindlichkeiten abzüglich Forderungen) von im betreffenden Land ansässigen Banken bei Kreditgebern sämtlicher Sektoren. Grenzüberschreitende Nettoforderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Banken im betreffenden Land. <sup>3</sup> Grenzüberschreitende Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken (Kredite und Wertpapierbestände) gegenüber Nichtbanken. <sup>4</sup> Direkte grenzüberschreitende Forderungen zuzüglich grenzüberschreitender Nettomittelaufnahme (sofern positiv) von im betreffenden Land ansässigen Banken; dabei wird angenommen, dass diese grenzüberschreitenden Kredite letztlich an Nichtbanken des Landes weitergegeben werden.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ.

chinesische Banken, was darauf schliessen lässt, dass die Bemühungen der Behörden, die Kreditbedingungen im Bankensektor zu verschärfen, nun allmählich wirken.

und melden nur ihre Forderungen an nicht verbundene Schuldner. Für die konsolidierte Statistik wird keine Aufschlüsselung nach Währung gemeldet; im Gegensatz zur standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik können daher keine wechsellkursbereinigten Veränderungen berechnet werden.

Die grenzüberschreitenden Forderungen an Brasilien gingen in den zwölf Monaten bis Ende September 2014 um fast 2% zurück (Grafik 4 viertes Feld). Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an Nichtbanken in Brasilien schwächte sich in den letzten drei Jahren ab. Dies trug dazu bei, dass sich das zuvor rasante Wachstum der Inlandskredite, das sich bereits allmählich verlangsamte, noch stärker abschwächte (Grafik 6 mittlere Felder).

In der Türkei bleibt das Wachstum der grenzüberschreitenden Forderungen insgesamt gering (Grafik 4 viertes Feld). Dies ist vorwiegend auf ein schwaches Wachstum der direkten grenzüberschreitenden Kreditvergabe an Nichtbanken zurückzuführen. Bei der „indirekten“ Finanzierung des Nichtbankensektors, die die grenzüberschreitende Kreditvergabe an inländische Banken einschliesst, war das Wachstum jedoch etwas kräftiger (Grafik 6 untere Felder).

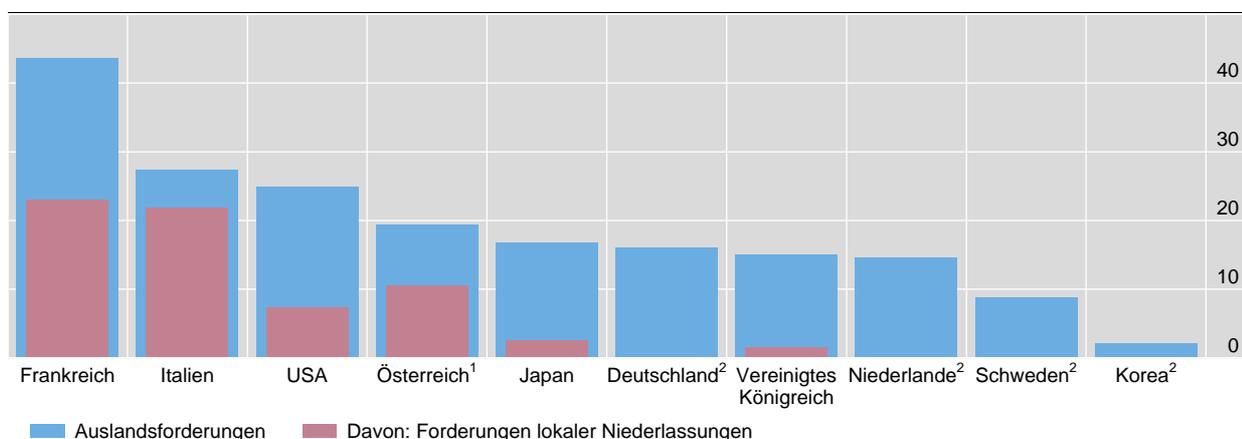
Die Kreditvergabe an russische Schuldner (Banken und Nichtbanken) brach im dritten Quartal 2014 angesichts fallender Ölpreise und infolge von Wirtschafts-sanktionen ein. Im Zeitraum Ende Juni bis Ende September 2014 schrumpften die Forderungen an Gebietsansässige Russlands um \$ 11 Mrd., was zu einem kumulierten Jahresrückgang von 15% beitrug (Grafik 4 viertes Feld). International tätige Banken halten nicht nur grenzüberschreitende Forderungen an Russland, sondern auch Forderungen, die über ihre russischen Niederlassungen verbucht waren. Aus der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik geht hervor, dass an die BIZ berichtende Banken Ende September 2014 lokal verbuchte ausstehende Forderungen an Gebietsansässige Russlands von insgesamt \$ 81 Mrd. hatten. Die Ende September 2014 ausstehenden Forderungen entfielen weitgehend auf französische, italienische, US- und österreichische Banken (Grafik 7). Die höchsten ausstehenden Auslandsforderungen gegenüber Russland hatten französische Banken mit \$ 44 Mrd., gefolgt von italienischen und US-Banken mit \$ 27 Mrd. bzw. \$ 25 Mrd.

Diese lokal verbuchten Forderungen lauteten grösstenteils auf Rubel. Diese auf Rubel lautenden Forderungen wiederum waren meist durch Rubel-Verbindlichkeiten

## Auslandsforderungen (auf Basis des letztlich Risikoträgers) an Russland, nach Nationalität der berichtenden Bank

Ende September 2014; Mrd. US-Dollar

Grafik 7



<sup>1</sup> Österreichische Banken: lokal verbuchte Forderungen sind ausschliesslich in Rubel denominierte Forderungen und umfassen keine Forderungen in anderen Währungen. <sup>2</sup> Aus Vertraulichkeitsgründen wird der Betrag der lokal verbuchten Forderungen nicht angezeigt.

Quellen: Konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ (Tabellen 9D und 9E).

gegenüber russischen Gebietsansässigen refinanziert. Werden die grenzüberschreitenden und über lokale Niederlassungen verbuchten Forderungen zusammengerechnet, hatten die an die BIZ berichtenden Banken Ende September 2014 gegenüber Russland ausstehende Auslandsforderungen im Gesamtbetrag von \$ 196 Mrd. auf Basis des letzten Risikos (d.h. nach Bereinigung um Kreditabsicherungen wie Garantien und Sicherheiten).<sup>8</sup> Die Auslandsforderungen französischer Banken entfielen fast hälftig auf grenzüberschreitende Forderungen und Forderungen ihrer lokalen russischen Niederlassungen. Bei den Auslandsforderungen italienischer Banken handelte es sich vorwiegend um lokal verbuchte Forderungen, bei den Auslandsforderungen von US-Banken dagegen meist um grenzüberschreitende Forderungen.

## Niedrige Laufzeitprämien fördern den Schuldtitelabsatz

Die Emission langfristiger Schuldtitel wurde durch den rasanten Rückgang der Renditen auf Staatsanleihen unterstützt, insbesondere gegen Ende 2014.<sup>9</sup> Für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften näherte sich der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel für das Jahr 2014 damit wieder dem rasanten Wachstumstempo unmittelbar nach der weltweiten Finanzkrise an (Grafik 8 links unten). In den aufstrebenden Volkswirtschaften entsprach das Wachstum 2014 mehr oder weniger demjenigen der Vorjahre (rechts unten).

Wie schon seit einigen Jahren förderte der starke US-Dollar Emissionen in Dollar.<sup>10</sup> Die internationalen Anleiheemissionen in US-Dollar beliefen sich im vierten Quartal 2014, nach Abzug der Tilgungen, auf insgesamt \$ 106 Mrd., der Nettoabsatz in Euro dagegen lediglich auf \$ 9,8 Mrd. Für das Jahr als Ganzes betrug der Nettoabsatz von US-Dollar-Titeln \$ 650 Mrd., gegenüber Nettotilgungen in Höhe von \$ 5 Mrd. bei den Euro-Titeln.

Der Grossteil der Nettomittelaufnahme an den internationalen Schuldtitelmärkten entfiel auf Nichtbankunternehmen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften (Grafik 8 links oben). In aufstrebenden Volkswirtschaften dagegen nutzten Banken, Nichtbanken und der Staat allesamt diesen Kanal (Grafik 8 rechts oben). Ein erheblicher Anteil der internationalen Schuldtitel, die in den letzten Jahren von Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften begeben wurden, entfiel auf Öl- und Gasunternehmen.<sup>11</sup>

<sup>8</sup> Die grenzüberschreitenden Forderungen in der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik unterscheiden sich von denjenigen in der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik vor allem durch den Berichtskreis und durch die Behandlung konzerninterner Forderungen: Diese sind in der standortbezogenen Statistik erfasst, in der konsolidierten dagegen nicht.

<sup>9</sup> Siehe BIZ, „Eine neue Welle der geldpolitischen Lockerung“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2015.

<sup>10</sup> Siehe B. Cohen, „Wahl der Währung bei internationalen Anleiheemissionen“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2005, S. 61–75.

<sup>11</sup> Näheres dazu siehe D. Domanski, H. S. Shin, M. Lombardi und J. Kearns, „Oil and debt“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2015.

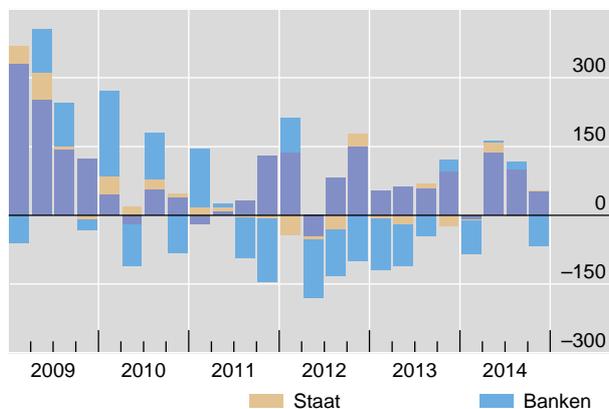
## Internationale Schuldtitel<sup>1</sup>

Mrd. US-Dollar

Grafik 8

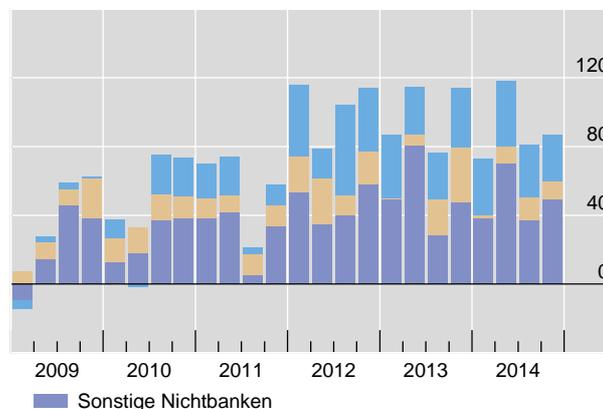
### Fortgeschrittene Volkswirtschaften<sup>2</sup>

Nettoabsatz

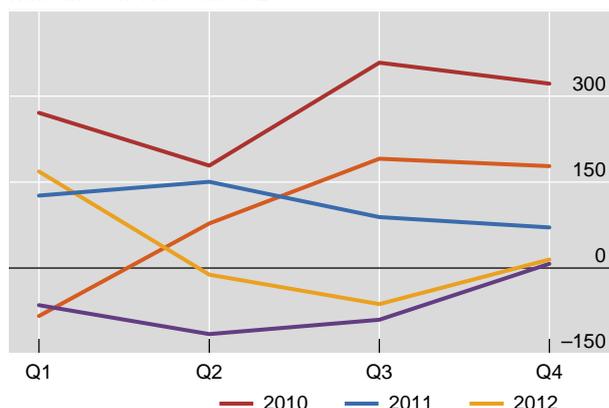


### Aufstrebende Volkswirtschaften<sup>2,3</sup>

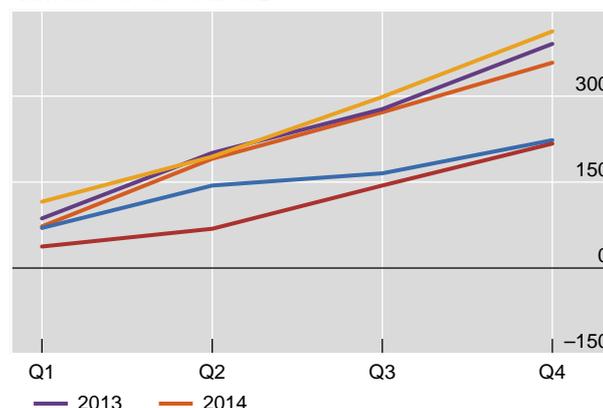
Nettoabsatz



Kumulierter Nettoabsatz<sup>4</sup>



Kumulierter Nettoabsatz<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Alle Emittenten, alle Laufzeiten, nach Nationalität des Emittenten. <sup>2</sup> Liste der Länder s. Statistischer Anhang. <sup>3</sup> Einschl. Hongkong SVR und Singapur. <sup>4</sup> Pro Quartal.

Quellen: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd.; Berechnungen der BIZ.

## Verschiebungen bei den Finanzierungsströmen setzen Schuldner unter Druck

Ein Wandel bei den globalen Bankkredit- und Kapitalströmen kann sich auf Finanzstabilitätsrisiken auswirken. Frühwarnindikatoren können hilfreich sein, um den Aufbau solcher Risiken zu erkennen, da sie die Aufmerksamkeit auf ungewöhnlich starke Finanzierungsbooms und entsprechende Anfälligkeit gegenüber Zinserhöhungen lenken. Allerdings enthalten solche Indikatoren zwangsläufig erhebliche Fehlerspannen und sind mit grosser Vorsicht zu interpretieren. Zu denjenigen, die sich bisher als nützlich erwiesen haben, gehören der Anstieg des Verhältnisses Kreditvolumen/BIP, das Wachstum der Immobilienpreise sowie die Schuldendienstquote (Tilgungs- und Zinszahlungen im Verhältnis zum Einkommen),

alle gemessen im Vergleich zu langfristigen Trends.<sup>12</sup> Für eine Reihe von Ländern zeigen diese Indikatoren einen möglichen Aufbau von Risiken an (Tabelle 1).<sup>13</sup>

In der Regel verstärken grenzüberschreitende Finanzierungen die Aufschwungphase von inländischen Finanzzyklen und, über ihre spätere Umkehr, den darauffolgenden Abschwung.<sup>14</sup> Die derzeit starken grenzüberschreitenden Kapitalströme nach China und in andere ostasiatische Volkswirtschaften könnten somit dazu beitragen, die Boomphasen in jenen Ländern zu verstärken, wenn auch – wie weiter oben erwähnt – sich der Trend zumindest für China jetzt kehren dürfte. Etliche Länder könnten darüber hinaus anfällig gegenüber einem Anstieg der weltweiten Anleiherenditen sein; ein solcher könnte eintreten, wenn grosse Zentralbanken einen Ausstieg aus ihrer derzeit sehr lockeren Geldpolitik einleiten. Dies wird in der letzten Spalte von Tabelle 1 gemessen; dort wird der langfristige Anstieg der Schuldendienstquoten (Tilgungs- und Zinszahlungen im Verhältnis zum Einkommen) geschätzt, der sich aus einem Anstieg der Kosten ausstehender Schulden um 250 Basispunkte ergeben könnte, unter der Annahme, dass die übrigen Komponenten der Schuldendienstquote unverändert bleiben.

<sup>12</sup> Siehe M. Drehmann und M. Juselius, „Evaluating early warning indicators of banking crises: satisfying policy requirements“, *BIS Working Papers*, Nr. 421, August 2013, sowie M. Drehmann und M. Juselius, „Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2012.

<sup>13</sup> Für weitere Erörterungen siehe BIZ, *84. Jahresbericht*, Juni 2014, Kapitel IV.

<sup>14</sup> Siehe S. Avdjiev, R. McCauley und P. McGuire, „Rapid credit growth and international credit challenges for Asia“, *BIS Working Papers*, Nr. 377, April 2012.

## Frühwarnindikatoren für inländische Bankenrisiken signalisieren drohende Risiken<sup>1</sup>

Tabelle 1

	Lücke bei der Kreditquote <sup>2</sup>	Preislücke bei Immobilien <sup>3</sup>	Schuldendienstquote <sup>4</sup>	Schuldendienstquote bei Zinsanstieg von 250 Basispunkten <sup>4, 5</sup>
Asien <sup>6</sup>	18,9	10,6	3,6	5,7
Australien	-12,3	0,9	0,4	3,7
Brasilien	11,7	-0,6	5,0	6,5
China	21,7	0,5	9,5	12,4
Deutschland	-8,2	8,3	-2,4	-0,6
Frankreich	3,2	-9,8	0,8	3,8
Griechenland	-16,1	0,7		
Indien	-5,8		2,7	3,7
Italien	-7,7	-17,0	-0,1	1,9
Japan	4,7	2,6	-2,8	-0,1
Kanada	3,8	2,6	2,6	6,1
Korea	2,2	4,2	2,4	5,7
Mexiko	3,3	-0,8	0,4	0,9
Mittel- und Osteuropa <sup>7</sup>	-12,3	7,4	1,2	2,6
Niederlande	-17,6	-21,2	1,5	6,2
Nordische Länder <sup>8</sup>	-0,7	0,5	2,5	6,5
Portugal	-28,3	7,4	-3,6	-0,3
Schweiz	11,5	10,9	1,5	4,5
Spanien	-38,4	-29,3	-2,9	0,0
Südafrika	-3,8	-5,8	-0,8	0,2
Türkei	13,4		4,9	6,2
USA	-14,4	-3,6	-1,9	0,4
Vereinigtes Königreich	-30,6	-4,2	-1,4	1,4
<b>Legende</b>	Lücke bei der Kreditquote > 10	Preislücke bei Immobilien > 10	Schuldendienstquote > 6	Schuldendienstquote > 6
	2 ≤ Lücke bei der Kreditquote ≤ 10		4 ≤ Schuldendienstquote ≤ 6	4 ≤ Schuldendienstquote ≤ 6

<sup>1</sup> Grenzwerte für rote Felder werden gewählt, indem Fehlalarme minimiert werden, sofern mindestens zwei Drittel der Krisen über einen kumulativen Zeithorizont von drei Jahren erfasst werden. Ein Signal ist korrekt, wenn innerhalb der drei folgenden Jahre eine Krise ausbricht. Statistisches Rauschen wird gemessen anhand falscher Voraussagen ausserhalb des Zeithorizonts. Die beige Felder für die Lücke bei der Kreditquote basieren auf Richtlinien für das antizyklische Kapitalpolster nach Basel III. Die beige Felder für die Schuldendienstquote basieren auf kritischen Grenzwerten, sofern ein 2-jähriger Prognosehorizont verwendet wird. Für die Ableitung kritischer Grenzwerte der Lücke bei der Kreditquote und der Preislücke bei Immobilien siehe M. Drehmann, C. Borio und K. Tsatsaronis, „Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates“, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, Nr. 4, 2011, S. 189–240. Für die Schuldendienstquote s. M. Drehmann und M. Juselius, „Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2012. <sup>2</sup> Differenz des Verhältnisses Kreditvolumen/BIP von seinem langfristigen Echtzeit-Trend, berechnet mit einem einseitigen HP-Filter unter Verwendung eines Glättungsfaktors von 400 000; Prozentpunkte. <sup>3</sup> Abweichung der realen Wohnimmobilienpreise von ihrem langfristigen Trend, berechnet mit einem einseitigen HP-Filter unter Verwendung eines Glättungsfaktors von 400 000; Prozent. <sup>4</sup> Differenz zwischen der Schuldendienstquote und dem länderspezifischen langfristigen Durchschnittswert seit 1985 oder danach, je nach Datenverfügbarkeit und abhängig vom Zeitpunkt, in dem die durchschnittliche 5-Jahres-Inflation unter 10% sank (für Russland und die Türkei werden die letzten 10 Jahre betrachtet); Prozentpunkte. <sup>5</sup> Unter der Annahme, dass die Kreditzinsen um 2,50 Prozentpunkte ansteigen (mit vollständiger Weitergabe) und die übrigen Komponenten der Schuldendienstquote unverändert bleiben. Da nur ein Teil des Bestands ausstehender Kredite variabel verzinslich ist, ist die Annahme der vollständigen Weitergabe dahingehend zu interpretieren, dass sie eine Näherungsgrösse für die langfristige Veränderung der Schuldendienstquote darstellt. <sup>6</sup> Hongkong SVR, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand; Schuldendienstquote und entsprechende Prognosen: ohne Philippinen und Singapur. <sup>7</sup> Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Tschechische Republik, Ungarn; reale Preislücke bei Immobilien: ohne Rumänien und Tschechische Republik; Schuldendienstquote und entsprechende Prognosen: ohne Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen und Rumänien. <sup>8</sup> Finnland, Norwegen, Schweden.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; BIZ; Berechnungen der BIZ.

## Indikatoren für die globale Liquidität: Grundlagen und Anwendung

In den letzten Jahren haben die Forscher bei der BIZ Indikatoren entwickelt, mit denen die globalen Liquiditätsverhältnisse beobachtet werden sollen. Mit dem Begriff *globale Liquidität* wird hier der *einfache Zugang zu Finanzmitteln* an den weltweiten Finanzmärkten bezeichnet. So definiert umfasst die globale Liquidität sowohl Finanzierungsliquidität (die Möglichkeit, ohne Weiteres Barmittel durch Verkauf neuer Verbindlichkeiten an Anleger aufzunehmen) als auch Marktliquidität (die Möglichkeit, ohne Weiteres Barmittel durch Verkauf von Vermögenswerten aufzunehmen). Die globale Liquidität hängt somit von den Handlungen der privaten Anleger, der Finanzinstitute und der Währungsbehörden ab. Im Wesentlichen ist sie ein nicht beobachtbares Merkmal des Finanzsystems – sie kann mittels Analyse verschiedener Preis- und Quantitätsindikatoren geschätzt werden, aber kein einziger Indikator vermittelt für sich allein ein vollständiges Bild. Der Informationsgehalt dieser Indikatoren verändert sich im Zeitverlauf, was bedeutet, dass ein flexibler Ansatz nötig ist, um die globalen Liquiditätsverhältnisse zu schätzen.

Die Finanzinstitute stellen den Wertpapiermärkten durch ihre Handelsgeschäfte Marktliquidität und Kreditnehmern durch ihr Kreditgeschäft Finanzierungsliquidität zur Verfügung. Die Konditionen, zu denen sich diese Intermediäre refinanzieren können, hängen wiederum von der Bereitschaft anderer Marktteilnehmer ab, mit ihnen zu interagieren. Wirtschafts- und Aufsichtspolitik sind ein weiterer Faktor; dazu gehören auch die Bedingungen, zu denen die Zentralbank Finanzierungen zur Verfügung stellt.

Die Wechselwirkungen zwischen diesen privatwirtschaftlichen und staatlichen Faktoren bestimmen, wie einfach der Zugang der Wirtschaft insgesamt zu Finanzmitteln ist. Dies wiederum beeinflusst den Aufbau von Schwachstellen im Finanzsystem in Form von Vermögenspreisinflation, Verschuldung oder Laufzeit- und Refinanzierungskonkruenzen. Indikatoren messen tendenziell diese „Fussabdrücke“ der Liquidität und nicht die Liquidität an sich, die nicht beobachtbar ist.

Aufgrund dieser Überlegungen und aus dem Blickwinkel der Finanzstabilität gehört das *globale Kreditvolumen* zu den wichtigsten Indikatoren für die globale Liquidität. Der *Bestand* ausstehender Kredite zeigt an, inwieweit der leichte Zugang zu Finanzmitteln zum Aufbau von Risiken geführt hat. Mit anderen Worten: Das globale Volumen an Krediten für den privaten Sektor zeigt das Ergebnis des Finanzintermediationsgeschäfts an den weltweiten Märkten an. *Veränderungen* dieser Bestände sind eng mit dem Aufbau von Schwachstellen verknüpft, mit möglichen Folgen für die Finanzstabilität. Diese Stromgrößen umfassen sowohl eine inländische als auch eine internationale Komponente.

Von besonderem Interesse für die Einschätzung der globalen Liquidität ist die internationale Kreditkomponente (grenzüberschreitende Kreditvergabe an Gebietsfremde oder Kreditvergabe in Fremdwährung). Diese grenzüberschreitende Komponente hat während Kreditbooms häufig die marginale Finanzierungsquelle dargestellt. Obgleich sie im Vergleich zum gesamten Kreditbestand meist klein sind, können abrupte Veränderungen dieser internationalen Komponenten inländische Trends verstärken, und sie korrelieren stark mit Auf- und Abschwüngen bei den globalen Finanzierungsbedingungen. Die globale Liquidität unterscheidet sich somit zwar von der inländischen Liquidität, hängt aber mit den inländischen Liquiditätsbedingungen und dem Finanzzyklus in einem bestimmten Land oder einer Region zusammen.

Für jede Einschätzung der globalen Liquiditätsbedingungen müssen die Messgrößen für das globale Kreditvolumen in einen grösseren Zusammenhang gestellt werden. Ein Grossteil dieser Kredite, wenn auch nicht das gesamte Volumen, wird von Banken bereitgestellt; die Indikatoren konzentrieren sich daher auf diese Komponente. Zusätzliche Liquidität wird jedoch auch von Anlegern in Schuldtiteln zur Verfügung gestellt, im Zuge des Wachstums der Kapitalanlagebranche. Eine Palette ergänzender Preis- und Quantitätsindikatoren kann für die Erfassung weiterer Aspekte der globalen Liquidität, die für die Finanzstabilität von Bedeutung sind, verwendet werden. Dazu gehören Messgrößen für die Finanzierungsbedingungen an den wichtigsten Finanzmärkten und für die Anreize, Positionen in verschiedenen Marktsegmenten einzugehen. Zentrale Indikatoren sind hier Näherungswerte für Risikobeurteilungen und -toleranz (z.B. VIX); dies ist ein bedeutender Bestimmungsfaktor für Verschuldung und die Bereitschaft privater Investoren, Mittel bereitzustellen. Ebenfalls von Interesse sind die Konditionen, zu denen Finanzierungen gewährt werden, sowie die Auswirkungen dieser Konditionen auf Kreditvolumina und Preise.

Diese Konzepte sind in einer Reihe von BIZ-Forschungsarbeiten, Berichten von Ausschüssen und Reden entwickelt und verfeinert worden. Besonders aufschlussreich sind die folgenden:

- Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2011): „Global liquidity – concepts, measurement and policy implications“, *CGFS Papers*, Nr. 45, Dezember.
- Borio, C. (2010): „Ten propositions about liquidity crises“, *CESifo Economic Studies*, Vol. 56, Nr. 1, S. 70–95. Auch verfügbar als *BIS Working Paper*, Nr. 293, November 2009.
- Borio, C., R. McCauley und P. McGuire (2011): „Global credit and domestic credit booms“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September.
- Bruno, V. und H. S. Shin (2014): „Cross-border banking and global liquidity“, *BIS Working Papers*, Nr. 458, September.
- Caruana, J. (2012): „Assessing global liquidity from a financial stability perspective“, Rede anlässlich der 48. SEACEN Governors’ Conference and High-Level Seminar, Ulan-Bator, November.
- ——— (2013): „Global liquidity: where do we stand?“, Rede anlässlich der Jahreskonferenz der Bank of Korea, Seoul, Juni.
- ——— (2013): „Ebbing global liquidity and monetary policy interactions“, Rede anlässlich des fünften Zentralbankgipfeltreffens des Banco Central de Chile, Santiago, November.
- ——— (2014): „Global liquidity: where it stands, and why it matters“, IMFS Distinguished Lecture an der Goethe-Universität, Frankfurt a.M., Deutschland, März.
- Domanski, D., I. Fender und P. McGuire (2011): „Assessing global liquidity“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.
- Eickmeier, S., L. Gambacorta und B. Hofmann (2013): „Understanding global liquidity“, *BIS Working Papers*, Nr. 402, Februar.
- Shin, H. S. (2013): „The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies“, Konferenzdokumente der Asia Economic Policy Conference der Federal Reserve Bank of San Francisco, November 2013, S. 1–10.

## Aktienemissionen und Aktienrückkäufe

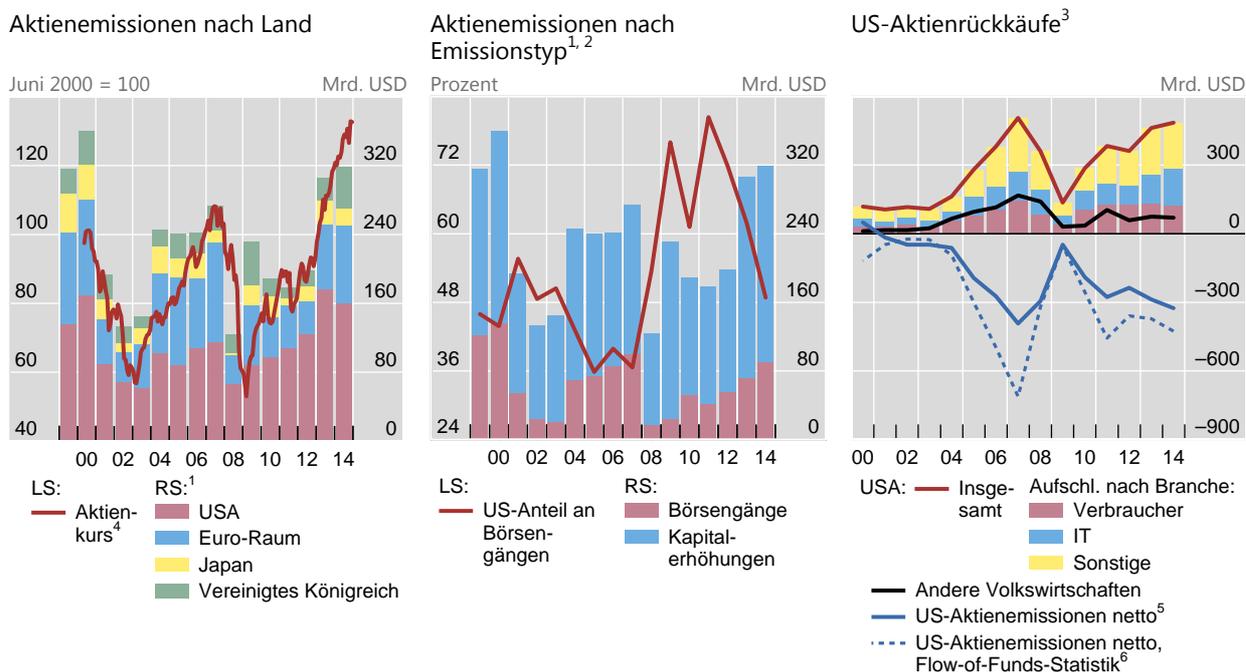
Adrian van Rixtel und Alan Villegas

Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors haben in den letzten Jahren – *brutto* gesehen – in grossem Umfang Aktien begeben. Vor dem Hintergrund steigender Aktienkurse nahmen Nichtfinanzunternehmen aus den vier grössten fortgeschrittenen Volkswirtschaften – Euro-Raum, Japan, USA und Vereinigtes Königreich – im Zeitraum 2013/14 neues Aktienkapital in Höhe von \$ 625 Mrd. auf, was einem Anstieg um 66% gegenüber den beiden Vorjahren entspricht (Grafik A links). Über die Hälfte davon entfiel auf US-Unternehmen, rund ein Viertel auf Unternehmen des Euro-Raums. 74% des Gesamtbetrags wurden von Unternehmen begeben, die bereits börsennotiert sind (Kapitalerhöhungen; Grafik A Mitte); Erstbegebungen von Aktien (Börsengänge) machten 26% aus, etwa gleich viel wie in den beiden Vorjahren. US-Nichtfinanzunternehmen blieben bei den Börsengängen führend, ihr Anteil ging jedoch recht stark zurück, von rund 70% Ende 2012 auf noch knapp 50% Ende 2014 (Grafik A Mitte, rote Linie). Insbesondere britische Unternehmen legten zu.

Zwar nahmen US-Nichtfinanzunternehmen in hohem Masse Aktienkapital auf, doch ging der netto aufgenommene Betrag tatsächlich zurück, da die Aktienrückkäufe die Neuemissionen überstiegen. Nach einem steilen Anstieg näherten sich die Aktienrückkäufe 2014 denn auch ihrem Höchststand vor der Krise an (Grafik A rechts, rote Linie). Diese Aktienrückkäufe beliefen sich 2013/14 auf fast \$ 950 Mrd. Infolgedessen nahm das entsprechende Aktienkapital netto um mindestens \$ 610 Mrd. ab (Grafik A rechts, blaue Linie). Diese Zahl ist zudem eine Unterschätzung, denn sie vergleicht das gesamte Aktienkapital, das vom vollständigen US-Unternehmenssektor ohne Finanzunternehmen aufgenommen wurde (aufgezeichnet von Dealogic), mit den Aktienrückkäufen nur

### Boomende Aktienemissionen und Aktienrückkäufe

Grafik A



<sup>1</sup> Von Nichtfinanzunternehmen, ohne Vorzugsaktien und Wandlungen. <sup>2</sup> Summe von Euro-Raum, Japan, USA und Vereinigtem Königreich. <sup>3</sup> Von Nichtfinanzunternehmen in folgenden Indizes: S&P 1500 (USA), EURO STOXX Total Market, TOPIX, FTSE All-Share (übrige Volkswirtschaften). <sup>4</sup> Schlusskurse der Aktienindizes S&P 1500, EURO STOXX 50, TOPIX und FTSE All-Share; gewichteter Durchschnitt basierend auf der Marktkapitalisierung der betreffenden Indizes; Monatsdurchschnitt der Tageswerte. <sup>5</sup> Aktienemissionen (ohne Vorzugsaktien und Wandlungen) von US-Nichtfinanzunternehmen abzüglich Aktienrückkäufen von Nichtfinanzunternehmen im Index S&P 1500. <sup>6</sup> Von Nichtfinanzunternehmen, wie in der Flow-of-Funds-Statistik der Federal Reserve ausgewiesen (Publikation Z.1, Tabelle F.102, Zeile 39); Daten für 2014 bis einschl. 3. Quartal.

Quellen: Bloomberg; Dealogic; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

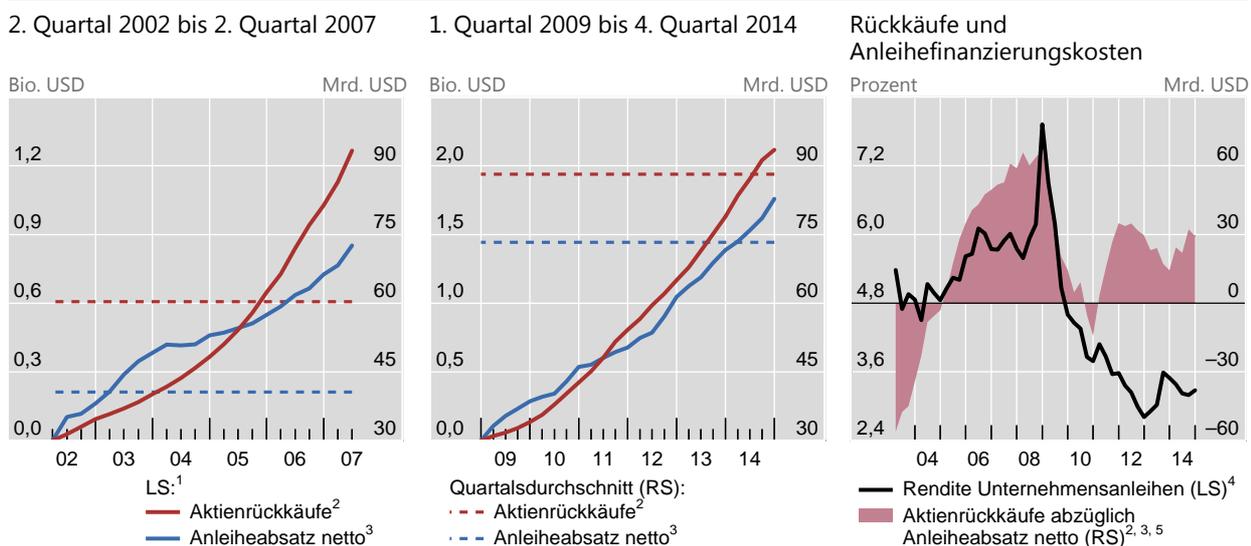
derjenigen Nichtfinanzunternehmen, die im Index S&P 1500 enthalten sind. Gemäss der amtlichen US-Flow-of-Funds-Rechnung, die sämtliche Nichtfinanzunternehmen in den USA erfasst und die methodisch breiter abgestützt ist, hat sich das netto neu aufgenommene Aktienkapital 2013/14 tatsächlich noch stärker verringert (Grafik A rechts, blaue gestrichelte Linie).<sup>①</sup>

Seit Mitte der 1980er Jahre haben Unternehmen vermehrt zu Aktienrückkäufen anstatt zu Dividenden gegriffen, um den Aktionären Geld auszuschütten.<sup>②</sup> Ursprünglich waren hierfür Steuervorteile und Schutz vor feindlichen Übernahmen die Beweggründe. Rückkäufe wurden von der Geschäftsleitung aber auch eingesetzt, um eine Unterbewertung des Unternehmens zu signalisieren.<sup>③</sup> Zuletzt standen Aktienrückkäufe eher in Verbindung mit der Vergütungspolitik für die Geschäftsleitung, der Verringerung des freien Cashflows oder auch mit direkter Aktienkursstützung. In den USA haben Aktienrückkäufe nun die aggregierten Dividenden als wichtigste Form von Ausschüttungen überholt. In Europa setzte der aktive Gebrauch von Aktienrückkäufen erst viel später ein. Obwohl sie in den letzten zehn Jahren rascher zunahm, machen die Aktienrückkäufe europäischer Unternehmen immer noch nur einen Bruchteil des Werts der Rückkäufe von US-Unternehmen aus. Die Rückkäufe von Nichtfinanzunternehmen, die in den marktbreiten Indizes des Euro-Raums, Japans und des Vereinigten Königreichs erfasst sind, beliefen sich 2013/14 insgesamt auf \$ 145 Mrd. (Grafik A rechts, schwarze Linie) – fast sieben Mal weniger als für US-Unternehmen. Rund 30% aller Aktienrückkäufe in den USA entfielen auf grosse IT-Unternehmen wie Apple, IBM, Cisco, Oracle und Microsoft (Grafik A rechts).

Ein Boom von Aktienrückkäufen in den USA fiel in der Regel mit einem steigenden Nettoabsatz von Anleihen zusammen, was darauf schliessen lässt, dass die ersteren zumindest teilweise mit den letzteren finanziert wurden. In den vergangenen 15 Jahren kam es zu zwei Phasen rasant zunehmender Aktienrückkäufe: vom 2. Quartal 2002 bis zum 2. Quartal 2007 und vom 1. Quartal 2009 bis zum 4. Quartal 2014 (Grafik B links und Mitte). Der Nettobetrag der in diesen Zeiträumen emittierten Anleihen entwickelte sich parallel zum Gesamtbetrag der Rückkäufe (blaue und rote Linien), und der Absatz wurde durch niedrige oder sinkende Zinssätze noch gefördert (Grafik B rechts). Alles in allem lässt sich aus Grafik B schliessen, dass bei günstigen Finanzierungskosten für Schuldinstrumente und boomenden Aktienmärkten US-Nichtfinanzunternehmen in grossem Umfang Anleihen begeben und einen Teil des Erlöses für die Finanzierung von Aktienrückkäufen verwenden. In den Jahren 2009–14 war der Quartalsdurchschnitt des Nettoabsatzes von Anleihen beinahe doppelt so hoch wie im vorangegangenen Boom (Grafik B links und

## Parallele Entwicklung von Anleiheabsatz und Aktienrückkäufen in den USA

Grafik B



<sup>1</sup> Kumulierte Beträge. <sup>2</sup> Durch Nichtfinanzunternehmen im Index S&P 1500. <sup>3</sup> Nettoabsatz (Bruttoabsatz abzüglich Tilgungen) inländischer und internationaler Anleihen durch US-Nichtfinanzunternehmen sowie US-Nichtbankfinanzinstitute im Eigentum von Nichtfinanzunternehmen. <sup>4</sup> Rendite auf Endfälligkeit auf einem Index von am US-Inlandmarkt öffentlich aufgelegten Investment-Grade-Anleihen in US-Dollar von Nichtfinanzunternehmen; Quartalsdurchschnitt der Tageswerte. <sup>5</sup> Gleitender 8-Quartals-Durchschnitt.

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

Mitte, gestrichelte blaue Linien). In diesem Zeitraum kauften US-Nichtfinanzunternehmen Aktien im Wert von \$ 2,1 Bio. zurück und nahmen netto über Anleiheemissionen \$ 1,8 Bio. auf, verglichen mit \$ 1,3 Bio. bzw. \$ 850 Mrd. in den Jahren 2002–07.

① In den hier vorgenommenen Berechnungen des Nettoabsatzes sind die Auswirkungen der Ausübung von Aktienoptionen (positiver Nettoabsatz) sowie von Fusionen und Übernahmen, die mit Schuldtiteln oder Barmitteln finanziert wurden (negativer Nettoabsatz), nicht berücksichtigt. Letzteres erklärt vermutlich, warum die Flow-of-Funds-Rechnung der USA einen stärkeren Rückgang der Nettoaktienemissionen ausweist. ② Siehe EZB, „Share buybacks in the euro area“, *Monthly Bulletin*, Mai 2007, S. 103–111, sowie D. Skinner, „The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, 2008, S. 582–609. ③ Zur „Signalisierungshypothese“ siehe T. Vermaelen, „Common stock repurchases and market signalling“, *Journal of Finance*, Vol. 53, 1981, S. 139–183.