

Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken

In Zusammenarbeit mit Zentralbanken und Währungsbehörden in aller Welt erhebt und verbreitet die BIZ mehrere Datenreihen zum internationalen Bank- und Finanzmarktgeschäft. Die neuesten verfügbaren Daten zur Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts beziehen sich auf das erste Quartal 2011. Die Untersuchungen zum internationalen Anleihemarkt und zum Geschäft an den Derivatbörsen stützen sich auf Daten aus dem zweiten Quartal 2011. Dieses Kapitel enthält zudem drei Kästen. Im ersten wird die Beziehung zwischen der Kategorie „gewährte Garantien“ in der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ und dem Umfang der von den BIZ-Berichtsbanken verkauften CDS erörtert. Im zweiten Kasten wird der Einsatz von Kreditauflagen als Messgröße für die Risikoübernahme am internationalen Konsortialkreditmarkt analysiert. Thema des dritten Kastens ist die Absicherung von Kontrahentenrisiken am ausserbörslichen Derivatmarkt.

Das internationale Bankgeschäft im ersten Quartal 2011¹

Im *ersten Quartal 2011* stiegen die gesamten grenzüberschreitenden Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken, was hauptsächlich auf die erhebliche Zunahme der Kreditvergabe an Gebietsansässige der USA zurückzuführen war. Zugleich erhöhten sich die grenzüberschreitenden Forderungen an Gebietsansässige der aufstrebenden Volkswirtschaften im achten Quartal in Folge. Dagegen sanken die aggregierten Auslandsforderungen an den Euro-Raum wechsellkursbereinigt um \$ 51 Mrd. (0,7%). Per März 2011 war bei den Banken des Euro-Raums der Anteil der gegenüber dem öffentlichen Sektor der USA bestehenden Auslandsforderungen an ihren gesamten Auslandsforderungen deutlich geringer als bei den Banken der übrigen Welt. Bei den Auslandsforderungen an den öffentlichen Sektor Griechenlands, Irlands, Italiens, Portugals und Spaniens war das Gegenteil der Fall.

¹ Anfragen zur Bankgeschäftsstatistik sind an Stefan Avdjiev zu richten.

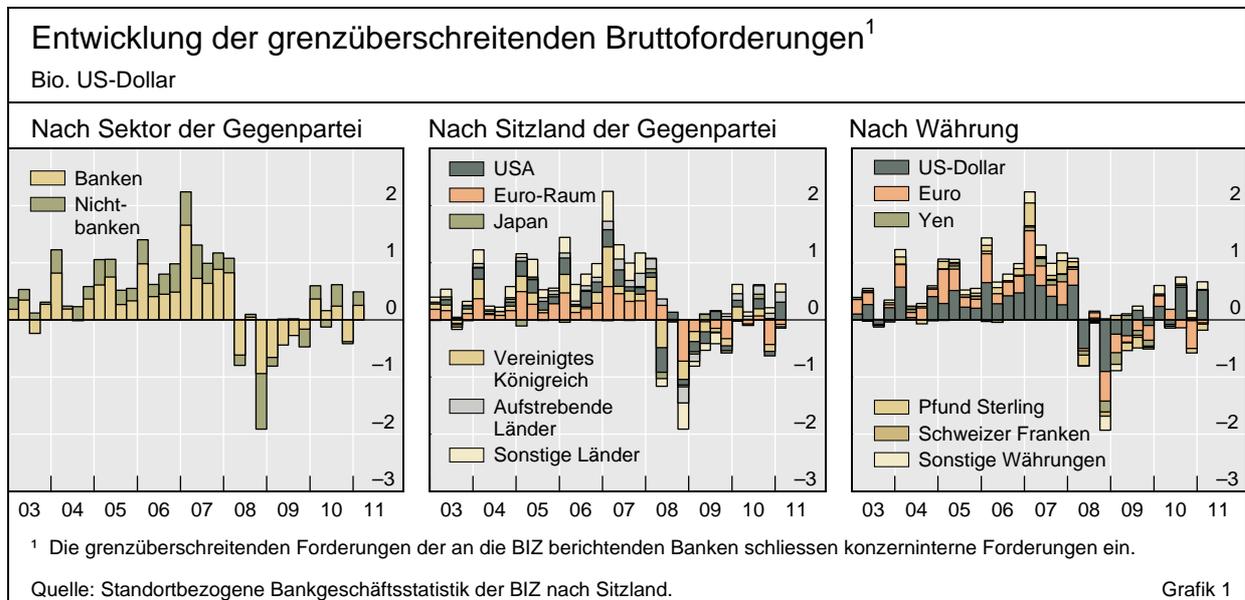
Ausweitung der aggregierten grenzüberschreitenden Forderungen²

Die aggregierten grenzüberschreitenden Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken stiegen im ersten Quartal 2011 an (Grafik 1 links). Dabei verteilte sich der gesamte Anstieg in Höhe von \$ 491 Mrd. (1,6%) nahezu gleichmässig auf die Interbankforderungen (\$ 254 Mrd. bzw. 1,3%) und auf die Kreditvergabe an Nichtbanken (\$ 237 Mrd. bzw. 2,2%).

Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an Schuldner in den USA nahm am stärksten zu (Grafik 1 Mitte). Absolut betrachtet, weiteten sich die Forderungen an Gebietsansässige dieses Landes mit \$ 309 Mrd. (5,9%) so stark aus wie nie zuvor. Dagegen verringerten die BIZ-Berichtsbanken ihre Forderungen an Schuldner im Euro-Raum (um \$ 78 Mrd. bzw. 0,8%) und im Vereinigten Königreich (um \$ 43 Mrd. bzw. 0,9%). Allerdings war dieser Rückgang in beiden Fällen wesentlich geringer als im Vorquartal. Gleichzeitig gingen die Forderungen an Japan vor dem Hintergrund des starken Erdbebens und des Tsunami, die das Land im März trafen, erstmals seit einem Jahr zurück (um \$ 20 Mrd. bzw. 2,5%).

Der Gesamtanstieg der grenzüberschreitenden Forderungen während des Quartals war in erster Linie durch die deutliche Zunahme der US-Dollar-Kreditvergabe bedingt (Grafik 1 rechts). Die Forderungen in dieser Währung weiteten sich um \$ 521 Mrd. (4,2%) aus, sodass sich von Juni 2010 bis März 2011 ein Gesamtanstieg der in US-Dollar denominierten grenzüberschreitenden Forderungen um \$ 1,1 Bio. ergab (9,0%). Im ersten Quartal 2011 entfielen etwa 60% (\$ 315 Mrd.) des Anstiegs der US-Dollar-Kreditvergabe auf Gebietsansässige der USA, während fast 11% (\$ 56 Mrd.) an Schuldner in den aufstrebenden

Ausweitung der grenzüberschreitenden Forderungen an Schuldner in den USA



² Die Analyse in diesem und dem folgenden Teilabschnitt basiert auf der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik der BIZ nach Sitzland. In dieser Datenreihe werden Gläubiger und Schuldner nach Sitzland (wie in der Zahlungsbilanzstatistik) und nicht nach Nationalität eingestuft. Alle gemeldeten grenzüberschreitenden Forderungsströme sind um Wechselkurschwankungen und Brüche in den Datenreihen bereinigt.

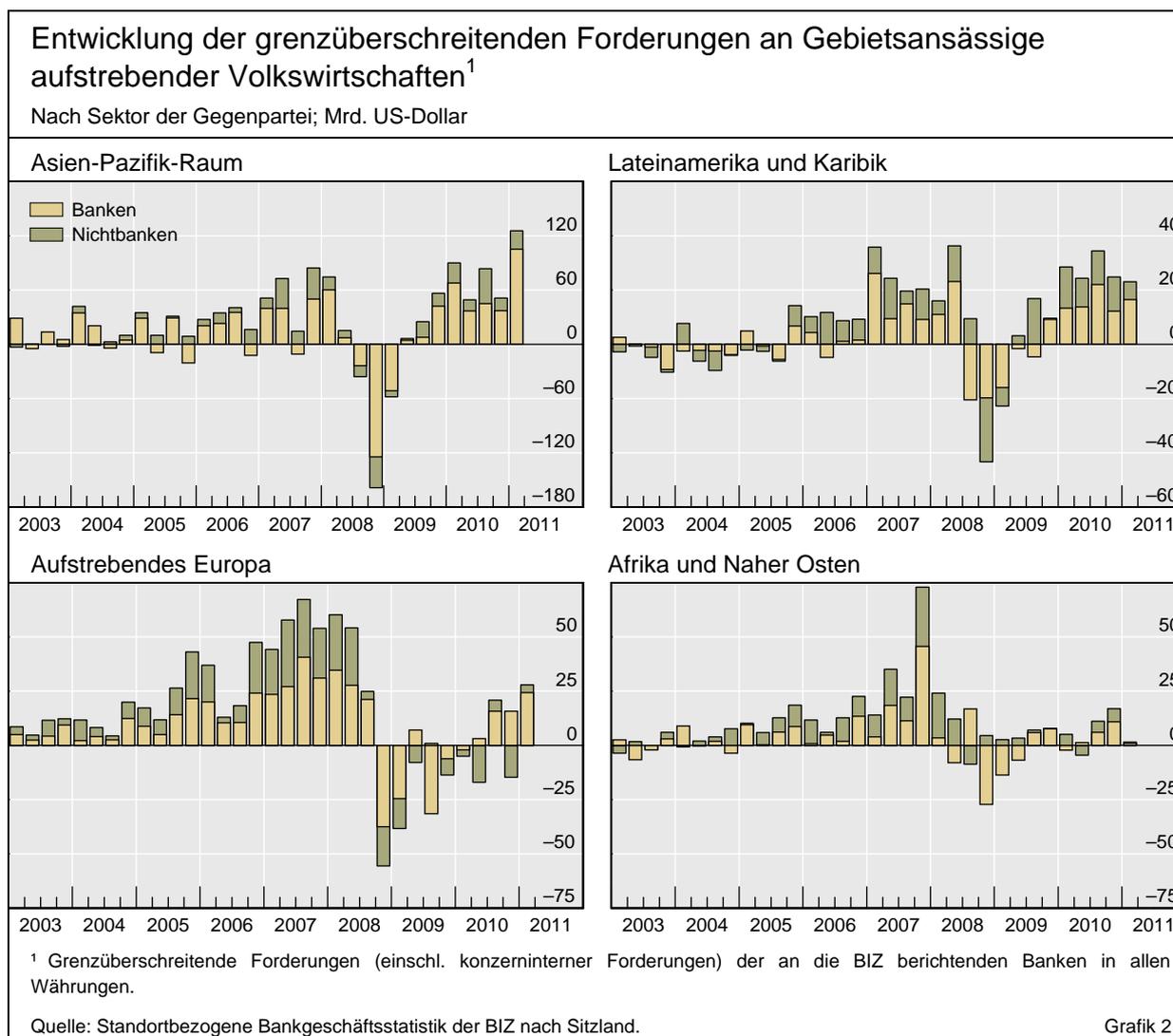
Volkswirtschaften flossen. Dagegen verringerten sich während des Quartals die grenzüberschreitenden Forderungen sowohl in Pfund Sterling (um \$ 103 Mrd. bzw. 6,7%) als auch in Euro (um \$ 52 Mrd. bzw. 0,5%) und in Yen (um \$ 23 Mrd. bzw. 1,9%).

Starker Anstieg der grenzüberschreitenden Forderungen an aufstrebende Volkswirtschaften

Die grenzüberschreitenden Forderungen der BIZ-Berichtsbanken an Gebietsansässige der aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen im achten Quartal in Folge zu. Mit \$ 178 Mrd. (6,3%) weiteten sie sich so stark aus wie seit dem vierten Quartal 2007 nicht mehr. Dies ergab sich aus dem Anstieg der Interbankforderungen um \$ 147 Mrd. (10%) und der Zunahme der Forderungen gegenüber Nichtbanken um \$ 31 Mrd. (2,3%). Die grenzüberschreitenden Forderungen erhöhten sich in allen vier wichtigen aufstrebenden Regionen.

Das starke Wachstum der grenzüberschreitenden Forderungen an den Asien-Pazifik-Raum setzte sich fort (Grafik 2 links oben). Der Anstieg der Kreditvergabe an die Region in dem bisher nie dagewesenen Ausmass von \$ 126 Mrd. (12%) war fast zu zwei Dritteln auf die starke Forderungszunahme

Anhaltendes Wachstum der Kreditvergabe an den Asien-Pazifik-Raum ...



an China in Höhe von \$ 80 Mrd. (24%) zurückzuführen. Ausserdem meldeten die Banken einen erheblichen Anstieg ihrer Forderungen an Malaysia (\$ 11 Mrd. bzw. 25%), Indien (\$ 9,3 Mrd. bzw. 5,0%) und Korea (\$ 8,8 Mrd. bzw. 4,5%).

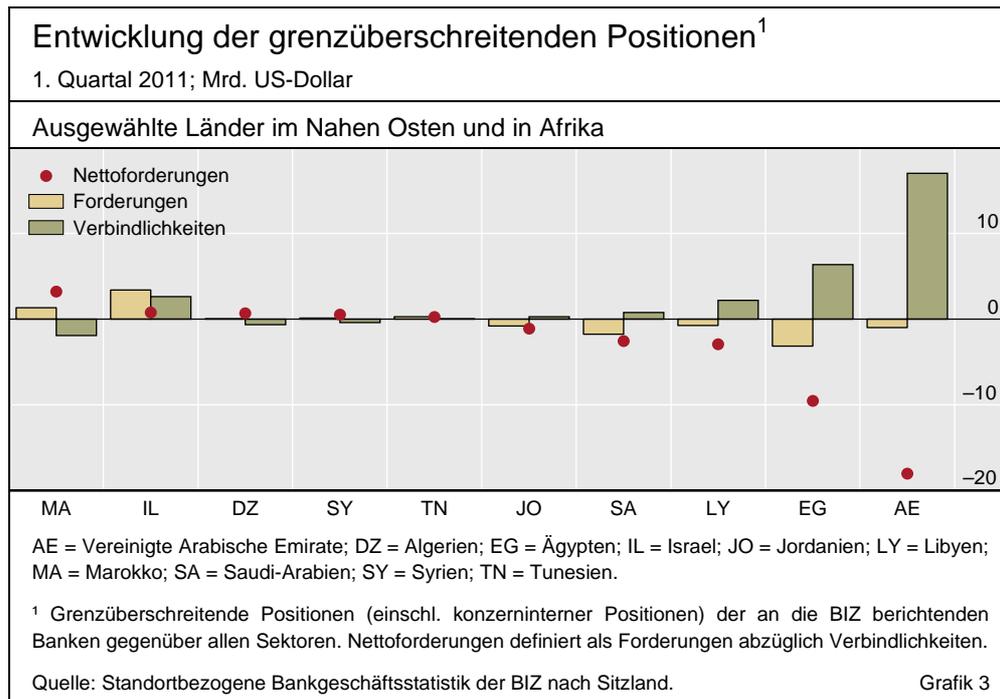
Die grenzüberschreitenden Forderungen an Gebietsansässige Lateinamerikas und der Karibik stiegen weiter an (Grafik 2 rechts oben). Die Forderungen an Brasilien erhöhten sich im achten Quartal in Folge (um \$ 13 Mrd. bzw. 5,3%) und waren für mehr als die Hälfte des Anstiegs der Kreditvergabe an die Region in Höhe von \$ 23 Mrd. (4,4%) verantwortlich. Die Forderungen an Mexiko erhöhten sich ebenfalls deutlich (um \$ 4,3 Mrd. bzw. 3,8%). Dagegen nahmen die Forderungen an Uruguay um \$ 1,8 Mrd. (34%) ab.

... und an die
Region Latein-
amerika und Karibik

Die Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas weitete sich im ersten Quartal 2011 aus (Grafik 2 links unten). Der Gesamtanstieg in Höhe von \$ 28 Mrd. (3,7%) war hauptsächlich auf die Zunahme der Interbankforderungen um \$ 24 Mrd. (6,1%) zurückzuführen. Die Forderungen an Gebietsansässige Polens erhöhten sich um \$ 13 Mrd. (11%). Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an Gebietsansässige der Türkei wuchs ebenfalls kräftig (um \$ 9,4 Mrd. bzw. 6,1%), und zwar trotz der wirtschaftspolitischen Massnahmen, die mit dem Ziel eingeführt worden waren, weitere Kapitalzuflüsse abzuhalten und das Kreditwachstum zu bremsen. Eine deutliche Zunahme verzeichneten auch die Forderungen an Ungarn (\$ 3,1 Mrd. bzw. 4,2%), Russland (\$ 2,0 Mrd. bzw. 1,4%) und Kroatien (\$ 1,9 Mrd. bzw. 4,7%).

Die grenzüberschreitenden Forderungen an Gebietsansässige der Region Afrika und Naher Osten nahmen ebenfalls zu, allerdings viel moderater als in den anderen drei aufstrebenden Regionen (Grafik 2 rechts unten). Vor dem Hintergrund des gesellschaftspolitischen Aufruhrs, von dem ein Grossteil der Region während des ersten Quartals 2011 betroffen war, erhöhte sich die gesamte grenzüberschreitende Kreditvergabe leicht (um \$ 1,5 Mrd. bzw. 0,3%). Hinter dieser vergleichsweise moderaten Veränderung der Forderungen insgesamt verbirgt sich eine sehr unterschiedliche Entwicklung auf Länderebene (Grafik 3, braune Balken). Zum Beispiel sanken die Forderungen an Ägypten, das von einem zum Regimewechsel führenden Volksaufstand erschüttert wurde, um \$ 3,2 Mrd. (14%). Ebenso schrumpften die Forderungen an Libyen, wo im gleichen Zeitraum ein Bürgerkrieg ausbrach, und zwar um \$ 0,7 Mrd. (37%). Einen deutlichen Rückgang der grenzüberschreitenden Kreditvergabe verzeichneten auch Saudi-Arabien (um \$ 1,8 Mrd. bzw. 2,0%), die Vereinigten Arabischen Emirate (um \$ 1,0 Mrd. bzw. 1,0%) und Jordanien (um \$ 0,8 Mrd. bzw. 17%). Dagegen meldeten die international tätigen Banken einen beträchtlichen Anstieg ihrer Forderungen an Israel (\$ 3,4 Mrd. bzw. 17%) und Marokko (\$ 1,3 Mrd. bzw. 14%). Die Forderungen an Tunesien, das erste Land der Region, in dem es Massenproteste und einen Regierungswechsel gegeben hatte, erhöhten sich ebenfalls (um \$ 0,3 Mrd. bzw. 7,1%).

Bei den Verbindlichkeiten der BIZ-Berichtsbanken gegenüber Gebietsansässigen des Nahen Ostens und Nordafrikas sind mehrere Entwicklungen erwähnenswert (Grafik 3, grüne Balken). So meldeten international tätige Banken den höchsten jemals in einem Quartal verzeichneten Anstieg der



Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsansässigen Ägyptens (\$ 6,4 Mrd. bzw. 26%). Die Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsansässigen Libyens nahmen ebenfalls kräftig zu (um \$ 2,2 Mrd. bzw. 3,7%). Hinter diesen Entwicklungen stand sehr wahrscheinlich der Abzug inländischer Finanzmittel aus den zwei Ländern aufgrund der erhöhten politischen und wirtschaftlichen Unsicherheit.³ Gleichzeitig meldeten die Banken vor dem Hintergrund des rasanten Ölpreisanstiegs ein kräftiges Wachstum der Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsansässigen der Vereinigten Arabischen Emirate (\$ 17 Mrd. bzw. 23%). Dies war der höchste Anstieg seit dem vierten Quartal 2007. Auch die Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsansässigen Saudi-Arabiens nahmen zu, wenn auch in weitaus geringerem Masse (um \$ 0,8 Mrd. bzw. 0,5%).

Auslandsforderungen an den Euro-Raum mit Wechselkursbereinigtem Rückgang⁴

Ende des ersten Quartals 2011 beliefen sich die gesamten konsolidierten Auslandsforderungen⁵ der BIZ-Berichtsbanken an Gebietsansässige des Euro-

³ Die von vielen Ländern im ersten Quartal 2011 gegen Libyen verhängten finanziellen Sanktionen dürften die Entwicklung der Verbindlichkeiten der BIZ-Berichtsbanken gegenüber Gebietsansässigen des Landes ebenfalls beeinflusst haben.

⁴ Die Analyse in diesem und dem folgenden Teilabschnitt basiert auf der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ auf der Basis des letzten Risikoträgers. In dieser Datenreihe werden die Engagements der Berichtsbanken nach der Nationalität der jeweiligen Bank eingestuft (d.h. nach dem Land, in dem die Bank ihren Hauptsitz hat) und nicht nach dem Standort der Geschäftsstelle, bei der sie verbucht sind. Ausserdem werden bei der Klassifizierung der Gegenparteien Risikotransfers zwischen Ländern und Sektoren berücksichtigt (eine ausführlichere Erörterung und Beispiele von Risikotransfers finden sich im Kasten am Schluss des Kapitels „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom März 2011).

⁵ *Auslandsforderungen* sind grenzüberschreitende Forderungen (also Forderungen an Schuldner, die in einem anderen Land als dem Sitzland der berichtenden Bankgeschäftsstelle

Raums auf \$ 7 979 Mrd. Im ersten Quartal 2011 sanken die gesamten Auslandsforderungen an den Euro-Raum nach BIZ-Schätzungen zu konstanten Wechselkursen⁶ um \$ 51 Mrd. (0,7%).⁷ Der Gesamtrückgang war hauptsächlich auf das Schrumpfen der Interbankforderungen um \$ 69 Mrd. (3,1%) zurückzuführen (Grafik 4). Dagegen nahmen die Forderungen an den öffentlichen Sektor zu (um \$ 21 Mrd. bzw. 1,4%), während sie gegenüber Nichtbanken des Privatsektors praktisch unverändert blieben. Alle diese Veränderungen fielen im Vergleich zu den durchschnittlichen historischen Schwankungen in den jeweiligen Datenreihen relativ moderat aus.

Wechselkurs-
bereinigter
Rückgang der
Auslandsforde-
rungen an den
Euro-Raum

Auf Länderebene wiesen die wechselkursbereinigten Auslandsforderungen an Frankreich den stärksten Rückgang auf. Der Gesamtrückgang (\$ 33 Mrd. bzw. 2,7%) war hauptsächlich auf die Abnahme der Interbankforderungen um \$ 31 Mrd. (5,0%) zurückzuführen. Die Auslandsforderungen an den öffentlichen Sektor und an Nichtbanken des Privatsektors des Landes gingen ebenfalls leicht zurück (um \$ 1,0 Mrd. bzw. 0,5% und um \$ 0,5 Mrd. bzw. 0,1%). Auch die Auslandsforderungen an Deutschland verringerten sich im ersten Quartal 2011. Ebenso wie in Frankreich war auch hier die Abnahme der Interbankforderungen (\$ 29 Mrd. bzw. 5,4%) die Hauptursache für den Gesamtrückgang (\$ 15 Mrd. bzw. 0,9%). Die Auslandsforderungen an deutsche Nichtbanken des Privatsektors sanken auch, allerdings in weitaus geringerem Masse (um \$ 0,5 Mrd. bzw. 0,1%). Dagegen erhöhten sich die Forderungen an den öffentlichen Sektor des Landes während des Quartals um \$ 15 Mrd. (3,1%).

Die Auslandsforderungen an Spanien, Irland und Griechenland sanken im ersten Quartal 2011 ebenfalls. Der Gesamtrückgang der Forderungen an Spanien (\$ 24 Mrd. bzw. 3,4%) und Irland (\$ 17 Mrd. bzw. 3,7%) war jeweils massgeblich auf die Abnahme der Interbankforderungen (\$ 23 Mrd. bzw. 10% und \$ 11 Mrd. bzw. 13%) zurückzuführen. Dagegen entfiel der Grossteil des Rückgangs der Auslandsforderungen an Griechenland (\$ 7,7 Mrd. bzw. 5,6%) auf die Abnahme der Forderungen an den öffentlichen Sektor (\$ 4,1 Mrd. bzw. 8,8%) und an Nichtbanken des Privatsektors (\$ 3,2 Mrd. bzw. 3,9%) des Landes.

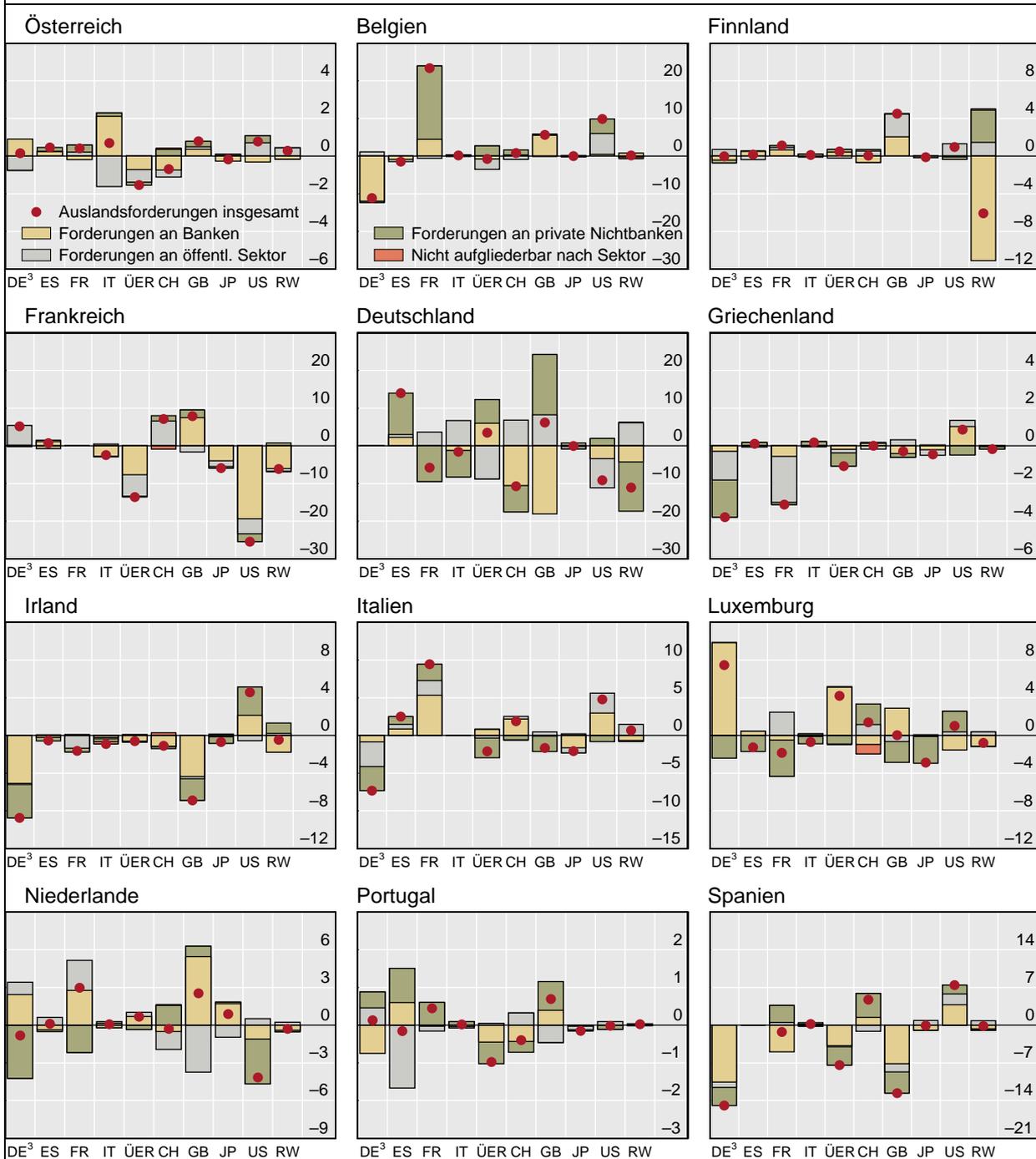
ansässig sind) sowie Inlandsforderungen (also Forderungen an Schuldner, die in dem Sitzland der berichtenden Bankgeschäftsstelle ansässig sind) ausländischer verbundener Unternehmen (also Niederlassungen und Tochtergesellschaften, die nicht in dem Land ansässig sind, in dem die Bank ihren Hauptsitz hat). *Nicht* zu den Auslandsforderungen zählen auf Fremdwährungen lautende Forderungen an Gebietsansässige des Landes, in dem die berichtende Bank ihren Hauptsitz hat.

⁶ Zur Bereinigung um Wechselkursschwankungen, die im Berichtszeitraum stattfanden, wird die (zugegebenermassen unvollkommene) Annahme getroffen, dass alle Auslandsforderungen gegenüber Gebietsansässigen des Euro-Raums auf Euro lauten.

⁷ Alle Stromgrössen wurden um Brüche in den Datenreihen bereinigt.

Geschätzte Veränderungen der Auslandsforderungen¹ an ausgewählte Länder im 1. Quartal 2011

Nach Nationalität der Bank; zu konstanten Wechselkursen am Ende des 1. Quartals 2011 gerechnet²; Mrd. US-Dollar



CH = Schweiz; DE = Deutschland; ES = Spanien; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; IT = Italien; JP = Japan; ÜER = übriger Euro-Raum; RW = restliche Welt; US = USA.

¹ Auslandsforderungen umfassen grenzüberschreitende Forderungen sowie Inlandsforderungen ausländischer Niederlassungen. Forderungen von Banken mit Hauptsitz im betreffenden Land sind ausgeklammert, da es sich dabei nicht um Auslandsforderungen handelt. ² Es wird angenommen, dass sämtliche Forderungen auf Euro lauten. ³ Die Forderungen deutscher Banken sind auf Basis des unmittelbaren Kreditnehmers erhoben, mit Ausnahme der Forderungen an den öffentlichen Sektor Griechenlands, die auf Basis des letztlichen Risikoträgers ausgewiesen sind.

Quelle: Konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ (auf Basis des letztlichen Risikoträgers).

Grafik 4

Auslandsforderungen der BIZ-Berichtsbanken an den öffentlichen Sektor der GIIPS-Länder und der USA

Die jüngsten Entwicklungen der öffentlichen Finanzen in einer Reihe von Ländern des Euro-Raums (Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien – im folgenden GIIPS genannt) sowie in den USA haben Interesse an Informationen zum jeweiligen Anteil der Auslandsportfolios geweckt, den die wichtigsten Bankensysteme in den öffentlichen Sektor dieser Länder investiert haben. Anhand der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ auf Basis des letztlich Risikoträgers lässt sich dieser Anteil quantifizieren (Grafik 5 oben) und über mehrere Jahre zurückverfolgen (Grafik 5 Mitte und unten). Dabei gibt es mehrere Auffälligkeiten.

Erstens war Ende des ersten Quartals 2011 ein deutliches geografisches Muster bei den jeweiligen Forderungsbeständen der BIZ-Berichtsbanken gegenüber dem öffentlichen Sektor der GIIPS-Länder und der USA zu erkennen (Grafik 5 oben): Die Bankensysteme, bei denen der Anteil der Auslandsforderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor der GIIPS-Länder am höchsten war, gehörten alle zum Euro-Raum (Belgien, Frankreich, Deutschland und Irland). Umgekehrt waren die Bankensysteme, deren Auslandsportfolios den höchsten Anteil an Forderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor der USA aufwiesen, alle ausserhalb des Euro-Raums zu finden (Kanada, Japan, Schweiz und Vereinigtes Königreich). Die Tatsache, dass die Banken des Euro-Raums tendenziell stärker in öffentlichen Schuldtiteln der GIIPS-Länder engagiert sind als die Banken der übrigen Welt, ist keine Überraschung. Dies lässt sich durch verschiedene Faktoren wie etwa Überlegungen zum Währungsrisiko, institutionelle Rahmenbedingungen, aufsichtsrechtliche Anforderungen und Informationsasymmetrien erklären. Überraschender ist, dass bei den Banken des Euro-Raums der Anteil der Auslandsforderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor der USA tendenziell deutlich geringer ist als bei Banken der übrigen Welt.

Zweitens hatte keines der wichtigsten Bankensysteme erhebliche Teile seines Auslandsportfolios im öffentlichen Sektor sowohl der USA als auch der GIIPS-Länder angelegt (d.h. kein Bankensystem befand sich im rechten oberen Quadranten des oberen Feldes von Grafik 5). Zum Beispiel war der Anteil der Auslandsforderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor der GIIPS-Länder bei belgischen, französischen und deutschen Banken relativ hoch (6,6%, 5,0% bzw. 3,4%), aber ihr Engagement gegenüber dem öffentlichen Sektor der USA war deutlich niedriger (3,3%, 2,9% bzw. 0,8%). Umgekehrt war zwar der Anteil der Forderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor der USA in den Auslandsportfolios kanadischer und japanischer Banken recht hoch (20% bzw. 15%), doch wiesen diese zwei Bankensysteme nur ein sehr geringes Engagement gegenüber dem öffentlichen Sektor der GIIPS-Länder auf (0,7% bzw. 1,6%). Bei Schweizer und britischen Banken war dies ähnlich.

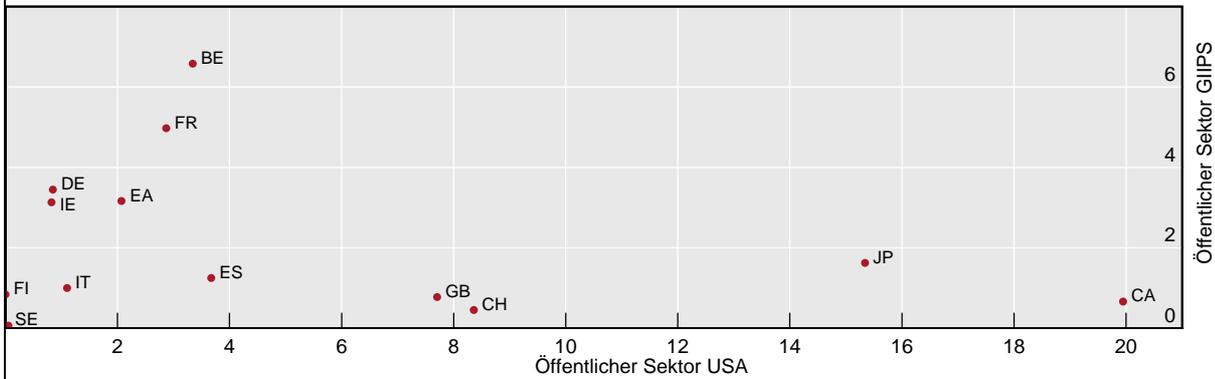
Drittens lässt sich die Entwicklung der gegenüber dem öffentlichen Sektor der USA und der GIIPS-Länder bestehenden Anteile der Auslandsportfolios der an die BIZ berichtenden Banken während der letzten vier Jahre in zwei Phasen

Erhebliche Unterschiede zwischen den Banken des Euro-Raums und den Banken der übrigen Länder beim Engagement gegenüber dem öffentlichen Sektor anderer Länder

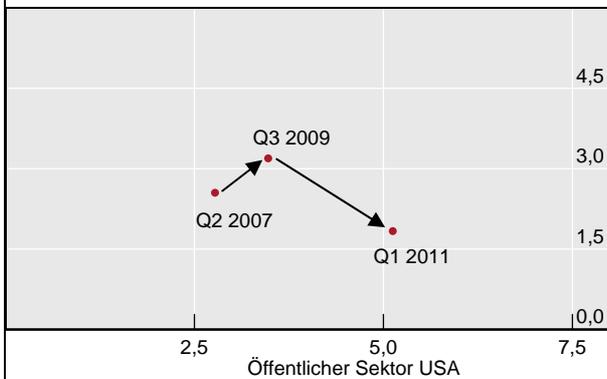
Konsolidierte Auslandsforderungen an den öffentlichen Sektor der GIIPS-Länder¹ und der USA

Nach Nationalität der Bank; Anteil an den gesamten Auslandsforderungen der Berichtsbanken in Prozent

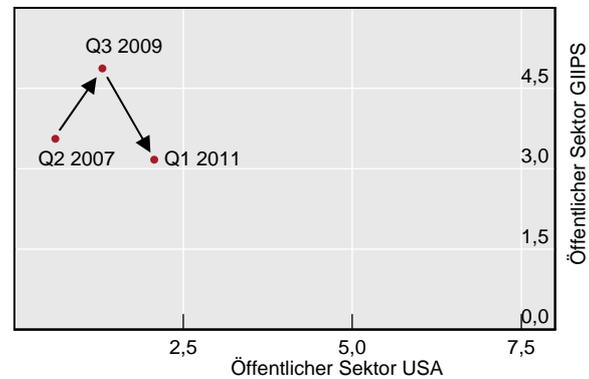
Stand 1. Quartal 2011



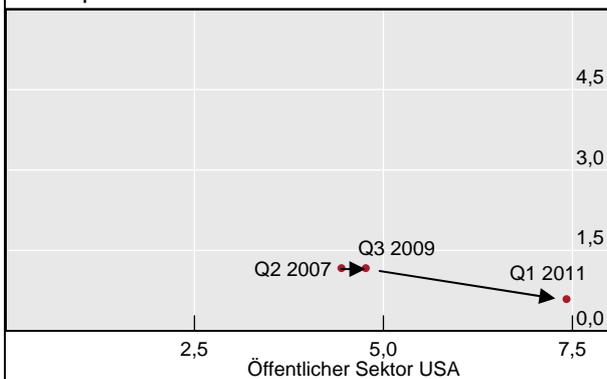
Sämtliche Berichtsbanken



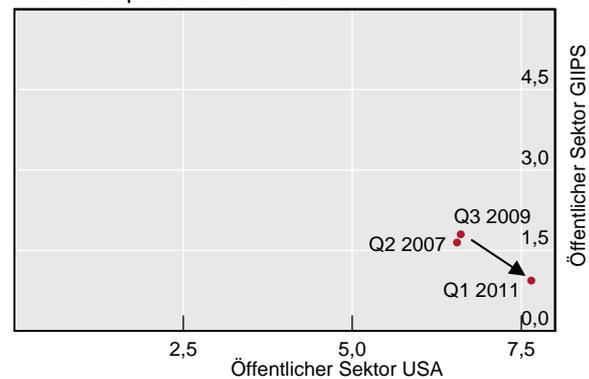
Banken des Euro-Raums



Europäische Banken ausserhalb des Euro-Raums



Nicht europäische Banken



BE = Belgien; CA = Kanada; CH = Schweiz; DE = Deutschland; EA = Euro-Raum; ES = Spanien; FI = Finnland; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; IE = Irland; IT = Italien; JP = Japan; SE = Schweden; US = USA.

¹ GIIPS = Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien. Nicht berücksichtigt sind Forderungen von Banken mit Hauptsitz in Irland, Italien und Spanien gegenüber dem öffentlichen Sektor in ihrem jeweiligen Land, da es sich dabei nicht um Auslandsforderungen handelt.

Quelle: Konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ (auf Basis des letzten Risikoträgers).

Grafik 5

unterteilen (Grafik 5 Mitte links). In der ersten Phase – vom Ausbruch der weltweiten Finanzkrise im dritten Quartal 2007 bis zum dritten Quartal 2009 – erhöhten die international tätigen Banken den Portfolioanteil der Forderungen an den öffentlichen Sektor sowohl der USA als auch der GIIPS-Länder (von

2,5% auf 3,2% bzw. von 2,8% auf 3,5%).⁸ In diesen Erhöhungen spiegelte sich die weltweite Verschiebung in den Auslandsportfolios der BIZ-Berichtsbanken zugunsten des öffentlichen Sektors wider. Über den genannten Zeitraum stieg der Anteil der entsprechenden Forderungen an den aggregierten Auslandsforderungen von 14,5% auf 18,5%. Die zweite Phase beginnt im vierten Quartal 2009 mit dem Auftauchen ernsthafterer Hinweise auf Probleme in den öffentlichen Haushalten des Euro-Raums und endet im ersten Quartal 2011, dem Quartal mit den neuesten verfügbaren Daten. In diesem Zeitraum stieg der Anteil der Forderungen an den öffentlichen Sektor der USA weiter an (von 3,5% auf 5,1%), während der Anteil der Forderungen an den öffentlichen Sektor der GIIPS-Länder von 3,2% auf 1,8% schrumpfte – ein Niveau, das wesentlich niedriger war als bei Ausbruch der Finanzkrise. Gleichzeitig nahm der weltweite Anteil der Auslandsforderungen an den öffentlichen Sektor weiter zu (von 18,5% auf 19,8%), wenn auch deutlich langsamer als in der ersten Phase.

Viertens unterschieden sich die Allokationen der Banken des Euro-Raums gegenüber dem öffentlichen Sektor bereits zu Beginn der Finanzkrise deutlich von denen anderer Banken der Welt. Mitte 2007 hatten die Banken des Euro-Raums 3,6% ihrer gesamten Auslandsforderungen im öffentlichen Sektor der GIIPS-Länder angelegt, aber nur 0,6% im öffentlichen Sektor der USA (Grafik 5 Mitte rechts). Dagegen waren europäische Banken ausserhalb des Euro-Raums (Grafik 5 links unten) und nicht europäische Banken (Grafik 5 rechts unten) weit weniger im öffentlichen Sektor der GIIPS-Länder engagiert (1,2% bzw. 1,7%), während der Anteil ihres Engagements gegenüber dem öffentlichen Sektor der USA deutlich höher lag (4,4% bzw. 6,6%).

Fünftens schliesslich entwickelten sich die Auslandsportfolios der Banken des Euro-Raums gegenüber dem öffentlichen Sektor in der ersten der oben genannten zwei Phasen anders als die Auslandsportfolios von Banken der übrigen Welt, während sie sich in der zweiten Phase ungefähr in die gleiche Richtung bewegten (Grafik 5 Mitte rechts sowie unten). Vom Ende des zweiten Quartals 2007 bis zum Ende des dritten Quartals 2009 erhöhten die Banken des Euro-Raums die Anteile der Forderungen an den öffentlichen Sektor sowohl der GIIPS-Länder (von 3,6% auf 4,9%) als auch der USA (von 0,6% auf 1,3%) in ihren Auslandsportfolios erheblich. Dagegen veränderten sich die jeweiligen Anteile bei den europäischen Banken ausserhalb des Euro-Raums und bei den nicht europäischen Banken im gleichen Zeitraum sehr wenig. In der zweiten Phase meldeten dann alle drei Bankengruppen einen kräftigen Rückgang der Anteile der Forderungen an den öffentlichen Sektor der GIIPS-Länder und eine erhebliche Zunahme der Anteile der Forderungen an den öffentlichen Sektor der USA in ihren jeweiligen Auslandsportfolios.

⁸ Es ist zwar möglich, dass darin teilweise Wechselkursschwankungen innerhalb dieses Zeitraums zum Ausdruck kommen. Wie Schätzungen für ein breites Spektrum von Annahmen jedoch zeigen, haben sie die genannten Entwicklungen nicht massgeblich bestimmt.

Der Absatz internationaler Schuldtitel im zweiten Quartal 2011⁹

Absatz internationaler Schuldtitel rückläufig ...

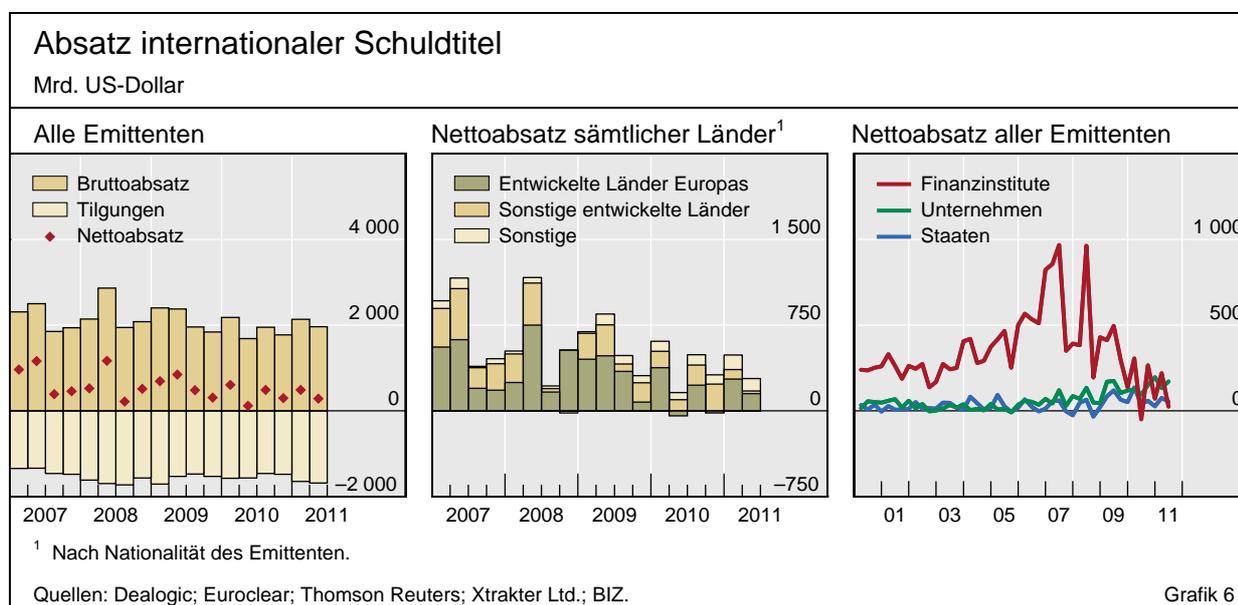
Das Geschäft am Primärmarkt für internationale Schuldtitel nahm im *zweiten Quartal 2011* ab (Grafik 6 links). Der weltweite Bruttoabsatz abgeschlossener Emissionen betrug \$ 1 965 Mrd., 8% weniger als im Vorquartal. Der Nettoabsatz verringerte sich bei stabilen Tilgungen auf \$ 283 Mrd., nachdem er im ersten Quartal noch bei \$ 489 Mrd. gelegen hatte.

... hauptsächlich wegen geringerer US-Emissions-tätigkeit

Der Rückgang des weltweiten Absatzes war hauptsächlich auf die geringe Emissionstätigkeit von Schuldner in den USA zurückzuführen. Im zweiten Quartal 2011 nahmen US-Schuldner nur \$ 1 Mrd. am internationalen Schuldtitelmarkt auf, während sie vom ersten Quartal 2004 bis zum ersten Quartal 2011 noch durchschnittlich \$ 142 Mrd. je Quartal abgesetzt hatten.¹⁰ Schuldner in anderen entwickelten Volkswirtschaften ausserhalb Europas setzten netto internationale Schuldtitel in Höhe von \$ 22 Mrd. ab. Dies stand im Gegensatz zu der kräftigen Emissionstätigkeit europäischer Schuldner, die am Markt netto Schuldtitel in Höhe von \$ 151 Mrd. absetzten (etwas mehr als die Hälfte des weltweiten Absatzes). Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften, internationale Organisationen und Schuldner an den Offshore-Finanzplätzen setzten netto \$ 70 Mrd., \$ 34 Mrd. bzw. \$ 6 Mrd. ab.

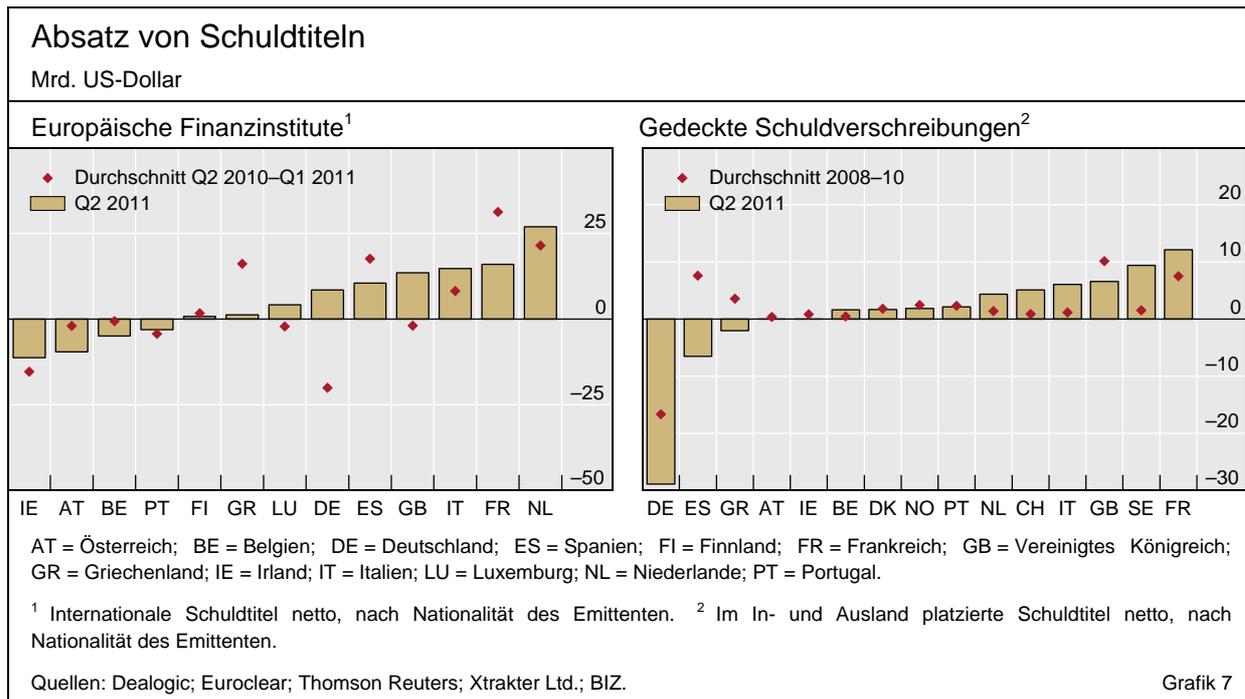
Absatz von Nichtfinanzunternehmen höher als von Finanzinstituten

Der Schuldtitelabsatz von Nichtfinanzunternehmen übertraf den von Finanzinstituten, womit sich der seit Ende 2008 bestehende Trend fortsetzte. Nach Tilgungen nahmen Nichtfinanzunternehmen \$ 172 Mrd. auf, während beim Absatz der Finanzinstitute mit \$ 25 Mrd. der zweitniedrigste Wert seit



⁹ Anfragen zur Statistik über den Absatz internationaler Schuldtitel sind an Andreas Schimpf zu richten.

¹⁰ Allerdings ist der inländische Schuldtitelmarkt für US-Schuldner wichtiger; er ist weitaus grösser als das hier dargestellte internationale Marktsegment. Im ersten Quartal 2011 (auf das sich die neuesten verfügbaren BIZ-Daten zum inländischen Schuldtitelmarkt beziehen) war der aggregierte Absatz von US-Schuldtiteln am Inlandsmarkt noch ziemlich robust, was hauptsächlich auf die Emissionstätigkeit des Staates und des Unternehmenssektors zurückzuführen war (s. Bestandsveränderungen, Tabellen 16A und 16B im Statistischen Anhang).



2000 registriert wurde. Die niedrige Mittelaufnahme durch die Finanzinstitute ergab sich in erster Linie aus Nettotilgungen durch US-Institute (\$ 114 Mrd.) und der rückläufigen Emissionstätigkeit europäischer Finanzinstitute (\$ 81 Mrd. im Vergleich zu \$ 187 Mrd. im ersten Quartal). In Europa verringerten französische Finanzinstitute ihre Mittelaufnahme auf \$ 16 Mrd. gegenüber \$ 97 Mrd. im ersten Quartal. Spanische Finanzinstitute verringerten ihre Emissionstätigkeit ebenfalls und setzten noch Schuldtitel in Höhe von \$ 11 Mrd. ab, im Vergleich zu \$ 47 Mrd. im ersten Quartal. Die Mittelaufnahme niederländischer Finanzinstitute blieb mit \$ 27 Mrd. hoch (Grafik 7 links). Finanzinstitute aus Irland und Österreich tilgten sogar netto Schuldtitel in Höhe von \$ 11 Mrd. bzw. \$ 10 Mrd.

Während des zweiten Quartals schwächte sich das Geschäft am Primärmarkt für gedeckte Schuldverschreibungen ab. Der geschätzte Nettoabsatz von gedeckten Schuldverschreibungen war mit \$ 14 Mrd. etwa ein Drittel niedriger als der Vorquartalswert. Dabei kontrastierte die kräftige Emissionstätigkeit französischer und schwedischer Finanzinstitute (\$ 12 Mrd. bzw. \$ 9 Mrd.) mit den anhaltenden Tilgungen von Pfandbriefen durch deutsche Banken (\$ 29 Mrd.). Spanische Banken tilgten netto ebenfalls Cédulas in Höhe von \$ 7 Mrd., was im Gegensatz zu ihrer kräftigen Emissionstätigkeit während der letzten zwei Jahre stand.

Nichtfinanzunternehmen mit einer Bonitätseinstufung unterhalb Anlagequalität nutzten die fallenden Renditenaufschläge im Marktsegment für Hochzinsanleihen und nahmen Mittel in Rekordhöhe auf. Über weite Strecken des Jahres 2010 war der Absatz in diesem Marktsegment eher niedrig gewesen, bevor er dann ab Anfang 2011 kräftig anstieg (Grafik 8 links).¹¹ Der Netto-

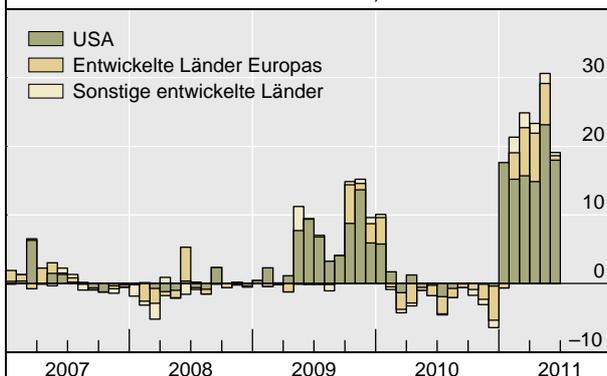
Rückläufiges Geschäft bei gedeckten Schuldverschreibungen

Rekordabsatz von Hochzinsanleihen im ersten und zweiten Quartal

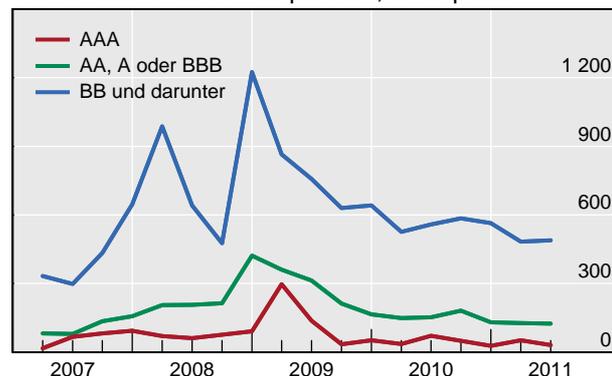
¹¹ Zwar gingen die durchschnittlichen Renditenaufschläge auf Hochzinsanleihen gegenüber ihren jüngsten Höchstständen im vierten Quartal 2008 deutlich zurück, doch liegen die durchschnittlichen Renditenaufschläge am Primärmarkt weiterhin über den Rekordtiefs, auf

Absatz internationaler Schuldtitel

Absatz von Hochzinsanleihen¹; Mrd. US-Dollar



Durchschnittliche Kreditspreads²; Basispunkte



¹ Nettoabsatz von Nichtfinanzunternehmen, nach Nationalität des Emittenten. ² Gewichteter Durchschnitt, Rating zum Zeitpunkt der Emission. Angekündigte Emissionen von Nichtfinanzunternehmen mit Hauptsitz in entwickelten Ländern.

Quellen: Dealogic; BIZ.

Grafik 8

absatz von Schuldtiteln unterhalb Anlagequalität belief sich im zweiten Quartal 2011 auf \$ 73 Mrd. und im ersten Quartal 2011 auf \$ 63 Mrd., im Vergleich zu Nettotilgungen von durchschnittlich \$ 4 Mrd. je Quartal im Jahr 2010. Die kräftige Emissionstätigkeit bei Hochzinsanleihen und die fallenden Renditenaufschläge gingen einher mit einer Belebung des Geschäfts am internationalen Konsortialkreditmarkt, der eine weitere wichtige Refinanzierungsquelle für Unternehmensschuldner ist (s. Kasten 2). Der Grossteil der Emissionstätigkeit bei Hochzinsanleihen entfiel auf Unternehmen mit Hauptsitz in den USA (\$ 56 Mrd. im zweiten Quartal 2011), gefolgt von Unternehmen aus den entwickelten europäischen Volkswirtschaften (\$ 14 Mrd.). Der Absatz von hochverzinslichen Anleihen verlangsamte sich im Juni 2011 und nahm auch im Juli und im August weiter ab.

Börsengehandelte Derivate im zweiten Quartal 2011¹²

Insgesamt leichter Rückgang des Derivatumsatzes und der offenen Positionen

Der Nominalwert der im *zweiten Quartal 2011* gehandelten Zins-, Währungs- und Aktienindexderivate ging auf US-Dollar-Basis gegenüber dem ersten Quartal leicht zurück. Insgesamt fiel das Handelsvolumen um 3%, wobei der Umsatz von Zinsfutures und -optionen abnahm (um 1% bzw. 14%), während der Umsatz von Devisen- und Aktienindexderivaten zunahm (um 5% bzw. 3%). Die ausstehenden Positionen verringerten sich während des Quartals ebenfalls leicht um insgesamt 2%. Der Umsatz von Rohstoffderivaten, gemessen nach der Anzahl der Kontrakte, veränderte sich kaum, während die ausstehenden Positionen um 3% schrumpften.

die sie vor der Finanzkrise im zweiten Quartal 2007 gefallen waren (Grafik 8 rechts). Des Weiteren weisen vorläufige Daten für die ersten beiden Monate des dritten Quartals 2011 darauf hin, dass sich die Renditenaufschläge im Marktsegment für Hochzinsanleihen zuletzt wieder ausgeweitet haben.

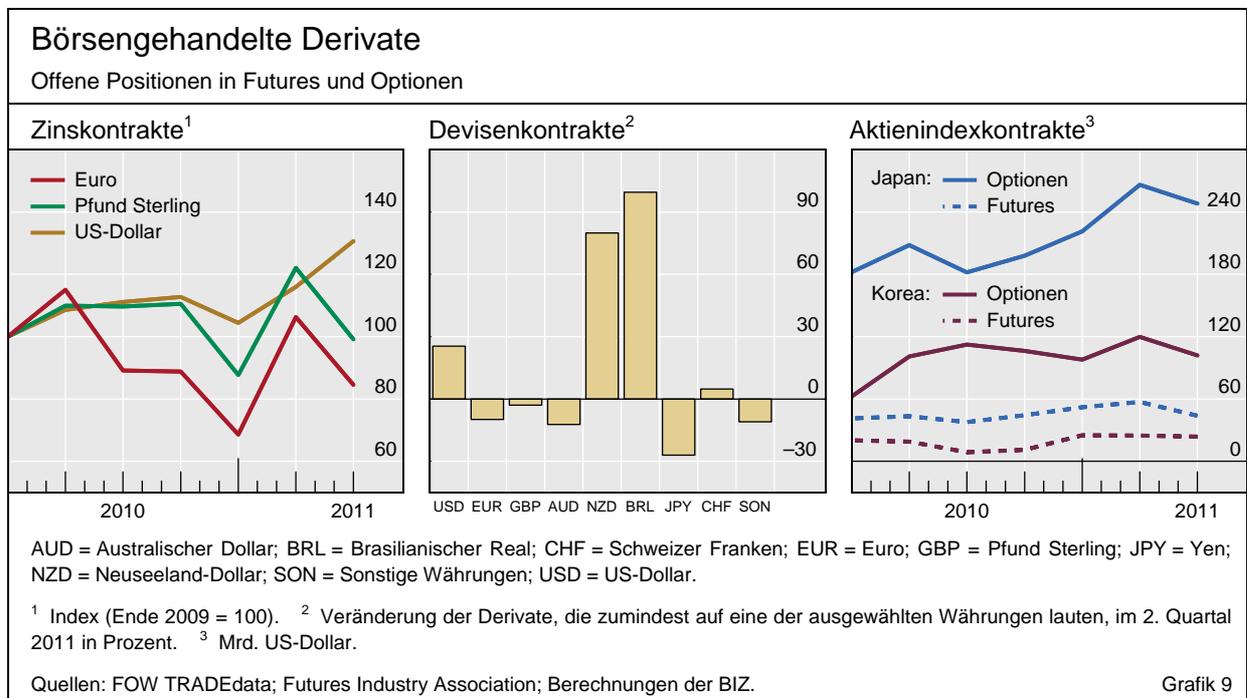
¹² Anfragen zum Geschäft an den Derivatbörsen sind an Nicholas Vause zu richten.

Möglicherweise spiegelt sich im Handel mit Zinsderivaten im zweiten Quartal wider, dass sich die Unsicherheit im Hinblick auf die Zinsentwicklung in einigen wichtigen Währungen verringert hat. Der Umsatz sank insgesamt um 4%, worin ein Rückgang des Handels mit Futures und Optionen auf Euro-Zinssätze (12%) und Pfund-Sterling-Zinssätze (28%) zum Ausdruck kam. Die ausstehenden Positionen von Derivaten auf Euro-Zinssätze und Pfund-Sterling-Zinssätze nahmen ebenfalls ab (um 20% bzw. 19%), während sie bei Derivaten auf US-Dollar-Zinssätze um 13% anstiegen (Grafik 9 links). Dies steht im Einklang mit dem im Laufe des Quartals verzeichneten Rückgang der in den Optionspreisen implizierten Wahrscheinlichkeit von Zinserhöhungen in Euro und besonders in Pfund Sterling, da der Inflationsdruck weltweit nachliess. Dagegen hielten es zu jedem beliebigen Zeitpunkt im Quartal nur wenige Marktteilnehmer für wahrscheinlich, dass die US-Leitzinsen kurzfristig verändert würden. Futures auf Yen-Zinssätze verzeichneten ebenfalls einen Rückgang des Handelsvolumens (28%) und der ausstehenden Positionen (23%). Hierin spiegelt sich möglicherweise eine grössere Gewissheit wider, dass die Zinsen wegen des Erdbebens im März niedrig bleiben würden, um die japanische Konjunktur zu stützen.

Anstieg bei Zinskontrakten in Dollar, jedoch Rückgang in anderen wichtigen Währungen

Auch ein Grossteil des Handels mit Devisenderivaten dürfte durch Zinsentwicklungen verursacht worden sein, und zwar über die Anpassung von synthetischen Carry-Trade-Positionen.¹³ Zum Beispiel sind die kurzfristigen Zinssätze in brasilianischen Real gestiegen, als die brasilianische Zentralbank während des zweiten Quartals ihre Leitzinsen von 11,75% auf 12,25% erhöhte,

Handel mit Kontrakten auf den brasilianischen Real führt zu Anstieg bei Devisenderivaten



¹³ Beispielsweise handelt es sich bei einem USD/BRL-Terminkontrakt um ein synthetisches Carry-Trade-Geschäft, da es den gleichen Zahlungsstrom auslöst wie ein traditionelles Carry-Trade-Geschäft, bei dem USD geliehen, zum aktuellen Wechselkurs in BRL getauscht und dann für die Dauer des Terminkontraktes in BRL angelegt werden.

nachdem sie sie bereits gegen Ende des ersten Quartals um 50 Basispunkte angehoben hatte. Hierdurch erhöhte sich der Abstand zum US-Leitzinssatz auf 12 Prozentpunkte. Mit Devisenderivaten lässt sich darauf spekulieren, dass solche Zinsdifferenzen nicht durch Wechselkursbewegungen kompensiert werden. Im zweiten Quartal verdoppelten sich die offenen Positionen in Devisenkontrakten auf den brasilianischen Real nahezu (Grafik 9 Mitte), wodurch sich ihr Anteil an den gesamten Devisenderivativpositionen von 14% auf 23% erhöhte. Die offenen Positionen in Devisenkontrakten auf den Neuseeland-Dollar stiegen ebenfalls kräftig an, allerdings ausgehend von einer viel niedrigeren Basis.

Koreanischer
Optionshandel
verursacht
Rückgang bei
Aktienindex-
kontrakten

Im zweiten Quartal nahm der Handel mit Aktienindexderivaten moderat zu, was auf das kräftige Umsatzwachstum am koreanischen Optionsmarkt um 18% zurückzuführen war, aufgrund dessen sich der Anteil koreanischer Optionen am gesamten Umsatz von Aktienindexkontrakten von 31% im Vorquartal auf 36% erhöhte. Die Handelsgeschäfte bewirkten einen Rückgang der ausstehenden koreanischen Optionspositionen um 15%, was neben dem Rückgang der ausstehenden japanischen Futures und Optionen (23% bzw. 7%) zur Gesamtabnahme der offenen Positionen in Aktienindexderivaten um 2% beitrug (Grafik 9 rechts). Die offenen Positionen in nordamerikanischen und europäischen Aktienindexkontrakten veränderten sich kaum (-1% bzw. +3%).

Rückgang der
offenen Positionen
in einigen Rohstoff-
derivaten im Mai,
als die Preise
einbrachen

Umsatz und offene Positionen bei Rohstoffderivaten entwickelten sich in den verschiedenen Marktsegmenten unterschiedlich. Im zweiten Quartal erhöhte sich der Handel mit Edelmetall-Futures um 13%, während die offenen Positionen um 6% wuchsen, und zwar möglicherweise weil Anleger aus Sorge über das Ausfallrisiko von Staaten und das Inflationsrisiko in sichere Anlagen flüchteten. Dies steht auch im Einklang mit den Daten der Commodity Futures Trading Commission (CFTC), die zeigen, dass institutionelle Spekulanten („non-commercial traders“), wie etwa Vermögensverwalter, ihre Netto-Long-Positionen in Goldfutures im Laufe des Quartals erhöhten. Dieser im zweiten Quartal beobachtete Gesamtanstieg der offenen Positionen in Edelmetallderivaten wurde jedoch im Mai durch einen scharfen Rückgang unterbrochen, da die Silberpreise zu Beginn des Monats einbrachen. Ebenfalls im Mai, gleichzeitig mit einer Korrektur der Ölpreise, gingen die ausstehenden Positionen in Energiefutures und -optionen zurück (um 2% bzw. 4%), obwohl sich die Positionen in Energiederivaten über das gesamte Quartal gesehen kaum veränderten. Der Handel mit Derivaten auf Agrarprodukte nahm um 4% zu, während die offenen Positionen um etwa 11% zurückgingen. Möglicherweise hielten sowohl Produzenten als auch Verbraucher es für weniger notwendig, Absicherungspositionen zu halten, da sich die Preise für Agrarprodukte nach einem viele Monate andauernden Anstieg gegen Ende des ersten Quartals stabilisierten. Dies steht auch im Einklang mit den CFTC-Daten, die niedrigere Risikoabsicherungspositionen in Mais- und Weizenfutures zeigen.

Kasten 1: Die Beziehung zwischen „gewährten Garantien“ und verkauften CDS

Stefan Avdjiev

In letzter Zeit ist verstärkt die Frage in den Vordergrund gerückt, inwiefern die in der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ auf Basis des letztlich Risikoträgers ausgewiesenen „gewährten Garantien“^① als Näherungswert für die *Credit-Default-Swap-Engagements* (CDS-Engagements) verschiedener Bankensysteme gegenüber einzelnen Ländern herangezogen werden können. Bei einer solchen Approximation sind einige wichtige Einschränkungen zu berücksichtigen.

Erstens werden die Eventualverbindlichkeiten von Sicherungsgebern in Kreditderivatengeschäften zwar unter der Kategorie „gewährte Garantien“ erfasst, sie sind aber nicht deren einziger Posten. Vielmehr umfasst diese Kategorie neben den von den BIZ-Berichtsbanken verkauften CDS-Kontrakten auch besicherte Anleihen, Bietungs-, Leistungs- und Erfüllungsgarantien, bestätigte Dokumentenakkreditive, unwiderrufliche Akkreditive, Garantieakkreditive, Akzente und Indossamente. Deshalb bedeutet etwa die Tatsache, dass sich die von US-Banken an Griechenland gewährten Garantien Ende des ersten Quartals 2011 auf \$ 37 Mrd. beliefen (Tabelle 9E im Statistischen Anhang der BIZ), nicht, dass diese Banken für \$37 Mrd. CDS auf griechische Schuldner verkauft hätten.

Zweitens werden CDS-Kontrakte nicht nur von Banken gehandelt. Auch andere Finanzinstitute wie Versicherungsgesellschaften und Hedge-Fonds sind am CDS-Markt aktiv. Folglich werden nicht alle CDS auf Schuldner in einem bestimmten Land in der konsolidierten BIZ-Bankgeschäftsstatistik als „gewährte Garantien“ erfasst. Deshalb wäre es auch falsch, das im obigen Beispiel genannte Garantieengagement der US-Banken in Griechenland in Höhe von \$ 37 Mrd. als Obergrenze für den Gesamtbetrag aller von US-Instituten auf griechische Schuldner abgeschlossenen CDS anzusetzen.

Drittens werden verkaufte CDS in der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ unter den „gewährten Garantien“ zum *Nominalwert* und nicht zum Zeitwert ausgewiesen. Zur Veranschaulichung sei angenommen, dass eine französische Bank an ein spanisches Kreditinstitut einen CDS auf griechische Staatsanleihen in Höhe von \$ 1 Mrd. verkauft, der zum Zeitpunkt der Meldung aus Sicht des Verkäufers (d.h. der französischen Bank) einen positiven Zeitwert von \$ 100 Mio. hat. Nach dem *Leitfaden zur konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ* jedoch müsste die französische Bank in ihrer Meldung unter „gewährte Garantien“ eine Garantie an Griechenland in Höhe von \$ 1 Mrd. (dem *Nominalwert* des verkauften CDS) ausweisen.

Viertens werden verkaufte CDS in der Kategorie „gewährte Garantien“ der konsolidierten BIZ-Bankgeschäftsstatistik in der Regel *brutto (nicht netto)* ausgewiesen. Als Beispiel diene erneut die französische Bank, die einem spanischen Kreditinstitut einen CDS auf griechische Staatsanleihen in Höhe von \$ 1 Mrd. verkauft, nun aber gleichzeitig von einer italienischen Bank einen CDS auf dieselben Papiere erwirbt. Wären dies die einzigen zwei Transaktionen der französischen Bank im Berichtszeitraum, müsste sie unter „gewährte Garantien“ die Garantie an Griechenland in Höhe von \$ 1 Mrd. (dem *Bruttonominalwert* des verkauften CDS) ausweisen, obwohl sie auf denselben Kontrakt auch einen CDS von einem Dritten erworben hat (in diesem Beispiel von der italienischen Bank).

Fünftens schliesslich werden CDS, die von Banken gekauft werden, *nicht* in der Kategorie „gewährte Garantien“ ausgewiesen. Ihre Erfassung in der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ hängt davon ab, ob die Berichtsbank, die den CDS erwirbt, auch im Besitz des zugrundeliegenden Wertpapiers ist. Hätte der CDS-Kontrakt, den die französische Bank im obigen Beispiel von der italienischen Bank erwirbt, aus Sicht des Käufers (d.h. der französischen Bank) einen positiven Zeitwert von \$ 100 Mio., müsste die französische Bank, wenn sie nicht im Besitz des Basisinstruments wäre, ein Derivatengagement in Höhe von \$ 100 Mio. (dem *positiven Zeitwert* des erworbenen CDS) gegenüber Italien melden. Wäre sie dagegen im Besitz des Basisinstruments, müsste sie einen Risikotransfer in Höhe von \$ 1 Mrd. vom griechischen Staatssektor auf den italienischen Bankensektor melden. (Auf Basis des unmittelbaren Kreditnehmers würde die französische Bank also Auslandsforderungen an den öffentlichen Sektor Griechenlands in Höhe von \$ 1 Mrd. melden, während sie auf Basis des letztlich Risikoträgers Auslandsforderungen an den italienischen Bankensektor in selber Höhe ausweisen würde.)

^① Im *Leitfaden zur konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ* werden Garantien definiert als Eventualverbindlichkeiten, die sich aus unwiderruflichen Zahlungsverpflichtungen gegenüber Drittbegünstigten im Falle der Nichterfüllung vertraglicher Verpflichtungen durch Kunden ergeben.

Kasten 2: Sind die Kreditgeber am Konsortialkreditmarkt unvorsichtig geworden? Erkenntnisse aus dem Einsatz von Kreditauflagen

Blaise Gadanecz

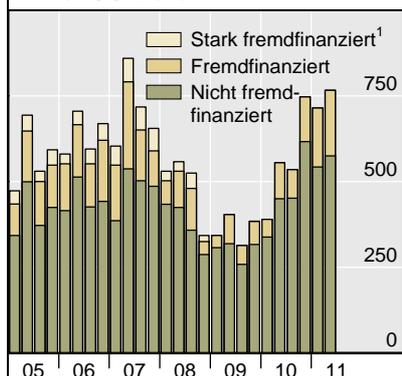
Der Konsortialkreditmarkt, der für Unternehmensschuldner eine sehr bedeutende Finanzierungsquelle darstellt, hat sich von seinem Kollaps während der Finanzkrise erholt. Anfang 2011 waren wieder fast zu denselben Konditionen Finanzierungsmittel verfügbar wie vor der Krise.

Die Neuabschlüsse von Konsortialkrediten, die im Gefolge der Finanzkrise einen absoluten Tiefstand erreicht hatten, haben sich deutlich erholt und sind von \$ 314 Mrd. im dritten Quartal 2009 auf \$ 766 Mrd. im zweiten Quartal 2011 gestiegen (Grafik A links). Dabei dienten im zweiten Quartal 2011 \$ 405 Mrd. (bzw. 53% des Gesamtvolumens) Anschlussfinanzierungen, da die Kreditnehmer bemüht waren, Fazilitäten zu ersetzen, die sie während der Krise zu weniger günstigen Konditionen eingeholt hatten. Auch die Vergabe sog. Leveraged Loans[®], die zuvor massiv eingebrochen war, hat erneut angezogen. Viele grosse Banken vergeben inzwischen wieder Kredite, da Liquiditätsspritzen und Rettungsmassnahmen zur Linderung von Finanzierungsengpässen und zur Bilanzkonsolidierung der Banken beigetragen haben. Die Sekundärmärkte haben sich ebenfalls wieder belebt, was darauf hindeutet, dass die Investoren gewillt sind, in grösserem Umfang Kreditengagements einzugehen.

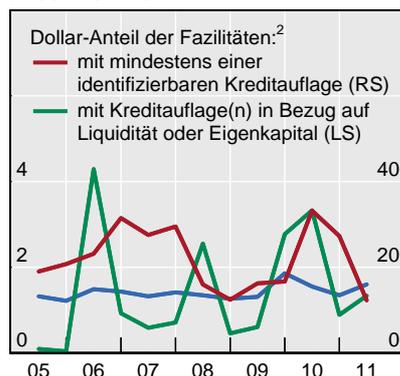
Konsortialkreditgeschäft 2005–11

Zeichnungen und Kreditauflagen

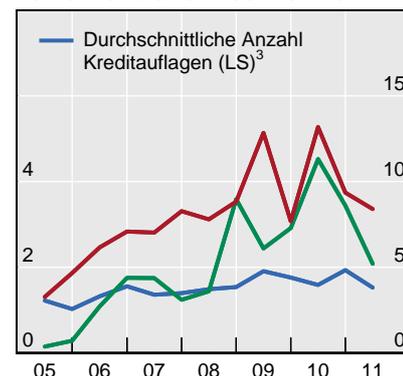
Zeichnungsvolumen weltweit in Mrd. US-Dollar



Kreditauflagen für fremdfinanzierte Kreditnehmer



Kreditauflagen für nicht fremdfinanzierte Kreditnehmer



¹ Dealogic Loan Analytics unterscheidet bei nach 2008 zustande gekommenen Konsortialkrediten nicht zwischen „stark fremdfinanzierten“ und „fremdfinanzierten“ Kreditnehmern. Seit 2009 werden Kredite entweder als „fremdfinanziert“ oder als „nicht fremdfinanziert“ gemeldet. Die frühere Kategorie „stark fremdfinanziert“ galt für Fazilitäten mit Spreads über einer bestimmten Referenzgrösse. ² Prozent. ³ Gewichtet nach Grösse der Fazilität; nur Fazilitäten mit mindestens einer Kreditaufgabe.

Quelle: Dealogic Loan Analytics.

Grafik A

Eine Reihe von Messgrössen lassen den Schluss zu, dass sich die Finanzierungsbedingungen am Konsortialkreditmarkt seit 2009 gelockert haben und wieder weitgehend den Konditionen entsprechen, die ab den frühen 2000er Jahren bis zum Ausbruch der Krise vorherrschten, oder sogar günstiger sind.

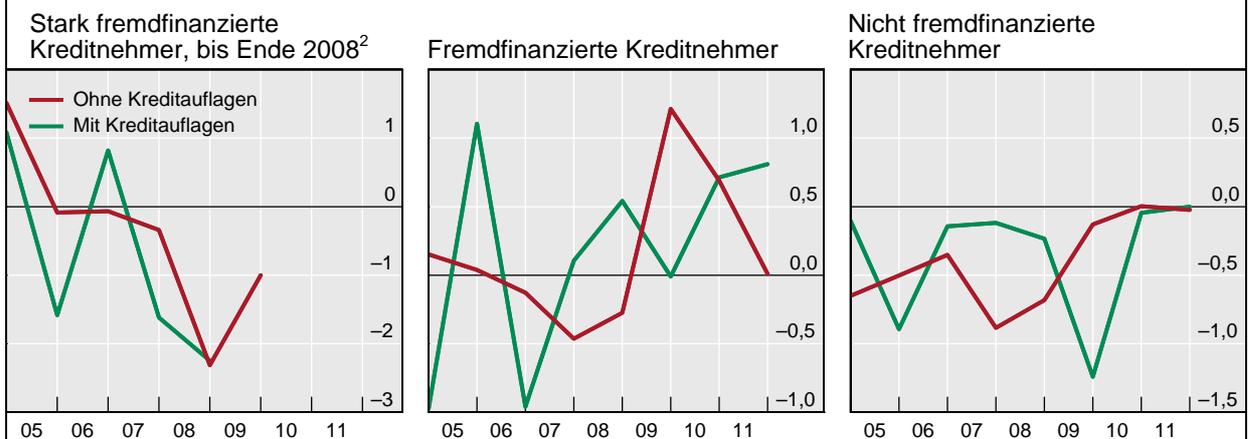
Zum einen haben sich die Aufschläge gegenüber dem LIBOR verringert, die Laufzeiten im Durchschnitt verlängert und die Fazilitätsumfänge erhöht. Darüber hinaus ist der Dollar-Anteil besicherter Tranchen leicht gesunken. Im zweiten Quartal 2011 zahlten Unternehmen mit hoher Fremdfinanzierung weltweit einen durchschnittlichen (nach Tranchengrösse gewichteten) Aufschlag von 339 Basispunkten auf den LIBOR, nicht fremdfinanzierte Kreditnehmer einen Aufschlag von 144 Basispunkten. Damit liegen die Aufschläge nach wie vor 100-150 Basispunkte über den ausserordentlichen Tiefständen vor Ausbruch der Krise, sind aber nur noch etwa halb so hoch wie die Spitzenwerte während der Krise. Diese Trends sind über verschiedene Fremdfinanzierungsgrade, Währungen, Ratingkategorien und Regionen hinweg klar zu beobachten.

Zum anderen entfällt ein wachsender Anteil der Neugeschäfte auf sog. Covenant-lite-Fazilitäten. Als „covenants“ bezeichnet man vertragliche Nebenbestimmungen, die den Kreditgeber berechtigen, Konventionalstrafen (z.B. Aufschläge auf den Spread) zu verlangen oder den Kreditbetrag vorzeitig fällig zu stellen, wenn der Kreditnehmer auf eine Weise handelt, die die Werthaltigkeit der Sicherheit mindern könnte (z.B. Verkauf oder Übertragung von Vermögenswerten), oder Verpflichtungen nicht einhält (z.B. fristgerechte Zahlung oder festgelegte Mindestwerte für bestimmte Finanzkennzahlen). Bei einer Covenant-lite-Fazilität verzichtet der Kreditgeber auf diese Kreditaufgaben, sodass er schlechter geschützt ist, wenn der Kreditnehmer in finanzielle Schwierigkeiten gerät. Da die Kreditaufgaben sehr unterschiedlich ausgestaltet sein können, ist es nicht einfach, sie in einer einzigen Messgrösse zu erfassen. Unter Rückgriff auf die Fachliteratur lassen sich jedoch einige Indikatoren für die Ausgestaltung von Kreditaufgaben erstellen: der Anteil der Fazilitäten mit mindestens einer identifizierbaren Kreditaufgabe in Prozent des Gesamtwerts aller Fazilitäten in Dollar (Grafik A Mitte und rechts, rote Linien), die durchschnittliche Anzahl unterschiedlicher finanzieller Kreditaufgaben pro Fazilität[®] (für Fazilitäten mit mindestens einer Kreditaufgabe; blaue Linien) und der Dollar-Anteil der Fazilitäten mit mindestens einer Kreditaufgabe, die einen Mindestwert für die Liquidität[®], das Eigenkapital oder den Substanzwert des Kreditnehmers vorgibt (grüne Linien).[®] Diese Indikatoren weisen zugegebenermassen ein recht hohes Mass an „Rauschen“ auf und unterliegen im Jahresverlauf starken Schwankungen, vor allem in Krisenphasen, wenn die Emission verhalten ist. Gleichwohl weisen alle drei Indikatoren auf einen rückläufigen Einsatz von Kreditaufgaben in den vergangenen Quartalen hin – entsprechend dem kontinuierlich sinkenden Einsatz der Auflagen in den Jahren vor der Krise und im Gegensatz zum verstärkten Einsatz von 2008 bis 2010. Diese Entwicklung war über verschiedene Regionen und Fremdfinanzierungsgrade hinweg zu beobachten.

Unternehmen, denen um den Höhepunkt der Krise herum Covenant-lite-Fazilitäten gewährt wurden, haben (bislang) recht gut abgeschnitten. Grafik B zeigt, dass sich seit 2009 die Bonitätseinstufungen von Kreditnehmern, die Fazilitäten ohne Kreditaufgaben gezeichnet haben (rote Linien), ab Zeichnungsdatum besser entwickelt haben als die Ratings von Kreditnehmern, die Kredite mit Kreditaufgaben abgeschlossen haben (grüne Linien). Fremdfinanzierte Unternehmen mit Covenant-lites wurden häufiger heraufgestuft, nicht fremdfinanzierte Unternehmen mit Covenant-lites seltener herabgestuft. In letzter Zeit ist es jedoch zu einer allmählichen Umkehr dieses Trends gekommen, sodass die Lage nun eher der Situation vor der Krise, d.h. von 2000 bis 2007/08, entspricht; damals hatten Covenant-lites schlechter abgeschnitten als Fazilitäten mit Kreditaufgaben. Obwohl solche Vergleiche mit Vorsicht zu interpretieren sind, lässt sich der Schluss ziehen, dass sich Kreditgeber in Krisenzeiten beim Verzicht auf Kreditaufgaben eher zugunsten

Rating-Performance nach Zeichnung der Fazilität¹

Durchschnittliche Veränderung der Kreditnehmerratings seit Zeichnungsdatum



¹ Durchschnittliche Veränderung der Ratings der Kreditnehmer (gewichtet nach Grösse der Tranche) ab Datum der Zeichnung der Fazilität bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt in Stufen. Minus 2 beispielsweise bedeutet eine durchschnittliche Herabsetzung des Ratings um zwei Stufen (z.B. von B+ auf B-) in der Zeit vom Zeichnungsdatum bis heute. ² Siehe Grafik A, Fussnote 1.

Quellen: Dealogic Loan Analytics; Berechnungen des Autors.

Grafik B

besserer Risiken entscheiden dürften. Zudem können Covenant-lite-Strukturen den Kreditnehmern helfen, Phasen finanzieller Schwierigkeiten zu überstehen, da es weniger häufig zu automatisch ausgelösten Ausfällen und Konventionalstrafen kommt.

Insgesamt lassen die oben genannten Ergebnisse den Schluss zu, dass sich die Finanzierungsbedingungen am Markt für Konsortialkredite gegenüber dem Höhepunkt der Krise gelockert haben, wenngleich die Stimmung der Anleger im Juli und August vermutlich zu kippen begann. Was die USA betrifft, steht dies im Einklang mit der Umfrage des Federal Reserve Board zur Kreditvergabepraxis der Banken (Senior Loan Officers Opinion Survey on Bank Lending Practices), derzufolge seit 2009 per saldo ein sinkender Anteil der US-Banken die Kreditkonditionen verschärft bzw. die Spreads für Unternehmens- und Industriekredite erhöht hat.

[Ⓞ] In diesem Kasten wird für Leveraged Loans die Definition von Dealogic Loan Analytics zugrunde gelegt, die jährlich aktualisiert wird. Im Laufe der Zeit haben sich die Kriterien u.a. auf Mindestwerte für den Fremdkapitalanteil und für Kreditspreads, Ratingschwellen sowie den Kreditzweck (insbesondere Leveraged Buyouts) erstreckt. Jeder Kredit wird gemäss der zum Zeitpunkt der Zeichnung geltenden Definition klassifiziert. Eine Neukategorisierung älterer Kredite im Falle einer Definitionsänderung ist nicht möglich. [Ⓞ] Siehe M. Puri und S. Drucker, „On loan sales, loan contracting and lending relationships“, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, Nr. 7, 2009, sowie N. Mora, „Lender exposure and effort in the syndicated loan market“, *Federal Reserve Bank of Kansas City Working Papers*, Nr. RWP 10-12, September 2010. [Ⓞ] Umlaufvermögen geteilt durch kurzfristige Verbindlichkeiten. [Ⓞ] Siehe S. Chava und M. Roberts, „How does financing impact investment? The role of debt covenants“, *Journal of Finance*, Vol. 6, Nr. 5, Oktober 2008; Chava und Roberts geben diesen zwei Arten von Kreditauflagen den Vorzug, da sie den Vorteil haben, dass sie relativ häufig verwendet werden und standardisierten, einheitlichen Rechnungslegungsmethoden unterliegen. Andere Arten von Kreditauflagen, die sich z.B. auf den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) beziehen, sind komplizierter, vor allem da ihnen keine standardisierte Verschuldungsdefinition zugrunde liegt.

Kasten 3: Messung der Kreditengagements der Kontrahenten am Markt für ausserbörslich gehandelte Derivate

Nicholas Vause

Als die Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 das übrige Finanzsystem schwächte, spielten potenzielle Kreditengagements eine zentrale Rolle. Kreditgeber schränkten ihre Kreditvergabe ein, da sie fürchteten, dass ihre Kontrahenten umfangreiche, nicht vollständig abgesicherte Forderungen gegenüber der Investmentbank haben könnten. Solche Forderungen hätten aus bilateralen Derivatengeschäften am ausserbörslichen Markt entstehen können, wo das Gesamtvolumen der eingegangenen Kreditengagements die von den Marktteilnehmern gestellten Sicherheiten bei Weitem überstieg. Die Lücke hat sich seither verkleinert, wodurch dieses spezielle Systemrisiko verringert, wenn auch möglicherweise nicht ganz ausgeräumt wurde. Im vorliegenden Kasten wird anhand der in Tabelle A aufgeführten hypothetischen Engagements erläutert, wie sich die Kreditengagements am Markt für ausserbörslich gehandelte Derivate messen lassen.

Hypothetische Engagements in ausserbörslich gehandelten Derivaten

Partei 1	Partei 2	Positionen	Marktwert		Bruttomarktwert	Bruttokreditengagement
			Partei 1	Partei 2		
Händler A	Händler B	Devisenoption	-10	+10	13	7
		Goldfuture	+3	-3		
		Bilaterale Nettoposition	-7	+7		
		Hereingenommene (+) / gestellte (-) Sicherheiten	-7	+7		
Händler A	Hedge-Fonds	Einzeladressen-CDS	+9	-9	14	4
		CDS auf Basis mehrerer Adressen	-5	+5		
		Bilaterale Nettoposition	+4	-4		
		Hereingenommene (+) / gestellte (-) Sicherheiten	+8	-8		
Händler A	Nichtfinanzunternehmen	Zinsswap	-4	+4	14	6
		Aktienfuture	+10	-10		
		Bilaterale Nettoposition	+6	-6		
		Hereingenommene (+) / gestellte (-) Sicherheiten	0	0		
Insgesamt					41	17

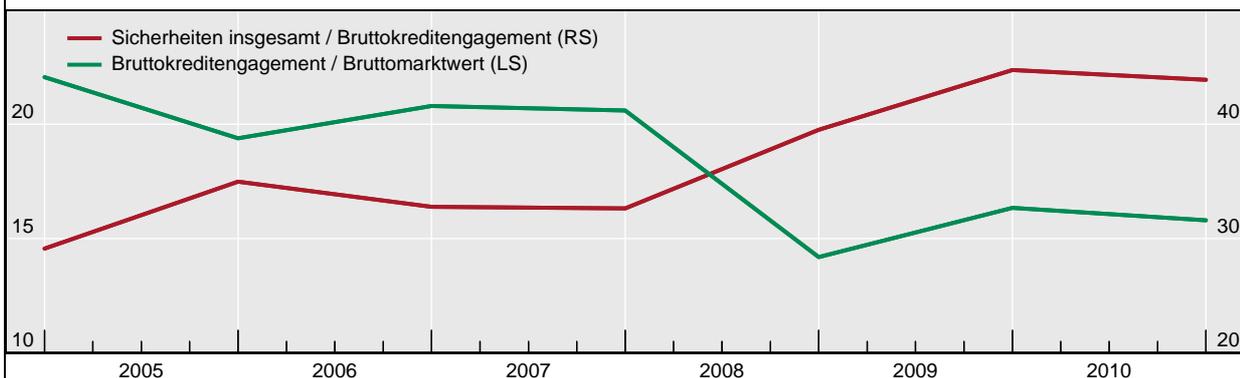
Tabelle A

Durch bilaterales Netting und Besicherung werden die Kreditengagements der beteiligten Kontrahenten verringert.⁹ Händler A und Händler B in Tabelle A sind Kontrahenten einer Devisenoption, die für B einen Marktwert von +10 (und somit für A einen Marktwert von -10) hat. Würde A insolvent, könnte B diesen Betrag vielleicht niemals eintreiben. Somit hat B aufgrund der Devisenoption gegenüber dem Kontrahenten A ein Kreditengagement von 10. Um dieses Kontrahentenrisiko zu neutralisieren, könnte B von A Sicherheiten in Höhe von 10 verlangen, die er realisieren könnte, wenn A seinen vertraglichen Verpflichtungen nicht nachkäme. Allerdings sind die Händler A und B auch Kontrahenten eines Goldfutures, der für A einen Marktwert von +3 (und für B entsprechend -3) hat. Hätten sie eine rechtlich durchsetzbare Nettingvereinbarung, könnten A und B die Marktwerte dieser beiden Positionen aufrechnen. Dadurch würde sich das Engagement zwischen A und B auf eine einzige Forderung von B gegenüber A in Höhe von 7 verringern, und B bräuchte von A nur Sicherheiten im Wert von 7 zu verlangen, um sein aktuelles Kontrahentenrisiko abzusichern. Die Summe der positiven Marktwerte aller in Tabelle A ausgewiesenen Positionen (und entsprechend die Summe der negativen Marktwerte), d.h. der „Bruttomarktwert“, beläuft sich auf 41. Die Summe der positiven (bzw. negativen) Marktwerte nach bilateraler Aufrechnung, d.h. das

„Bruttokreditengagement“, beträgt 17. Aus Grafik A (grüne Linie) wird ersichtlich, dass das Verhältnis des Bruttokreditengagements zum Bruttomarktwert am Markt für ausserbörsliche Derivate in den letzten Jahren und vor allem 2008 rückläufig war. Diese Entwicklung stand mit einer verstärkten Verwendung bilateraler Nettingvereinbarungen im Einklang.[®] Darüber hinaus verdeutlicht Grafik A (rote Linie), dass die Summe der insgesamt hereingenommenen Sicherheiten (und entsprechend die Summe der gestellten Sicherheiten) im Verhältnis zum Bruttokreditengagement gestiegen ist, da sich die Besicherungsraten der Nettopositionen erhöht haben. Die im Zähler dieses Quotienten verwendeten Daten stammen von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA); sie wurden jedoch zum Zwecke des vorliegenden Kastens halbiert, da die ISDA Sicherheiten doppelt erfasst, nämlich einmal als hereingenommen und einmal als gestellt.[®]

Netting und Besicherung am ausserbörslichen Derivatmarkt¹

Prozent



¹ Ausgeklammert im Bruttokreditengagement sind CDS-Beiträge von Berichtsbanken ausserhalb der USA.

Quellen: ISDA; Berechnungen der BIZ.

Grafik A

Eine durchschnittliche Besicherungsrate von 100% liefert keine Gewähr, dass alle bestehenden Kontrahentenrisiken vollständig abgesichert worden sind. Dies hängt damit zusammen, dass Kreditengagements häufig über- bzw. unterbesichert sind, wie dies z.B. bei den in Tabelle A ausgewiesenen Positionen zwischen Händler A und dem Hedge-Fonds bzw. zwischen Händler A und dem Nichtfinanzunternehmen der Fall ist. Kreditgeber können eine Überbesicherung fordern, um sich gegen Verluste aus potenziellen künftigen Engagements zu schützen, die je nach Wertentwicklung der Position erheblich grösser ausfallen könnten als zum gegenwärtigen Zeitpunkt. Dagegen nehmen sie möglicherweise eine Unterbesicherung hin, wenn ihre Kontrahenten Schwierigkeiten bei der Sicherheitenstellung haben oder die Ausfallwahrscheinlichkeit als gering eingeschätzt wird. Daher bietet sich zur Ermittlung der tatsächlichen Absicherungsquote eher eine Deckelung der Sicherheiten jeder einzelnen Position bei 100% an als die Zugrundelegung der durchschnittlichen Besicherungsrate. Auf diese Weise liesse sich nämlich der besicherte Anteil der *aktuellen* Kreditengagements messen. Nur wenn dieser Indikator einen hohen Wert aufwiese, könnte man darauf vertrauen, dass es im Finanzsystem keine grossen unbesicherten Kreditengagements gäbe.

[®] Das Kontrahentenrisiko lässt sich auch durch eine Aufstückelung redundanter Kontrakte auf multilateraler Basis („trade compression“) reduzieren. Siehe dazu beispielsweise N. Vause, „Counterparty risk and contract volumes in the credit default swap market“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2010. [®] Einschliesslich der Übertragung von Positionen gegenüber mehreren ursprünglichen Kontrahenten auf eine viel geringere Anzahl zentraler Gegenparteien; s. Vause (2010), op. cit. [®] Siehe dazu ISDA, *ISDA Margin Survey 2011*, April 2011. In dieser Umfrage wird auch eine aggregierte Besicherungsrate ausgewiesen, die die durchschnittliche Absicherungsquote der von den ISDA-Mitgliedern (darunter die wichtigsten Derivatihändler) im Vorfeld der Besicherung gehaltenen Engagements widerspiegelt. Damit dies für den Gesamtmarkt repräsentativ wäre, müsste jedoch gewährleistet sein, dass Nichtmitglieder zu ähnlichen Raten Sicherheiten für ihre Engagements hereinnehmen (bzw. ISDA-Mitglieder zur selben Rate Sicherheiten stellen, was sich fast identisch auswirken würde).