

Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Finanzstatistiken¹

In Zusammenarbeit mit Zentralbanken und Währungsbehörden in aller Welt erhebt und verbreitet die BIZ Daten zum internationalen Finanzmarktgeschäft. Dieses Kapitel fasst die jüngsten Daten zum internationalen Bankgeschäft und zum ausserbörslichen Derivatgeschäft, verfügbar bis Mitte 2014, zusammen. In einem Kasten wird die sektorale Zusammensetzung der Mittelaufnahme von Nichtfinanzunternehmen aus aufstrebenden Volkswirtschaften im Ausland untersucht.

Wichtigste Erkenntnisse

- Von Ende März bis Ende Juni 2014 weitete sich das internationale Bankgeschäft im zweiten Quartal in Folge aus, wodurch der anhaltende Rückgang der Jahre 2012 und 2013 teilweise ausgeglichen wurde. Die Jahreswachstumsrate der grenzüberschreitenden Forderungen stieg in den 12 Monaten bis Ende Juni 2014 auf 1,2% an und lag damit erstmals seit Ende 2011 wieder im positiven Bereich.
- Die Erholung der grenzüberschreitenden Forderungen der Banken an aufstrebende Volkswirtschaften von dem „Tapering-Schock“ Mitte 2013 setzte sich fort.
- Im zweiten Quartal 2014 konzentrierte sich der Anstieg auf Asien, wobei China erneut erhebliche Mittelzuflüsse verzeichnete.
- Die Forderungen an China erhöhten sich weiterhin mit Jahresraten von fast 50%. Mit dem jüngsten Anstieg erreichte der ausstehende Bestand an grenzüberschreitenden Forderungen gegenüber China \$ 1,1 Bio., den mit Abstand höchsten Wert unter den aufstrebenden Volkswirtschaften und den siebtgrössten weltweit.
- Die grenzüberschreitenden Forderungen an die aufstrebenden Länder Europas gingen zurück, am stärksten gegenüber Russland, Ungarn und der Ukraine.
- Im ersten Halbjahr 2014 gingen die Positionen in ausserbörslichen Derivaten leicht zurück. Der Nominalwert ausstehender Kontrakte sank von \$ 711 Bio. Ende 2013 auf \$ 691 Bio. Ende Juni 2014.

¹ Dieser Artikel wurde von Stefan Avdjiev (stefan.avdjiev@bis.org) und Cathérine Koch (catherine.koch@bis.org) verfasst. Statistische Unterstützung erhielten die Autoren von Jeff Slee. Der Abschnitt über die Statistik zum ausserbörslichen Derivatgeschäft wurde von Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org) mit statistischer Unterstützung von Denis Pêtre verfasst.

- Die zentrale Abwicklung durch Marktteilnehmer machte weitere Fortschritte. Ende Juni 2014 wurden 27% des ausstehenden Nominalwerts von Credit-Default-Swaps (CDS) zentral abgewickelt, verglichen mit 23% ein Jahr zuvor. Ausserdem verringerten bilaterale Nettingvereinbarungen den Nettomarktwert der ausstehenden CDS-Kontrakte, der ein Massstab für das bestehende Gegenparteirisiko ist, auf 23% ihres Bruttomarktwerts.
- Die Sektorzuordnung von Auslandstöchtern von Nichtfinanzunternehmen aus aufstrebenden Volkswirtschaften hilft bei der Beurteilung des Risikoprofils ihrer an Offshore-Märkten abgesetzten Schuldtitel. Im Gegensatz zu Finanztöchtern dürften Nichtfinanztöchter eher andere Geschäfte tätigen, als Finanzmittel für die Muttergesellschaft zu beschaffen. Die Aufteilung zwischen Finanz- und Nichtfinanztöchtern ist je nach Land und Branche sehr unterschiedlich.

Jüngste Entwicklungen im internationalen Bankgeschäft

Von Ende März bis Ende Juni 2014 weitete sich das internationale Bankgeschäft im zweiten Quartal in Folge aus, nachdem es in den Jahren 2012 und 2013 kontinuierlich zurückgegangen war. Die grenzüberschreitenden Forderungen der BIZ-Berichtsbanken stiegen um \$ 401 Mrd. auf \$ 30,0 Bio. Die Jahreswachstumsrate der grenzüberschreitenden Forderungen betrug in den 12 Monaten bis Ende Juni 2014 1,2% und war somit erstmals seit Ende 2011 wieder positiv (Grafik 1 links). Die mässige Erholung der internationalen Kreditvergabe im zweiten Quartal fiel offenbar mit einem fortgesetzten Anstieg der Risikoneigung zusammen. Dennoch blieben die internationalen Bankkreditströme geringer als die entsprechenden Ströme am Anleihemarkt.²

Die Forderungen an Nichtbanken waren die stärkste Komponente des grenzüberschreitenden Bankgeschäfts. Sie erhöhten sich von Ende März bis Ende Juni 2014 um \$ 207 Mrd., wodurch ihre Jahreswachstumsrate auf 3% anstieg (Grafik 1 links). Die grenzüberschreitenden Forderungen an Bankniederlassungen, die in der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik³ die eigenen Geschäftsstellen der Banken mit einschliessen, nahmen im zweiten Quartal 2014 ebenfalls zu (um \$ 194 Mrd.), womit sich die Erholung, die im ersten Quartal begonnen hatte, fortsetzte. Somit lagen die ausstehenden grenzüberschreitenden Forderungen an Nichtbanken Ende Juni 2014 bei \$ 12,3 Bio., dicht bei ihrem Höchststand vor Ausbruch der Krise 2008. Dagegen blieb der ausstehende Bestand an Interbankforderungen mit \$ 17,7 Bio. etwa 22% unter dem vor der Krise erreichten Höchststand.

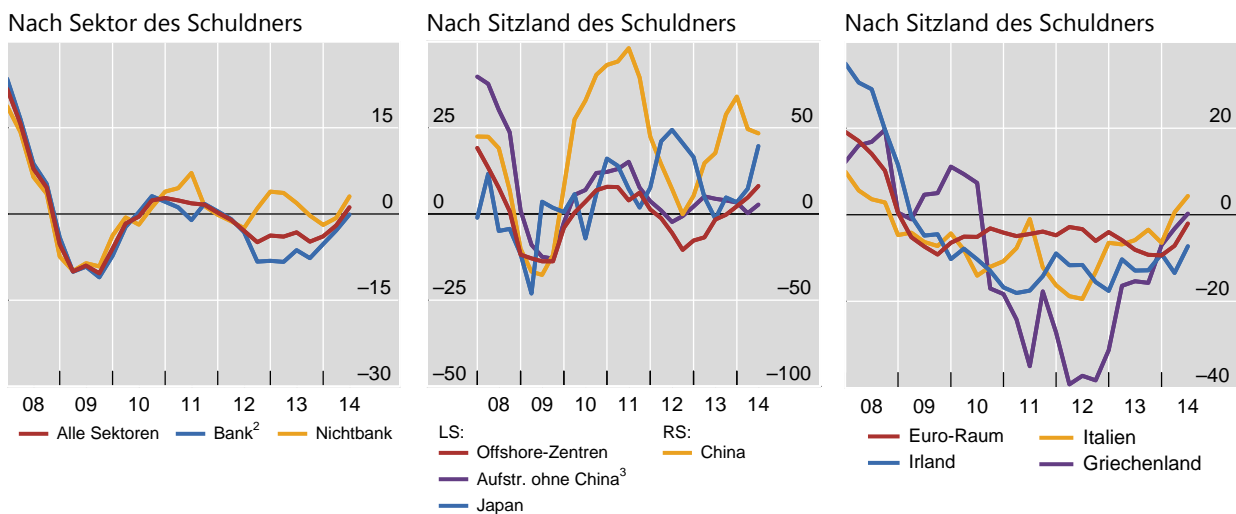
² Siehe BIZ, „Global liquidity: selected indicators“, Memorandum, 8. Oktober 2014.

³ 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.

Grenzüberschreitende Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken

Jährliche Veränderung in Prozent¹

Grafik 1



¹ Berechnet als die Summe der um Wechselkursschwankungen und Brüche bereinigten Veränderungen der vier Vorquartale, dividiert durch den ein Jahr zuvor ausstehenden Bestand. ² 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. ³ Forderungen an aufstrebende Volkswirtschaften ohne Forderungen an China.

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

Die konsolidierte Bankgeschäftsstatistik⁴ bietet eine detailliertere Aufschlüsselung der Gegenparteien nach Sektoren als die standortbezogene Statistik und liefert zusätzliche Informationen bezüglich der kreditaufnehmenden Sektoren. Hinter den jüngsten Zuwächsen der grenzüberschreitenden Forderungen an Nichtbanken verbargen sich hauptsächlich Mittelflüsse an Nichtbankfinanzinstitute, Nichtfinanzunternehmen und Privathaushalte, die als Nichtbanken des Privatsektors zusammengefasst werden. Dies stellt eine Abweichung von dem nach 2008 zu beobachtenden Trend zur Kreditvergabe an staatliche Schuldner dar. Der ausstehende Bestand an konsolidierten internationalen Forderungen (auf Basis des unmittelbaren Kreditnehmers) an Nichtbanken des Privatsektors erhöhte sich bis Ende Juni 2014 um \$ 139 Mrd. auf \$ 9,5 Bio.⁵ Dagegen stiegen die Forderungen an Schuldner des öffentlichen Sektors um \$ 61 Mrd. auf \$ 3,1 Bio.

Das Wachstum der Forderungen an Nichtbanken war in Offshore-Finanzplätzen besonders hoch. Gemäss standortbezogener Bankgeschäftsstatistik weiteten die BIZ-Berichtsbanken ihre grenzüberschreitende Kreditvergabe an Nichtbanken in Offshore-Finanzplätzen von Ende März bis Ende Juni 2014 um \$ 62 Mrd. aus. Mit

⁴ 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 und melden nur ihre Forderungen an nicht verbundene Schuldner.

⁵ Die konsolidierte Bankgeschäftsstatistik enthält keine Aufschlüsselung nach Währungen, sodass die bei der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik mögliche Berechnung wechsellkursbereinigter Veränderungen ausgeschlossen ist. Beispielsweise führte der Wertverlust des Euro gegenüber dem US-Dollar von Ende März bis Ende Juni 2014 zu einem Rückgang des in US-Dollar angegebenen Wertes der ausstehenden Euro-Forderungen. Umgekehrt bewirkte die Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar im gleichen Zeitraum einen Anstieg des in US-Dollar angegebenen Wertes der ausstehenden Yen-Forderungen.

dem jüngsten Quartalsanstieg beschleunigte sich die Jahreswachstumsrate auf 10%, und der ausstehende Forderungsbestand an Nichtbanken in Offshore-Finanzplätzen erhöhte sich bis Ende Juni 2014 auf \$ 1,8 Bio. Die Finanzmittel flossen vor allem an Schuldner auf den Kaimaninseln – wo viele internationale Investmentfonds, insbesondere Hedge-Fonds, beheimatet sind – und in geringerem Umfang an Nichtbanken in der SVR Hongkong und Singapur.

Der Anstieg der grenzüberschreitenden Forderungen insgesamt war im zweiten Quartal 2014 breit über die Schuldnerländer verteilt. Die Forderungen an Japan stiegen um \$ 32 Mrd., sodass sich für die 12 Monate bis Ende Juni 2014 eine Wachstumsrate von 20% ergab (Grafik 1 Mitte). Hierdurch stieg der ausstehende Forderungsbestand an Japan auf \$ 1,1 Bio., wobei Positionen der Banken gegenüber eigenen Geschäftsstellen mit eingeschlossen sind. Die Forderungen an Schuldner im Euro-Raum, einschliesslich grenzüberschreitender Forderungen zwischen Ländern innerhalb des Währungsraums, stiegen um \$ 225 Mrd. Dies war die stärkste Zunahme innerhalb eines Quartals seit 2008. Entsprechend verlangsamte sich der Rückgang der grenzüberschreitenden Forderungen an den Euro-Raum im zurückliegenden 12-Monats-Zeitraum von –7% Ende März 2014 auf –2% Ende Juni 2014 (Grafik 1 rechts).

Mehrere Länder des Euro-Raums, deren grenzüberschreitende Kredite zuvor erheblich abgenommen hatten, erhielten Mittelzuflüsse. Die grenzüberschreitenden Forderungen an Italien stiegen um \$ 35 Mrd., wodurch die Forderungen im Vorjahresvergleich um 4% anstiegen (Grafik 1 rechts). Irland verzeichnete Mittelzuflüsse in Höhe von \$ 11 Mrd., sodass sich der Forderungsrückgang im zurückliegenden 12-Monats-Zeitraum auf –7% verlangsamte.

Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften

Die internationale Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften weitete sich auch im zweiten Quartal 2014 aus und erholte sich damit weiter von dem Mitte 2013 erlittenen „Tapering-Schock“.⁶ Durch die Zunahme um \$ 98 Mrd. beschleunigte sich die Jahreswachstumsrate auf 12%.

Unter den aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichnete China erneut mit Abstand die höchsten Mittelzuflüsse. Die grenzüberschreitenden Forderungen an das Land stiegen im zweiten Quartal 2014 um \$ 65 Mrd. und damit in den 12 Monaten bis Ende Juni 2014 um 47% (Grafik 1 Mitte). Infolge dieses hohen Wachstums ist China bei den BIZ-Berichtsbanken mittlerweile der mit Abstand grösste Kreditnehmer unter den aufstrebenden Volkswirtschaften. Ende Juni 2014 betragen die ausstehenden grenzüberschreitenden Forderungen an Gebietsansässige Chinas \$ 1,1 Bio. im Vergleich zu Forderungen von \$ 311 Mrd. gegenüber Brasilien und jeweils etwas mehr als \$ 200 Mrd. gegenüber Indien und Korea (Grafik 2 links). Weltweit gesehen liegt China mit seiner Mittelaufnahme an siebter Stelle, knapp hinter den Niederlanden, aber noch vor Japan. Eine wichtige Rolle bei diesem starken Anstieg spielten Transaktionen zwischen Geschäftsstellen chinesischer Banken in Festland-China und im Ausland. Doch selbst auf konsolidierter Basis, also unter Ausschluss konzerninterner Transaktionen, und unter Berücksichtigung der Forderungen ausländischer Banken, die über ihre Tochtergesellschaften in China verbucht sind, war das Engagement der BIZ-Berichtsbanken gegenüber China fast

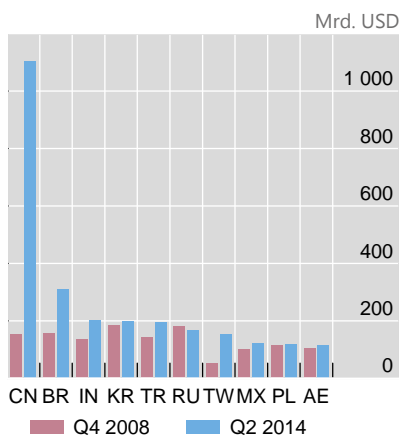
⁶ Siehe S. Avdjiev und E. Takáts, „Cross-border bank lending during the taper tantrum: the role of emerging market fundamentals“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2014.

Der Aufstieg Chinas als Empfänger internationaler Bankkredite

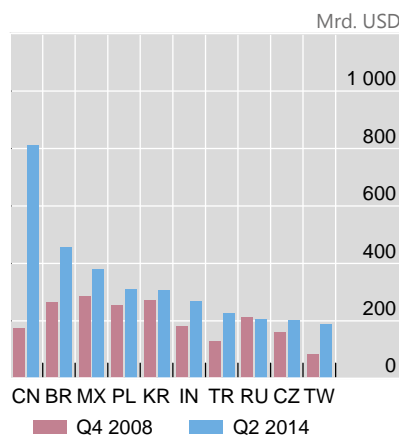
Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken an aufstrebende Volkswirtschaften, Bestände am Periodenende

Grafik 2

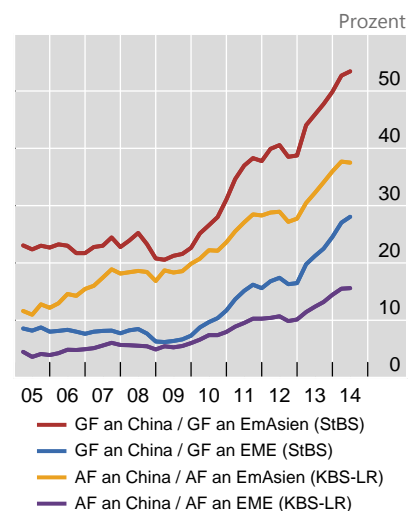
Grenzüberschreitende Forderungen¹



Auslandsforderungen²



Forderungen an China in % der Forderungen an asiatische bzw. alle aufstrebenden Volkswirtschaften



AE = Vereinigte Arabische Emirate; BR = Brasilien; CN = China; CZ = Tschechische Republik; IN = Indien; KR = Korea; MX = Mexiko; PL = Polen; RU = Russland; TR = Türkei; TW = Chinesisch-Taipeh; EmAsien = aufstrebende Volkswirtschaften des Asien-Pazifik-Raums; EME = aufstrebende Volkswirtschaften; GF = grenzüberschreitende Forderungen; AF = Auslandsforderungen; StBS = standortbezogene Bankgeschäftsstatistik; KBS-LR = konsolidierte Bankgeschäftsstatistik auf Basis des letzten Risikoträgers.

¹ Sämtliche grenzüberschreitenden Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken (einschl. konzerninterner Positionen) gegenüber den 10 grössten Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften, Ende 2. Quartal 2014 ² Sämtliche konsolidierten Auslandsforderungen der inländischen Banken (auf Basis des letzten Risikoträgers) gegenüber den 10 grössten Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften, Ende 2. Quartal 2014.

Quellen: Standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ nach Sitzland (Tabelle 6A); konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ (Tabelle 9D).

zwei Mal so hoch wie gegenüber irgendeiner anderen aufstrebenden Volkswirtschaft (Grafik 2 Mitte). Ende Juni 2014 betrug es \$ 813 Mrd. im Vergleich zu \$ 456 Mrd. gegenüber Brasilien und \$ 381 Mrd. gegenüber Mexiko (konsolidierte Auslandsforderungen auf Basis des letzten Risikoträgers). Noch 2009 hatte China nicht einmal zu den ersten fünf Schuldnerländern der BIZ-Berichtsbanken aus den aufstrebenden Volkswirtschaften gehört.

Der gegenwärtige Status Chinas als führendes Empfängerland der internationalen Bankkreditvergabe unter den aufstrebenden Volkswirtschaften ist das Ergebnis einer bemerkenswerten Entwicklung, die grösstenteils nach der Finanzkrise stattgefunden hat (Grafik 2 rechts). Noch Ende 2008 hatte der Anteil Chinas an den grenzüberschreitenden Forderungen (auf unkonsolidierter Basis) gegenüber allen aufstrebenden Volkswirtschaften 6% und gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens 21% betragen. Bis Mitte 2014 stieg dieser Anteil auf 28% bzw. 53% an. Auf konsolidierter Basis waren die Trends ähnlich: Der Anteil Chinas an den Auslandsforderungen der BIZ-Berichtsbanken gegenüber allen aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhte sich von 5% Ende 2008 auf 16% Mitte 2014. Im selben Zeitraum stieg der Anteil Chinas an den Auslandsforderungen gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens von 17% auf 38%.

Ohne China erhöhten sich die grenzüberschreitenden Forderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften von Ende März bis Ende Juni 2014 um \$ 33 Mrd. und lagen damit um 2,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand (Grafik 1 Mitte). Die Zunahme konzentrierte sich auf Asien. Gegenüber Korea wuchsen die Forderungen im zweiten Quartal 2014 um \$ 13 Mrd. bzw. um 6% im Vorjahresvergleich, gegenüber Indonesien um \$ 5 Mrd. bzw. 18%. Die Forderungen an Lateinamerika nahmen leicht zu (um \$ 3 Mrd. bzw. 2%).

Die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas stellten im zweiten Quartal eine Ausnahme von dem allgemeinen Aufwärtstrend der grenzüberschreitenden Forderungen dar. Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an die Region schrumpfte in diesem Quartal um \$ 2,1 Mrd. bzw. um 5% im Vorjahresvergleich. Gleichzeitig wuchs die Kreditvergabe gegenüber einigen Ländern, insbesondere der Türkei (und zwar um \$ 7 Mrd. bzw. um 0% im Vorjahresvergleich). Diese Zunahmen wurden jedoch durch die Rückgänge gegenüber Russland (–\$ 6 Mrd. bzw. –10%), Ungarn (–\$ 3 Mrd. bzw. –13%) und der Ukraine (–\$ 2 Mrd. bzw. –18%) mehr als ausgeglichen.

In Russland und der Ukraine entwickelten sich die über ihre inländischen Tochtergesellschaften verbuchten Forderungen der Auslandsbanken, die gewöhnlich lokal refinanziert werden, stabiler als ihre grenzüberschreitenden Forderungen. Die Inlandsforderungen an russische Gebietsansässige lagen Ende Juni 2014 wechselkursbereinigt um etwa 5% höher als ein Jahr zuvor. Die Inlandsforderungen an Gebietsansässige der Ukraine fielen um rund 3%. Dementsprechend nahmen die gesamten Auslandsforderungen – grenzüberschreitende plus inländische Forderungen – von Auslandsbanken mit umfangreicher Geschäftstätigkeit in Russland und der Ukraine, insbesondere französischen, italienischen und österreichischen Banken, weniger stark ab als bei Banken mit überwiegend grenzüberschreitenden Forderungen, wie etwa britischen, deutschen, japanischen und US-Banken.

Zusätzlich zu diesen Auslandsforderungen hatten die BIZ-Berichtsbanken weitere potenzielle Engagements – in Form von Derivatkontrakten, gewährten Garantien und Kreditzusagen – gegenüber Gebietsansässigen Russlands und der Ukraine in Höhe von insgesamt \$ 156 Mrd. bzw. \$ 17 Mrd. Diese Engagements bestanden überwiegend aus gewährten Garantien (\$ 130 Mrd. bzw. \$ 16 Mrd.), die hauptsächlich die (zum Nominalwert gerechneten) Eventualverbindlichkeiten der Verkäufer von CDS-Kreditabsicherungen darstellen. Von Bedeutung ist, dass solche CDS-bezogenen Eventualverbindlichkeiten gewöhnlich auf Bruttobasis gemeldet werden, also ohne Berücksichtigung von Nettingvereinbarungen und Sicherheiten. Damit stellen sie eine Obergrenze für das CDS-bezogene Engagement gegenüber den jeweiligen Ländern dar. Während sich andere potenzielle Engagements gegenüber Russland von Ende 2013 bis Ende Juni 2014 kaum veränderten, nahmen sie gegenüber der Ukraine um etwa \$ 2 Mrd. ab, was niedrigeren Kreditzusagen von Banken zuzuschreiben war.

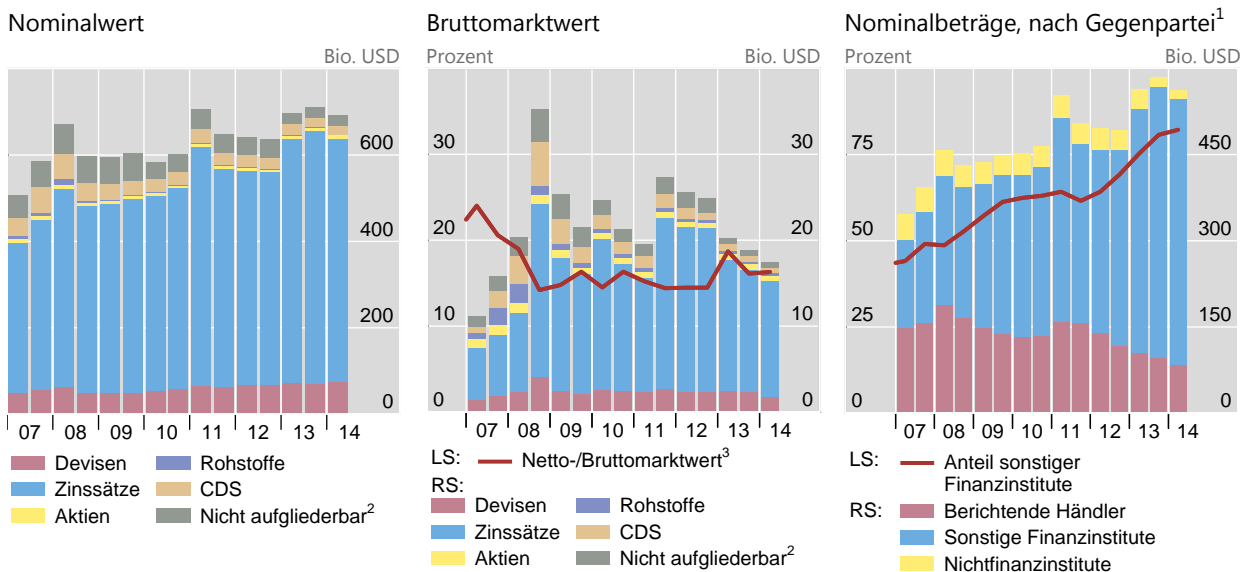
Ausserbörsliche Derivate im ersten Halbjahr 2014

Im ersten Halbjahr 2014 schrumpfte der ausserbörsliche Derivatmarkt leicht. Der Nominalwert ausstehender ausserbörslicher Derivatkontrakte fiel bis Ende Juni 2014 um 3% auf \$ 691 Bio. (Grafik 3 links). Der Bruttomarktwert der Kontrakte, der den Wiederbeschaffungswert der ausstehenden Kontrakte zum Marktpreis misst, fiel bis Ende Juni 2014 um 7% auf \$ 17 Bio. (Grafik 3 Mitte). Das Bruttokreditengagement – ein Massstab für das Händlerengagement nach Anrechnung rechtlich durchsetz-

Markt für ausserbörsliche Derivate weltweit

Offene Positionen, nach Datentyp, Risikokategorie und Gegenpartei

Grafik 3



¹ Zinskontrakte. ² Ausstehende Positionen in ausserbörslichen Derivaten von Händlern, die nicht an der halbjährlichen Erhebung der BIZ teilnehmen. Von der BIZ geschätzt anhand der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten. ³ Bruttokreditengagement in Prozent des Bruttomarktwerts.

Quelle: BIZ-Statistik zum ausserbörslichen Derivatgeschäft.

barer Nettingvereinbarungen, aber vor Sicherheiten – blieb im Wesentlichen unverändert. Mit \$ 2,8 Bio. Ende Juni 2014 lag dieser Massstab für das Gegenparteirisiko bei 16,3% des Bruttomarktwerts und damit etwa auf demselben Niveau wie ein Halbjahr zuvor (Grafik 3 Mitte).

Der Rückgang des aggregierten Nominalwerts der Derivatpositionen war im Wesentlichen auf Trends im Zinssegment zurückzuführen. Mitte 2014 betrug der Nominalwert ausstehender Zinsderivatkontrakte \$ 563 Bio. und lag damit rund \$ 20 Bio. unter dem Stand von Ende 2013. Das ausstehende Zinsswapvolumen fiel um 8% auf \$ 421 Bio. Ein wichtiger Grund für den Rückgang des Nominalwerts war die Eliminierung redundanter Swapkontrakte durch die Zusammenfassung von Geschäften, die 2014 erheblich zunahm.⁷ Der Rückgang der Swappositionen wurde teilweise durch das wachsende Geschäft mit Forward-Rate-Agreements ausgeglichen, die eine Ausweitung des nominalen Kontraktvolumens um 17% auf \$ 93 Bio. verzeichneten. Dagegen blieb das ausstehende Volumen bei den Festzinsoptionen weitgehend unverändert.

Der Bruttomarktwert von Zinsderivaten sank seit Ende 2013 um 5% und damit etwas stärker als der Nominalwert. Der Marktwert ausstehender Zinsderivatpositionen lag mit \$ 13 Bio. Ende Juni 2014 um ein Drittel unter seinem letzten Höchststand von Ende 2011. Solche Abnahmen sind gewöhnlich auf einen sinkenden Abstand zwischen den Marktzinsen am Meldedatum und den zu Vertragsbeginn

⁷ Die Zusammenfassung ist ein Prozess zur Auflösung von Derivatgeschäften, bei dem aus ökonomischer Sicht überflüssige Derivatgeschäfte frühzeitig beendet werden, ohne dass sich dabei die Nettoposition der jeweiligen Teilnehmer ändert. Statistiken zu multilateralen Zusammenfassungen von CDS-Kontrakten finden sich bei TriOptima, www.trioptima.com/resource-center/statistics/triReduce.html.

vorherrschenden Zinssätzen zurückzuführen.⁸ Im ersten Halbjahr 2014 beschränkte sich der Rückgang des Marktwerts grösstenteils auf in US-Dollar denominateden Kontrakte. Dagegen erhöhte sich der Bruttomarktwert von auf Euro und auf Yen lautenden Kontrakten von Ende 2013 bis Ende Juni 2014 auf \$ 7,4 Bio. bzw. \$ 0,8 Bio. Diese Entwicklung ist wahrscheinlich auf unterschiedliche Trends der Marktzinssätze zurückzuführen, die in der ersten Jahreshälfte 2014 am Euro- und am Yen-Markt stärker fielen als am US-Dollar-Markt.⁹

Die Verteilung der Zinsderivate nach Gegenparteien weist auf eine anhaltende Geschäftsverlagerung zugunsten von Nichthändler-Finanzinstituten hin (Grafik 3 rechts). Ende Juni 2014 belief sich der Nominalwert von Zinskontrakten zwischen Händlern und sonstigen Finanzinstituten auf \$ 463 Bio. bzw. 82% des Wertes aller Kontrakte, nachdem er Ende Juni 2008 etwa halb so gross gewesen war. Der Anstieg ist möglicherweise unter anderem auf die wachsende Verwendung von Derivaten durch Kapitalanlagegesellschaften und eine allgemeine Abkehr von der traditionellen, auf Händler konzentrierten Marktstruktur zurückzuführen.¹⁰ Allerdings spielt der Trend zur zentralen Abwicklung von ausserbörslichen Kontrakten ebenfalls eine wichtige Rolle, da er das Wachstum des Nominalwerts in Bezug auf andere Finanzinstitute möglicherweise überzeichnet. Sobald ein Geschäft zwischen einem Händler und einer Gegenpartei von einer zentralen Abwicklungsstelle übernommen wird, werden daraus zwei ausstehende Kontrakte mit der zentralen Abwicklungsstelle.¹¹

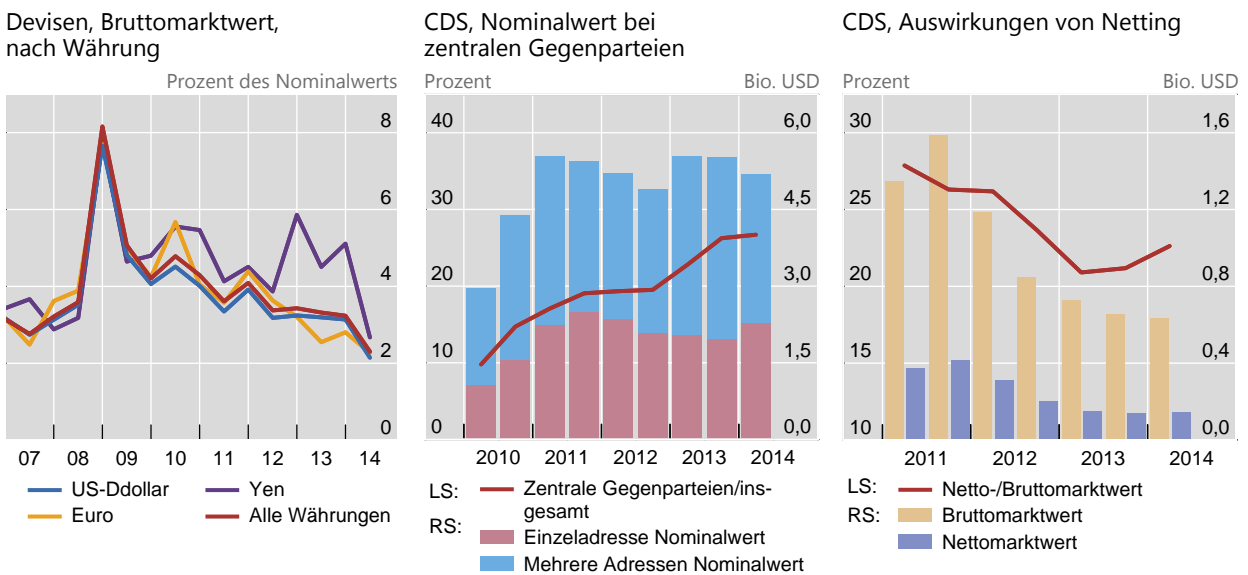
Der Nominalwert ausstehender Devisenkontrakte erhöhte sich bis Mitte 2014 um 6% auf \$ 75 Bio. Der Anstieg des ausserbörslichen Devisenderivatvolumens verteilte sich relativ gleichmässig auf die wichtigsten Instrumente (Termingeschäfte und Währungsswaps, Devisenswaps und Optionen). Gleichzeitig verringerte sich der Marktwert der ausstehenden Devisenderivate kräftig um 25% und sank (gemessen am Nominalwert) auf den tiefsten Stand seit mehreren Jahren (Grafik 4 links). Der Marktwert sank von \$ 2,4 Bio. Ende Juni 2013 und \$ 2,3 Bio. Ende 2013 auf \$ 1,7 Bio. Ende Juni 2014. Kontrakte gegenüber dem US-Dollar hatten einen Anteil von 87% am ausstehenden Nominalwert per Ende Juni 2014 und waren die Hauptursache für den Rückgang des Bruttomarktwerts. Im ersten Halbjahr 2014, als sich der Wechselkurs des Yen gegenüber den wichtigsten Währungen stabilisierte und die Wechselkursvolatilität gegenüber den hohen Werten von 2013 zurückging, verringerte sich der Marktwert von Währungsswaps, Termingeschäften und Optionen auf den Yen um mehr als 50%.

⁸ Zu Beginn eines Zinsswapkontrakts ist der Marktwert null, d.h. die erwarteten Festzinsszahlungsströme über die Swaplafzeit entsprechen den erwarteten Zahlungsströmen aus der variablen Zinsseite.

⁹ Siehe BIZ, „Märkte reagieren gelassen auf Volatilitätsschub“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2014.

¹⁰ Siehe D. Rime und A. Schrimpf, „Die Struktur der globalen Devisenmärkte aus Sicht der Zentralbankerhebung 2013“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2013, für eine Charakterisierung der sich herausbildenden Marktstrukturen an den ausserbörslichen Devisenmärkten, die in den letzten Jahren weniger auf Händler konzentriert waren und eine höhere Beteiligung anderer Finanzinstitute (z.B. von kleineren Banken, Kapitalanlagegesellschaften, Hedge-Fonds und Eigenhandelsunternehmen) aufweisen. K. Miyajima und I. Shim, „Asset managers in emerging market economies“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2014, erörtern das Verhalten der Manager von Portfolios aus Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften und ihre Verwendung von Derivaten.

¹¹ Siehe N. Vause, „Zentrales Clearing und Statistik zu ausserbörslichen Derivaten“ in Kasten 3 des Kapitels „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2011.



Quelle: BIZ-Statistik zum ausserbörslichen Derivatgeschäft.

Das ausstehende Volumen von CDS-Kontrakten sank erneut, und zwar auf \$ 19 Bio. per Ende Juni 2014, was hauptsächlich auf den Rückgang von Positionen zwischen Händlern und die fortgesetzte Eliminierung redundanter Kontrakte zurückzuführen war. Entsprechend sind die aggregierten Kreditderivatpositionen jetzt viel geringer als vor der Krise: Ende 2007 hatten sie einen Höchststand von \$ 58 Bio. erreicht. Der Nominalwert von Kontrakten zwischen berichtenden Händlern fiel bis Ende Juni 2014 auf \$ 10 Bio. Im Gegensatz dazu erhöhte sich der ausstehende Nominalwert von Kontrakten mit Banken und Wertpapierhäusern auf \$ 2 Bio. Zwar wurden durch die Zusammenfassung von Geschäften erneut redundante Kontrakte eliminiert, doch hat sich das Volumen von Zusammenfassungen im CDS-Segment gegenüber den Höchstständen der Jahre 2008/09 verringert. Allerdings setzte sich der Trend zu vermehrter Zusammenfassung von Geschäften in anderen ausserbörslichen Marktsegmenten fort, was insbesondere für zentral abgewickelte Zinsswaps gilt.

Die zentrale Abwicklung war im ersten Halbjahr 2014 nach wie vor ein wichtiges Thema an den ausserbörslichen Derivatmärkten. Sie steht auf der Agenda von Aufsichtsinstanzen weltweit zur Reform des ausserbörslichen Derivatmarktes ganz oben und soll zur Verringerung systemischer Risiken beitragen. Der Anteil zentral abgewickelter CDS-Kontrakte an sämtlichen CDS-Kontrakten erhöhte sich bis Ende Juni 2014 auf 27%, nachdem er ein Jahr zuvor noch 23% betragen hatte. Bei Kreditderivaten auf mehrere Adressen war der Anteil zentral abgewickelter Kontrakte mit 34% am höchsten (Grafik 4 Mitte). Kontrakte auf CDS-Indizes bei Produkten auf mehrere Adressen sind tendenziell stärker standardisiert, weshalb sie sich besser für eine zentrale Abwicklung eignen als Produkte auf Einzeladressen.

Nettingvereinbarungen am CDS-Markt haben zugenommen, was teilweise auf die Verlagerung auf zentrale Abwicklung zurückzuführen ist. Durch Netting können Marktteilnehmer ihr Gegenparteiisiko verringern, indem sie Kontrakte mit negativem Marktwert und Kontrakte mit positivem Marktwert miteinander verrechnen. Ein Vergleich von Nettomarktwerten mit Bruttomarktwerten liefert Anhaltspunkte für die Verbreitung von Nettingvereinbarungen. Wegen der häufigeren Verwendung

solcher Vereinbarungen sank der Nettomarktwert in Prozent des Bruttomarktwerts Ende 2013 auf 21%. Zuletzt hat sich dieses Verhältnis wieder erhöht und erreichte Ende Juni 2014 23% (Grafik 4 rechts). Netting ist bei CDS-Kontrakten mit anderen Händlern und zentralen Gegenparteien am stärksten verbreitet, wo das Verhältnis von Netto- zu Bruttomarktwert Ende Juni 2014 bei nur noch 15% bzw. 16% lag. Am wenigsten verbreitet ist Netting bei Kontrakten mit Versicherungsgesellschaften (85%) und Nichtfinanzkunden (75%).

Was sagt die Sektorzuordnung von Offshore-Niederlassungen über das Risikoprofil aus?

Branimir Gruić, Christian Upper und Agustín Villar

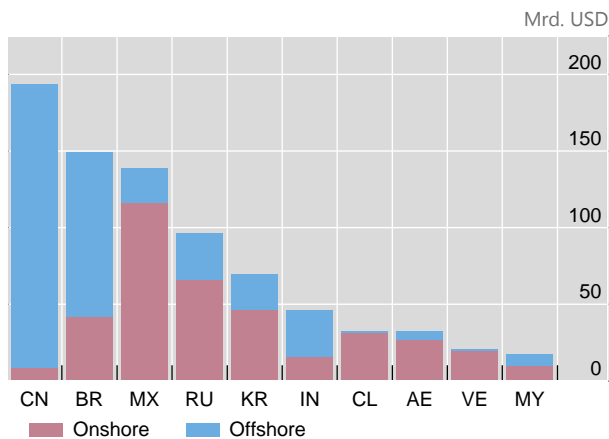
Rund die Hälfte aller umlaufenden internationalen Schuldtitel von Nichtfinanzunternehmen mit Hauptsitz in wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften sind über ihre Auslandstöchter platziert worden, wobei allerdings deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestehen (Grafik A links). Diese Schuldtitel werden in der auf dem Sitzland basierenden Statistik zum internationalen Schuldtitelabsatz nicht erfasst, die somit ein allzu positives Bild der Verschuldung von Nichtfinanzunternehmen liefert.¹ Je nachdem, ob die Schuldtitel von Auslandstöchtern emittiert wurden, die selbst richtige Unternehmen mit eigener Geschäftstätigkeit im Sitzland sind, oder ob es sich lediglich um ein Vehikel zur Finanzierung des Mutterunternehmens handelt, dürfte sich jedoch ein sehr unterschiedliches Risikoprofil ergeben.² Leider sind auf aggregierter Ebene keine Daten zur gesamten Geschäftstätigkeit von Offshore-Niederlassungen verfügbar. Ihre Sektorzuordnung kann jedoch wichtige Hinweise liefern, denn im Gegensatz zu reinen Finanztöchtern dürften Nichtfinanztöchter von Nichtfinanzunternehmen eher andere Geschäfte

Internationale Emissionen von Nichtfinanzkonzernen aus aufstrebenden Volkswirtschaften¹

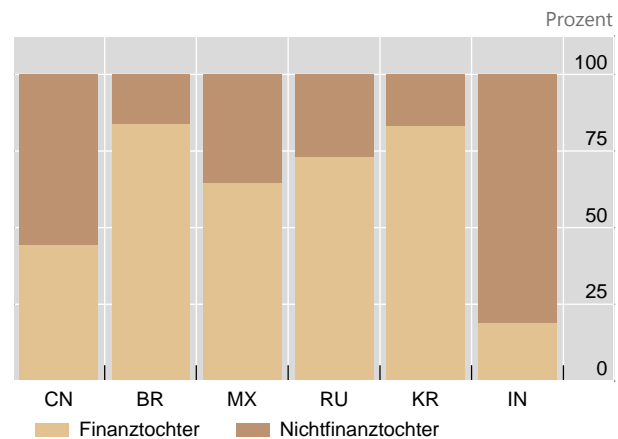
Ausstehende Beträge²

Grafik A

Nationalität und Sitzland der Emittenten³



Zuordnung der Offshore-Niederlassungen⁴



AE = Vereinigte Arabische Emirate; BR = Brasilien; CL = Chile; CN = China; IN = Indien; KR = Korea; MX = Mexiko; MY = Malaysia; RU = Russland; VE = Venezuela.

¹ Nichtfinanzunternehmen mit Hauptsitz in einem der ausgewählten Länder und emittierender Niederlassung in beliebigem Land. Die Anleihen in dieser Auswahl wurden offshore (d.h. an internationalen Märkten) begeben. ² Ende September 2014. ³ „Nationalität“ bezeichnet das Land des Hauptsitzes des Nichtfinanzunternehmens; „Sitzland“ bezeichnet das Land des Emittenten. Bei Onshore-Emittenten sind Sitzland und Nationalität identisch, bei Offshore-Emittenten unterschiedlich. ⁴ Die Haupttätigkeit von Finanztöchtern besteht in Finanzdienstleistungen.

Quellen: Dealogic; Berechnungen der BIZ.

Branchenzuordnung von Nichtfinanzunternehmen

Ausstehende Beträge, Mrd. US-Dollar¹

Grafik B



¹ Ende September 2014. Ausgewählte Nationalitäten zusammengefasst. ² Branchenzuordnung von emittierenden Nichtfinanztöchtern nach Sitzland. Wenn keine Angabe zur Branche des Emittenten vorhanden ist, wird die Branche der gebietsfremden Muttergesellschaft verwendet. ³ Branchenzuordnung der gebietsfremden Muttergesellschaft des Emittenten, nach Sitzland der emittierenden Finanztöchter.

Quellen: Dealogic; Berechnungen der BIZ.

tätigen, als Finanzmittel für die Muttergesellschaft zu beschaffen. Wenn dies der Fall ist, dann lassen sich aus der Sektorzuordnung der emittierenden Niederlassungen zumindest einige Schlüsse über das Risikoprofil der an Offshore-Märkten abgesetzten Schuldtitel ziehen.③

Die Sektorzuordnung von Auslandstöchtern ist je nach Land sehr unterschiedlich, selbst bei Ländern mit vergleichbaren Offshore-Anteilen. So tätigen Unternehmen mit Hauptsitz in Indien mehr als 80% ihrer Offshore-Platzierungen über Nichtfinanztöchter (Grafik A rechts). Dabei handelt es sich zum Grossteil um Schuldtitel global tätiger Unternehmen in der Metall- und Stahlindustrie. Auch chinesische Unternehmen emittieren in grossem Umfang Anleihen durch ausländische Nichtfinanztöchter; auf diese entfällt deutlich mehr als die Hälfte des gesamten internationalen Schuldtitelabsatzes von Unternehmen mit Hauptsitz in China. Demgegenüber emittieren brasilianische und koreanische Firmen internationale Schuldtitel überwiegend durch Finanztöchter. In welchem Masse internationale Schuldtitel durch Finanz- bzw. Nichtfinanztöchter begeben werden, hängt auch von der Branche ab. Beispielsweise emittieren Unternehmen der Öl- und Gasindustrie internationale Anleihen fast ausschliesslich durch Finanztöchter (Grafik B), was darauf hindeutet, dass die Einnahmen überwiegend als Finanzierungsmittel an das Mutterunternehmen fließen. In den meisten anderen Branchen sind die Anteile der über Finanz- und Nichtfinanztöchter platzierten Schuldtitel mehr oder weniger vergleichbar.

In welchem Masse internationale Schuldtitel durch Finanz- bzw. Nichtfinanztöchter begeben werden, hängt auch von der Branche ab. Beispielsweise emittieren Unternehmen der Öl- und Gasindustrie internationale Anleihen fast ausschliesslich durch Finanztöchter (Grafik B), was darauf hindeutet, dass die Einnahmen überwiegend als Finanzierungsmittel an das Mutterunternehmen fließen. In den meisten anderen Branchen sind die Anteile der über Finanz- und Nichtfinanztöchter platzierten Schuldtitel mehr oder weniger vergleichbar.

Die Unterscheidung nach Finanz- bzw. Nichtfinanzsektor hat als Näherungswert für das Risikoprofil allerdings ihre Grenzen. Dies wird z.B. im Immobiliensektor deutlich: Hier sind es zum grössten Teil Unternehmen mit Hauptsitz in China, die internationale Schuldtitel begeben, und zwar in erster Linie über Nichtfinanztöchter. Dies könnte damit zusammenhängen, dass Nichtfinanztöchter Immobilien als Sicherheiten halten können. Diese Immobilien befinden sich aber nicht zwingend im Emissionsland, sondern können ebenso gut in China oder einem Drittland sein. Tatsächlich erfolgt die Emission internationaler Schuldtitel im Immobiliensektor überwiegend durch Unternehmen mit Sitz in Offshore-Finanzzentren wie den Kaimaninseln (Grafik B), deren Immobilienmärkte verglichen mit dem ausstehenden Anleihevolumen sehr klein sind.

① Internationale Schuldtitel sind Schuldtitel, die in einem anderen Land als dem Sitzland des Emittenten begeben werden. In dieser Analyse bleibt der Inlandsabsatz, d.h. Platzierungen im Sitzland des Emittenten, unberücksichtigt. Frühere Untersuchungen zum Schuldtitelabsatz über Offshore-Finanzzentren finden sich in R. McCauley, C. Upper und A. Villar, „Absatz von in Offshore-Finanzzentren platzierten Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften“ in Kasten 2 des Kapitels „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2013, sowie in B. Gruić, M. Hattori und H. S. Shin, „Jüngste Veränderungen der globalen Kreditintermediation und potenzielle Risiken“ im Kasten am Schluss des Kapitels „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2014. Für eine Erörterung, wie sich die Rückführung solcher Mittel in der Zahlungsbilanzstatistik äussert, siehe S. Avdjiev, M. Chui und H. S. Shin, „Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2014. ② Eine Untersuchung der Risiken, die mit dem internationalen Schuldtitelabsatz einhergehen, findet sich in M. Chui, I. Fender und V. Sushko, „Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2014. ③ In einigen Fällen finanzieren sich globale Unternehmen über einen Pool ausländischer Finanztöchter, die an unterschiedlichen nationalen Märkten agieren. Durch eine solche Bündelung des Finanzierungsvolumens für mehrere Geschäftseinheiten lassen sich bei der Emission Skalenvorteile erzielen, und die Erlöse können über die verschiedenen nationalen Märkte verteilt werden. Die von ausländischen Anlegern gehaltenen Bestände an solchen Schuldtiteln werden in der Statistik zum internationalen Schuldtitelabsatz nicht unter dem Sitzland des Mutterunternehmens erfasst.