

Wichtigste Erkenntnisse zum weltweiten Finanzgeschäft¹

In Zusammenarbeit mit Zentralbanken und Währungsbehörden in aller Welt erhebt und verbreitet die BIZ Daten zum internationalen Finanzmarktgeschäft. Anhand dieser Daten werden Indikatoren für die globalen Liquiditätsverhältnisse und Frühwarnindikatoren für die Gefahr einer Finanzkrise entwickelt. Dieses Kapitel analysiert die jüngsten Trends dieser Indikatoren. Zudem fasst es die jüngsten Daten zum internationalen Bankgeschäft, verfügbar bis März 2015, und zum internationalen Anleihemarkt, verfügbar bis Juni 2015, zusammen. Ein Kasten enthält nähere Angaben zu den Positionen gegenüber China in Landes- und Fremdwährung für das erste Quartal 2015.

Wichtigste Erkenntnisse

- Die globalen Liquiditätsverhältnisse waren in den ersten Monaten 2015 für Schuldner in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften positiv, für Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften zeigten sich jedoch Anzeichen einer Verschlechterung. Bei den internationalen Finanzierungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sticht ein besonders starkes Wachstum der Bank- und Kapitalmarktfinanzierungen in Euro heraus. Gleichzeitig verlangsamten sich die internationale Bankkreditvergabe und die Wertpapierfinanzierungen in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften bzw. kehrten sich um, namentlich in China und Russland.
- Ende März 2015 betragen die US-Dollar-Finanzierungen von Nichtbankschuldnern ausserhalb der USA \$ 9,6 Billionen, während sich die Euro-Finanzierungen von Nichtbanken ausserhalb des Euro-Raums auf \$ 2,8 Billionen beliefen.
- Die grenzüberschreitenden Forderungen der BIZ-Berichtsbanken weiteten sich Anfang 2015 erneut aus: Von Ende Dezember 2014 bis Ende März 2015 nahmen sie wechsellkursbereinigt um \$ 748 Mrd. zu.
- Der Absatz internationaler Schuldtitel blieb lebhaft. Die Nettoemissionen betragen \$ 225 Mrd. im ersten Quartal 2015 und \$ 219 Mrd. im zweiten.

¹ Dieser Artikel wurde von Ben Cohen (ben.cohen@bis.org) und Cathérine Koch (catherine.koch@bis.org) verfasst. Statistische Unterstützung erhielten die Autoren von Stephan Binder, Sebastian Göhrlich, Branimir Gruić und Jeff Slee.

- Die grenzüberschreitenden Forderungen in Euro und die Forderungen an den Euro-Raum stiegen im ersten Quartal 2015 sprunghaft an. Rund die Hälfte des Anstiegs in Euro entfiel auf Nichtbankschuldner, und rund 50% der Mittel kamen von Kreditgebern innerhalb des Euro-Raums. Griechenland war eine bemerkenswerte Ausnahme: Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an Gebietsansässige dieses Landes, die hauptsächlich auf Euro lautete, sank von Ende Dezember 2014 bis Ende März 2015 um \$ 22 Mrd.
- Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften schrumpfte im ersten Quartal 2015 wechsellkursbereinigt um \$ 52 Mrd.
- Die Kreditvergabe an China war im zweiten Quartal in Folge rückläufig, und die Jahreswachstumsrate verlangsamte sich dadurch auf fast null.
- Die grenzüberschreitenden Forderungen an Russland und die Ukraine sanken erneut; entsprechend beschleunigte sich der Rückgang im zurückliegenden 12-Monats-Zeitraum auf 29% bzw. 48%.
- Schuldner in fortgeschrittenen Volkswirtschaften begaben im ersten Halbjahr 2015 Wertpapiere in Höhe von insgesamt \$ 247 Mrd. netto, ein Rekordvolumen für die Zeit nach dem Ausbruch der Grossen Finanzkrise von 2007–09. Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften dagegen nahmen, um Tilgungen bereinigt, im gleichen Zeitraum \$ 137 Mrd. am Schuldtitelmarkt auf, was einer deutlich langsameren Wachstumsrate als in den drei Vorjahren entspricht.
- Die Frühwarnindikatoren deuten in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften auf anhaltende Risiken im Zusammenhang mit Schuldenüberhängen hin.

Jüngste Entwicklungen im internationalen Bankgeschäft und am internationalen Anleihemarkt

Trotz Volatilitätsschüben an den Wertpapier- und Rohstoffmärkten (s. „Eine neue Welle der geldpolitischen Lockerung“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2015) legte das internationale Finanzgeschäft in den ersten Monaten 2015 an Dynamik zu. Gemäss der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik der BIZ (LBS)² nahmen die internationalen Bankforderungen vom ersten Quartal 2014 bis zum ersten Quartal

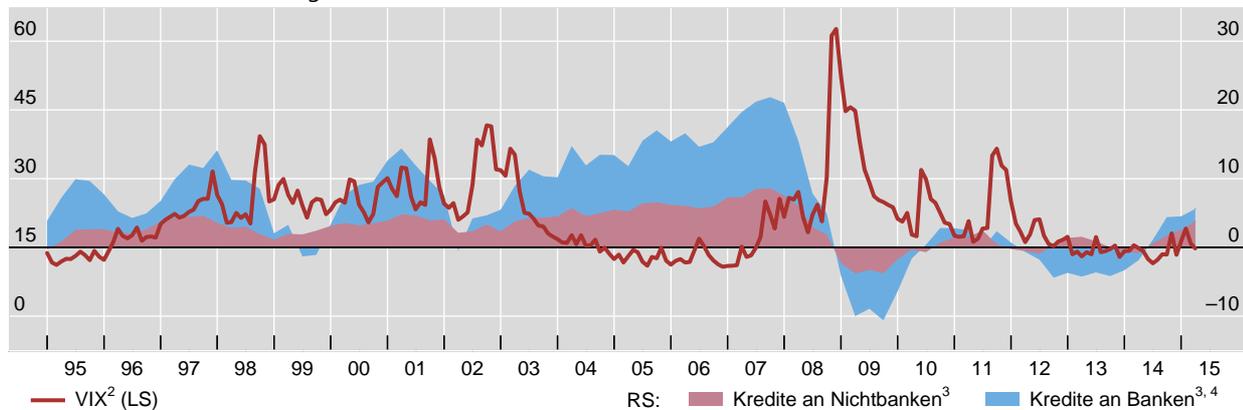
² Die LBS („locational banking statistics“) beruht auf dem Standort der Bankniederlassungen und erfasst die Geschäfte aller international tätigen Bankniederlassungen in den Berichtsländern unabhängig von der Nationalität der Mutterbank. Die Banken erfassen ihre Positionen auf nicht konsolidierter Basis, darunter auch die Positionen gegenüber ihren eigenen Geschäftsstellen in anderen Ländern. Die internationalen Forderungen setzen sich zusammen aus sämtlichen grenzüberschreitenden Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken sowie ihren Inlandsforderungen in Fremdwährung. Zu den jüngsten Verbesserungen der BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft siehe S. Avdjiev, P. McGuire und P. Wooldridge, „Verbesserte Daten für die Analyse des internationalen Bankgeschäfts“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2015.

Internationale Bankkredite, internationale Schuldtitel und Volatilität

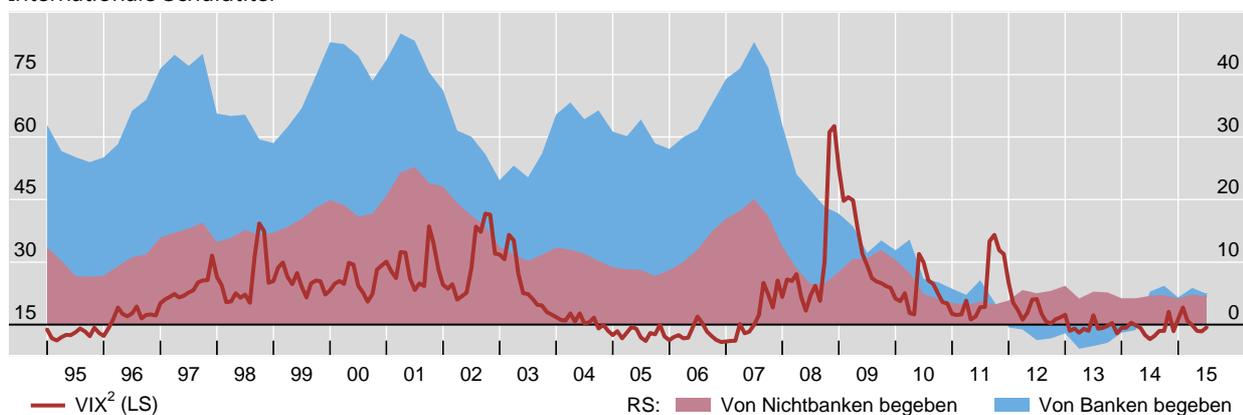
Volatilität (LS) und Veränderung gegenüber Vorjahr (RS), Prozent

Grafik 1

Internationale Bankforderungen¹



Internationale Schuldtitel⁵



Weitere Angaben zu den globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ sind verfügbar auf www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Grenzüberschreitende Forderungen zuzüglich Inlandsforderungen in Fremdwährung von für die LBS berichtenden Banken. ² VIX bezeichnet den Index Chicago Board Options Exchange Market Volatility. Er misst die implizite Volatilität von Indexoptionen auf den S&P 500. ³ Beitrag zur jährlichen prozentualen Veränderung der Kreditvergabe an alle Sektoren. ⁴ Einschl. konzerninterner Geschäfte. ⁵ Nettoabsatz. Alle Instrumente, alle Laufzeiten, alle Emittenten.

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

2015 um fast 6%³ zu (Grafik 1 oben), im ersten Quartal 2015 allein um nahezu 3%. Die Forderungen an Nichtbanken stiegen im ersten Quartal 2015 um Wechselkurschwankungen und um Brüche in den Reihen bereinigt um \$ 626 Mrd., während die Forderungen an Banken um \$ 218 Mrd. zulegen. Gleichzeitig stieg gemäss BIZ-Statistik zum internationalen Schuldtitelmarkt (IDS)⁴ der Nettoabsatz in dem

³ Die prozentualen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr werden als die Summe der um Wechselkurschwankungen und Brüche bereinigten Veränderungen der vier Vorquartale, dividiert durch den ein Jahr zuvor ausstehenden Bestand, berechnet.

⁴ Die BIZ definiert IDS („international debt securities“) als Wertpapiere, die von Gebietsfremden an sämtlichen Märkten begeben werden. Ein Schuldtitel wird als IDS eingestuft, wenn sich mindestens eines der folgenden Merkmale vom Sitzland des Emittenten unterscheidet: das Land, in dem das Wertpapier registriert ist, das Land, nach dessen nationalem Recht die Emission erfolgt, oder der Standort des Marktes, an dem das Papier notiert ist. Siehe B. Gruić und P. Wooldridge,

stetigen Tempo weiter, das seit Ende der Grossen Finanzkrise zu beobachten gewesen war (Grafik 1 unten). Er belief sich auf \$ 188 Mrd. im ersten Quartal 2015 und \$ 198 Mrd. im zweiten, nachdem er im Gesamtjahr 2014 \$ 509 Mrd. betragen hatte.

Das stetige Wachstum des internationalen Finanzgeschäfts insgesamt verdeckt wichtige Veränderungen in seiner Zusammensetzung, insbesondere im Verhältnis zwischen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften. Gemäss der LBS nahmen die grenzüberschreitenden Forderungen an fortgeschrittene Volkswirtschaften im ersten Quartal 2015 wechsellkursbereinigt um \$ 738 Mrd. zu, was einer Jahreswachstumsrate von 6% entspricht. Für den Quartalsanstieg war das besonders kräftige Wachstum der Forderungen an europäische Länder und Japan massgebend. Dagegen ging die grenzüberschreitende Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften im ersten Quartal um \$ 52 Mrd. zurück, und die Jahreswachstumsrate betrug entsprechend lediglich 0,5%. Nachdem die Kreditvergabe an China während mehrerer Quartale rasant zugenommen hatte, wurde sie gegen Ende 2014 rückläufig und liess im 12-Monats-Zeitraum bis Ende März 2015 im Wesentlichen kein Wachstum erkennen.

Die fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften unterschieden sich auch in Bezug auf die Emission internationaler Schuldtitel. Gemäss der IDS-Datenbank legte der Nettoabsatz in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den ersten beiden Quartalen 2015 wieder kräftig zu, nach mehreren Jahren niedrigen oder gar negativen Nettoabsatzes. Dagegen verlangsamte er sich in den aufstrebenden Volkswirtschaften.

In den weiteren Abschnitten dieses Kapitels werden diese Entwicklungen im Einzelnen beleuchtet und dabei Bezug auf die BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft und zum internationalen Schuldtitelmarkt sowie auf die globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ (GLI) genommen. Zum Schluss werden die jüngsten Trends beim Kreditwachstum und bei den Schuldendienstquoten der wichtigsten fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften kurz erörtert.

Globale Fremdwährungskredite an den Nichtfinanzsektor

Die globale Kreditvergabe in US-Dollar und Euro an *gebietsfremde* Nichtfinanzschuldner nahm erneut rascher zu als die Kreditvergabe an *gebietsansässige* Nichtfinanzschuldner der USA oder des Euro-Raums (Grafik 2).

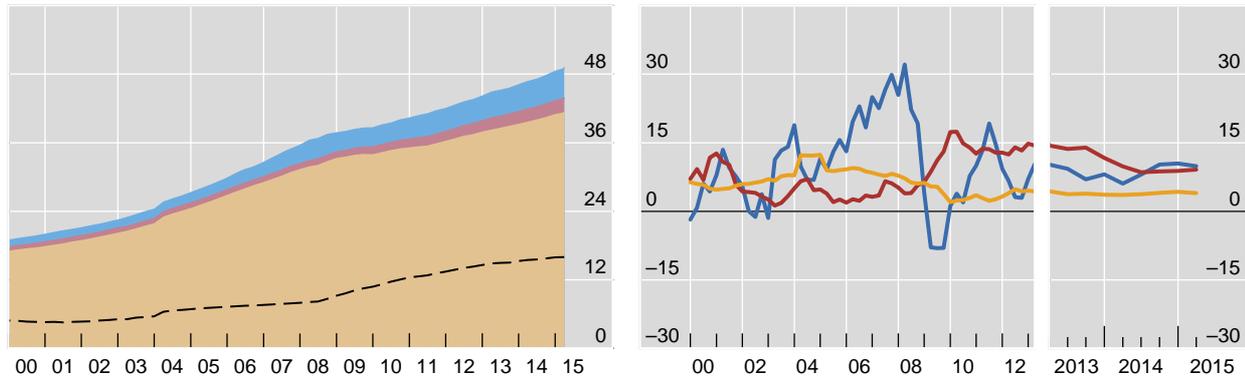
Gemäss den GLI beliefen sich die US-Dollar-Kredite an *Nichtbankschuldner* ausserhalb der USA am Ende des ersten Quartals 2015 auf insgesamt \$ 9,6 Bio. Werden Nichtbankfinanzinstitute aus dieser Zahl herausgerechnet, betrugen die gesamten US-Dollar-Kredite an *Nichtfinanzschuldner* \$ 7,8 Bio. (Grafik 2 links oben). Die US-Dollar-Bankkredite an diese Nichtfinanzschuldner machten \$ 5,3 Bio. aus, was einem Jahreszuwachs von fast 10% entspricht. Gleichzeitig wurden Wertpapiere in Höhe von \$ 2,5 Bio. emittiert, wodurch die Jahreswachstumsrate der

„Verbesserungen der BIZ-Statistiken über den Absatz von Schuldtiteln“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2012. Die IDS-Datenbank enthält auf Quartalsbasis eine Aufschlüsselung sowohl nach Nationalität als auch nach Sitzland des Emittenten und nähere Angaben in Bezug auf Art, Sektor, Währung und Laufzeit des Schuldtitels.

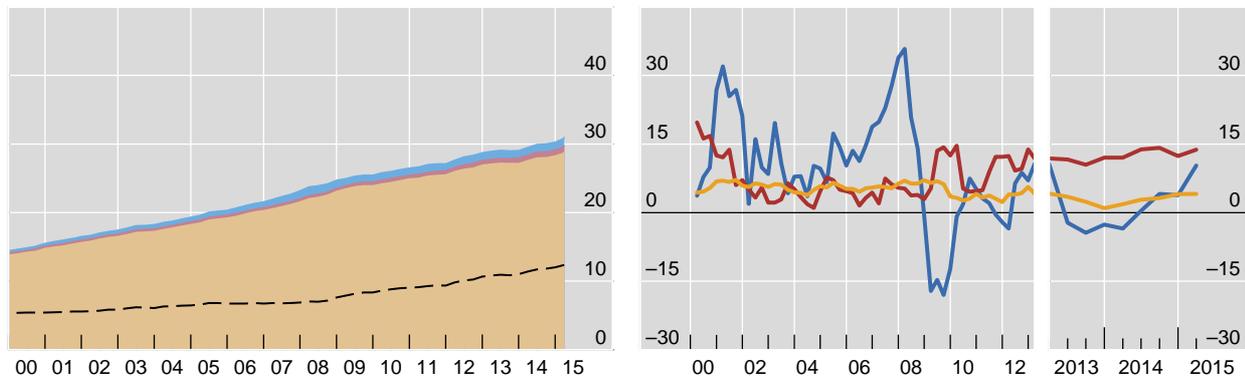
Ausstehendes Volumen¹, Bio. USD

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

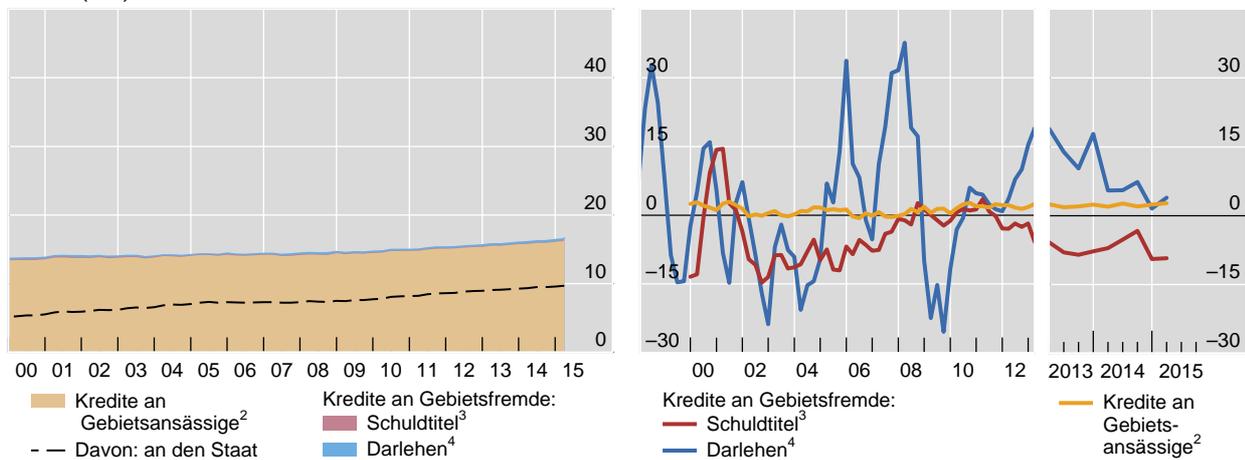
In US-Dollar (USD) denominatede Kredite



In Euro (EUR) denominatede Kredite



In Yen (JPY) denominatede Kredite



Weitere Angaben zu den globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ sind verfügbar auf www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Ausstehende Beträge am Quartalsende. Beträge in anderen Währungen als USD werden zum Wechselkurs von Ende März 2015 in USD umgerechnet. ² Kredite an Nichtfinanzschuldner mit Sitz in den USA/im Euro-Raum/in Japan. Die nationalen Finanzierungsrechnungen werden mithilfe der BIZ-Statistiken zum Bank- und Wertpapiergeschäft um Kredite in anderen Währungen als der Landeswährung bereinigt. ³ Ohne Schuldtitel, die von Zweckgesellschaften und anderen von Nichtfinanzunternehmen beherrschten Finanzinstituten begeben wurden. EUR-Schuldtitel ohne solche, die von Institutionen der Europäischen Union begeben wurden. ⁴ Darlehen von für die LBS berichtenden Banken an Nichtbankschuldner, einschl. Nichtbankfinanzinstituten, umfassen grenzüberschreitende zuzüglich lokaler Darlehen. Für Länder, die keine Daten zur LBS liefern, werden Inlandsdarlehen in USD/EUR/JPY wie folgt geschätzt: Für China werden inländische Darlehen in Fremdwährung nationalen Daten entnommen, und es wird angenommen, dass sie sich aus 80% USD, 10% EUR und 10% JPY zusammensetzen; für andere nicht für die LBS berichtende Länder werden inländische Darlehen an Nichtbanken gleichgesetzt mit den grenzüberschreitenden Darlehen von LBS-Berichtsbanken (in USD/EUR/JPY) an Banken im betreffenden Land, unter der Annahme, dass diese Mittel an Nichtbanken weitergegeben werden.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Datastream; BIZ-Statistiken zu den Schuldtitelmärkten; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ.

ausstehenden Bestände auf 9% stieg (Grafik 2 rechts oben). Beide Wachstumsraten übertrafen diejenige von US-Dollar-Krediten an Nichtfinanz-Gebietsansässige der USA (4%). Diese Wachstumsraten sind seit mehreren Jahren bemerkenswert stabil.

Ende März 2015 betrug die Euro-Kreditvergabe an *Nichtbankschuldner* ausserhalb des Euro-Raums insgesamt \$ 2,8 Bio. Die gesamten Euro-Kredite an *Nichtfinanzzschuldner*, Nichtbankfinanzinstitute ausgeklammert, betragen \$ 2,1 Bio., darunter \$ 1,2 Bio. Bankkredite und \$ 915 Mrd. Schuldtitel (Grafik 2 Mitte links). Der ausstehende Bestand der auf Euro lautenden Anleihen von gebietsfremden Nichtfinanzzschuldner erhöhte sich sprunghaft um fast 14% gegenüber dem Vorjahr, wofür u.a. ein rasanter Nettoanstieg bei von US-Nichtfinanzunternehmen begebenen Euro-Schuldtiteln verantwortlich war. Bankkredite in Euro an Nichtfinanzzschuldner ausserhalb des Euro-Raums, die fast das ganze Jahr 2013 hindurch rückläufig gewesen waren, nahmen ab dem ersten Quartal 2014 wieder zu und stiegen im 12-Monats-Zeitraum bis März 2015 um 10% (Grafik 2 Mitte rechts). Sowohl bei den in Euro denominierten Bankkrediten an den Nichtfinanzsektor ausserhalb des Euro-Raums als auch bei den Euro-Schuldtiteln dieses Sektors übertraf die Wachstumsrate diejenige bei den Krediten und Schuldtiteln von Nichtfinanz-Gebietsansässigen des Euro-Raums (4%) bei Weitem.

Die Mittelaufnahme in Yen von Nichtfinanzzschuldner ausserhalb Japans setzte sich Ende März 2015 aus Bankkrediten in Höhe von \$ 347 Mrd. und Schuldtiteln von \$ 66 Mrd. zusammen. Im 12-Monats-Zeitraum bis März 2015 nahmen die Bankkredite um 4% zu, der Schuldtitelbestand sank im selben Zeitraum um 9,3% (Grafik 2 unten).

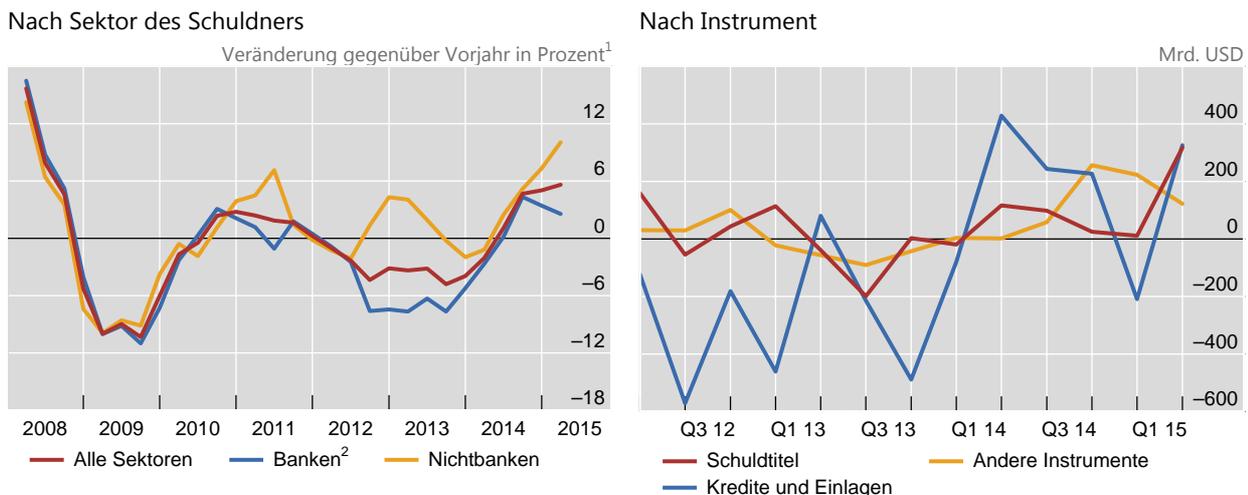
Globale grenzüberschreitende Kreditvergabe

Die Ausweitung der globalen grenzüberschreitenden Kreditvergabe, die im zweiten Quartal 2014 eingesetzt hatte, beschleunigte sich in den ersten drei Monaten 2015 noch. Gemäss der LBS legten die grenzüberschreitenden Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken von Ende Dezember 2014 bis Ende März 2015 um \$ 748 Mrd. zu, wodurch sich die Jahreswachstumsrate auf fast 6% erhöhte (Grafik 3 links).⁵

Ein Anstieg der grenzüberschreitenden Forderungen an *Nichtbanken* um \$ 563 Mrd. im ersten Quartal 2015 machte mehr als drei Viertel des Gesamtanstiegs aus, wodurch die Jahreswachstumsrate auf 10% zunahm (Grafik 3 links). Gleichzeitig stieg die Kreditvergabe an *Banken* bis Ende März 2015 um \$ 132 Mrd. und glich damit einen ähnlich grossen Rückgang des Vorquartals aus. Die Jahreswachstumsrate der grenzüberschreitenden Interbankkreditvergabe verlangsamte sich Ende März 2015 auf weniger als 2%.

Das internationale Bankgeschäft belebte sich in Bezug auf sämtliche wichtigen Instrumente. Die Zunahmen der Schuldtitel- und der Kreditbestände von Banken trugen nahezu gleichmässig zur Ausweitung der grenzüberschreitenden Forderungen insgesamt bei (Grafik 3 rechts). Von Ende Dezember 2014 bis Ende März 2015 legten die ausstehenden Kredite um \$ 319 Mrd. zu, während sich die Schuldtitelbestände von Banken um \$ 318 Mrd. erhöhten. Die jüngste Quartals-

⁵ Sämtliche Zahlen zu Quartals- und Jahresveränderungen der Bankforderungen sind um Wechselkurschwankungen und Brüche in den Reihen bereinigt.



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.

Quelle: Standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ nach Sitzland.

ausweitung der grenzüberschreitenden Kredit- und Schuldtitelbestände von Banken führten zu einem kumulierten Jahreswachstum dieser Bestände seit Anfang 2014 auf \$ 1 Bio. bzw. \$ 570 Mrd.

Währungszusammensetzung der grenzüberschreitenden Bankkredite

Die Ausweitung der gesamten grenzüberschreitenden Forderungen von Ende Dezember 2014 bis Ende März 2015 war hauptsächlich einem Anstieg der *in Euro denominierten* Forderungen um \$ 536 Mrd. zuzuschreiben. Gemäss der LBS liess er die Jahreswachstumsrate der Euro-Forderungen auf 9% hochschnellen (Grafik 4 links). Mehr als zwei Drittel (70%) dieses Anstiegs waren auf gestiegene Kredite zurückzuführen, 18% auf eine Zunahme der von Banken gehaltenen Schuldtitel. Auf Nichtbankschuldner entfielen 49% des Anstiegs bei den Euro-Forderungen. Rund die Hälfte (53%) des Zuwachses der *Euro-Kredite* wurden von Banken aus dem Euro-Raum vergeben, 28% von Banken im Vereinigten Königreich.

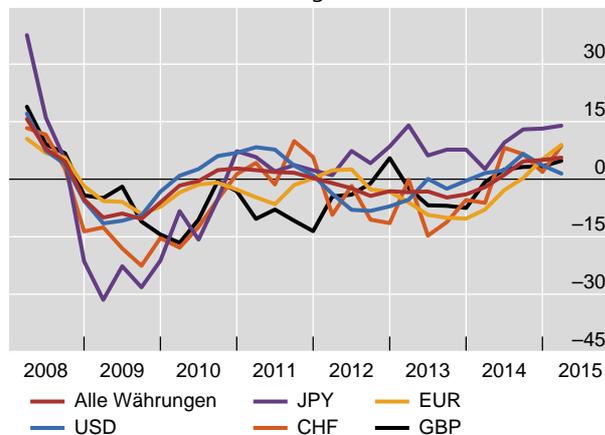
Im ersten Quartal 2015 stiegen die *in US-Dollar* denominierten Forderungen um \$ 54 Mrd. Dabei konnte ein Anstieg der Bankbestände an US-Dollar-Schuldtiteln um \$ 156 Mrd. einen Rückgang der US-Dollar-Kredite um \$ 99 Mrd. mehr als wettmachen. Die *in Pfund Sterling* denominierten Forderungen (\$ 60 Mrd.) und die Forderungen in Schweizer Franken (\$ 32 Mrd.) weiteten sich ebenfalls aus, wodurch die jeweilige Jahreswachstumsrate auf 5% bzw. 9% anstieg. Die grenzüberschreitende Kreditvergabe in Yen ging während des Quartals zurück (um \$ 10 Mrd.), doch die Jahreswachstumsrate blieb mit 14% kräftig.

Grenzüberschreitende Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken

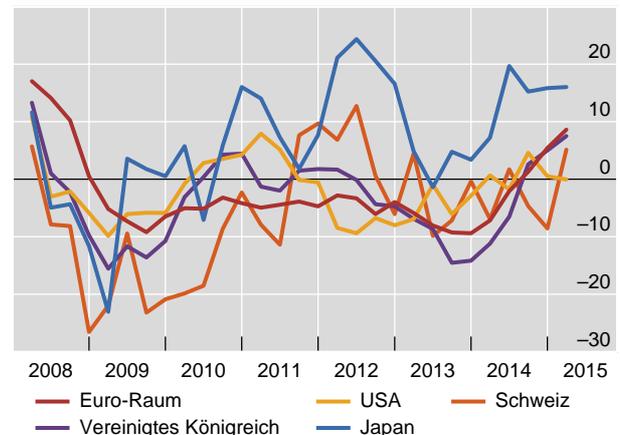
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent¹

Grafik 4

Nach Denominationswährung



Nach Sitzland des Schuldners



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

Quelle: Standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ nach Sitzland.

Kreditvergabe an fortgeschrittene Volkswirtschaften

Gemäss den GLI nahm die grenzüberschreitende Kreditvergabe an *Nichtbanken* im ersten Quartal 2015 erstmals seit der Finanzkrise etwas stärker zu als die Inlandskreditvergabe an diese Schuldner (Grafik 5 links oben). Dies ist bemerkenswert: Frühere Erfahrungen haben gezeigt, dass grenzüberschreitende Kredite tendenziell die inländischen Kreditbedingungen verstärkten, da die grenzüberschreitende Kreditkomponente während Finanzbooms rascher zunimmt und während Abschwüngen langsamer wächst bzw. sinkt. Allerdings war dies je nach Land und Region sehr unterschiedlich stark ausgeprägt.

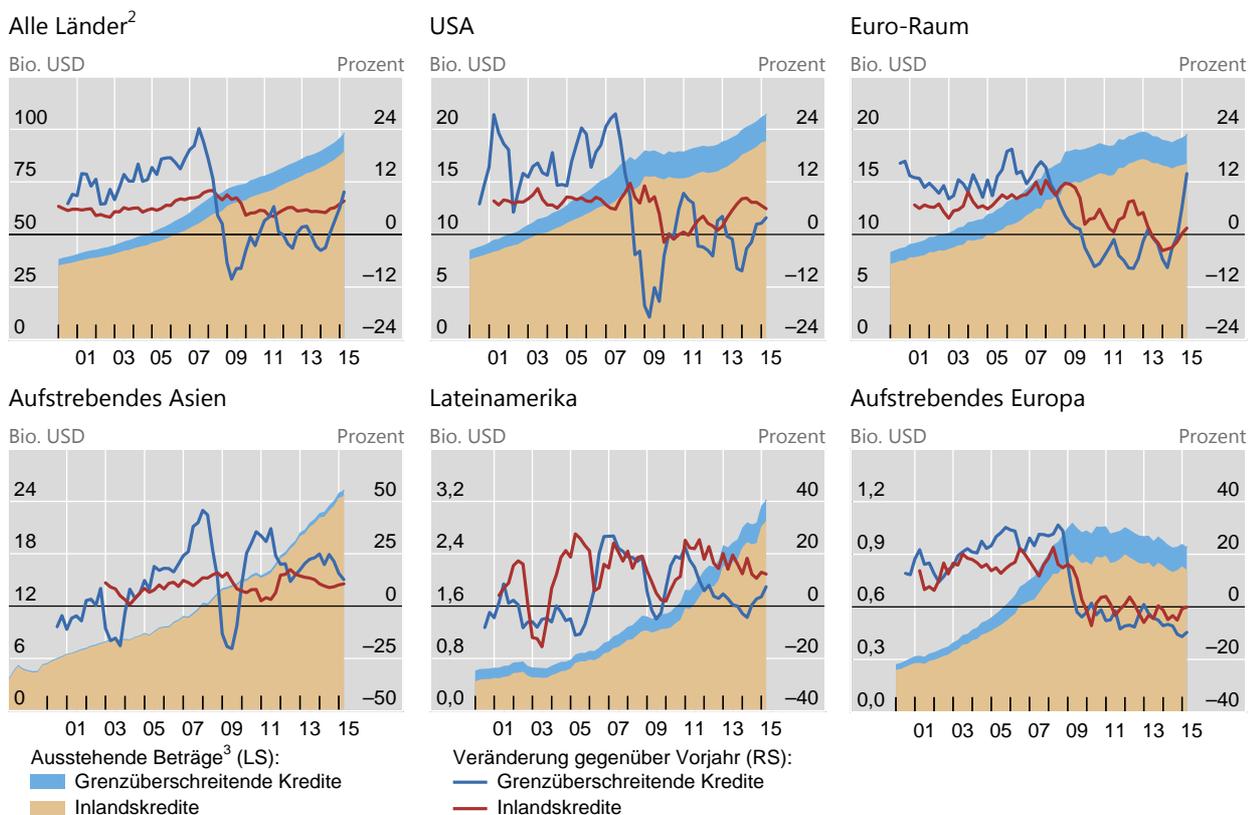
Die Ausweitung im ersten Quartal war in erster Linie das Resultat eines raschen Anstiegs der grenzüberschreitenden Kredite an fortgeschrittene Volkswirtschaften. Doch auch innerhalb dieser Gruppe waren die Unterschiede beträchtlich. Das Wachstum der inländischen Kredite an den US-Nichtbankensektor betrug 5% und verlangsamte sich im Vergleich zum vierten Quartal 2014, während sich die Jahreswachstumsrate der grenzüberschreitenden Kredite an US-Nichtbanken auf 4% beschleunigte (Grafik 5 Mitte oben). Dagegen blieb die Wachstumsrate der inländischen Kredite an Nichtbanken im Euro-Raum nahezu unverändert, und diejenige der grenzüberschreitenden Kredite erhöhte sich übers Jahr betrachtet sprunghaft auf 13% (Grafik 5 rechts oben).

Bei den *grenzüberschreitenden* Bankkrediten *gegenüber allen Sektoren* geht aus den LBS-Daten hervor, dass der Trend, der 2014 eingesetzt hatte, im ersten Quartal 2015 anhielt. Die Jahreswachstumsraten der grenzüberschreitenden Forderungen, die während mehrerer Jahre nach der Krise negativ gewesen waren, bevor sie 2014 wieder positiv wurden, verblieben im positiven Bereich. Hohe Wachstumsraten wurden insbesondere verzeichnet bei den Forderungen an Japan (16%), den Euro-Raum (9%), das Vereinigte Königreich (8%) und die Schweiz (5%), während die

Globale Bankkreditvergabe an Nichtbanken, nach Region des Schuldners

Grenzüberschreitende Kredite der Banken zuzüglich Inlandskredite in allen Währungen¹

Grafik 5



Weitere Angaben zu den globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ sind verfügbar auf www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Grenzüberschreitende Forderungen der LBS-Berichtsbanken zuzüglich Inlandsforderungen aller Banken. Die Inlandsforderungen werden der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der einzelnen Länder entnommen und umfassen auch die Kredite, die von der Zentralbank an den Staat vergeben werden. ² Stichprobe von 52 Ländern. ³ Ausstehende Beträge am Quartalsende. Beträge in anderen Währungen als US-Dollar werden zum Wechselkurs von Ende März 2015 in US-Dollar umgerechnet.

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

grenzüberschreitenden Forderungen an die USA von März 2014 bis März 2015 praktisch unverändert blieben (Grafik 4 rechts).

Die grenzüberschreitenden Forderungen an sämtliche Schuldner im Euro-Raum (einschl. Forderungen innerhalb des Euro-Raums, alle Sektoren) stiegen im ersten Quartal 2015 um \$ 418 Mrd. und liessen die Jahreswachstumsrate auf fast 9% hochschnellen. Wie aus der LBS hervorgeht, war dies der höchste absolute Quartalsanstieg seit dem ersten Quartal 2008 (Grafik 4 rechts). Das Interbankgeschäft trug etwas weniger stark zu diesem Anstieg bei als die Kreditvergabe an Nichtbanken. Knapp die Hälfte dieses Anstiegs entfiel auf Banken aus dem Euro-Raum, 35% auf Banken im Vereinigten Königreich. Hinter dem Gesamtanstieg der grenzüberschreitenden Forderungen an den Euro-Raum stand insbesondere der steile Anstieg der Kredite an Deutschland um \$ 153 Mrd., aber auch die grenzüberschreitenden Kredite an Frankreich legten deutlich zu (um \$ 124 Mrd.). Dagegen veränderten sich die Kredite an Spanien, Italien, Irland und Portugal praktisch nicht.

Die grenzüberschreitende Bankkreditvergabe erhöhte sich auch gegenüber europäischen Schuldnern ausserhalb des Euro-Raums (Grafik 4 rechts). Gegenüber

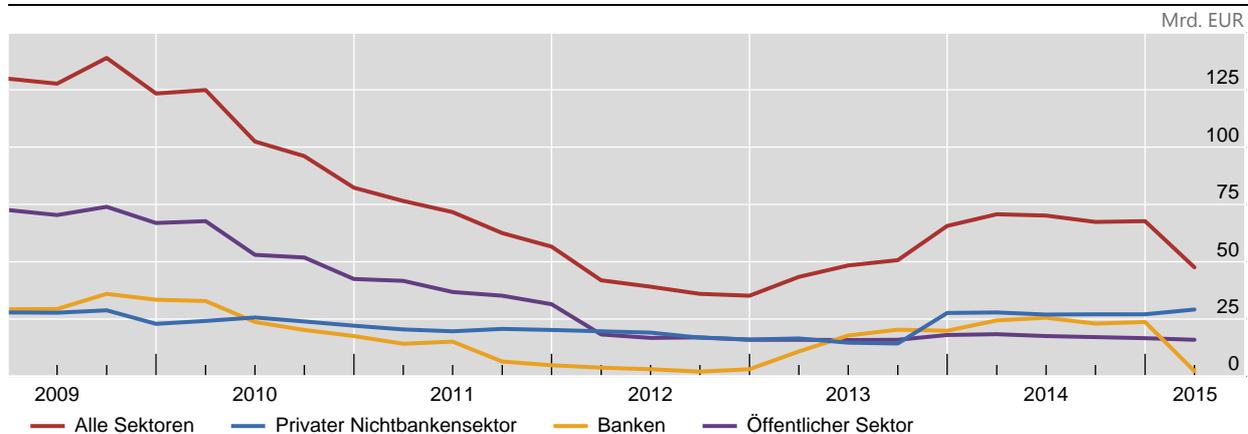
der Schweiz schnellte sie wechsellkursbereinigt von Ende Dezember 2014 bis Ende März 2015 um \$ 60 Mrd. hoch. Rund 83% dieses Anstiegs entfielen auf das Interbankgeschäft. Während die grenzüberschreitenden Verbindlichkeiten der BIZ-Berichtsbanken an die Schweiz in diesem Zeitraum um \$ 24 Mrd. sanken, erhöhten sich die Nettoforderungen an die Schweiz insgesamt um mehr als \$ 86 Mrd. Die Forderungen an Dänemark und Schweden verzeichneten ähnlich sprunghafte Anstiege. Gegenüber Dänemark erhöhten sie sich um \$ 27 Mrd., gegenüber Schweden um \$ 13 Mrd. In beiden Fällen entfielen etwa zwei Drittel des Anstiegs auf grenzüberschreitende Forderungen an den Bankensektor.

Griechenland war eine bemerkenswerte Ausnahme vom allgemeinen Anstieg der Kreditvergabe in Europa. Gemäss der LBS gingen die grenzüberschreitenden Forderungen der international tätigen Banken an Griechenland im ersten Quartal 2015 um \$ 22 Mrd. zurück. Ende März 2015 betrug der Rückgang im zurückliegenden 12-Monats-Zeitraum dadurch 28%. Die Zahlen aus der konsolidierten Bankgeschäftsstatistik der BIZ (CBS)⁶ auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei zeigen ein ähnliches Bild: Im ersten Quartal 2015 sank die internationale Kreditvergabe an Gebietsansässige Griechenlands um \$ 31 Mrd. bzw. € 26 Mrd.⁷ (Grafik 6).

Dieser Rückgang war zu einem Grossteil auf die Abnahme der Kreditvergabe an griechische Banken um \$ 26 Mrd. bzw. € 21 Mrd. zurückzuführen. Der ausstehende Betrag an konsolidierten internationalen Forderungen an griechische Banken (auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei) belief sich Ende März auf \$ 2,5 Mrd. bzw.

Internationale Forderungen der Banken an Griechenland, nach Sektor

Grafik 6



Quelle: Konsolidierte Bankgeschäftsstatistik der BIZ (auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei).

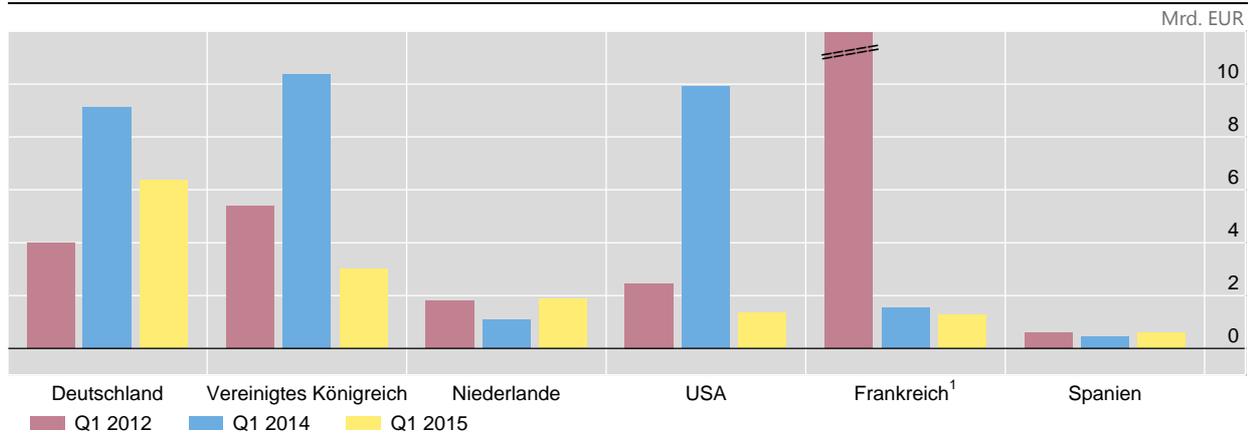
⁶ In der CBS („consolidated banking statistics“) werden die Positionen nach der Nationalität der jeweiligen Bank eingestuft (d.h. nach dem Land, in dem die Bank ihren Hauptsitz hat) und nicht nach dem Standort der Geschäftsstelle, bei der sie verbucht sind. Die Banken konsolidieren ihre konzerninternen Positionen und melden nur ihre Forderungen an nicht verbundene Schuldner, ohne sie allerdings nach Währung aufzuschlüsseln. Daher sind in der CBS keine wechsellkursbereinigten Veränderungen verfügbar. Die Meldung der Forderungen erfolgt auf Basis der unmittelbaren Gegenpartei (d.h. entsprechend dem Sitzland des Schuldners) und auf Basis des letztlich Risikoträgers (entsprechend dem Land, in dem der letztlich Schuldner seinen Hauptsitz hat, unter Berücksichtigung von Garantien und anderen Risikotransfers).

⁷ Diese Berechnung ist um die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar bereinigt, indem angenommen wird, dass sämtliche Forderungen auf Euro lauten.

Auslandsforderungen an Griechenland, nach Nationalität der berichtenden Bank

Ende März 2015

Grafik 7



¹ Auslandsforderungen im 1. Quartal 2012: € 26 Mrd.

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

€ 2,3 Mrd., während die internationalen Forderungen an den öffentlichen Sektor Griechenlands \$ 17 Mrd. bzw. € 16 Mrd. betragen, verglichen mit \$ 25 Mrd. ein Jahr zuvor.

Der Rückgang der internationalen Forderungen an Griechenland in den Jahren 2014 und 2015 folgte auf einen Zwei-Jahres-Zeitraum, in dem viele ausländische Banken vorübergehend an den griechischen Markt zurückgekehrt waren (Grafik 6). Für den Anstieg der Bankkredite an Griechenland von 2012 bis 2014 waren hauptsächlich deutsche, britische und US-Banken verantwortlich gewesen. Dagegen hatten französische Banken ihr Engagement in diesem Zeitraum drastisch gesenkt. Bis März 2015 waren die Forderungen aller wichtigen Bankensysteme an Griechenland unter das jeweilige Niveau von März 2012 gefallen, mit Ausnahme derjenigen deutscher Banken.

Daher waren deutsche Banken Ende März 2015 die grössten ausländischen Bankkreditgeber in Griechenland (Grafik 7). Ihre ausstehenden Auslandsforderungen auf Basis des letzten Risikoträgers beliefen sich auf € 7 Mrd., wovon rund zwei Drittel auf den privaten Nichtbankensektor entfielen. Banken mit Hauptsitz im Vereinigten Königreich meldeten Forderungen von rund € 3 Mrd., während niederländische, US-, französische, italienische und spanische Banken jeweils Auslandsforderungen von € 2 Mrd. oder weniger hielten. Die Mehrheit der Auslandsforderungen deutscher, niederländischer, US- und französischer Banken gegenüber Griechenland waren grenzüberschreitende Kredite. Dagegen wurden die Kredite italienischer und spanischer Banken gegenüber Griechenland zumeist über ihre lokalen Geschäftsstellen vergeben.

Bankkredite an aufstrebende Volkswirtschaften

Gemäss den GLI näherten sich die Wachstumsraten der inländischen und grenzüberschreitenden Kredite an den *Nichtbankensektor* in Lateinamerika und den aufstrebenden Volkswirtschaften des Asien-Pazifik-Raums im ersten Quartal 2015 einander erneut an (Grafik 5 unten).

In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens verlangsamte sich das Wachstum der grenzüberschreitenden Kredite an den Nichtbankensektor Ende März 2015 auf eine Jahresrate von 13%, nachdem es zuletzt im vierten Quartal 2013 einen Höchststand von 25% erreicht hatte. Damit liegt es immer noch leicht über dem Wachstum der inländischen Kredite (11%). Allerdings blieb der Bestand an grenzüberschreitenden Krediten im Verhältnis zu inländischen Krediten im Asien-Pazifik-Raum verglichen mit anderen Regionen wie Lateinamerika und insbesondere den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas recht klein.

Die grenzüberschreitenden Kredite an Nichtbanken in Lateinamerika verzeichneten von Ende Dezember 2014 bis Ende März 2015 einen erneuten Quartalsanstieg. Die Jahreswachstumsrate stieg entsprechend auf 7%, blieb damit aber hinter der nahezu unveränderten Wachstumsrate der inländischen Kredite von 12% zurück.

Die inländischen Kredite an Nichtbanken in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas⁸ stagnierten im ersten Quartal 2015 insgesamt, und die grenzüberschreitenden Kredite an diese Schuldner nahmen um 10% ab.

Aus Daten der LBS ist ersichtlich, dass von Ende Dezember 2014 bis Ende März 2015 die grenzüberschreitende Bankkreditvergabe an *sämtliche Sektoren* (Banken und Nichtbanken) in aufstrebenden Volkswirtschaften im zweiten Quartal in Folge zurückging, nachdem sie sich zwei Jahre lang deutlich ausgeweitet hatte. Die grenzüberschreitenden Forderungen an aufstrebende Volkswirtschaften schrumpften im ersten Quartal 2015 wechsellkursbereinigt um \$ 52 Mrd., sodass die Jahreswachstumsrate auf unter 1% sank.

Die Forderungen an China waren für die Quartalsveränderung der grenzüberschreitenden Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften im Allgemeinen und an die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens im Besonderen bestimmend, womit sich ein in den letzten Jahren zu beobachtender Trend fortsetzte. Im ersten Quartal 2015 sank die grenzüberschreitende Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens um \$ 53 Mrd., womit sich die Jahreswachstumsrate nach mehreren Jahren starker Beschleunigung auf nahezu null verlangsamte. Der Rückgang der Forderungen an die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens wurde gänzlich durch die Abnahme der grenzüberschreitenden Forderungen an China um \$ 56 Mrd. verursacht, die die entsprechende Jahreswachstumsrate auf null fallen liess (Grafik 8 links). Diese jüngste Abnahme der Kreditvergabe an China, die auf einen Rückgang der grenzüberschreitenden Forderungen an Banken um \$ 64 Mrd. zurückzuführen war, reduzierte die ausstehenden Forderungen an China Ende März 2015 auf \$ 963 Mrd. Der Kasten am Schluss dieses Kapitels befasst sich eingehender mit der Verlagerung bei den Bankkreditströmen in Dollar und Renminbi aus und nach China in den ersten Monaten 2015.

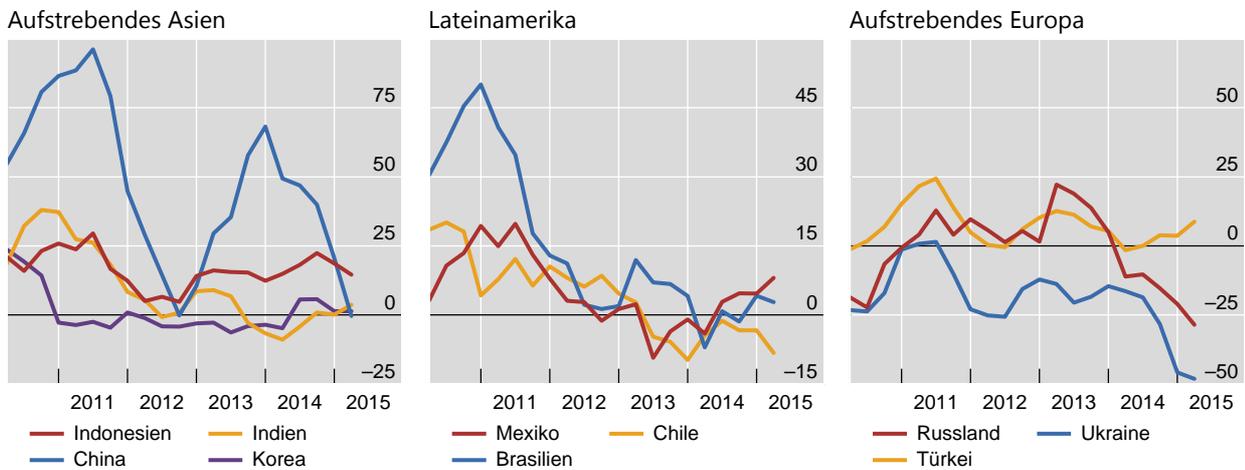
Im Gegensatz dazu zog im ersten Quartal 2015 die grenzüberschreitende Kreditvergabe an mehrere andere aufstrebende Volkswirtschaften Asiens an. Gegenüber Indien und Korea nahm sie um \$ 8 Mrd. bzw. \$ 3 Mrd. zu, womit sich die Jahreswachstumsrate auf 4% bzw. 1% erhöhte. Die grenzüberschreitende

⁸ In den GLI schliesst die Ländergruppe, die mit „aufstrebende Volkswirtschaften Europas“ bezeichnet wird, die Ukraine ein, aber nicht Russland, während die LBS-Definition beide Länder einschliesst. Weitere Angaben zu den grenzüberschreitenden Positionen gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas einschl. Russlands finden sich weiter unten; sie beruhen auf der LBS.

Grenzüberschreitende Forderungen an ausgewählte aufstrebende Volkswirtschaften

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent¹

Grafik 8



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

Quelle: Standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ nach Sitzland.

Kreditvergabe an Indonesien war im ersten Quartal zwar rückläufig, ihre Jahreswachstumsrate blieb mit 15% aber kräftig.

Die grenzüberschreitenden Forderungen an Lateinamerika und die Karibik erhöhten sich von Ende Dezember 2014 bis Ende März 2015 um \$ 2,1 Mrd., was hauptsächlich auf den Anstieg der Kreditvergabe an Brasilien um \$ 1,3 Mrd. zurückzuführen war (Grafik 8 Mitte). Gleichzeitig blieben die Forderungen an Mexiko im ersten Quartal 2015 unverändert, die Jahreswachstumsrate betrug aber dennoch 8%. Die Kreditvergabe an Chile war weiter rückläufig.

Die Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas nahm in den ersten drei Monaten 2015 ab, wenn auch langsamer als im Vorquartal. Die grenzüberschreitenden Forderungen an Russland fielen im ersten Quartal 2015 um \$ 14 Mrd., nachdem sie im vorangegangenen Quartal einen Rückgang von \$ 19 Mrd. verzeichnet hatten. Dadurch beschleunigte sich der Rückgang im zurückliegenden 12-Monats-Zeitraum auf 29% (Grafik 8 rechts). Die grenzüberschreitende Kreditvergabe an die Ukraine schrumpfte im ersten Quartal 2015 um \$ 1 Mrd., was den Rückgang im zurückliegenden 12-Monats-Zeitraum Ende März 2015 auf 48% ansteigen liess. Dagegen legten die grenzüberschreitenden Kredite an die Türkei um \$ 4 Mrd. zu, und die Jahreswachstumsrate beschleunigte sich entsprechend auf 9%. Gleichzeitig kam es bei den grenzüberschreitenden Forderungen an Ungarn und die Tschechische Republik zu einem leichten Anstieg.

Internationale Schuldtitel

Der Nettoabsatz am internationalen Schuldtitelmarkt stieg um \$ 225 Mrd. im ersten Quartal 2015 und \$ 219 Mrd. im zweiten (Grafik 9). Gemäss der BIZ-Statistik zum internationalen Schuldtitelmarkt (IDS) betrug der Absatz im ersten Halbjahr 2015

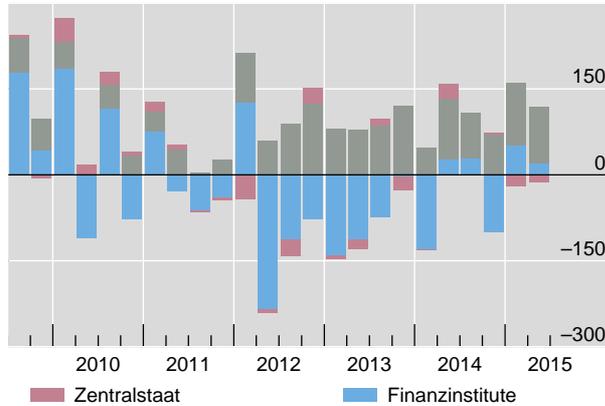
Internationale Schuldtitel¹

Mrd. US-Dollar

Grafik 9

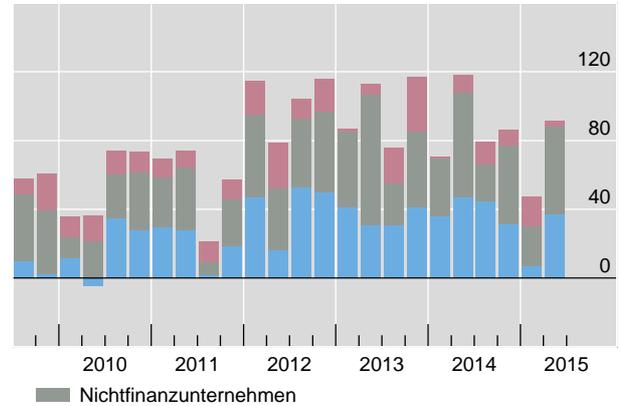
Fortgeschrittene Volkswirtschaften²

Nettoabsatz

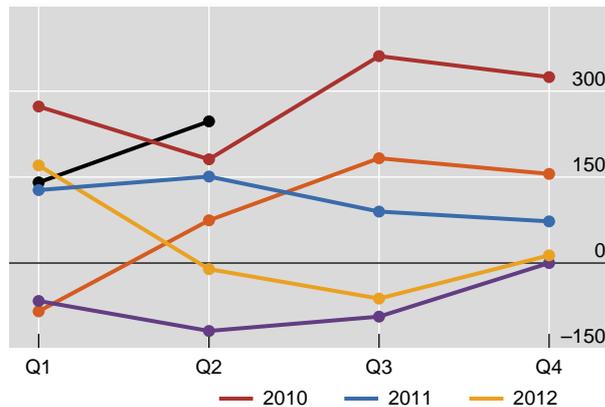


Aufstrebende Volkswirtschaften^{2,3}

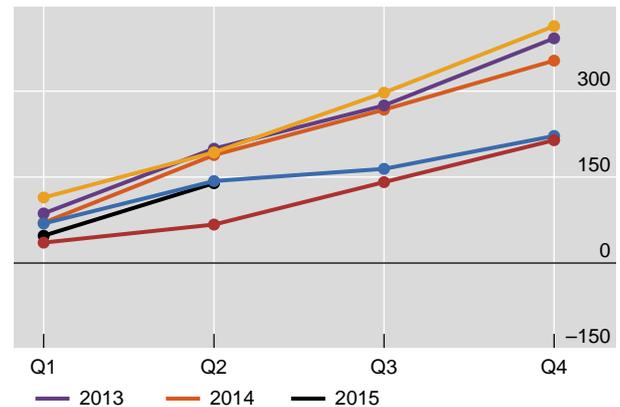
Nettoabsatz



Kumulierter Nettoabsatz⁴



Kumulierter Nettoabsatz⁴



¹ Alle Emittenten, alle Laufzeiten, nach Nationalität des Emittenten. ² Liste der Länder s. *Statistikbulletin der BIZ*. Der Sektor bezieht sich auf die Muttergesellschaft des Emittenten. Nähere Angaben zur Klassifizierung finden sich im Artikel „Einführung in die BIZ-Statistiken“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2015. ³ Einschl. Hongkong SVR und Singapur. ⁴ Pro Quartal.

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

mit \$ 444 Mrd. 49% bzw. 26% mehr als im zweiten und ersten Halbjahr 2014. Mit \$ 247 Mrd. lag der Nettoabsatz in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften deutlich über dem Absatz der letzten Jahre (Grafik 9 links unten). In den aufstrebenden Volkswirtschaften betrug der Absatz \$ 137 Mrd. und verlangsamte sich damit gegenüber den letzten Jahren (Grafik 9 rechts unten). Der Rest entfiel auf Offshore-Finanzplätze und internationale Organisationen.

Die Emissionen waren insbesondere bei Nichtfinanzschuldern lebhaft, auf die im ersten Halbjahr 2015 64% (\$ 285 Mrd.) der Gesamtemissionen entfielen.⁹ Die Emittenten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften waren hier führend. US-

⁹ Die hier erörterten und in Grafik 9 dargestellten Sektordaten unterscheiden sich in geringem Masse von denen in Tabelle 12 des *Statistikbulletins der BIZ*. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Zahlen in Grafik 9 auf dem Sektor des letzten Emittenten (der Muttergesellschaft) beruhen, während sich Tabelle 12 auf den unmittelbaren Emittenten (der die Finanztochter eines Nichtfinanzunternehmens sein könnte) bezieht.

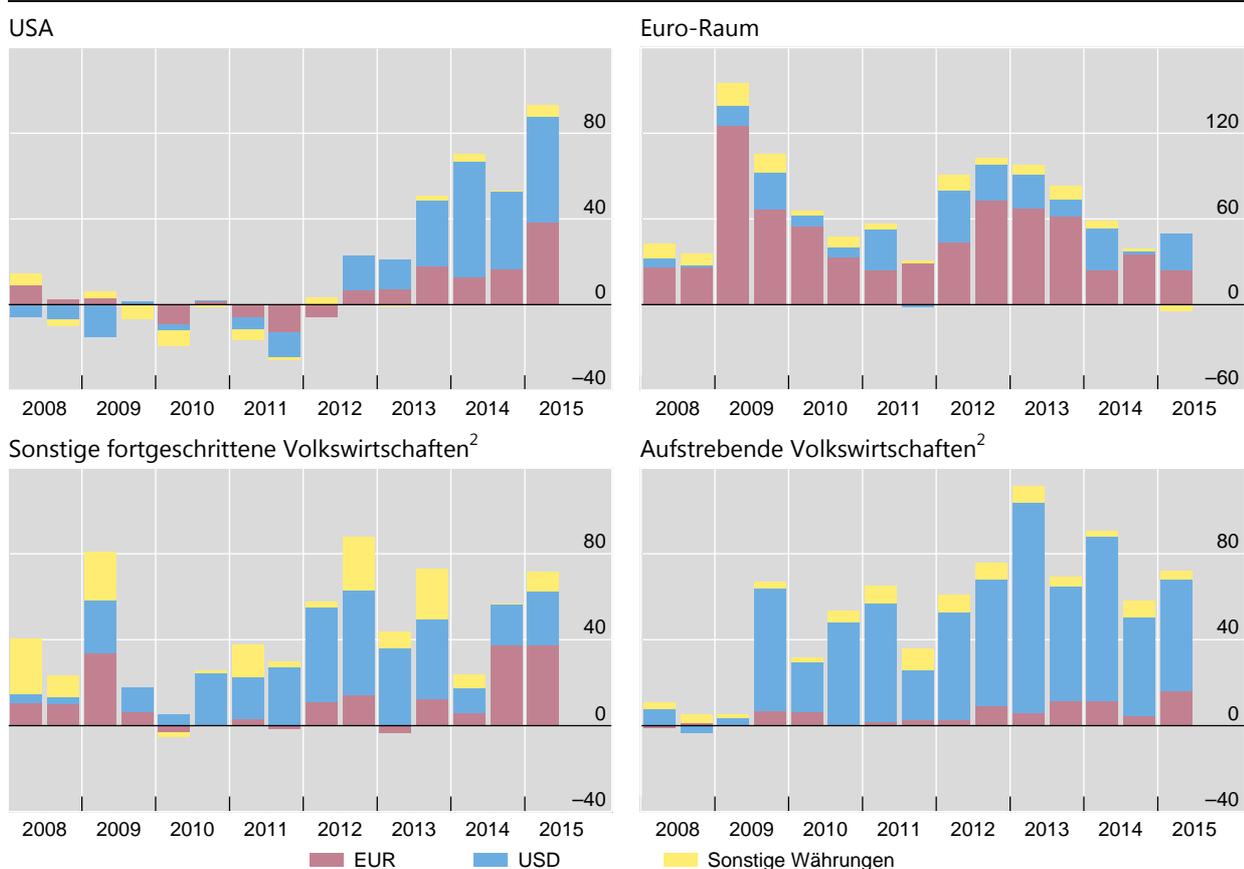
Nichtfinanzschuldner begaben im ersten Halbjahr 2015 internationale Schuldtitel in Höhe von \$ 93 Mrd., verglichen mit \$ 124 Mrd. im Gesamtjahr 2014 und \$ 71 Mrd. 2013. Dagegen entfielen auf Nichtfinanzschuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften im ersten Halbjahr 2015 nur \$ 75 Mrd., verglichen mit \$ 161 Mrd. 2014 und \$ 189 Mrd. 2013. Der Nettoabsatz von chilenischen Nichtfinanzschuldnern nahm im ersten Halbjahr zu, bei den entsprechenden chinesischen Emittenten stagnierte er, und der Nettoabsatz von brasilianischen und koreanischen Emittenten war negativ.

Die Emittenten von Anleihen machten zunehmend Gebrauch von Euro. Im ersten Halbjahr 2015 umfasste der Nettoabsatz in Euro Anleihen und Notes in Höhe von insgesamt \$ 78 Mrd. sowie Geldmarktinstrumente in Höhe von \$ 41 Mrd. Im Vergleich dazu war 2014 ein Nettoabsatz von Geldmarktinstrumenten in Höhe von \$ 9 Mrd. zu verzeichnen gewesen, und es waren Anleihen und Notes in Höhe von netto \$ 27,5 Mrd. zurückgekauft worden. Schuldner in fortgeschrittenen Volkswirtschaften ausserhalb des Euro-Raums waren an den Euro-Märkten besonders aktiv (Grafik 10 links). Nichtfinanzunternehmen in den USA begaben netto \$ 24 Mrd. an Schuldtiteln in Euro im ersten Quartal 2015 und \$ 14 Mrd. im zweiten, nachdem der Nettoabsatz in Euro im Gesamtjahr 2014 lediglich \$ 29 Mrd. betragen hatte. Unter anderem wurden auch einige umgekehrte „Yankee“-Anleihen am europäischen

Internationale Schuldtitel¹

Halbjährlicher Nettoabsatz, Mrd. US-Dollar

Grafik 10



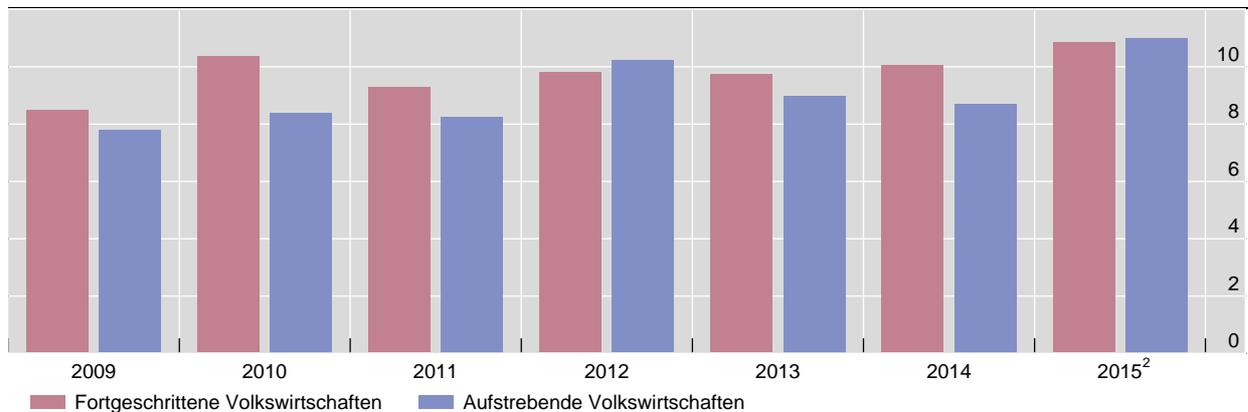
¹ Hauptsitz des Nichtfinanzunternehmens, nach Nationalität des Emittenten. ² Liste der Länder s. *Statistikbulletin der BIZ*.

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

Durchschnittliche gewichtete Laufzeit von neuen, am internationalen Anleihemarkt platzierten Schuldtiteln¹

Jahre

Grafik 11



¹ Hauptsitz des Nichtfinanzunternehmens, nach Nationalität des Emittenten. ² Im Zeitraum Januar bis Juni 2015 platzierte Wertpapiere.

Quelle: Dealogic.

Markt begeben. Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften machten nach wie vor hauptsächlich Gebrauch von US-Dollar. Allerdings erhöhten sie im ersten Halbjahr 2015 auch ihre Emissionen in Euro auf \$ 16 Mrd., verglichen mit \$ 16 Mrd. für das Gesamtjahr 2014 (Grafik 10 rechts unten).

Vor dem Hintergrund weiterhin niedriger langfristiger Zinssätze mit der Aussicht auf eine künftige geldpolitische Straffung bemühten sich die internationalen Emittenten 2015 um eine Verlängerung der Laufzeiten (Grafik 11). Bei Schuldnern aus fortgeschrittenen Volkswirtschaften stieg die gewichtete durchschnittliche Laufzeit der Neuemissionen von 10 Jahren Ende 2014 auf fast 11 Jahre Mitte 2015. Die Laufzeiten verlängerten sich – ungeachtet der Verlangsamung bei den Neuemissionen – auch für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften, und zwar von 8,7 Jahren im Jahr 2014 auf 11,0 Jahre Mitte 2015.

Frühwarnindikatoren

Frühwarnindikatoren für Spannungen im Bankensektor zeigten an, dass das starke Kreditwachstum einen Risikofaktor darstellte (Tabelle 1). Die Kreditlücke – die Abweichung der Kreditvergabe an den privaten Sektor vom langfristigen Trend – lag in Brasilien und China bei deutlich über 10%. Sie betrug auch in anderen Ländern, die in Tabelle 1 nicht gesondert aufgeführt sind, über 10%, u.a. in Indonesien, Singapur und Thailand (diese Ländern sind in „Asien“ in der ersten Zeile der Tabelle enthalten). In der Vergangenheit gerieten Banken in zwei Dritteln derartiger Fälle (d.h. wenn die Werte über 10% lagen) innerhalb von drei Jahren ernsthaft in Schwierigkeiten.¹⁰

¹⁰ Siehe M. Drehmann, C. Borio und K. Tsatsaronis, „Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates“, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(4), Dezember 2011.

Frühwarnindikatoren für inländische Bankenrisiken signalisieren drohende Risiken¹

Tabelle 1

	Lücke bei der Kreditquote ²	Preislücke bei Immobilien ³	Schuldendienstquote ⁴	Schuldendienstquote bei Zinsanstieg von 250 Basispunkten ^{4,5}
Asien ⁶	18,3	10,4	2,0	4,3
Australien	1,6	1,5	0,7	4,5
Brasilien	15,7	-5,2	4,6	6,3
China	25,4	-6,3	5,8	9,1
Deutschland	-5,9	9,7	-1,8	0,1
Frankreich	5,7	-11,7	1,4	4,5
Griechenland	-7,4	4,6		
Indien	-3,4		2,1	3,2
Italien	-9,8	-17,2	0,8	3,0
Japan	5,2	13,3	-2,2	0,6
Kanada	6,5	6,3	1,7	5,5
Korea	3,4	4,2	0,1	3,8
Mexiko	6,0	-4,0	0,3	0,9
Mittel- und Osteuropa ⁷	-11,2	7,1	1,2	2,7
Niederlande	-14,7	-19,2	1,6	6,5
Nordische Länder ⁸	1,5	2,6	1,7	5,9
Portugal	-29,7	7,6	-0,5	2,9
Schweiz	9,3	11,6	0,4	3,6
Spanien	-39,1	-26,6	-2,2	0,8
Südafrika	-2,1	-6,2	-0,9	0,4
Türkei	16,6		4,1	5,7
USA	-12,5	0,9	-1,8	0,7
Vereinigtes Königreich	-29,0	-3,1	-1,7	1,2
Legende	Lücke bei der Kreditquote > 10	Preislücke bei Immobilien > 10	Schuldendienstquote > 6	Schuldendienstquote > 6
	2 ≤ Lücke bei der Kreditquote ≤ 10		4 ≤ Schuldendienstquote ≤ 6	4 ≤ Schuldendienstquote ≤ 6

¹ Grenzwerte für rote Felder werden gewählt, indem Fehlalarme minimiert werden, sofern mindestens zwei Drittel der Krisen über einen kumulativen Zeithorizont von drei Jahren erfasst werden. Ein Signal ist korrekt, wenn innerhalb der drei folgenden Jahre eine Krise ausbricht. Statistisches Rauschen wird gemessen anhand falscher Voraussagen ausserhalb des Zeithorizonts. Die beigen Felder für die Lücke bei der Kreditquote basieren auf Richtlinien für das antizyklische Kapitalpolster nach Basel III. Die beigen Felder für die Schuldendienstquote basieren auf kritischen Grenzwerten, sofern ein 2-jähriger Prognosehorizont verwendet wird. Für die Ableitung kritischer Grenzwerte der Lücke bei der Kreditquote und der Preislücke bei Immobilien s. M. Drehmann, C. Borio und K. Tsatsaronis, „Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates“, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(4), 2011. Für die Schuldendienstquote siehe M. Drehmann und M. Juselius, „Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability?“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2012. Aggregierte Länderdaten: einfacher Durchschnitt. ² Differenz des Verhältnisses Kreditvolumen/BIP von seinem langfristigen Echtzeit-Trend, berechnet mit einem einseitigen Hodrick-Prescott-Filter (HP-Filter) unter Verwendung eines Glättungsfaktors von 400 000; Prozentpunkte. ³ Abweichung der realen Wohnimmobilienpreise von ihrem langfristigen Trend, berechnet mit einem einseitigen HP-Filter unter Verwendung eines Glättungsfaktors von 400 000; Prozent. ⁴ Für die Datenreihen und die Methodik bei den Schuldendienstquoten siehe www.bis.org/statistics/dsr.htm. Differenz zwischen der Schuldendienstquote und dem länderspezifischen langfristigen Durchschnittswert seit 1999 oder danach, je nach Datenverfügbarkeit und abhängig vom Zeitpunkt, in dem die durchschnittliche 5-Jahres-Inflation unter 10% sank; Prozentpunkte. ⁵ Unter der Annahme, dass die Zinssätze um 2,5 Prozentpunkte ansteigen und die übrigen Komponenten der Schuldendienstquote unverändert bleiben. ⁶ Hongkong SVR, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand; Schuldendienstquote und entsprechende Prognosen: ohne Philippinen und Singapur. ⁷ Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Tschechische Republik, Ungarn; reale Preislücke bei Immobilien: ohne Rumänien und Tschechische Republik; Schuldendienstquote und entsprechende Prognosen: ohne Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen und Rumänien. ⁸ Finnland, Norwegen, Schweden.

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

Auch die geschätzten Schuldendienstquoten wiesen auf anhaltende Risiken hin.¹¹ Zwar haben die niedrigen Zinsen trotz des starken Kreditwachstums in den meisten Ländern dafür gesorgt, dass die Schuldendienstquoten in etwa auf dem langfristigen Niveau liegen, doch gab es einige bemerkenswerte Ausnahmen. Dazu zählen Brasilien, China und die Türkei, wo private Haushalte und Unternehmen deutlich mehr Geld als in der Vergangenheit für die Bedienung ihrer Schulden aufwenden mussten. Ein Anziehen der Zinsen würde die Schuldendienstquoten aber auch in einigen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Asien, in die Höhe treiben (Tabelle 1, letzte Spalte). Es ist festzuhalten, dass es sich bei der Wirkung der Schuldendienstquote in Tabelle 1 um „statische“ Schätzungen handelt, dass sie also von einer vollständigen Weitergabe von Zinsänderungen auf die Schuldendienstquote ausgehen und nicht berücksichtigen, wie Schuldner und Kreditgeber auf Zinsänderungen reagieren, indem sie Laufzeiten verkürzen oder verlängern, ihre Schulden tilgen bzw. andere Schritte unternehmen würden.

¹¹ Siehe M. Drehmann, A. Illes, M. Juselius und M. Santos, „How much income is used for debt payments? A new database for debt service ratios“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2015.

Kapitalabflüsse aus China über die an die BIZ berichtenden Banken im ersten Quartal 2015

Robert N. McCauley

Kapitalabflüsse aus China sind Gegenstand ausführlicher Debatten. Dabei konzentrieren sich viele Analysen auf einen scheinbaren Rückgang der staatlichen Währungsreserven. Misst man jedoch die Kapitalabflüsse anhand der Abnahme von Währungsreserven, werden die Bewertungseffekte vernachlässigt, die durch die Entwicklung des US-Dollar/Euro-Kurses entstehen. Überdies können Währungsreserven dazu verwendet werden, Dollaranlagen in z.B. neuen multilateralen Entwicklungsbanken zu finanzieren. ①

Die standortbezogene internationale Bankgeschäftsstatistik der BIZ zeigt allerdings, dass im ersten Quartal 2015 netto \$ 109 Mrd. von Banken in China zu Banken ausserhalb Chinas abflossen. Dies führte zu Abwärtsdruck auf den Renminbi und – wegen des strikten Währungsmanagements – auf die Währungsreserven. In diesem Kasten wird aufgezeigt, wie die schwindende Attraktivität von Long-Positionen in Renminbi zu dem Nettoabfluss sowohl in Fremdwährungen als auch in Renminbi im ersten Quartal führte. Diese Ergebnisse geben auch Aufschluss darüber, was im dritten Quartal 2015 geschehen könnte, in dem China seine Wechselkurspolitik geändert hat.

Im ersten Quartal schwanden die Anreize, Long-Positionen in Renminbi und Short-Positionen in Dollar zu halten. Erstens setzten die chinesischen Behörden den Lockerungszyklus fort, der im November 2014 begonnen hatte, und senkten die administrierten Einlagenzinssätze. Und zweitens wurde zugelassen, dass sich der Renminbi gegenüber dem Dollar von unter 6,2 pro Dollar auf über 6,25 Mitte März abwertete. Infolgedessen nahm die durch Optionen implizierte Wechselkursvolatilität zu. Kurz, das Zinsgefälle wurde kleiner, und die Kosten für die Absicherung gegen weitere Abwertungen stiegen, was Renminbi-Long-Positionen weniger attraktiv machte.

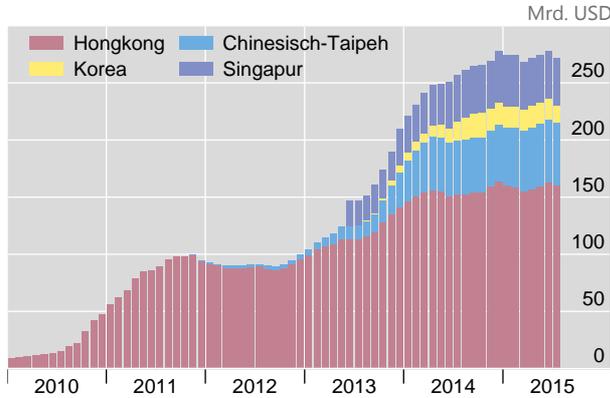
Zur Veranschaulichung sei ein stilisiertes multinationales Unternehmen aus China genommen, dessen Bilanz teils in China, teils ausserhalb anfällt. ② In China nimmt das Unternehmen Kredit auf und tätigt Einlagen sowohl in Renminbi als auch in Fremdwährungen. Seine Fremdwährungsschulden in China übersteigen seine dortigen Fremdwährungseinlagen. Ausserhalb Chinas sind seine Fremdwährungsschulden ebenfalls höher als seine Fremdwährungseinlagen, seine Renminbi-Einlagen hingegen höher als seine Renminbi-Schulden.

Will das multinationale Unternehmen auf die geringeren Anreize reagieren und seine Renminbi-Long-Position/Fremdwährungs-Short-Position verkleinern, muss es seine Netto-Fremdwährungsverbindlichkeiten verringern und gleichzeitig Renminbi-Einlagen abbauen. Das kann es in China selbst tun. Die People's Bank of China (PBoC) meldet, dass die Fremdwährungseinlagen bei Banken in China im ersten Quartal 2015 um \$ 83 Mrd. zunahmen, während sich das Wachstum ihrer Fremdwährungskredite auf nur noch \$ 34 Mrd. verlangsamte. ③ Somit könnte das multinationale Unternehmen seine Nettoverschuldung in Fremdwährung durch den Aufbau von Fremdwährungseinlagen in China verringert haben. Banken in China verzeichneten denn auch einen Nettozufluss von Fremdwährungen in Höhe von \$ 49 Mrd. Wenn Banken in China ihrerseits ihre überschüssigen Fremdwährungsmittel bei Banken in der übrigen Welt platzierten, würden die an die BIZ berichtenden Banken einen entsprechenden Anstieg der Verbindlichkeiten gegenüber Banken in China verzeichnen. Und tatsächlich erhöhten sich die Verbindlichkeiten der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Banken in China im ersten Quartal um \$ 46 Mrd.

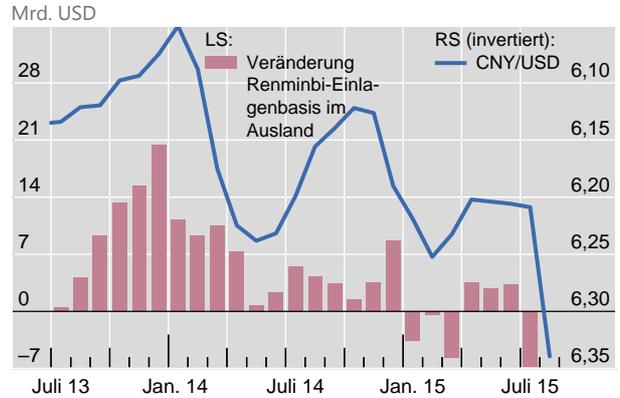
Das Unternehmen könnte jedoch auch seine Positionen ausserhalb Chinas anpassen. Beispielsweise könnte die Treasury-Abteilung Renminbi-Einlagen bei einer ausländischen Bank reduzieren. In der Tat sanken die bei Banken in Hongkong SVR, Chinesisch-Taipeh, Singapur und Korea insgesamt gehaltenen Renminbi-Einlagen im ersten Quartal 2015 um \$ 10 Mrd. (Grafik A). Die Treasury-Abteilung könnte aber auch strukturierte Notes liquidieren, die sich auf den Renminbi-/Dollarkurs beziehen und bei denen die Gegenpartei-Bank Renminbi als Absicherung gegen Schwankungen des Wechselkurswerts der Notes halten muss. Eine solche Liquidierung hätte keine Auswirkungen auf die Nichtbanken-Einlagendaten. Aber glücklicherweise meldet die PBoC nun die gesamten Renminbi-Einlagen der übrigen Welt bei Banken in China. ④ Gemäss der PBoC sanken diese Einlagen um \$ 57 Mrd., was sowohl auf den Rückgang der Renminbi-Einlagen um \$ 10 Mrd. als auch auf eine geringere Nachfrage von Banken nach Renminbi – ob im Zusammenhang mit Kundengeschäften oder der Anlage ihrer eigenen Mittel – zurückzuführen wäre. Was immer die Ursache, dieser Renminbi-Abfluss von \$ 57 Mrd. macht den Grossteil des Forderungsrückgangs von \$ 63 Mrd. gegenüber Banken in China aus, den die BIZ-Berichtsbanken verzeichneten.

Wenn das stilisierte multinationale Unternehmen also Fremdwährungseinlagen in China anhäuft (\$ 49 Mrd.) und seine Renminbi-Long-Positionen ausserhalb Chinas reduziert (\$ 57 Mrd.), könnte dies per saldo zu

Renminbi-Einlagen im Ausland wachsen und verbreiten sich



Renminbi-Einlagen im Ausland reagieren auf CNY/USD-Wechselkurs



Monatsdaten für Singapur aus Quartalsdaten abgeleitet.

Quellen: Central Bank of China; Hong Kong Monetary Authority; Bank of Korea; Monetary Authority of Singapore; Bloomberg; CEIC.

Nettoabflüssen von fast \$ 109 Mrd. aus Banken in China führen. Dass der Abfluss zu einem grossen Teil auf Renminbi lautete, bedeutet einen Fortschritt bei der grenzüberschreitenden Verwendung von Renminbi, zeigt aber auch, dass diese Verwendung von günstigen Zinsdifferenzen und Wechselkurerwartungen abhängt.

Natürlich ist die Realität komplexer und lässt sich nicht auf einen einzigen Akteur reduzieren, der seine Renminbi/Dollar-Positionen beidseits der Landesgrenze anpasst. Tatsächlich nahmen Nichtbanken in China im Berichtsquartal bei an die BIZ berichtenden Banken weitere \$ 7 Mrd. auf. Dies zählt als Kapitalzufluss, sodass der Nettoabfluss von Banken und Nichtbanken in China im ersten Quartal 2015 \$ 102 Mrd. betrug. Überdies sind auch andere Akteure, wie z.B. KMU in der SVR Hongkong und in Chinesisch-Taipeh, Renminbi-Long-Positionen und Dollar-Short-Positionen eingegangen und könnten sie im ersten Quartal 2015 ebenfalls glattgestellt haben.®

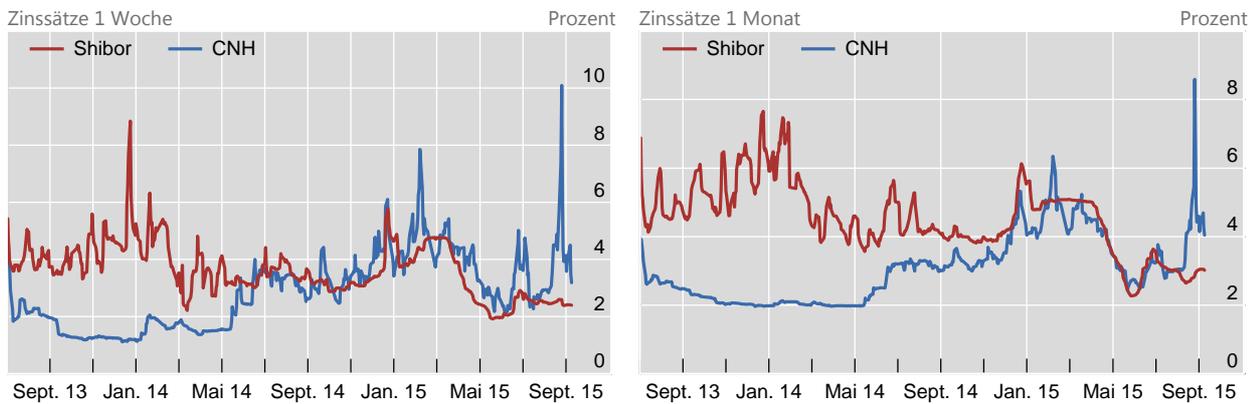
Die Daten für das zweite Quartal deuten auf eine teilweise Umkehr dieser Entwicklungen hin, vor dem Hintergrund einer Stabilisierung des Renminbi/Dollar-Wechselkurses. In China stiegen die Fremdwährungsverbindlichkeiten netto um \$ 19 Mrd. Die Daten der PBoC zeigen, dass die Renminbi-Einlagen der übrigen Welt in China wieder um \$ 15 Mrd. zugenommen haben. Dies würde zum Teil eine Erholung der Einlagen im Ausland um \$ 10 Mrd. im zweiten Quartal widerspiegeln (Grafik A rechts).

Im dritten Quartal schwanden die Anreize erneut, Renminbi-Long-Positionen und Dollar-Short-Positionen zu halten. Eine weitere Senkung der Einlagenzinssätze verkleinerte den Renditenvorteil des Renminbi, und eine Reform der Renminbi-Steuerung erhöhte seine Volatilität. Damit verschlechterte sich das Risiko-Ertrags-Verhältnis und machte das Halten solcher Positionen unattraktiver.

Tatsächlich geben die Renditen erste Hinweise darauf, dass Offshore-Renminbi-Einlagen liquidiert wurden (Grafik B). Am 25. August, als die jüngsten Turbulenzen an den Aktien- und Devisenmärkten ihren Höhepunkt erreichten (siehe „Schwächen in aufstrebenden Volkswirtschaften rücken in den Vordergrund“, BIZ-Quartalsbericht, September 2015), kletterten die Interbankzinssätze für Offshore-Renminbi (CNH) in Hongkong auf Rekordhöhen von 10,1% für die Laufzeit von 1 Woche und 8,6% für 1 Monat, was Berichten über Renminbi-Verkäufe Nachdruck verlieh. Die August-Daten zu Fremdwährungseinlagen und -krediten bei chinesischen Banken sowie zu Einlagen im Ausland werden erste Aufschlüsse über die Reaktionen auf das veränderte Risiko-Ertrags-Profil von Renminbi-Long-Positionen geben.

Geldmarktrenditen von Onshore- und Offshore-Renminbi

Grafik B



Quelle: Bloomberg.

① H. Zhu, „China: the myth of capital outflows“, JPMorgan Chase, *Asia-Pacific Economic Research*, 28. Juli 2015, berechnet einen bereinigten Rückgang der chinesischen Währungsreserven um \$ 15 Mrd. im Zeitraum Juni 2014–Juni 2015. ② V. Bruno und H. S. Shin, „Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis“, *BIS Working Papers*, Nr. 510, August 2015. ③ Siehe PBoC, „Financial statistics, Q1 2015“. ④ Platzierung entweder durch von der PBoC angegebene Clearingbanken bei der Zentralbank oder durch ausländische Banken bei Banken in China. Eine Liste der Clearingbanken findet sich in W. Nixon, E. Hatzvi und M. Wright, „The offshore renminbi market and renminbi internationalization“, in: L. Song, R. Garnaut, C. Fang und L. Johnston (Hrsg.), *China's domestic transformation in a global context*, ANU Press, 2015, S. 276. ⑤ W. Gu und A. Trivedi, „Yuan's devaluation brings losses for some“, *The Wall Street Journal*, 18. August 2015.