

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 Finanzstabilitätsrisiken entwickelt. Dieses Kapitel analysiert die jüngsten Trends dieser Indikatoren. Es basiert auf den neuesten Daten zum internationalen Bankgeschäft, verfügbar bis September 2016, und zum internationalen Anleihemarkt, verfügbar bis Dezember 2016.

Wichtigste Erkenntnisse

- Im zweiten und dritten Quartal 2016 nahmen die internationalen Bankforderungen wieder zu, nachdem sie Ende 2015 und Anfang 2016 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zurückgegangen waren. Der Forderungsanstieg an Nichtbanken um 3,8% im Vorjahresvergleich trug am stärksten zur Erholung bei, während die Interbankforderungen im dritten Quartal 2016 um 3,2% schrumpften.
- Der Bestand an internationalen Schuldtiteln wuchs im vierten Quartal 2016 kontinuierlich mit einer Jahreswachstumsrate von 3,8%, wozu auch die Zunahme des Nettoabsatzes von Bankschuldtiteln um 2,2% beitrug. Der Nettoabsatz von Nichtbankschuldtiteln beschleunigte sich ebenfalls etwas: Im Vorjahresvergleich wuchsen die ausstehenden Schuldtitel im dritten Quartal 2016 um 4% und im vierten Quartal um 4,6%.
- Die auf US-Dollar lautende Kreditvergabe an Nichtbanken außerhalb der USA nahm vom Ende des ersten Quartals bis zum Ende des dritten Quartals 2016 um \$ 420 Mrd. zu. Einschließlich der neu gemeldeten Daten zur Kreditvergabe von Banken in China und Russland lag das gesamte ausstehende Kreditvolumen Ende September 2016 bei \$ 10,5 Bio.
- Die auf US-Dollar lautende Kreditvergabe an Nichtbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften nahm leicht zu. Einschließlich der neuen Daten von Banken in China und Russland betrug sie Ende des dritten Quartals 2016 \$ 3,6 Bio.

¹ Dieser Artikel wurde von Iñaki Aldasoro (Iñaki.Aldasoro@bis.org) und Torsten Ehlers (Torsten.Ehlers@bis.org) verfasst. Statistische Unterstützung erhielten die Autoren von Kristina Bektyakova, Pamela Pogliani und Matthias Loerch.

- Infolge der Reform bei US-Geldmarktfonds fielen die Dollarrefinanzierungen aus Prime Funds für Nicht-US-Banken von Ende September 2015 bis Ende Dezember 2016 um rund \$ 555 Mrd., was durch eine Zunahme von Refinanzierungen aus sog. „government funds“ um \$ 140 Mrd. teilweise ausgeglichen wurde (siehe Kasten). Trotz des Rückgangs nahm die auf US-Dollar lautende Kreditvergabe an Nicht-US-Banken weiter zu, da diese Banken andere Finanzierungsquellen in Anspruch nehmen konnten.

Erholung der weltweiten Kreditvergabe im zweiten Halbjahr 2016

Gemäß den Aggregaten, die von den globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ (GLI) erfasst werden, verbesserten sich im zweiten Halbjahr 2016 die weltweiten Kreditbedingungen leicht.² Diese Verbesserung beruhte auf den internationalen Bankforderungen (grenzüberschreitende Forderungen zuzüglich Inlandsforderungen in Fremdwährung)³, die im zweiten Quartal 2016 zunahmen und im dritten Quartal 2016 nur leicht zurückgingen. Die kumulierten jährlichen Mittelströme waren in diesen zwei Quartalen niedrig, aber positiv, sodass sich jeweils eine leichte Zunahme um 0,2% im Vorjahresvergleich ergab (Grafik 1 oben). Die globale Interbankkreditvergabe ging im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zurück, womit sich der seit dem zweiten Quartal 2015 bestehende Trend fortsetzte. Allerdings verlangsamte sich der Rückgang sowohl im zweiten als auch im dritten Quartal 2016. Dagegen beschleunigte sich die Kreditvergabe an Nichtbanken in diesen zwei Quartalen, nachdem sie sich im ersten Quartal 2016 noch leicht verlangsamt hatte. Somit verzeichneten die internationalen Bankforderungen an Nichtbanken im dritten Quartal 2016, auf das sich die neuesten verfügbaren Daten beziehen, die zehnte Quartalszunahme in Folge.

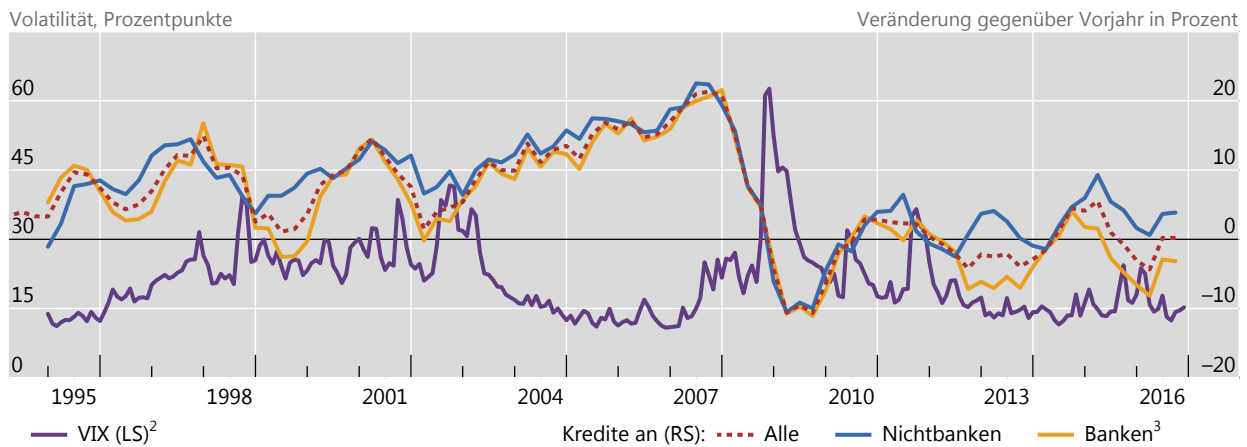
Der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel⁴ belebte sich im zweiten Halbjahr 2016 ebenfalls leicht (Grafik 1 unten), wobei der Nettoabsatz allein im dritten Quartal \$ 229 Mrd. betrug. Der Schuldtitelbestand wuchs von Ende Dezember 2015 bis Ende Dezember 2016 um 3,8%, die höchste Wachstumsrate in vier Quartalen seit dem Zeitraum vom dritten Quartal 2009 bis zum zweiten Quartal 2010. Sowohl Banken als auch Nichtbanken nahmen die internationalen Anleihemärkte stärker in Anspruch: Der Bestand an internationalen Schuldtiteln des Bankensektors wies im dritten Quartal 2016 eine positive Jahreswachstumsrate von 1,2% auf (die erste Zunahme im Vorjahresvergleich seit dem zweiten Quartal 2015), und diese Jahreswachstumsrate erhöhte sich im vierten Quartal 2016 weiter auf 2,2%. Der Nettoabsatz von Schuldtiteln des Nichtbankensektors beschleunigte sich im zweiten Halbjahr 2016 ebenfalls:

² Für eine Beschreibung, wie die GLI der BIZ konstruiert werden, siehe www.bis.org/-statistics/gli/gli_methodology.pdf.

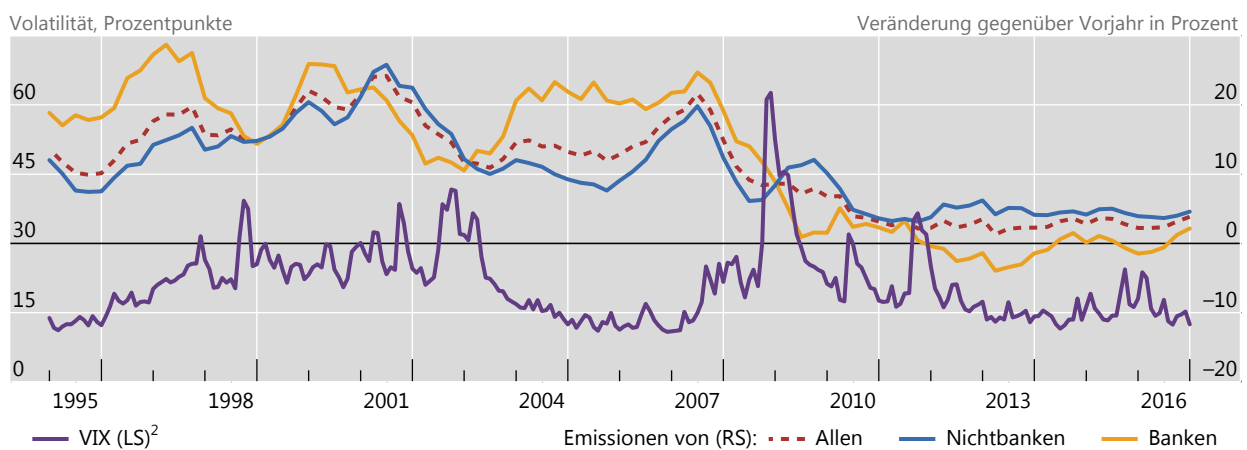
³ Die für die Berechnung der GLI verwendete internationale Bankkreditvergabe entspricht der Definition in der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik der BIZ. Die internationale Bankkreditvergabe umfasst die grenzüberschreitenden Forderungen von Banken in allen Währungen und ihre auf Fremdwährung lautenden Inlandsforderungen, wobei es sich bei den Inlandsforderungen um Kredite von Geschäftsstellen der Banken im Land des Schuldners handelt. Die vierteljährlichen Veränderungen werden um Wechselkursschwankungen und Brüche in den Datenreihen bereinigt.

⁴ Die BIZ definiert internationale Schuldtitel als Wertpapiere, die von Gebietsfremden an sämtlichen Märkten begeben werden. Einzelheiten finden sich bei B. Gruić und P. Wooldridge, „Verbesserungen der BIZ-Statistiken über den Absatz von Schuldtiteln“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2012.

Internationale Bankforderungen¹



Internationale Schuldtitel⁴



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 S&P-500-Index der impliziten Volatilität der Chicago Board Options Exchange; Standardabweichung, in Prozentpunkten pro Jahr. ³ Einschl. konzerninterner Geschäfte. ⁴ Alle Instrumente, alle Laufzeiten, alle Länder. Auf Basis des unmittelbaren Emittenten.

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

Die Jahreswachstumsrate des ausstehenden Bestands erhöhte sich von 3,6% im zweiten Quartal 2016 auf 4% im dritten und 4,6% im vierten Quartal.

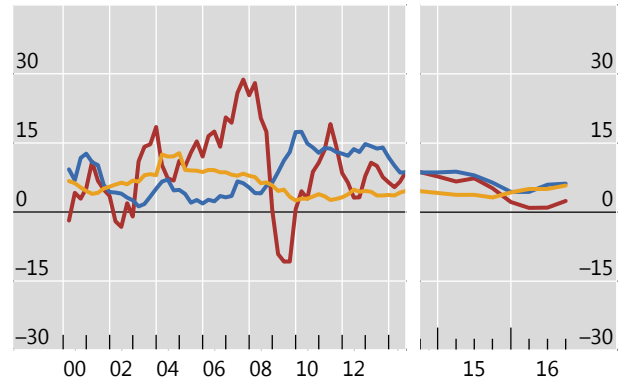
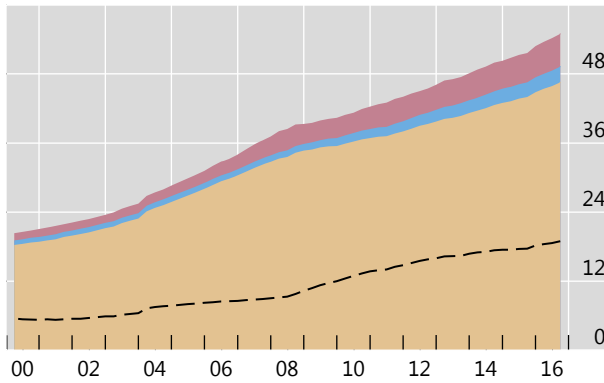
Mit der Erholung der internationalen Bankkreditvergabe insgesamt und des Absatzes von Schuldtiteln wuchs im zweiten und dritten Quartal 2016 auch die weltweite Kreditvergabe in Fremdwährung, insbesondere US-Dollar und Euro, etwas schneller (Grafik 2).

Die in US-Dollar denominierte Bankkreditvergabe an Schuldner des Nichtbankensektors außerhalb der USA wuchs im dritten Quartal 2016 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 2,4%, nachdem sie in den ersten zwei Quartalen noch um weniger als 1% zugenommen hatte (Grafik 2 oben). Das ausstehende Volumen der auf US-Dollar lautenden Schuldtitel von gebietsfremden Schuldnern des *Nichtfinanzsektors* erhöhte sich im dritten Quartal 2016 im Vorjahresvergleich um 6,2%, nach 4% im ersten und 5,9% im zweiten Quartal. Insgesamt stiegen die ausstehenden

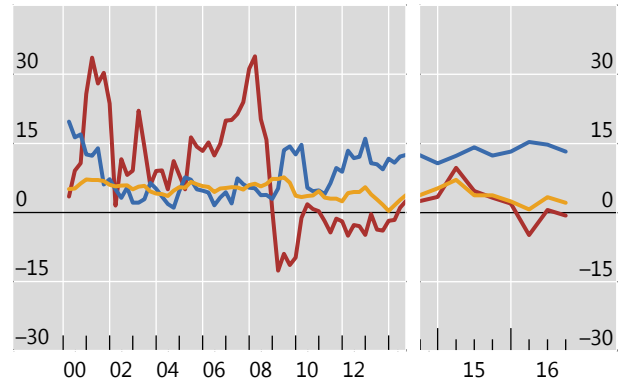
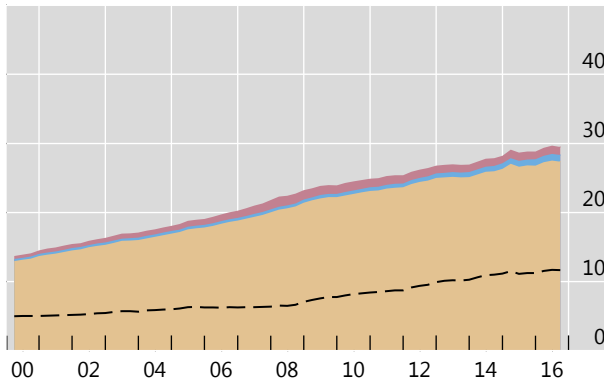
Ausstehende Beträge in Bio. Einheiten der jeweiligen Währung¹

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent⁵

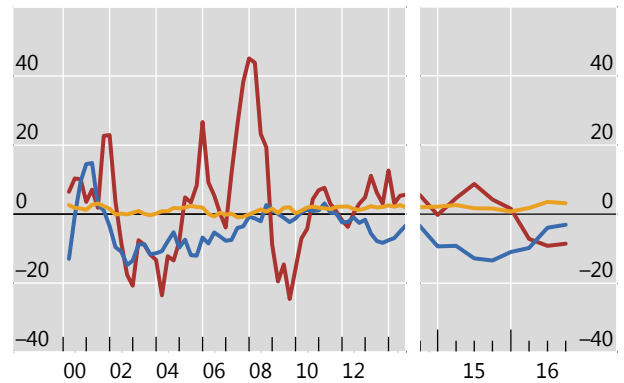
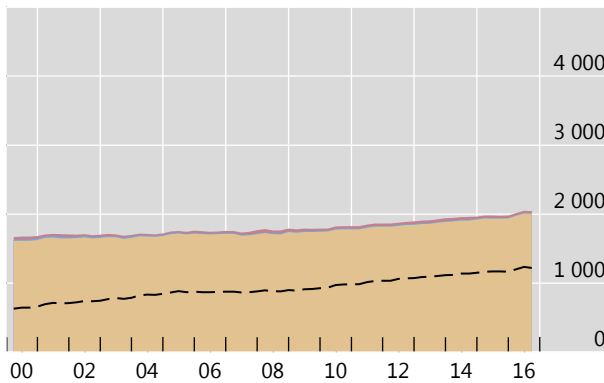
In US-Dollar (USD) denominatede Kredite



In Euro (EUR) denominatede Kredite



In Yen (JPY) denominatede Kredite



■ Kredite an ansässige Schuldner² Kredite an nicht ansässige Schuldner:
 Darunter: ■ Schuldtitel³ Darlehen⁴
- - - Kredite an den Staat

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

¹ Ausstehende Beträge am Quartalsende. 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 inländischer Darlehen. Für Länder, die keine inländischen Positionen melden, 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. ⁵ Geometrischer Mittelwert von um Wechselkursschwankungen und Brüche in den Datenreihen bereinigten Quartalsveränderungen.

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

US-Dollar-Kredite (Bankkredite zuzüglich Schuldtiteln) an Schuldner des Nichtfinanzsektors außerhalb der USA von \$ 8,1 Bio. Ende März 2016 auf \$ 8,4 Bio. Ende September 2016. Im selben Zeitraum erhöhten sich die US-Dollar-Kredite an Nichtbanken von \$ 10,1 Bio. auf \$ 10,5 Bio.

Im Zuge der kürzlichen Erweiterung des Berichtskreises der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik der BIZ um China und Russland stehen detailliertere Informationen zur Fremdwährungskreditvergabe zur Verfügung.⁵ Insbesondere berücksichtigen die Schätzungen nun auch Daten zur Kreditvergabe von Banken in China und Russland. Ohne die neu verfügbaren Daten würde sich die Schätzung der insgesamt ausstehenden US-Dollar-Kredite an Nichtbanken außerhalb der USA per Ende September 2016 auf \$ 10 Bio. belaufen – etwa \$ 500 Mrd. weniger als die aktuelle Schätzung. Der Einfluss der zusätzlichen Daten auf das Trendwachstum des ausstehenden Bestands seit dem ersten Quartal 2016 war jedoch äußerst gering.

Der Bestand an in Euro denominierten Schuldtiteln von Nichtfinanzschuldern außerhalb des Euro-Raums nahm, begünstigt durch niedrige Renditen von Staatsanleihen des Euro-Raums, erneut zu. Die Jahreswachstumsrate lag am Ende des dritten Quartals 2016 bei 13% (Grafik 2 Mitte) und damit im zwölften Quartal in Folge bei über 10%. Dagegen veränderte sich die auf Euro lautende Bankkreditvergabe an gebietsfremde Schuldner im zweiten und dritten Quartal 2016 mit Jahreswachstumsraten von 0,6% bzw. -0,6% kaum. Entsprechend stieg der auf Euro lautende Gesamtkreditbestand an Nichtfinanzschuldner außerhalb des Euro-Raums von Ende März bis Ende September 2016 um nur € 36 Mrd. (\$ 39 Mrd.)⁶ auf insgesamt € 2,2 Bio. (\$ 2,3 Bio.).

Die in Yen denominierte Kreditvergabe an gebietsfremde Schuldner des Nichtfinanzsektors, deren Gesamtbeträge wesentlich geringer sind als bei der in Dollar oder in Euro denominierten Kreditvergabe, ging im Vorjahresvergleich erneut zurück und betrug Ende September 2016 ¥ 37 Bio. bzw. \$ 311 Mrd. Der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel in Yen begann sich zu erholen, aber im Vorjahresvergleich fiel der ausstehende Bestand an Schuldtiteln trotzdem noch um 3,1% (Grafik 2 unten).

Die US-Dollar-Kreditvergabe an *Nichtbanken* in aufstrebenden Volkswirtschaften wuchs nur langsam. Nachdem die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten Anfang 2016 zu einem zeitweiligen Rückgang dieses Kreditbestands im ersten Quartal 2016 geführt hatten, erhöhte er sich im zweiten und dritten Quartal wieder um insgesamt \$ 87 Mrd. auf \$ 3,6 Bio. Ende September 2016 (Grafik 3 links). Ohne die in der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik der BIZ neu verfügbaren Daten für China und Russland hätte sich der ausstehende Bestand auf insgesamt \$ 3,3 Bio. belaufen. Das Trendwachstum seit dem ersten Quartal 2016 wäre in etwa dasselbe gewesen.

Der moderate Anstieg der US-Dollar-Kreditvergabe an Nichtbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften im zweiten und dritten Quartal 2016 beruhte fast ausschließlich auf dem Absatz von Schuldtiteln, denn der ausstehende Bestand an US-Dollar-Bankkrediten veränderte sich kaum. Länder in der Region Afrika und Naher Osten, angeführt von ölexportierenden Ländern im Nahen Osten, trugen über die Hälfte (\$ 48 Mrd.) zu dem Anstieg bei (Grafik 3 rechts). Mehr als ein Drittel der Mittel

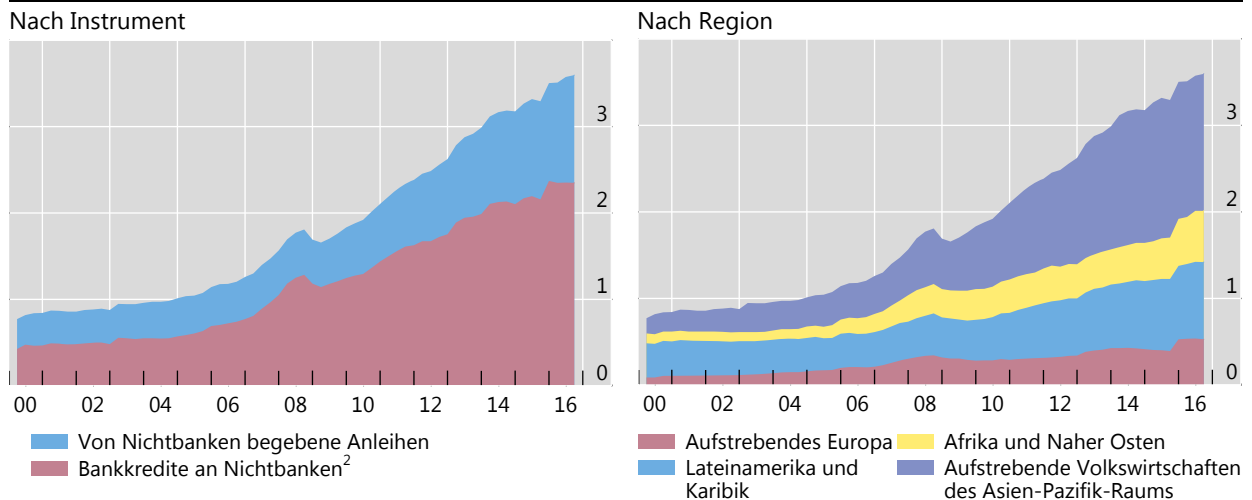
⁵ Siehe K. Goh und S. Pradhan, „Kasten B: China und Russland melden seit Kurzem Daten für die standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ“ im Kapitel „Wichtigste Erkenntnisse zum weltweiten Finanzgeschäft“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2016.

⁶ Alle Währungsumrechnungen in US-Dollar erfolgen zu vierteljährlichen durchschnittlichen Wechselkursen für das jeweilige Quartal.

US-Dollar-Kredite an Nichtbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften¹

Ausstehende Beträge in Bio. USD

Grafik 3



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

¹ Nichtbanken umfassen Nichtbankfinanzinstitute, Nichtfinanzunternehmen, Regierungen, private Haushalte und internationale Organisationen. ² Darlehen von für die LBS berichtenden Banken an Nichtbankschuldner, einschl. Nichtbankfinanzinstituten, umfassen grenzüberschreitend zuzüglich inländischer Darlehen. Für Länder, die keine inländischen Positionen melden, werden Inlandsdarlehen in USD wie folgt geschätzt: Für China werden inländische Darlehen in Fremdwährung nationalen Daten entnommen, und es wird angenommen, dass sie sich aus 80% USD zusammensetzen; für andere nicht für die LBS berichtende Länder werden inländische Darlehen an Nichtbanken gleichgesetzt mit den grenzüberschreitenden Darlehen von LBS-Berichtsbanken (in USD) an Banken im betreffenden Land, unter der Annahme, dass diese Mittel an Nichtbanken weitergegeben werden.

Quellen: Datastream; BIZ-Statistiken zu den Schuldtitelmärkten; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ (LBS).

(\$ 30 Mrd.) floss an Schuldner in Lateinamerika und weniger als 20% (\$ 17 Mrd.) an Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens. Dagegen ging die US-Dollar-Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas im zweiten und dritten Quartal 2016 um \$ 8 Mrd. zurück.

Frühwarnindikatoren für Finanzkrisen deuten unverändert auf Schwachstellen in mehreren Ländern hin. Tabelle 1 zeigt die von der BIZ erstellten Frühwarnindikatoren für Risiken im inländischen Bankensystem, die für die meisten Länder auf Angaben bis zum dritten Quartal 2016 beruhen.⁷ Im Vergleich zu vorherigen Quartalen⁸ sind es immer noch dieselben Länder, die eine große und positive Lücke bei der Kreditquote aufweisen (erste Spalte). Die Lücke bei der Kreditquote war in China mit 26,3% des BIP unverändert hoch und lag deutlich über dem Schwellenwert von 10%.⁹ In Kanada und einer Gruppe asiatischer Länder hat sich die Lücke bei der Kreditquote seit September 2016 vergrößert. Die Preislücke bei Immobilien (zweite Spalte) entspricht in vielen Ländern nach wie vor historischen Trends, mit Ausnahme von Deutschland,

⁷ Diese Indikatoren sollen auf mittlere Sicht das Potenzial für Anspannungen im Finanzsektor anzeigen. Für nähere Angaben zu diesen Indikatoren und ihrer Anwendung siehe „Kasten 2: Frühwarnindikatoren“ am Schluss des Kapitels „Wichtigste Erkenntnisse zum weltweiten Finanzgeschäft“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2016.

⁸ Siehe beispielsweise S. 6-7 im Kapitel „Wichtigste Erkenntnisse zum weltweiten Finanzgeschäft“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2016.

⁹ In der Vergangenheit wurde dieser Schwellenwert in zwei Dritteln aller Bankenkrisen innerhalb von drei Jahren vor der Krise überschritten.

Frühwarnindikatoren für Probleme im inländischen Bankensystem¹

Tabelle 1

	Lücke bei der Kreditquote ²	Preislücke bei Immobilien ³	Schuldendienstquote ⁴	Schuldendienstquote bei Zinsanstieg von 250 Basispunkten ^{4, 5}
Asien ⁶	15,6	5,5	2,0	4,3
Australien	1,3	3,7	1,4	5,3
Brasilien	-2,4	-30,9	3,0	4,6
China	26,3	0,8	5,4	8,8
Deutschland	-4,2	15,6	-1,8	0,1
Frankreich	1,6	-9,5	1,1	4,2
Griechenland	-16,3	11,8		
Indien	-4,7		1,4	2,5
Italien	-14,1	-14,2	-0,5	1,5
Japan	3,5	16,3	-2,2	0,5
Kanada	17,4	11,6	3,6	7,9
Korea	2,3	5,4	-0,5	3,1
Mexiko	8,9	7,7	0,8	1,5
Mittel- und Osteuropa ⁷	-12,4	10,4	-0,5	0,9
Niederlande	-18,8	-11,4	0,8	5,6
Nordische Länder ⁸	-2,2	3,5	0,1	3,9
Portugal	-41,1	13,8	-1,6	1,6
Schweiz	8,2	7,8	0,0	3,2
Spanien	-46,8	-15,2	-3,2	-0,4
Südafrika	-2,0	-9,1	-0,3	1,1
Türkei	7,7		5,0	6,7
USA	-7,8	5,1	-1,4	1,1
Vereinigtes Königreich	-19,5	1,0	-1,2	1,7
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

Lücke bei der Kreditquote, Preislücke bei Immobilien und Schuldendienstquote: Daten bis zum 3. Quartal 2016.

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 beige Felder für die Lücke bei der Kreditquote basieren auf Richtlinien für das antizyklische Kapitalpolster nach Basel III. Die beige Felder für die Schuldendienstquote basieren auf kritischen Grenzwerten, sofern ein 2-jähriger Prognosehorizont verwendet wird. Für die Ableitung kritischer Grenzwerte der Lücke bei der Kreditquote und der Preislücke bei Immobilien siehe M. Drehmann, C. Borio und K. Tsatsaronis, „Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates“, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, Nr. 4, 2011, S. 189–240. Ländergruppen: einfacher Durchschnitt. ² Abweichung des Quotienten aus Kreditvolumen und BIP von seinem langfristigen Trend, berechnet mit einem einseitigen HP-Filter unter Verwendung von Echtzeitdaten und einem Glättungsfaktor 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/index.htm. Differenz zwischen der Schuldendienstquote des privaten Nichtfinanzsektors 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. Daten können aufgrund von Korrekturen zwischen den Aktualisierungsterminen von den auf der BIZ-Website veröffentlichten Daten abweichen. ⁵ Unter der Annahme, dass die Zinssätze um 2,50 Prozentpunkte ansteigen und die übrigen Komponenten der Schuldendienstquote unverändert bleiben. ⁶ HK, ID, MY, PH, SG und TH; Schuldendienstquote und entsprechende Prognose: ohne PH und SG. ⁷ BG, CZ, EE, HU, LT, LV, PL, RO und RU; reale Preislücke bei Immobilien: ohne CZ und RO; Schuldendienstquote und entsprechende Prognose: ohne BG, EE, LT, LV und RO. ⁸ FI, NO und SE.

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

Griechenland, Japan, Kanada und Portugal sowie einigen Ländern Mittel- und Osteuropas, in denen die Lücke weiterhin recht groß ist. Allerdings bedeutet eine große Lücke nicht unbedingt, dass sich der Preisanstieg beschleunigt – in Griechenland, Japan und Portugal weist die große Preislücke bei Immobilien nicht notwendigerweise auf Schwachstellen hin, sondern spiegelt nach einem langanhaltenden Preisverfall die Rückkehr der Immobilienpreise auf ein normales Niveau wider.

Die letzten zwei Spalten von Tabelle 1 zeigen zwei alternative Messgrößen für die Schuldendienstquote des privaten Nichtfinanzsektors, die die aggregierten Tilgungs- und Zinszahlungen im Verhältnis zum Einkommen erfassen sollen. In den meisten Ländern befinden sich die Schuldendienstquoten unter der Annahme unveränderter Zinsen auf einem vertretbaren Niveau (dritte Spalte). Unter angespannteren Bedingungen – einem Zinsanstieg in Höhe von 250 Basispunkten, der zu 100% weitergegeben wird – signalisieren die Daten mögliche Risiken in China, Kanada und der Türkei (vierte Spalte). Die Angaben sollen jedoch nur einen Anhaltspunkt liefern und sind nicht das Ergebnis eines eigentlichen Stresstests: Ein Zinsanstieg würde sich natürlich nur mit zeitlicher Verzögerung in einem höheren Schuldendienst niederschlagen, und inwieweit er weitergegeben würde, hängt vom Anteil der variabel verzinslichen Schulden, den Kreditlaufzeiten und möglichen Verhaltensänderungen bei den Schuldnern ab.

Weltweite Dollarrefinanzierungen von Nicht-US-Banken trotz US-Geldmarktreform gestiegen

Iñaki Aldasoro, Torsten Ehlers, Egemen Eren und Robert N. McCauley

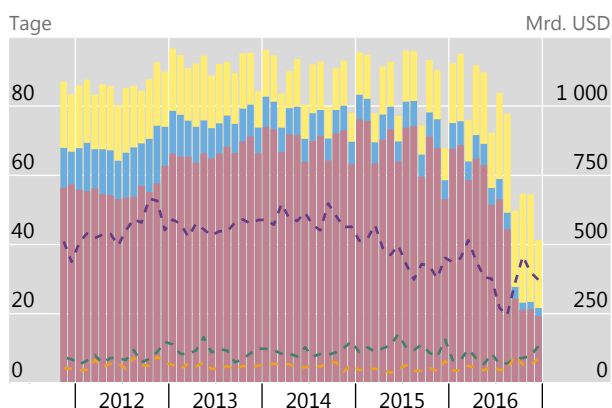
Trotz des Verlusts von Refinanzierungsmöglichkeiten in US-Dollar aufgrund der Reform bei US-Geldmarktfonds erreichten die aggregierten Dollarrefinanzierungen von Nicht-US-Banken im dritten Quartal 2016 einen historischen Höchststand. Insbesondere die Einlagen außerhalb der USA sind stark gestiegen und haben den Rückgang der Refinanzierungen aus US-Geldmarktfonds ausgeglichen. Zumindest insgesamt haben Nicht-US-Banken anders als in den Jahren 2008/09 nicht unter Dollarknappheit zu leiden.

Die Reform bei institutionellen Geldmarktfonds mit Investitionen in Unternehmensanleihen (Prime Funds), die formell im Oktober 2016 in Kraft trat, hat dazu geführt, dass Nicht-US-Banken von September 2015 bis Dezember 2016 schätzungsweise rund \$ 415 Mrd. weniger Dollarmittel zur Verfügung standen. Einige Fonds – darunter die größten Prime Funds – wurden von den Fondsinitiatoren (*fund sponsors*) in sog. „government funds“ umgewandelt, die nur in öffentliche Anleihen investieren. Zudem gab es seitens der Fondsinvestoren (*fund investors*) eine Verlagerung von Prime Funds zu bestehenden „government funds“ und „treasury-only funds“ (Letztere investieren ausschließlich in US-Treasury-Anleihen). Dieser Prozess der Umwandlung und Verlagerung führte im genannten Zeitraum zu einem Rückgang des von Prime Funds verwalteten Vermögens in Höhe von \$ 1,3 Bio.^① Der Rückgang des Anlagevermögens ging nicht vollständig zu Lasten der Refinanzierungen für Nicht-US-Banken, da Prime Funds auch Positionen gegenüber US-Banken und in Staatspapieren hielten und „government funds“ zudem Repo-Geschäfte mit Nicht-US-Banken eingegangen waren. In den fünf Quartalen bis Ende Dezember 2016 verzeichneten die

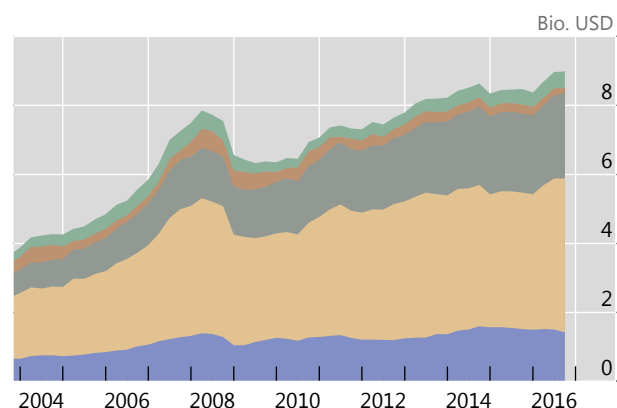
Sinkende Einlagen von US-Geldmarktfonds, aber steigende Eurodollarbestände von Nicht-US-Banken

Grafik A1

Refinanzierungen von ausländischen Banken aus US-Geldmarktfonds



Bilanzwirksame US-Dollar-Refinanzierungen von Nicht-US-Banken⁴



¹ Wert gewichtet mit dem Nominalbetrag. ² Unbesicherte Refinanzierungen = Einlagezertifikate, Commercial Paper und sonstige Finanzierungen. ³ GF = „government funds“; TF = „treasury-only funds“. ⁴ Ohne Positionen von China und Russland, die erst seit dem vierten Quartal 2015 zum Berichtskreis der LBS zählen. ⁵ Einlagenverbindlichkeiten von Zweigstellen und Agenturen ausländischer Banken in den USA sind der Finanzierungsrechnung der Federal Reserve, Tabelle L.112, entnommen. ⁶ Geschätzte Einlagenverbindlichkeiten von Nicht-US-Banken außerhalb der USA. ⁷ Einschl. Anleihen, mittelfristiger Notes und Geldmarktinstrumenten. ⁸ Interbankforderungen von US-Banken in US-Dollar. ⁹ In US-Dollar denominated Verbindlichkeiten von Nicht-US-Banken gegenüber Währungsbehörden (WB).

Quellen: Board of Governors des Federal Reserve System, Finanzierungsrechnung; Crane Data; BIZ-Statistiken zu den Schuldtitelmärkten; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ (LBS) nach Sitzland und Nationalität.

Nicht-US-Banken einen Rückgang der Dollarrefinanzierungen aus Prime Funds um rund \$ 555 Mrd., aber einen Zulauf von Repo-Finanzierungen aus „government funds“ in Höhe von ungefähr \$ 140 Mrd. (Grafik A1 links). Durch diese Verlagerung verkürzte sich für Nicht-US-Banken die Laufzeit der Refinanzierungen aus Geldmarktfonds.

Ausgehend von diesen Daten kamen viele Analysten zu dem Schluss, dass Nicht-US-Banken unter einer Verknappung von Dollarrefinanzierungen zu leiden hatten. Global betrachtet stiegen jedoch die in den Bilanzen der Nicht-US-Banken ausgewiesenen Dollarrefinanzierungen bis zum dritten Quartal 2016 auf \$ 9,0 Bio. (Grafik A1 rechts). (Zusätzlich zu den bilanzwirksamen Refinanzierungen besorgen sich diese Banken auch US-Dollar, indem sie Fremdwährungen in Dollar tauschen.) Trotz des Abbaus der Eurodollar-Einlagen von US-Geldmarktfonds stiegen die bei Nicht-US-Banken offshore gehaltenen Einlagen in den ersten drei Quartalen 2016 um \$ 531 Mrd. auf \$ 4,5 Bio. Dies steht im Einklang mit der von japanische Banken in den sieben Monaten bis Ende Oktober 2016 gemeldeten Zunahme der Kundeneinlagen in Fremdwährung (überwiegend Dollar) um \$ 67 Mrd. Der Anstieg der Gebote für Eurodollar führte zu einer Ausweitung des US-Treasury-Eurodollar- bzw. LIBOR-OIS-Spreads, was die Kosten variabel verzinslicher Schuldtitel in US-Dollar erhöhte (siehe Grafik 9 im Kapitel „Paradigmenwechsel an den Märkten?“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2016). Zudem emittierten einige Banken mit hohem Rating in größerem Umfang langfristige Anleihen in Dollar. Hieraus ergibt sich insgesamt kein Hinweis auf eine Dollarknappeit.

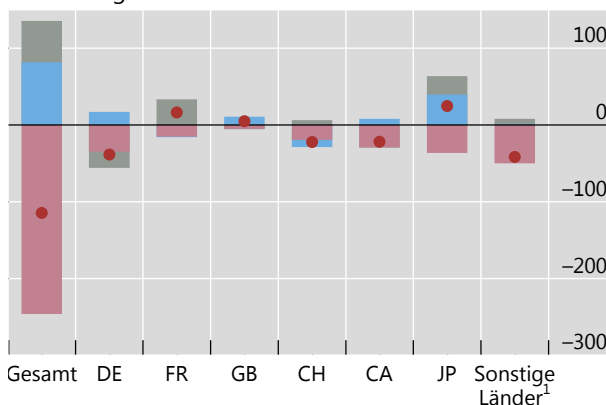
Die Bilanzen der Zweigstellen und Agenturen ausländischer Banken in den USA liefern weitere Anhaltspunkte dafür, wie sich Nicht-US-Banken an den Refinanzierungsschock angepasst haben. Der Verlust von Refinanzierungsmöglichkeiten über US-Geldmarktfonds zeigt sich im rechten Feld von Grafik A2 im Rückgang der Einlagen und Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Hauptsitz, wobei der Rückgang auf gesunkene Eurodollar-Einlagen von Geldmarktfonds bei Offshore-Geschäftsstellen von Nicht-US-Banken – beispielsweise auf den Kaimaninseln – zurückgeht. Die Reaktion der Zweigstellen und Agenturen ausländischer Banken in den USA bestand im Wesentlichen darin, die Bestände an Überschussreserven bei der Federal Reserve (Fed) abzubauen (Grafik A2 links). Während die ausländischen Banken diese wenig rentierenden Anlagewerte abbauten, erhöhten sie ihre Bestände an einträglicheren Krediten.³

Zweigstellen und Agenturen ausländischer Banken in den USA: Rückgang von Einlagen und Reserven bei der Fed

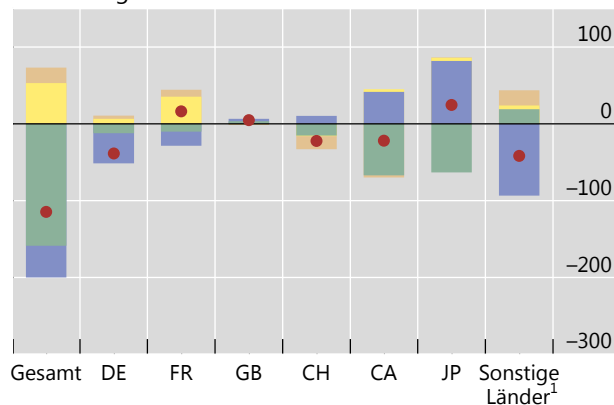
Veränderung im Zeitraum Ende Q3 2015 – Ende Q3 2016 gegenüber Vorjahr in Mrd. USD

Grafik A2

Zweigstellen und Agenturen ausländischer Banken in den USA nach Nationalität – Veränderung der Aktiva nach Kategorie



Zweigstellen und Agenturen ausländischer Banken in den USA nach Nationalität – Veränderung der Passiva nach Kategorie



● Aktiva insgesamt
■ Barmittel
■ Kredite
■ Sonstige Aktiva

● Passiva insgesamt
■ Einlagen
■ Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Hauptsitz
■ Repos
■ Sonstige Verbindlichkeiten

¹ Sonstige ausgewählte Länder = AU, NL, NO und SE.

Quelle: US Federal Financial Institutions Examination Council, *Reports of Condition and Income*.

Zur Erinnerung: Nicht-US-Banken hatten nach 2011, als die Berechnungsbasis für den Einlagensicherungsfonds der Federal Deposit Insurance Corporation nach dem Dodd-Frank-Act erweitert und für US-Banken eine Bilanz-Gebühr festgesetzt wurde, unverhältnismäßig hohe Bestände bei der Fed aufgebaut: Die US-Banken überließenes nämlich im Wesentlichen den Zweigstellen ausländischer Banken in den USA, hier eine „Arbitrage“ vorzunehmen, indem sie sich bei denjenigen Mittel besorgten, die – wie Fannie Mae und Freddie Mac – nicht in der Lage waren, aus ihren Guthaben bei der Fed Zinsen zu erwirtschaften, und diese Mittel dann als Überschussreserve bei der Fed anlegten.^④ Da der Ertrag aus diesen Transaktionen gering war (rund 15 Basispunkte), wurde allgemein erwartet, dass sich der Verlust an Dollarrefinanzierungsmöglichkeiten im Wesentlichen auf die Bestände bei der Fed auswirken würde – und dies war auch tatsächlich der Fall.

Nach Nationalität der Bank betrachtet, hatten kanadische und japanische Banken die größten Einlagenverluste (Grafik A2 rechts). Als „Arbitrageure in Sachen Zentralbankgeld“ haben die kanadischen Banken ihre Anlagen in Geldmarktfonds getilgt, indem sie ihre Guthaben bei der Fed zurückgefahren und auf Mittel von Geschäftsstellen außerhalb der USA zurückgegriffen haben. Die Zweigstellen japanischer Banken in den USA erhöhten ihre Bestände an Krediten und anderen Vermögenswerten stärker als kanadische Banken und griffen in höherem Maße auf Mittel von Geschäftsstellen außerhalb der USA zurück. Wie oben erwähnt, legen die konsolidierten Bilanzen japanischer Banken nahe, dass diese Art der Finanzierung über ausländische Geschäftsstellen letztlich in Form von Kundeneinlagen in Fremdwährung erfolgte.

Insgesamt zeigt sich, dass Nicht-US-Banken den durch die Reform bei US-Geldmarktfonds entstandenen Verlust an Refinanzierungsmöglichkeiten dadurch ausgeglichen haben, dass sie sich US-Dollar-Einlagen von Geschäftsstellen außerhalb der USA besorgt und ihre Überschussreserven bei der Fed abgebaut haben. Mit weniger Barmitteln, höheren Kreditbeständen sowie einer Verlagerung auf kurzfristige Repo-Refinanzierungen aus Geldmarktfonds haben Zweigstellen und Agenturen ausländischer Banken in den USA die Laufzeit ihrer Portfolios verlängert und sind höhere Kreditrisiken eingegangen. Insgesamt jedoch beliefen sich ihre Reserven bei der Fed Ende September 2016 noch immer auf \$ 630 Mrd., einem Drittel der Gesamtsumme.

① Siehe den Abschnitt „Regulierungsreformen führen zu höheren Refinanzierungskosten in US-Dollar“ am Schluss des Kapitels „Paradigmenwechsel an den Märkten?“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2016. ② Siehe H. Nakaso, „Monetary policy divergence and global financial stability: from the perspective of demand and supply of safe assets“, Rede vor der International Bankers Association of Japan, 20. Januar 2017. ③ Vgl. hingegen den Rückgang bei der Kreditvergabe durch Zweigstellen europäischer Banken in R. Correa, H. Sapriza und A. Zlate, „Liquidity shocks, dollar funding costs, and the bank lending channel during the European sovereign crisis“, Board of Governors des Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, Nr. 1059, 2012. ④ Siehe R. McCauley und P. McGuire, „Non-US banks' claims on the Federal Reserve“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2014.