

Globale Liquidität: Zusammensetzung nach Instrumenten und Währungen im Wandel¹

Die internationale (grenzüberschreitende und in Fremdwährung denominierte) Kreditvergabe, ein wichtiger Indikator für die globale Liquidität, hat sich in den letzten Jahren weiter ausgeweitet und beträgt jetzt 38% des globalen BIP. Das Wachstum ist auf den Absatz internationaler Schuldtitel zurückzuführen, während die Bedeutung der Banken abgenommen hat – sowohl als Kreditgeber als auch als Anleger in Schuldtiteln. Insgesamt ist dieser Trend in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften stärker sichtbar als in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Auf der Ebene der einzelnen Länder jedoch verliefen das Wachstum der Bankkredite und jenes der Schuldtitel zumeist parallel, was die zyklische Natur der globalen Liquidität unterstreicht. Die Dominanz des US-Dollars als internationale Finanzierungswährung hat sich sogar noch verstärkt – insbesondere für Kreditnehmer aus den aufstrebenden Volkswirtschaften. Allerdings sind die Dollarengagements in den aufstrebenden Volkswirtschaften von Land zu Land und je nach Sektor sehr unterschiedlich.

JEL-Klassifizierung: G10, F34, G21.

Globale Liquidität – der einfache Zugang zu Finanzmitteln an den internationalen Finanzmärkten – steht unverändert im Mittelpunkt wirtschaftspolitischer Debatten (Cohen et al. 2017, CGFS 2011, Borio et al. 2011). Im Vorfeld der Großen Finanzkrise von 2007–09 weitete sich die internationale Kreditvergabe – bestehend aus grenzüberschreitenden Krediten sowie (grenzüberschreitenden und inländischen) Krediten in Fremdwährung – kräftig aus. Als die Krise ausbrach, versiegte die internationale Kreditvergabe, wobei finanzielle Anfälligkeiten sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften erkennbar wurden.² Vor dem Hintergrund einer äußerst lockeren Geldpolitik wichtiger Zentralbanken ist dieser wichtige Indikator für die globale Liquidität seit 2010 insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder stark angestiegen.

¹ Die Autoren bedanken sich bei Stefan Avdjiev, Claudio Borio, Stijn Claessens, Ben Cohen, Robert McCauley, Patrick McGuire, Swapan-Kumar Pradhan, Hyun Song Shin, Nikola Tarashev und Philip Wooldridge für ihre wertvollen Kommentare sowie bei Zuzana Filková für die hervorragende Unterstützung bei den Recherchen. Dieser Artikel gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Globale Liquidität kann die inländischen Finanzierungsbedingungen über verschiedene Transmissionskanäle beeinflussen, u.a. über die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und internationale Spillover-Effekte (Cerutti et al. 2017, McCauley et al. 2015a, Rey 2013). Die internationale Kreditvergabe ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Kreditbedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften (Ehlers und McGuire 2016, Avdjiev et al. 2012).

Wichtigste Erkenntnisse

- Die internationale Kreditvergabe (Bankkredite zuzüglich Schuldtiteln) an Nichtbanken, ein wichtiger Indikator für die globale Liquidität, hat sich in den letzten Jahren erneut ausgeweitet: von 33% des globalen BIP im ersten Quartal 2015 auf 38% im ersten Quartal 2018.
- Die Zusammensetzung der internationalen Kreditvergabe verlagerte sich von Bankkrediten zu Schuldtiteln, deren Anteil an der gesamten Kreditvergabe von 48% im ersten Quartal 2008 auf 57% im ersten Quartal 2018 stieg.
- Die internationalen Schuldtitelbestände der weltweit tätigen Banken sanken von 40% der insgesamt ausstehenden Schuldtitel Ende März 2008 auf 27% Ende März 2018; dies unterstreicht die abnehmende Bedeutung der Banken in der internationalen Kreditvergabe.
- Die Dominanz des US-Dollars als wichtigste Fremdwährung in der internationalen Kreditaufnahme hat sich sogar noch verstärkt. Die in US-Dollar denominierte Mittelaufnahme von Nichtbanken außerhalb der USA hat sich von 9,5% des globalen BIP Ende 2007 auf 14% im ersten Quartal 2018 erhöht.
- Das Wachstum der Kreditaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften in US-Dollar war besonders kräftig, aber die Zusammensetzung der US-Dollar-Schuldner ist sowohl nach Land als auch nach Sektor sehr unterschiedlich.

Im Unterschied zu der Zeit vor der Großen Finanzkrise standen hinter dem Anstieg der internationalen Kreditvergabe seit 2010 vor allen Dingen Schuldtitel und nicht Bankkredite (Avdjiev et al. 2017, Turner 2013). Gleichzeitig ist die Dominanz des US-Dollars als Hauptdenominierungswährung seit der Großen Finanzkrise sogar noch gewachsen (Maggiori et al. 2018). Diese „zweite Phase“ der globalen Liquidität bedeutet, dass die globalen Finanzierungsbedingungen gegenüber Entwicklungen an den Anleihemärkten empfindlicher geworden und damit noch enger mit der Geldpolitik der USA verbunden sind (Shin 2013). Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften, die sich stark auf US-Dollar-Schuldtitel gestützt haben, dürften besonders anfällig sein, da internationale Anleiheanleger sich gewöhnlich schnell zurückziehen, wenn die US-Zinsen steigen. Die auf US-Dollar lautende Verschuldung aufstrebender Volkswirtschaften kann jedoch nicht nur von Land zu Land, sondern auch nach Sektoren sehr unterschiedlich sein. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich hauptsächlich der private Unternehmenssektor in US-Dollar verschuldet, in anderen der Staat.

In diesem Feature werden anhand der globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ die Verlagerung der internationalen Kreditvergabe von Bankkrediten zu Schuldtiteln sowie die Währungszusammensetzung dokumentiert und analysiert. Der erste Abschnitt beschreibt globale Trends und jüngste Entwicklungen. Im zweiten Abschnitt werden die Entwicklungen in den fortgeschrittenen und in den aufstrebenden Volkswirtschaften miteinander verglichen. Es zeigt sich, dass die Verschiebung von Bankkrediten zu Schuldtiteln in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt stärker war als in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Auf Länderebene jedoch verliefen das Wachstum von Bankkrediten und jenes von Schuldtiteln sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften parallel. Der Schwerpunkt des dritten Abschnitts liegt auf der Kreditaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften in Fremdwährung und insbesondere auf der von Land zu Land unterschiedlichen Sektorzusammensetzung bei den US-Dollar-Schuldnern.

Jüngste Trends in der globalen Liquidität

Die vierteljährlichen globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ erfassen einen bestimmten Aspekt bezüglich der Lockerheit oder Straffheit der globalen Finanzierungsbedingungen,³ nämlich die Entwicklung des internationalen Kreditvergabeverhaltens. Sie ist ein informatives Signal für die Entstehung von Anfälligkeiten (Aldasoro et al. 2018). Die globalen Liquiditätsindikatoren basieren auf der standortbezogenen Bankgeschäftsstatistik der BIZ, der BIZ-Statistik zum Absatz internationaler Schuldtitel und auf nationalen Angaben. Dieses Feature konzentriert sich auf die internationale Kreditvergabe (Bankkredite zuzüglich Schuldtiteln) an Nichtbanken⁴ als ein Schlüsselement, das die inländischen Kreditbedingungen und die Anfälligkeiten der Empfängerländer gegenüber externen Faktoren direkt beeinflusst (siehe Kasten).⁵ Das volle Ausmaß der internationalen Kreditaufnahme von Nichtbanken wird allerdings nicht abgebildet, wenn nur Bankkredite und Schuldtitel betrachtet werden. Insbesondere Derivate wie z.B. Devisenswaps könnten die Fremdwährungsverbindlichkeiten von Nichtbanken erheblich erhöhen.⁶

Die Verlagerung in der Zusammensetzung der globalen Liquidität, die nach der Großen Finanzkrise stattgefunden hat, weist zwei wichtige Merkmale auf: Das erste ist der Wechsel von internationalen Bankkrediten zu Schuldtiteln (Grafik 1 links). Im Vorfeld der Großen Finanzkrise weiteten sich die grenzüberschreitende und die inländische Kreditvergabe in Fremdwährung an Nichtbanken in Relation zum globalen BIP kräftig aus. Besonders die Bankkredite nahmen in den letzten Jahren vor Ausbruch der Krise stark zu. Während der Großen Finanzkrise brachen sie ein und blieben danach im Wesentlichen stabil. Im Gegensatz dazu haben die ausstehenden internationalen Schuldtitel seit der Krise stetig zugenommen, und zwar von 48% der gesamten internationalen Kreditvergabe im ersten Quartal 2008 auf rund 57% im ersten Quartal 2018.

Das zweite bestimmende Merkmal der Verlagerung in der Zusammensetzung der globalen Liquidität ist der Anstieg der Fremdwährungskreditvergabe in US-Dollar (McCauley et al. 2015a). Die wichtigste Ursache für diesen Trend sind von Gebietsansässigen außerhalb der USA emittierte US-Dollar-Schuldtitel, die im zweiten Halbjahr 2017 erstmals die Bankkreditvergabe übertrafen (Grafik 1 rechts). Die gesamte in US-Dollar denominierte Mittelaufnahme von Nichtbanken außerhalb der USA hat sich von 9,5% des globalen BIP Ende 2007 auf 14% im ersten Quartal 2018 erhöht. Seit Ende 2016 hat sich das Wachstum der Kreditaufnahme in US-Dollar allerdings abgeflacht.

³ CGFS (2011) merkt an, dass wegen der schwierigen Abgrenzung des Konzepts der globalen Liquidität ein einziger Aspekt wahrscheinlich nicht alle relevanten Aspekte erfassen kann. Borio (2013) führt weiter aus, dass Liquidität nicht beobachtet werden kann, sondern nur ihre „Fußabdrücke“. Zu den wichtigen Fußabdrücken zählen neben der internationalen Kreditvergabe Indikatoren für die Risikowahrnehmung und -toleranz (z.B. der VIX) sowie für die Vertragskonditionen, zu denen Finanzierungen gewährt bzw. Vermögenswerte gekauft und verkauft werden (z.B. Finanzierungskosten, Besicherungskonditionen und Geld-Brief-Spannen).

⁴ Die Kreditvergabe an Nichtbanken schließt die Kreditvergabe an Nichtbankfinanzinstitute mit ein.

⁵ Die globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ verfolgen mehrere Messgrößen der internationalen Kreditvergabe. Siehe www.bis.org/statistics/about_gli_stats.htm. Nähere Details zur Methodik finden sich in BIZ (2018).

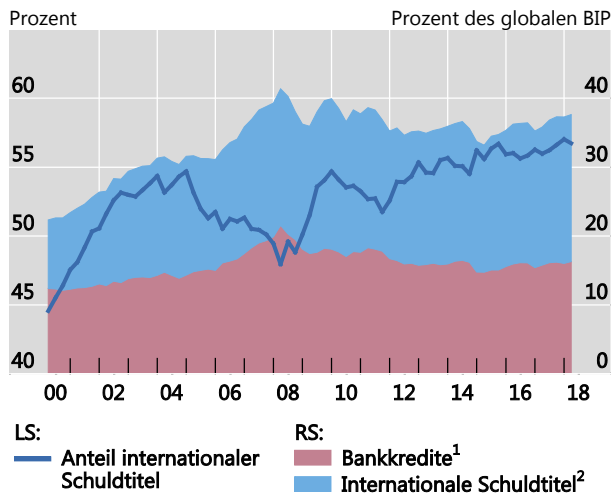
⁶ Ähnlich wie Banken halten Nichtbankfinanzinstitute wie Investment- oder Pensionsfonds wahrscheinlich große Devisenswaps. Für eine Schätzung der sehr umfangreichen tatsächlichen Kreditaufnahmen von Banken in US-Dollar über Devisenswaps siehe Borio et al. (2017).

Anteil von Schuldtiteln und US-Dollar an der internationalen Kreditvergabe ist gestiegen

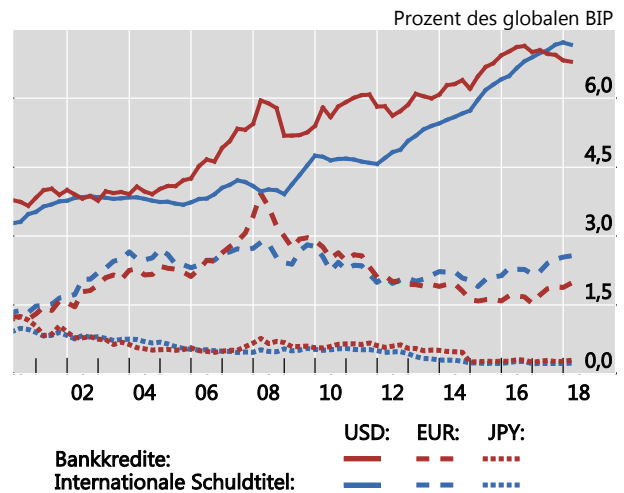
Internationale Kreditvergabe an den Nichtbankensektor, ausstehende Beträge

Grafik 1

Internationale Kreditvergabe an Nichtbanken nach Instrument



Internationale Kreditvergabe an Gebietsfremde nach Instrument und Währung



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

¹ Grenzüberschreitende Kredite und inländische Kredite in Fremdwährung an Nichtbankschuldner. ² Nach Sitzland und unmittelbarem Sektor des Emittenten; alle Instrumente; alle Laufzeiten; Nichtbankemittenten. Internationale Schuldtitel sind Schuldtitel, die von Nichtbanken außerhalb des Marktes ihres Sitzlandes begeben werden.

Quellen: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd.; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik und globale Liquiditätsindikatoren der BIZ; Berechnungen der BIZ; Berechnungen der Autoren.

Verlagerung von Bankkrediten zu Schuldtiteln

Die Verlagerung zu internationalen Schuldtiteln war in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften am ausgeprägtesten (Grafik 2 links). Die Bankkreditvergabe an diese Schuldnergruppe ist zurückgegangen, wobei sich der Rückgang nach der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum beschleunigt hat. Der Hauptgrund dafür ist, dass die europäischen Banken als Reaktion auf die Große Finanzkrise und die Schuldenkrise im Euro-Raum ihr internationales Kreditengagement, insbesondere ihre US-Dollar-Kredite an Gebietsansässige in den USA, verringerten (McCauley et al. 2017, Borio und Disyatat 2011). Sowohl auf Euro lautende grenzüberschreitende Kredite als auch Schuldtitel von Schuldern aus dem Euro-Raum blieben ziemlich stabil und beeinflussten den allgemeinen Trend der entsprechenden Beträge für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften als Ganzes nur unwesentlich.

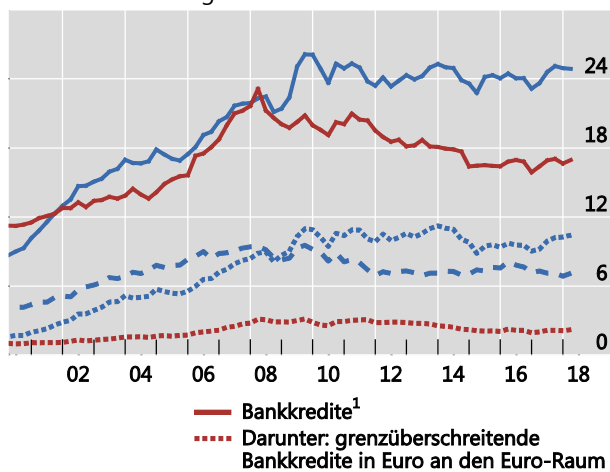
In den aufstrebenden Volkswirtschaften haben die ausstehenden internationalen Schuldtitel in Relation zum BIP seit 2010 kräftig zugenommen, wenn auch von einem niedrigeren Niveau aus als die Bankkredite (Grafik 2 rechts). Im Gegensatz zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Kreditvergabe an die aufstrebenden Volkswirtschaften sowohl in Form von Bankkrediten als auch in Form von Schuldtitelemissionen in den letzten Jahren gestiegen. Dass staatliche Schuldner ohne Anlagequalität

Verlagerung zu Schuldtiteln ist bei Schuldnern aus fortgeschrittenen Volkswirtschaften stärker ausgeprägt

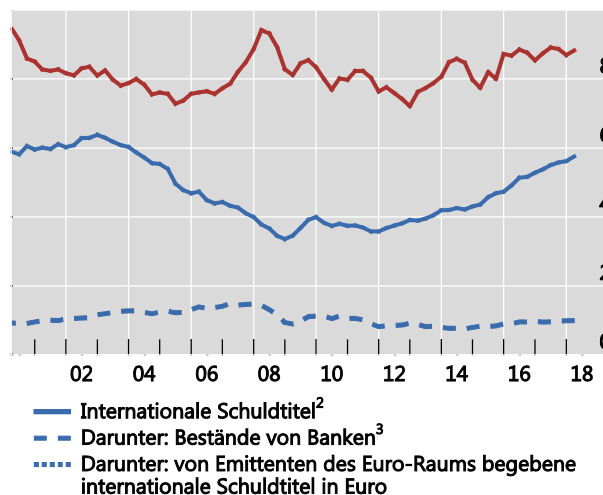
Ausstehende Beträge in Prozent des regionalen BIP

Grafik 2

Schuldner aus fortgeschrittenen Volkswirtschaften



Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften



¹ Grenzüberschreitende Kredite und inländische Kredite in Fremdwährung an Nichtbankschuldner. ² Nach Sitzland und unmittelbarem Sektor des Emittenten; alle Instrumente; alle Laufzeiten; Nichtbankemittenten. ³ Von den für die LBS berichtenden Banken gemeldete grenzüberschreitende Schuldtitelbestände in sämtlichen Währungen sowie inländische Schuldtitelbestände in Fremdwährung.

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

auf US-Dollar lautende Schuldtitel emittieren können, zeigt deutlich, wie locker die Finanzierungsbedingungen für die aufstrebenden Volkswirtschaften sind.⁷

Die Unterscheidung zwischen Bankkrediten und Schuldtiteln verschleiert die Tatsache, dass ein erheblicher Teil der Schuldtitel von Banken gehalten wird und somit ebenfalls Bankkredit darstellt. Ebenso wie die Vergabe von Bankkrediten haben weltweit tätige Banken auch ihre Bestände an internationalen Schuldtiteln verringert. Sie haben offenbar besonders in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowohl Kredit- als auch Schuldtitelpositionen verringert, was in Einklang steht mit der wachsenden Bedeutung von Nichtbanken für die Entwicklung der globalen Liquidität. In den aufstrebenden Volkswirtschaften zeigt sich diese wachsende Bedeutung von Nichtbanken besonders deutlich im Gegensatz zwischen dem kräftigen Wachstum der internationalen Schuldtitel und den unveränderten Schuldtitelbeständen der Banken (Grafik 2 rechts, blaue durchgezogene bzw. gestrichelte Linie). Trotz eines Rückgangs um 13 Prozentpunkte im letzten Jahrzehnt ist der Anteil der weltweit tätigen Banken an den insgesamt ausstehenden internationalen Schuldtitelbeständen immer noch bedeutend (27% Ende März 2018).

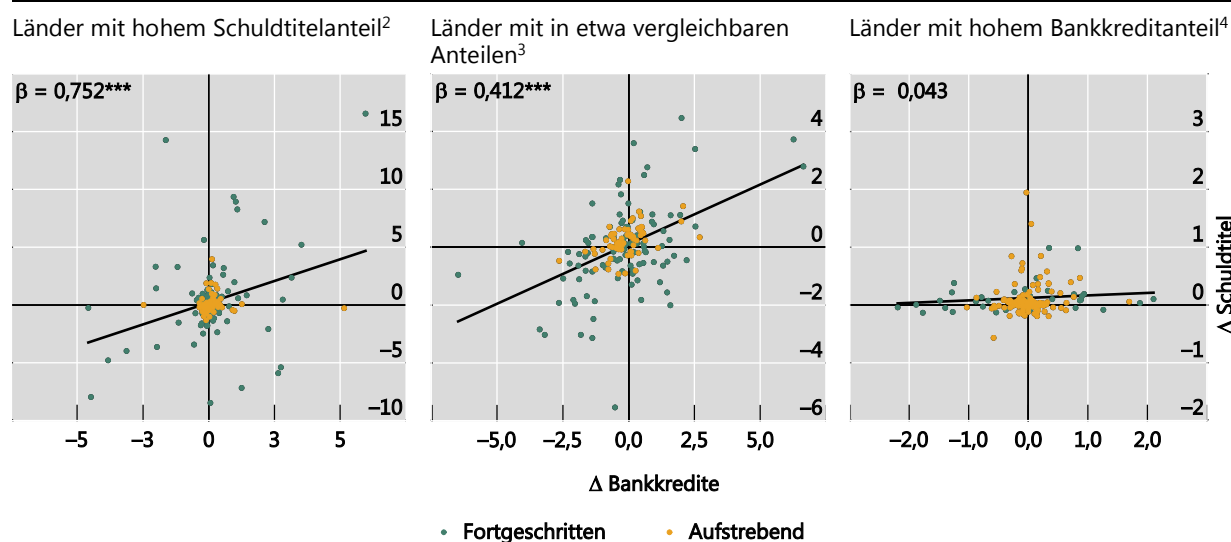
Der verallgemeinernde Blick auf die fortgeschrittenen und die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt verdeckt, dass sich internationale Bankkredite und

⁷ Neben steigenden Emissionsbeträgen hat sich auch die Anzahl der Staaten mit Zugang zum internationalen Schuldtitelmarkt erhöht (und umfasst nun beispielsweise auch Ghana und Jordanien).

Internationale Bankkredite und internationale Schuldtitel ergänzen sich¹

Vierteljährliche Veränderungen der ausstehenden internationalen Bankkredite und Schuldtitel für ausgewählte Länder

Grafik 3



¹ In Prozentpunkten des nationalen BIP, ab dem 1. Quartal 2010. Die Unterscheidung in Bezug auf die Größe der Anteile basiert auf dem jeweiligen durchschnittlichen Anteil im Zeitraum 1. Quartal 2000–4. Quartal 2009. β ist die geschätzte Steigung; */**/*** drücken statistische Signifikanz auf dem Niveau 10%, 5% bzw. 1% aus. ² AR, CA, IT, MY und NL. ³ BE, GB, MX, NO und PL. ⁴ CH, CN, ID, IN und SA.

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

Schuldtitel auf Länderebene ergänzen.⁸ Der Rückgang der Bankkredite an Schuldner aus fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt beruht tatsächlich auf vier Ländern – Deutschland, Frankreich, den USA und dem Vereinigten Königreich. Auf Länderebene jedoch ist das Bankkreditwachstum sowohl für Schuldner aus fortgeschrittenen als auch für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften im Durchschnitt positiv mit dem Schuldtitelwachstum korreliert (Grafik 3).

Der Zusammenhang zwischen der Bankkreditaufnahme und dem Absatz von Schuldtiteln ist tendenziell in den Ländern am schwächsten, die einen historisch hohen Anteil an Bankkrediten aufweisen. In dem Extremfall, dass ein Schuldner in einem bestimmten Land keinen Zugang zu den Schuldtitelmärkten hat bzw. Bankkredite klar bevorzugt, wird natürlich jede internationale Mittelaufnahme über Bankkredite erfolgen. Tatsächlich resultieren für Schuldnerländer mit einem hohen Bankkreditanteil Veränderungen der internationalen Kreditvergabe im Durchschnitt fast ausschließlich aus Bankkrediten (Grafik 3 rechts). Dagegen besteht für Schuldnerländer mit einem historisch hohen Schuldtitelanteil eine enge positive Korrelation zwischen Veränderungen der ausstehenden internationalen Bankkredite und Veränderungen bei den Schuldtiteln (Grafik 3 links). In Schuldnerländern mit in etwa

⁸ Viele Faktoren, besonders länderspezifische, können den Grad der Ergänzung oder Substitution beeinflussen. Cerutti und Hong (2018) führen Belege dafür an, dass einige Unternehmen und staatliche Schuldner aus fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowie staatliche Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften Bankkredite durch Schuldtitel ersetzen. Becker und Ivashina (2014) finden Hinweise einer Substitution bei Unternehmensschuldnern.

vergleichbaren Anteilen ist der Ergänzungsgrad niedriger, aber ebenfalls vorhanden (Grafik 3 Mitte). Mit anderen Worten: Bei Ländern, die nicht in hohem Maße auf Bankkredite angewiesen sind, besteht eine starke gemeinsame und zyklische Komponente für unterschiedliche internationale Kreditinstrumente.

Fremdwährungskreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften

In allen großen aufstrebenden Regionen ist die Kreditvergabe in US-Dollar schneller gewachsen als die Kreditvergabe in anderen Fremdwährungen. Der hohe Anteil der Mittelaufnahme in US-Dollar ist ein Vorbote von Risiken, die im Fall einer anhaltenden Dollaraufwertung auftreten könnten.⁹ Ein stärkerer Dollar erhöht das Risiko von Extremereignissen für globale Anleger, die ein diversifiziertes Portfolio von Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften halten (Avdjiev et al. 2016), was zu einem verbreiteten Abbau von Engagements gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften führen kann – besonders von Dollar-Anleihen. Dieser Mechanismus hat vermutlich zu der jüngsten Phase von Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften beigetragen (siehe das Kapitel „Märkte divergieren stärker“ in diesem Quartalsbericht).

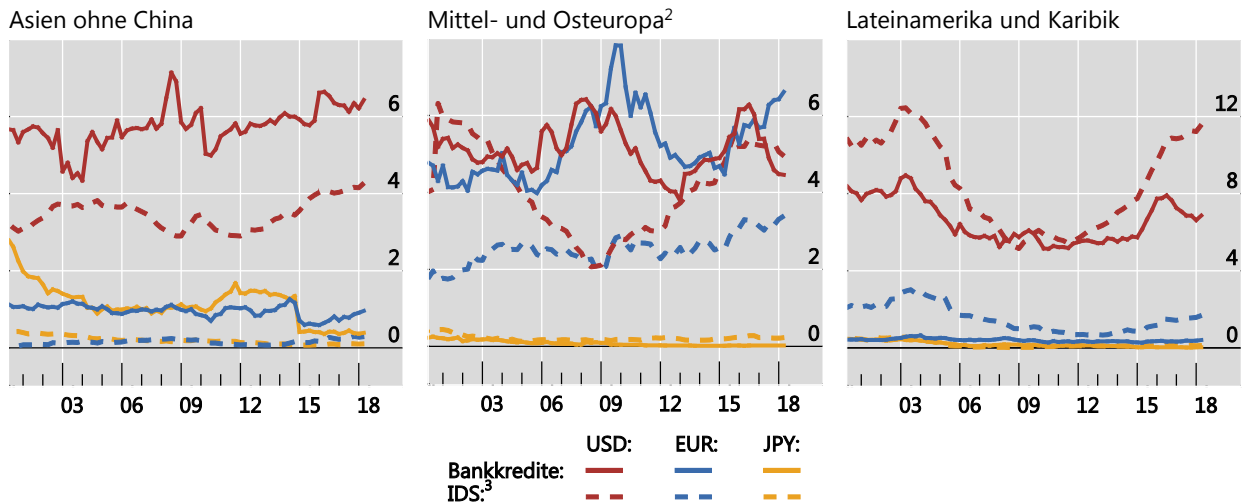
Die Bedeutung des Dollars als Finanzierungswährung ist jedoch in den großen aufstrebenden Regionen unterschiedlich. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens hat die in US-Dollar denominierte Kreditvergabe seit 2010 zugenommen – sowohl in Form von Schuldtiteln als auch in Form von Bankkrediten (Grafik 4 links). In Mittel- und Osteuropa hat die auf Euro lautende Kreditvergabe traditionell eine relativ wichtigere Bedeutung, und dennoch dominiert der Dollar auch in dieser Region, trotz des kräftigen Anstiegs der Kreditvergabe in Euro seit 2015 (Grafik 4 Mitte). In Lateinamerika hat die Kreditvergabe in US-Dollar von jeher dominiert und ist seit 2010 durch den steigenden Absatz von Schuldtiteln kräftig gewachsen (Grafik 4 rechts).

⁹ Eine Aufwertung des US-Dollars gegenüber der Währung ihres Sitzlandes kann Nichtfinanzunternehmen belasten, da die Aufwertung ihre Bilanzen schwächt (Bruno und Shin 2015). Diese Schwächung hängt allerdings vom Ausmaß der Absicherung ab, worüber nur dürftige Informationen verfügbar sind. Ein stärkerer Dollar kann auch Staaten belasten, da er tendenziell zu allgemein höheren Staatsanleiherenditen und CDS-Spreads führt (Hofmann et al. 2017).

Fremdwährungskredite an Nichtbankschuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Ausstehende Beträge¹ in Prozent des regionalen BIP

Grafik 4



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

¹ In den Berichtsländern ohne Russland. ² Länder des Euro-Raums sind bei den Gegenparteiländern nicht berücksichtigt. ³ Internationale Schuldtitel (International Debt Securities, IDS) nach Sitzland und unmittelbarem Sektor des Emittenten; alle Instrumente; alle Laufzeiten; Nichtbankemittenten.

Quellen: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd.; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik und globale Liquiditätsindikatoren der BIZ; Berechnungen der BIZ.

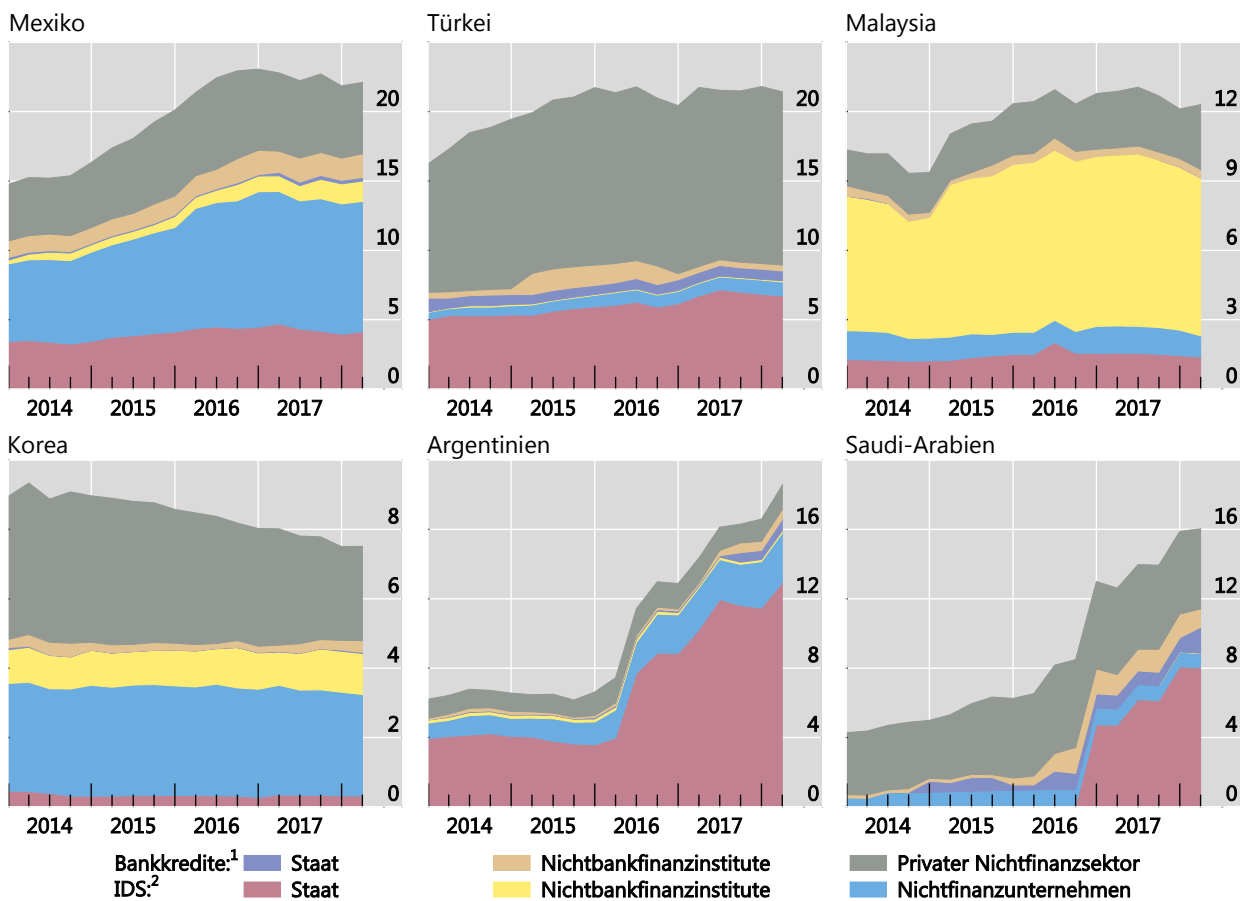
Der Anstieg der Mittelaufnahme in US-Dollar in den aufstrebenden Volkswirtschaften verlief je nach Sektor unterschiedlich (McCauley et al. 2015b). In einigen wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften spielte die Kreditaufnahme von Unternehmen eine Schlüsselrolle. So beruhte die internationale Mittelaufnahme von Nichtbanken in Mexiko hauptsächlich auf dem Absatz von US-Dollar-Schuldtiteln durch Nichtfinanzunternehmen (Grafik 5 rechts oben, blauer Bereich). Obwohl Bankkredite seit der Krise vergleichsweise an Bedeutung verloren haben, hat sich die Vergabe von Bankkrediten in US-Dollar an den privaten Nichtfinanzsektor in einigen Ländern, beispielsweise in der Türkei, ebenfalls ausgeweitet (Grafik 5 Mitte oben). Die Dollar-mittelaufnahme von Nichtbankfinanzinstituten ist insgesamt weniger verbreitet, spielt jedoch in Malaysia (rechts oben) sowie in Korea (links unten) eine große Rolle. Korea verzeichnet allerdings als einzige unter den wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften eine stetige Verringerung der Gesamtkreditaufnahme von Nichtbanken in US-Dollar.

Unternehmen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften haben zwar beträchtliche Mittel in US-Dollar aufgenommen, doch der Absatz staatlicher Schuldtitel spielt ebenfalls eine wichtige Rolle. Ein Beispiel hierfür ist Argentinien, wo der Absatz von Staatsschuldtiteln seit Anfang 2016 stark gestiegen ist (Grafik 5 Mitte unten). In einigen öllexportierenden Ländern wie Saudi-Arabien (rechts unten; siehe auch BIZ 2017) hat er sich ähnlich kräftig erhöht.

Sektorale Heterogenität der US-Dollar-Schuldner aus ausgewählten aufstrebenden Volkswirtschaften

Ausstehende Beträge in Prozent des BIP

Grafik 5



¹ Bankkredite umfassen sowohl grenzüberschreitende Kredite als auch im Inland vergebene Kredite. Für AR, MY und SA werden lediglich grenzüberschreitende Kredite erfasst. Bankkredite, die keinem Sektor zugeordnet werden können, werden proportional auf die jeweils gemeldeten Sektoren verteilt. ² Internationale Schuldtitle (International Debt Securities, IDS) nach Sitzland und unmittelbarem Sektor des Emittenten; alle Instrumente; alle Laufzeiten; Nichtbankemittenten.

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

Internationale Kreditvergabe an Nichtbanken und die globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ

Die internationale Kreditvergabe an Nichtbanken – die in diesem Feature verwendete Messgröße – ergibt sich aus den verschiedenen Messgrößen, auf denen die globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ basieren. Eine zentrale Messgröße der globalen Liquiditätsindikatoren ist die Kreditvergabe an Gebietsfremde (d.h. die Vergabe von Fremdwährungskrediten)^①; sie misst die Kreditvergabe an Schuldner außerhalb des Landes, in dem die Denominationswährung ausgegeben wird (in diesem Fall US-Dollar, Euro und Yen). Beispielsweise umfasst die US-Dollar-Kreditvergabe an

Globale Liquiditätsindikatoren der BIZ und internationale Kreditvergabe

Ende März 2018 ausstehende Kredite an den Nichtbankensektor; Mrd. US-Dollar

Tabelle A

	Bankkredite: insgesamt	Bankkredite: grenzüber- schreitend	Bankkredite: Inlandskredite in Fremd- währung	Internationale Schuldtitel: insgesamt	Schuldtitel: Bestände von Banken	Insgesamt
1 – Internationale Kredite an Gebietsfremde ¹ in den wichtigsten Währungen	7 409	4 324	3 085	8 154	1 102	15 563
USD	5 554	3 323	2 231	5 860	811	11 414
Darunter: an aufstrebende Länder	2 085	1 041	1 044	1 582	171	3 667
EUR	1 615	872	743	2 104	290	3 719
Darunter: an aufstrebende Länder	511	260	251	282	38	792
JPY	240	129	111	190	...	430
Darunter: an aufstrebende Länder	44	26	19	27	...	72
2 – Internationale Kredite an Gebietsansässige in den wichtigsten Währungen	2 282	2 282	.	6 930 ²	2 487	9 212
Darunter: Kredite in Euro an Länder des Euro-Raums	1 030	1 030	.	4 811	1 192	5 841
3 – Internationale Kredite in anderen Währungen	3 610	1 429	2 181	2 367	1 087	5 976
Darunter: an aufstrebende Länder	442	248	195	120	125	562
Internationale Kredite insgesamt (Summe der Zeilen 1, 2 und 3) ³	13 301	8 035	5 266	17 450	4 676	30 751
Internationale Kredite insgesamt (in % des BIP) ⁴	16,27	9,83	6,44	21,34	5,72	37,60

¹ Kredite an Schuldner außerhalb des jeweiligen Währungsgebiets. ² Internationale Schuldtitel (International Debt Securities, IDS) werden definiert als Schuldtitel, die an einem anderen Markt emittiert werden als dem des Landes, in dem der Schuldner ansässig ist (Gruić und Wooldridge 2012). Dies bedeutet nicht unbedingt, dass es sich um grenzüberschreitend gehaltene Schuldtitel handelt. Dennoch sind die IDS in den meisten Fällen ein recht guter Näherungswert. ³ Anders als in den globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ werden nationale Angaben für China und Argentinien hier nicht berücksichtigt. ⁴ Kumulierte Summe gemessen am vierteljährlichen globalen BIP für die letzten vier Quartale bis zum 1. Quartal 2018.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd.; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik und globale Liquiditätsindikatoren der BIZ; Berechnungen der BIZ; Berechnungen der Autoren.

Gebietsfremde alle Bankkredite an und Schuldtitelemmissionen von Gebietsansässigen außerhalb der USA – unabhängig davon, ob es sich dabei um grenzüberschreitende oder inländische Kreditvergabe handelt.^② Die internationale Kreditvergabe an Nichtbanken setzt sich zusammen aus Krediten in den drei wichtigsten Währungen an Gebietsfremde (Tabelle A, Reihe 1), grenzüberschreitenden Krediten in diesen drei Währungen an Gebietsansässige (d.h. der grenzüberschreitenden Kreditvergabe in Landeswährung; Reihe 2) sowie grenzüberschreitenden und inländischen Fremdwährungskrediten in allen Währungen außer Dollar, Yen und Euro (Reihe 3). Ein erheblicher Teil des Betrags in Reihe 2 (\$ 5,8 Bio. bzw. 63% Ende März 2018) besteht aus grenzüberschreitenden Krediten in Euro an Länder des Euro-Raums.

In den globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ kann die Kreditvergabe an Gebietsfremde nach Instrument in Bankkredite und Schuldtitel aufgeschlüsselt werden. Banken gewähren jedoch nicht nur Kredite. Sie können auch internationale Schuldtitel in erheblichem Umfang halten (Tabelle A, fünfte Spalte). Deshalb ist es irreführend, den Absatz von Schuldtiteln mit Kapitalmarktfinanzierung gleichzusetzen, was oftmals getan wird. Ende März 2018 hielten die an die BIZ berichtenden Banken internationale Schuldtitel in Höhe von rund \$ 4,7 Bio., also mehr als ein Viertel der insgesamt ausstehenden internationalen Schuldtitel. Werden die gesamten Bankkredite (Tabelle A, erste Spalte) und die Schuldtitelbestände der Banken (fünfte Spalte) zusammengerechnet, ergeben sich die internationalen Bankforderungen an den Nichtbankensektor – eine weitere zentrale Messgröße der globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ.^③

① Die globalen Liquiditätsindikatoren der BIZ basieren auf dem Sitzland und schließen deshalb die Mittelaufnahme durch Offshore-Niederlassungen nicht mit ein. ② Siehe www.bis.org/statistics/e2_1.pdf. ③ Siehe www.bis.org/statistics/e1.pdf.

Bibliografie

Aldasoro, I., C. Borio und M. Drehmann (2018): „Early warning indicators of banking crises: expanding the family“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS 2011): „Global liquidity – concept, measurement and policy implications“, *CGFS Papers*, Nr. 45, November.

Avdjiev, S., W. Du, C. Koch und H. S. Shin (2016): „The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity“, *BIS Working Papers*, Nr. 592, November.

Avdjiev, S., L. Gambacorta, L. Goldberg und S. Schiaffi (2017): „The shifting drivers of global liquidity“, *BIS Working Papers*, Nr. 644, Juni.

Avdjiev, S., R. McCauley und P. McGuire (2012): „Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia“, *BIS Working Papers*, Nr. 377, April.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2017): „Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.

——— (2018): *BIS global liquidity indicators: methodology*, April.

Becker, B. und V. Ivashina (2014): „Cyclicality of credit supply: Firm level evidence“, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 62 (C), S. 76–93.

Borio, C. (2013): „Commentary: Global liquidity: public and private“, in: *Global dimensions of unconventional monetary policy*, Tagungsbericht des von der Federal Reserve Bank of Kansas City organisierten Symposiums in Jackson Hole, August, S. 261–273.

Borio, C. und P. Disyatat (2011): „Global imbalances and the financial crisis: link or no link?“, *BIS Working Papers*, Nr. 346, Mai.

Borio, C., R. McCauley und P. McGuire (2011): „Global credit and domestic credit booms“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September.

——— (2017): „FX swaps and forwards: missing global debt?“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September.

Bruno, V. und H. S. Shin (2015): „Cross-border banking and global liquidity“, *Review of Economic Studies*, Vol. 82, Nr. 2. Auch verfügbar als *BIS Working Paper*, Nr. 458, September.

Cerutti, E., S. Claessens und L. Ratnovski (2017): „Global liquidity and drivers of cross-border bank flows“, *Economic Policy*, Vol. 32, Nr. 89, S. 81–125.

Cerutti, E. und G. H. Hong (2018): „Portfolio inflows eclipsing banking inflows: alternative facts?“, *IMF Working Papers*, Nr. 18/29, Februar.

Cohen, B., D. Domanski, I. Fender und H. S. Shin (2017): „Global liquidity: a selective review“, *Annual Review of Economics*, Vol. 9, S. 587–612.

Ehlers, T. und P. McGuire (2017): „Foreign bank and credit conditions in EMEs“, *BIS Papers*, Nr. 91, S. 101–123.

Gručić, B. und P. Wooldridge (2012): „Verbesserungen der BIZ-Statistiken über den Absatz von Schuldtiteln“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.

Hofmann, B., I. Shim und H. S. Shin (2017): „Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation“, *BIS Working Papers*, Nr. 538, Mai.

Maggiore, M., B. Neiman und J. Schreger (2018): „International currencies and capital allocation“, *NBER Working Papers*, Nr. 24673, Mai.

McCauley, R., A. Bénétrix, P. McGuire und G. von Peter (2017): „Financial deglobalisation in banking?“, *BIS Working Papers*, Nr. 650, Juni.

McCauley, R., P. McGuire und V. Sushko (2015a): „Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage“, *BIS Working Papers*, Nr. 483, Januar.

——— (2015b): „Dollar credit to emerging market economies“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.

Rey, H. (2013): „Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence“, in: *Global dimensions of unconventional monetary policy*, Tagungsbericht des von der Federal Reserve Bank of Kansas City organisierten Symposiums in Jackson Hole, August, S. 285–333.

Shin, H. S. (2013): „The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies“, Ansprache anlässlich der Asia Economic Policy Conference der Federal Reserve Bank of San Francisco, 3.–5. November.

Turner, P. (2013): „The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs“, *BIS Working Papers*, Nr. 441, Februar.