

3. Der internationale Markt für Schuldtitel

Die konjunkturelle Erholung in den USA im ersten Quartal 2002 war nicht mit einem allgemeinen Anstieg der Nachfrage nach internationalen Finanzierungen verbunden. Der Nettoabsatz am Markt für internationale Schuldtitel belief sich im ersten Quartal auf \$ 210 Mrd. (Tabelle 3.1) und lag damit 23% unter dem im Vorquartal erzielten Niveau und 36% unter dem des ersten Quartals 2001. Trotz eines relativ starken angekündigten Bruttoabsatzes von \$ 524 Mrd. (Tabelle 3.2) blieb der Nettoabsatz aufgrund eines Anstiegs der Tilgungen auf ein Rekordhoch von \$ 270 Mrd. niedrig.

Der Rückgang des Nettoabsatzes seit dem vierten Quartal 2001 überzeichnet vermutlich die Veränderung der Nachfrage nach internationaler Finanzierung. Nach BIZ-Schätzungen hatten die Anschläge vom 11. September zur Folge, dass Emissionen im Wert von \$ 50 Mrd. vom dritten auf das vierte Quartal verschoben wurden. Geht man davon aus, dass die Tilgungen durch die Anschläge nicht ähnlich beeinflusst wurden, war der Nettoabsatz im vierten Quartal künstlich stark. Unter Berücksichtigung dieses Faktors war der Nettoabsatz am internationalen Schuldtitelmarkt in den letzten beiden Quartalen verhältnismässig stabil, da der rückläufige Finanzierungsbedarf der Telekommunikationsbetreiber und Automobilhersteller durch den steigenden Nettoabsatz von zentralstaatlichen Schuldner und aufstrebenden Volkswirtschaften teilweise ausgeglichen wurde.

Im ersten Quartal 2002 kam es zu Verschiebungen in der Fälligkeitenstaffelung internationaler Schuldtitel, da ein unfreundlicher Commercial-Paper-Markt einige Schuldner veranlasste, die Fälligkeit ihrer Schuldtitel zu strecken. Der Umlauf von inländischem Commercial Paper in den USA ging im ersten Quartal sogar um \$ 63 Mrd. zurück, und der Umlauf internationaler Geldmarktinstrumente nahm im vierten Quartal in Folge ab.

Anhaltend gedrückter Absatz von Schuldnern des privaten Sektors in entwickelten Volkswirtschaften

Der Rückgang des Nettoabsatzes von internationalen Schuldtiteln während des ersten Quartals 2002 gegenüber dem Vorquartal kann vollständig auf das Verhalten der Schuldner in den entwickelten Ländern zurückgeführt werden. Der absolut stärkste Rückgang – von \$ 116 Mrd. auf \$ 73 Mrd. – war beim Nettoabsatz von Schuldnern im Euro-Raum zu verzeichnen; der Nettoabsatz

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel

Mrd. US-Dollar

	2000	2001	2001				2002	Stand Ende März 2002
	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
Nettoabsatz insgesamt	1 241,1	1 067,0	326,3	291,6	177,3	271,8	209,6	7 412,5
Geldmarktinstrumente ¹	152,1	-78,9	2,2	-26,2	-45,6	-9,3	-8,4	387,2
<i>Commercial Paper</i>	55,2	26,9	22,3	10,1	-12,0	6,5	5,5	247,3
Anleihen und Notes ¹	1 088,9	1 145,9	324,1	317,8	222,9	281,1	218,0	7 025,3
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	356,8	301,7	85,5	70,2	73,9	72,1	45,3	1 772,3
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	715,4	808,6	234,7	238,0	142,9	193,1	169,6	4 980,3
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	16,7	35,5	3,9	9,6	6,1	15,9	3,1	272,7
Entwickelte Volkswirtschaften	1 160,9	990,2	312,1	252,2	163,9	262,0	191,4	6 438,5
USA	465,3	481,1	151,9	121,2	93,7	114,2	105,3	2 323,1
Euro-Raum	559,4	424,6	146,8	95,4	66,2	116,2	72,6	2 616,6
Japan	-25,9	-14,0	-4,1	0,3	-6,5	-3,7	-9,7	246,7
Offshore-Finanzplätze	15,0	21,0	7,1	5,4	4,6	3,9	2,6	92,6
Aufstrebende Volkswirtschaften	42,4	39,8	8,9	28,4	-2,2	4,6	8,1	493,4
Internationale Organisationen	22,8	16,1	-1,8	5,7	11,0	1,2	7,5	388,1
Privater Sektor	973,0	803,2	264,8	215,3	122,0	201,2	134,1	5 514,4
<i>Finanzinstitute²</i>	800,4	641,7	221,5	159,4	101,7	159,1	132,8	4 457,2
<i>Unternehmen</i>	172,6	161,6	43,3	55,9	20,3	42,1	1,2	1 057,3
Öffentlicher Sektor ³	245,3	247,7	63,3	70,7	44,4	69,3	68,1	1 510,0
<i>Zentralstaatl. Stellen</i>	52,6	38,3	9,4	23,3	-2,3	8,0	16,4	529,7
<i>Andere staatl. Stellen</i>	192,7	209,5	54,0	47,5	46,7	61,4	51,6	980,3
<i>Nachrichtlich: CP Inland⁴</i>	255,0	-140,1	-57,1	-63,3	-50,9	31,2	-78,3	1 827,7
<i>darunter: USA</i>	208,3	-161,2	-63,1	-67,9	-58,5	28,3	-63,3	1 377,6

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. ³ Ohne internationale Organisationen. ⁴ Daten für 1. Quartal 2002 teilweise geschätzt.

Quellen: Bank of England; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Stellen; BIZ.

Tabelle 3.1

von Schuldnern aus den USA ging von \$ 114 Mrd. auf \$ 105 Mrd. zurück. Der Nettoabsatz japanischer Schuldner war das dritte Quartal in Folge negativ. Der Rückgang um \$ 10 Mrd. entfiel nahezu vollständig auf die japanischen Finanzinstitute.

Starker Rückgang der Mittelaufnahme des privaten Sektors ...

Ein starker Rückgang der Mittelaufnahme des privaten Sektors war die Hauptursache für den sinkenden Nettoabsatz in den entwickelten Volkswirtschaften. Weltweit fiel der Nettoabsatz von Finanzinstituten auf \$ 133 Mrd. und lag somit 40% unter dem im ersten Quartal 2001 erreichten Spitzenwert. Mit einem Rückgang um 97% auf \$ 1 Mrd. versiegte der Nettoabsatz durch Wirtschaftsunternehmen praktisch vollständig, was darauf hindeutet, dass insgesamt ein beträchtlicher Teil des Bruttoabsatzes für Anschlussfinanzierungen verwendet wurde.

Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2000	2001	2001				2002
	Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Angekündigte Emissionen insgesamt	1 707,7	2 027,9	554,5	562,0	419,9	491,5	523,7
Zinsvariable Emissionen	521,0	556,5	134,5	135,4	139,0	147,5	129,2
Festverzinsliche Emissionen	1 130,2	1 403,9	407,5	408,9	269,7	317,7	385,1
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	56,5	67,5	12,4	17,7	11,1	26,2	9,4
US-Dollar	794,5	982,0	259,9	286,6	224,0	211,5	270,1
Euro	582,7	719,6	215,2	187,5	123,8	193,2	182,5
Yen	129,1	120,6	27,7	36,8	32,0	24,2	16,0
Sonstige Währungen	201,4	205,7	51,8	51,2	40,1	62,6	55,1
Privater Sektor	1 322,6	1 479,5	411,7	398,7	294,1	375,0	372,8
<i>Finanzinstitute²</i>	1 090,4	1 178,8	332,8	309,1	244,5	292,3	317,1
<i>Unternehmen</i>	232,2	300,7	78,8	89,6	49,5	82,7	55,8
<i>davon: Telekommunikation</i>	115,3	134,6	49,5	30,2	15,9	39,0	11,6
Öffentlicher Sektor	316,0	473,7	125,9	140,4	105,8	101,7	122,8
<i>Zentralstaatliche Stellen</i>	92,9	108,5	31,4	49,4	13,4	14,2	30,8
<i>Andere staatliche Stellen</i>	223,1	365,2	94,5	90,9	92,3	87,4	91,9
Internationale Organisationen	69,2	74,6	17,0	22,9	20,0	14,8	28,1
Bruttoabsatz	1 709,5	2 025,6	543,0	551,0	430,6	501,1	487,2
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	620,5	879,7	218,9	233,2	207,7	219,9	269,3

¹ Wandel- und Optionsanleihen. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute.

Quellen: Bank of England; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ

Tabelle 3.2

Der geringere Finanzierungsbedarf von Telekommunikationsbetreibern und Automobilherstellern machte sich hier auch bemerkbar. Der langfristige Bruttoabsatz durch Telekommunikationsfirmen sank von \$ 39 Mio. im vierten Quartal 2001 auf \$ 12 Mio. im ersten Quartal 2002. Im gleichen Zeitraum ging der langfristige Bruttoabsatz der Automobilhersteller von \$ 27 Mrd. auf \$ 20 Mrd. zurück. Im Gegensatz dazu blieb der Nettoabsatz des öffentlichen Sektors mit \$ 68 Mrd. stark, und der kräftige Anstieg der Mittelaufnahme durch zentralstaatliche Stellen auf \$ 16 Mrd. konnte den um 16% rückläufigen Nettoabsatz durch untergeordnete staatliche Stellen mehr oder weniger ausgleichen.

Der relativ starke Absatz im vierten Quartal 2001 sollte im Kontext der vorangegangenen Auswirkungen der weltweiten Konjunkturabschwächung auf die Nachfrage nach internationaler Finanzierung betrachtet werden. Der Nettoabsatz am Markt für internationale Schuldtitel im ersten Quartal 2002 lag deutlich unter den Niveaus, die vor der globalen konjunkturellen Abkühlung vorherrschten. Dass der Nettoabsatz den normaleren Umfang nicht wieder erreicht hat, legt die Vermutung nahe, dass die Unternehmen weltweit immer noch zögern, bedeutende neue Anlageinvestitionen vorzunehmen.

... vermutlich wegen anhaltend schwacher Investitionsnachfrage

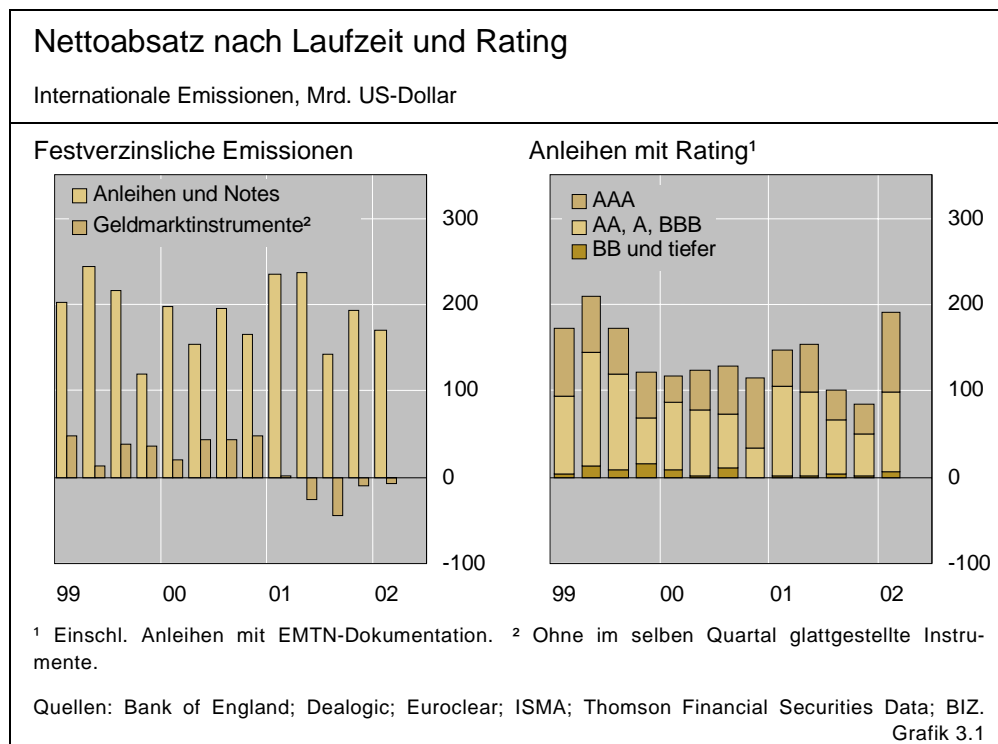
Anhaltende Schwierigkeiten am Commercial-Paper-Markt bilden Anreiz für längerfristige Emissionen

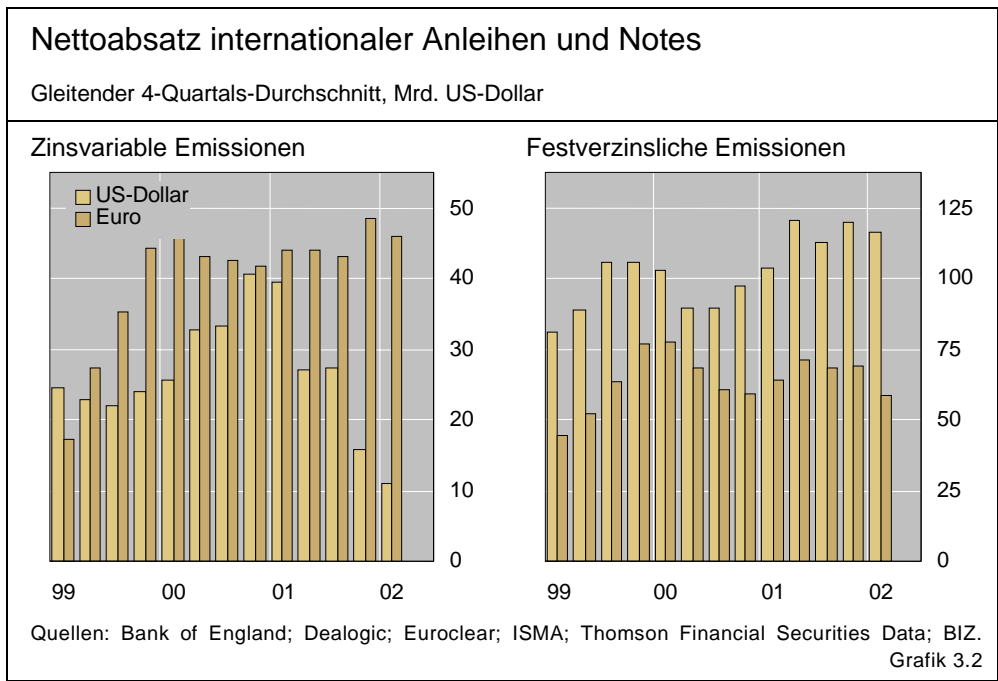
Anhaltende Schwierigkeiten am CP-Markt ...

Bonitätsherabstufungen sowie die fehlende Bereitschaft einiger Banken, Backup-Fazilitäten bereitzustellen (s. auch S. 5-8) führten im ersten Quartal 2002 zu weiteren Schwierigkeiten für einige traditionell grosse Emittenten am Markt für Commercial Paper (CP). Geldmarkt-Investmentfonds sind die Hauptkäufer von CP, und für den Anteil an CP mit niedrigerem Rating, den sie halten dürfen, gelten seit langem einschränkende Vorschriften der amerikanischen Securities and Exchange Commission. Die Rating-Agenturen stufen Anfang des Jahres mehrere bedeutende Emittenten herab und verschlossen diesen damit praktisch den CP-Markt. Darüber hinaus kündigte im April eine wichtige Bank eines Finanzzentrums an, dass sie sich aus der Bereitstellung von Backup-Fazilitäten, die in jüngster Zeit eine Anforderung bei CP-Programmen geworden waren, zurückziehen werde. Am US-Inlandmarkt führten diese Probleme erneut zu einem Rückgang des CP-Umlaufs, der mit \$ 1 378 Mrd. 14% unter dem im vierten Quartal 2000 erzielten Höchstwert lag. Beim inländischen CP-Umlauf von Wirtschaftsunternehmen war die rückläufige Entwicklung mit 50% seit dem dritten Quartal 2000 sogar noch ausgeprägter. Der Bestand an internationalen Geldmarktinstrumenten nahm im ersten Quartal ebenfalls ab und war somit das vierte Quartal in Folge rückläufig.

... begünstigen längerfristige Emissionen

Mit dem starken Anstieg um 128% auf \$ 191 Mrd. (Grafik 3.1) erreichte der Nettoabsatz von Anleihen mit Rating im ersten Quartal nahezu Rekordhöhe. Der Nettoabsatz von Anleihen mit AAA-Rating verzeichnete gegenüber dem vierten Quartal 2001 einen bedeutenden Zuwachs und stieg um 172% auf \$ 93 Mrd., während sich der Nettoabsatz von Anleihen mit BBB-Rating von \$ 4,8 Mrd. auf \$ 7,7 Mrd. erhöhte. Der wachsende Absatz in





der BBB-Rating-Kategorie stimmt mit der im Überblick beschriebenen Sichtweise überein, dass die Schwierigkeiten am CP-Markt im vierten Quartal mit einer anhaltenden Verlagerung der Unternehmensemissionen von kurzfristigen hin zu langfristigen Schuldtiteln verbunden waren. Emittenten von US-Dollar-Papieren zeigten erneut eine Präferenz für festverzinsliche Papiere (Grafik 3.2), die Emittenten am Euro-Markt hingegen bevorzugten nach wie vor die zinsvariablen Titel.

Erholung des Nettoabsatzes der aufstrebenden Volkswirtschaften

Der Nettoabsatz aufstrebender Volkswirtschaften am Markt für internationale Schuldtitel erholte sich im ersten Quartal 2002 weiter: Mit \$ 8 Mrd. lag er nur knapp unter dem durchschnittlichen Nettoabsatz von \$ 10 Mrd. je Quartal seit der Finanzkrise in Asien. Der Anstieg des Nettoabsatzes war relativ gleichmässig auf alle Regionen verteilt. Der von den aufstrebenden Volkswirtschaften angekündigte Bruttoabsatz stieg von \$ 22 Mrd. im vierten Quartal 2001 auf \$ 26 Mrd. im ersten Quartal 2002.

Hinter den Zahlen für den Gesamtabsatz verbergen sich wichtige regionale Unterschiede bei der Entwicklung der Mittelaufnahme. Bei den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens wurde der Einbruch des Nettoabsatzes südkoreanischer Schuldner von \$ 1,5 Mrd. auf -\$ 2,4 Mrd. im ersten Quartal 2002 durch einen Anstieg des Nettoabsatzes von Schuldnern in China und den Philippinen teilweise ausgeglichen. Die chinesischen Schuldner erhöhten ihren Nettoabsatz von -\$ 0,3 Mrd. auf \$ 0,5 Mrd., die philippinischen Emittenten von \$ 0,8 Mrd. auf \$ 1,7 Mrd. In letzterer Zahl sind zwei grosse US-Dollar-Staatsanleihen der Philippinen über \$ 1 Mrd. bzw. \$ 0,75 Mrd. eingeschlossen. In der Gruppe der aufstrebenden Volkswirtschaften Lateinamerikas erhöhten Brasilien und Mexiko ihren Nettoabsatz während des

Grösserer Gesamtabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften ...

... verbirgt Unterschiede zwischen den Regionen

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region¹

Mrd. US-Dollar

Region/Währung		2000	2001	2001				2002
		Jahr	Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Nordamerika	US-Dollar	378,5	400,4	121,9	97,7	83,9	96,9	89,7
	Euro	44,5	64,4	20,9	15,5	7,2	20,9	18,0
	Yen	17,2	16,4	3,2	5,2	6,4	1,6	-3,5
	Sonstige Währungen	17,3	7,4	4,9	3,2	-1,5	0,7	3,7
Europa	US-Dollar	171,9	46,5	23,8	13,2	-2,7	12,2	3,2
	Euro	411,6	396,7	128,7	98,7	57,9	111,4	82,8
	Yen	40,8	-2,6	-6,0	2,1	3,9	-2,6	-13,3
	Sonstige Währungen	88,0	69,8	19,2	11,3	11,9	27,5	17,4
Sonstige	US-Dollar	61,5	55,0	7,4	36,2	9,7	1,7	17,6
	Euro	15,0	12,9	5,3	4,5	0,3	2,9	3,5
	Yen	-20,3	-1,9	-3,2	4,5	-2,1	-1,0	-12,5
	Sonstige Währungen	15,0	1,9	0,2	-0,4	2,4	-0,3	3,1
Insgesamt	US-Dollar	611,9	501,9	153,1	147,1	90,9	110,8	110,6
	Euro	471,1	474,1	154,9	118,6	65,4	135,1	104,3
	Yen	37,7	12,0	-6,0	11,8	8,3	-2,0	-29,3
	Sonstige Währungen	120,4	79,1	24,4	14,1	12,7	27,9	24,1

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.

Quellen: Bank of England; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.3

Erste internationale Anleihe Perus seit über 70 Jahren

ersten Quartals 2002 um \$ 3,2 Mrd. bzw. \$ 1,6 Mrd. Peru, das seine erste internationale Anleihe seit 1928 auflegte, nahm neue Mittel in Hohre von \$ 0,5 Mrd. auf sowie weitere \$ 0,9 Mrd. durch den Austausch von fünf ausstehenden Brady-Bonds. Im Gegensatz dazu ging der Nettoabsatz argentinischer Schuldner um \$ 2 Mrd. und derjenige venezolanischer Emittenten um \$ 1,0 Mrd. zurück.

Tiefstand bei eigenkapitalbezogenen Wertpapieren

Bei den eigenkapitalbezogenen Wertpapieren sank der Nettoabsatz im ersten Quartal 2002 auf \$ 3 Mrd., gegenüber \$ 16 Mrd. im Vorquartal. In Prozent der gesamten angekündigten Emissionen (Tabelle 3.2) erreichte der Bruttoabsatz von eigenkapitalbezogenen Papieren im ersten Quartal 2002 einen absoluten Tiefstand. Hedge-Fonds hielten grosse Bestände an Wandelanleihen und erlitten mit diesen Instrumenten im vierten Quartal 2001 beträchtliche Verluste. Infolgedessen liess das Interesse dieser Fonds an eigenkapitalbezogenen Wertpapieren stark nach.