

### 3. Die internationalen Märkte für Schuldtitel

Der weltweite Konjunkturrückgang scheint selbst auf einem Markt, der sich durch aufgeschlossene Anleger auszeichnet, die Nachfrage nach neuer internationaler Finanzierung gebremst zu haben. So ging der Nettoabsatz an den internationalen Märkten für Schuldtitel im zweiten Quartal 2001 auf \$ 260 Mrd. zurück und lag damit 15 % unter den \$ 305 Mrd. des vorangegangenen Quartals (Tabelle 3.1). Im zweiten Quartal war der Nettoabsatz von längerfristigen Wertpapieren (Anleihen und Notes) ebenfalls rückläufig, und auch der Rückgang beim Nettoabsatz von Geldmarktinstrumenten hielt an. Die Finanzinstitute erlebten einen besonders starken Einbruch des Nettoabsatzes. Eine Ausnahme bildete die Gruppe der aufstrebenden Volkswirtschaften; ihr Nettoabsatz erholte sich im zweiten Quartal 2001 weiter im Vergleich zu dem ungewöhnlich gedrückten letzten Quartal 2000.

Im Gegensatz zu dem bei der Nettokreditaufnahme beobachteten Verhalten blieb der angekündigte Bruttoabsatz von Anleihen und Notes mit \$ 543 Mrd. im zweiten Quartal 2001 stark (Tabelle 3.2) und erreichte im ersten Halbjahr sogar eine Rekordhöhe. Ein Grossteil des Bruttoabsatzes in den beiden Quartalen wurde offensichtlich durch eine Nachfrage nach Anschlussfinanzierungen angekurbelt, wobei die Gesamttilgungen im gleichen Zeitraum auf einen neuen Höchststand schnellten. In der Refinanzierung kam möglicherweise der Wunsch der Schuldner zum Ausdruck, in einer Zeit, in welcher der Zugang zu den Commercial-Paper-Märkten für Emittenten mit niedriger Bonität schwierig war, relativ niedrige langfristige Finanzierungskosten festzuschreiben.

#### Rückläufiger Nettoabsatz infolge geringeren Wirtschaftswachstums

Der Nettoabsatz längerfristiger Wertpapiere (Anleihen und Notes) sank von \$ 290 Mrd. im ersten Quartal auf \$ 249 Mrd. im zweiten. Ein besonders starker Rückgang war bei den zinsvariablen Papieren zu verzeichnen: Der Absatz gab um 27 % nach und erreichte nur \$ 57 Mrd., das niedrigste Niveau seit dem Schlussquartal 1998. Der Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und Notes war im gleichen Zeitraum ebenfalls deutlich rückläufig und sank von \$ 208 Mrd.

Rückläufiger  
Nettoabsatz  
längerfristiger  
Wertpapiere ...

## Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel

Mrd. US-Dollar

	1999	2000				2001		Stand Ende Juni 2001
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	
Nettoabsatz insgesamt	1 230,1	1 233,9	319,8	304,5	323,2	305,1	259,7	6 698,8
Geldmarktinstrumente <sup>1</sup>	66,4	86,5	24,4	14,9	45,9	15,5	10,3	356,1
<i>Commercial Paper</i>	44,3	49,3	10,6	12,1	27,1	16,2	7,0	245,1
Anleihen und Notes <sup>1</sup>	1 163,7	1 147,4	295,4	289,7	277,3	289,5	249,3	6 342,7
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	334,1	386,2	110,1	89,9	102,6	77,5	56,6	1 645,7
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	798,5	743,7	181,5	198,8	164,7	208,3	183,7	4 449,9
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	31,1	17,6	3,8	1,0	10,0	3,8	9,0	247,1
Entwickelte Länder	1 153,6	1 151,8	303,1	282,3	309,5	293,6	238,5	5 780,5
<i>Euro-Raum</i>	508,2	555,6	149,3	129,9	145,1	136,5	94,0	2 332,3
<i>Japan</i>	2,7	- 29,9	- 1,3	- 9,0	- 6,3	- 6,4	- 0,8	267,3
<i>USA</i>	482,2	465,7	111,8	138,4	124,2	149,4	118,0	2 009,7
Offshore-Finanzplätze	11,1	18,8	3,8	6,7	6,7	7,2	5,5	86,3
Entwicklungsländer	40,8	41,5	6,3	13,3	- 0,9	6,4	9,9	464,1
Internationale Organisationen	24,6	21,7	6,7	2,2	7,9	- 2,2	5,7	367,9
Privater Sektor	1 010,8	970,8	276,6	228,4	262,0	247,9	200,7	4 995,2
<i>Finanzinstitute<sup>2</sup></i>	657,6	669,3	185,4	135,6	184,0	153,2	110,7	3 268,2
<i>Unternehmen</i>	353,2	301,5	91,2	92,8	78,0	94,6	90,0	1 727,0
Öffentlicher Sektor <sup>3</sup>	194,7	241,4	36,5	73,9	53,3	59,4	53,3	1 335,8
<i>Zentralstaatl. Stellen</i>	37,0	50,5	12,7	8,3	- 3,5	6,6	7,7	483,8
<i>Andere staatl. Stellen</i>	157,7	190,9	23,8	65,6	56,9	52,8	45,6	852,0
<i>Nachrichtlich: CP Inland<sup>4</sup></i>	341,7	256,3	72,1	39,7	114,8	- 56,9	- 66,9	1 916,6
<i>darunter: USA</i>	232,8	208,3	54,9	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	1 471,1

<sup>1</sup> Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. <sup>2</sup> Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. <sup>3</sup> Ohne internationale Organisationen. <sup>4</sup> Vorläufige Daten für 2. Quartal 2001.

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

Tabelle 3.1

auf \$ 184 Mrd. Auch der Bruttoabsatz festverzinslicher Anleihen und Notes nahm im zweiten Quartal 2001 ab, blieb aber dennoch nahe an seinem Rekordhoch (Grafik 3.1, linkes Feld).

Die Tatsache, dass der rückläufige Nettoabsatz von Anleihen und Notes von enger werdenden Kreditzinsspannen begleitet war (s. den Überblick/Kapitel 1) legt nahe, dass eine schwächere Finanzierungsnachfrage der Schuldner die Ursache des Rückgangs im zweiten Quartal 2001 war. Die Entwicklung des Bruttoabsatzes von Anleihen in allen Rating-Kategorien steht in Einklang mit dieser Erklärung. Der angekündigte Absatz entwickelte sich im zweiten Quartal 2001 durchwegs rückläufig (Grafik 3.1, rechtes Feld), während sich der Anteil der Emissionen der einzelnen Rating-Kategorien im Vergleich zum Vorquartal kaum veränderte. Der Rückgang beim Nettoabsatz von längerfristigen

... bei schwächerer  
Mittelnachfrage ...

Wertpapieren scheint demnach nicht die Folge eines erschwerten Marktzugangs zu sein, auch nicht im Falle von niedriger bewerteten Schuldern. Der Anteil der Ankündigungen von Anleihen unterhalb der Anlagequalität blieb bei 1 % des Gesamtvolumens und der Anteil angekündigter AAA-Emissionen nahe bei 20 %.

Im Gegensatz zum langfristigen Wertpapiermarkt zeigt die Entwicklung des Absatzes am Geldmarkt auf, welche Wirkung die Kräfte sowohl der Nachfrageseite als auch der Angebotsseite ausüben. Der Nettoabsatz von Geldmarktinstrumenten am internationalen Markt ging im zweiten Quartal 2001 weiter zurück und erreichte \$ 10 Mrd., gegenüber \$ 16 Mrd. im Vorquartal; beim Commercial Paper (CP), das den Grossteil der Geldmarktinstrumente ausmacht, brach der Nettoabsatz um 57 % auf \$ 7 Mrd. ein. Auch an den inländischen CP-Märkten machte sich eine anhaltende Verknappung bemerkbar. In den USA sank der inländische Nettoabsatz im zweiten Quartal 2001 gegenüber dem ersten um \$ 68 Mrd. – die stärkste Abwärtsentwicklung, die je verzeichnet wurde. Wie in der vorhergehenden Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts* angemerkt, hatten zuvor eine Reihe von Bonitätsrückstufungen, die

... die auch Geldmarktfinanzierungen einbrechen lässt

Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	1999	2000			2001		
	Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Angekündigte Emissionen insgesamt	1 766,6	1 933,2	484,5	502,2	438,3	570,2	543,3
Zinsvariable Emissionen	483,8	624,2	157,0	168,3	161,0	139,9	138,9
Festverzinsliche Emissionen	1 230,7	1 252,4	315,5	317,4	263,5	418,3	387,9
Eigenkapitalbezogene Emissionen <sup>1</sup>	52,1	56,5	11,9	16,5	13,8	12,1	16,6
US-Dollar	775,4	859,2	206,6	240,7	194,9	263,1	249,2
Euro	677,8	647,8	153,1	150,7	157,2	214,6	193,9
Yen	118,9	204,4	76,0	51,1	28,1	36,4	51,3
Sonstige Währungen	194,6	221,8	48,7	59,8	58,1	56,1	48,9
Privater Sektor	1 374,6	1 500,5	397,3	380,1	347,8	427,7	408,5
<i>Finanzinstitute<sup>2</sup></i>	<i>900,0</i>	<i>1 021,3</i>	<i>251,8</i>	<i>249,6</i>	<i>243,9</i>	<i>274,1</i>	<i>253,0</i>
<i>Unternehmen</i>	<i>474,6</i>	<i>479,2</i>	<i>145,5</i>	<i>130,5</i>	<i>103,9</i>	<i>153,5</i>	<i>155,5</i>
<i>davon: Telekommunikation</i>	<i>84,3</i>	<i>115,7</i>	<i>46,7</i>	<i>25,0</i>	<i>19,3</i>	<i>49,2</i>	<i>32,4</i>
Öffentlicher Sektor	314,2	362,0	66,7	107,7	75,2	125,7	111,6
<i>Zentralstaatliche Stellen</i>	<i>94,0</i>	<i>93,0</i>	<i>18,7</i>	<i>23,7</i>	<i>4,7</i>	<i>28,5</i>	<i>20,8</i>
<i>Andere staatliche Stellen</i>	<i>220,2</i>	<i>269,0</i>	<i>48,0</i>	<i>84,0</i>	<i>70,5</i>	<i>97,2</i>	<i>90,8</i>
Internationale Organisationen	77,8	70,7	20,4	14,5	15,3	16,9	23,2
Bruttoabsatz	1 771,0	1 935,0	485,2	500,8	474,1	559,1	520,2
Tilgungen	607,3	787,6	189,8	211,1	196,7	269,6	270,8

<sup>1</sup> Wandel- und Optionsanleihen. <sup>2</sup> Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute.

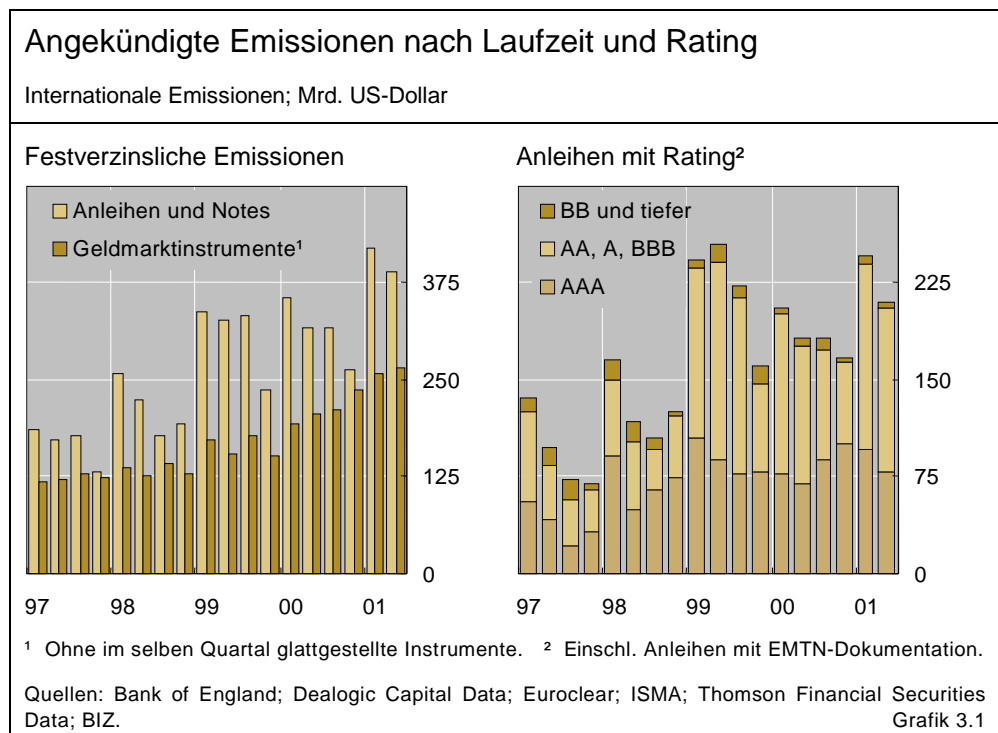
Quellen: Bank of England; DealogicCapital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle 3.2

den Zugang einiger Unternehmen zum CP-Markt verhinderten, zu einem Rückgang des Nettoabsatzes von CP beigetragen. Die anhaltend rückläufige Entwicklung beim CP-Nettoabsatz deutet darauf hin, dass dieser Faktor zusätzlich zu dem allgemeinen Rückgang der Finanzierungsnachfrage, der mit der weltweiten konjunkturellen Abkühlung zusammenhängt, nach wie vor eine Auswirkung auf den Markt hat.

### Starker Rückgang bei Mittelaufnahme der Finanzinstitute

Einbruch des Nettoabsatzes von Finanzinstituten ist Ursache des Gesamtrückgangs

Der Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln des privaten Sektors sank im Vergleich zwischen dem ersten und dem zweiten Quartal 2001 von \$ 248 Mrd. auf \$ 201 Mrd. Diese Abnahme war für den Grossteil des allgemeinen Rückgangs des Gesamtnettoabsatzes am Markt für internationale Schuldtitel verantwortlich. Der Einbruch lässt sich beinahe vollständig auf den geringeren Absatz durch Finanzinstitute zurückführen: Während des zweiten Quartals 2001 belief sich der Nettoabsatz von Finanzinstituten insgesamt auf \$ 111 Mrd., d.h. 28 % weniger als im ersten Quartal 2001 und 40 % weniger als im letzten Quartal des Jahres 2000. Im Gegensatz dazu war der Nettoabsatz von Wirtschaftsunternehmen nur leicht rückläufig und lag nach \$ 95 Mrd. im ersten Quartal 2001 bei \$ 90 Mrd. im zweiten Vierteljahr. Angesichts des geringeren Finanzierungsbedarfs von Telekommunikationsunternehmen mag es überraschen, dass der Nettoabsatz der Wirtschaftsunternehmen nicht stärker zurückging. Der Bruttoabsatz von Telekom-Firmen sank von \$ 49 Mrd. im ersten Quartal 2001 auf \$ 32 Mrd. im zweiten.



Die rückläufige Entwicklung des Nettoabsatzes von Finanzinstituten war auf die entwickelten Länder, insbesondere die USA und Deutschland, begrenzt. In den USA sank der Nettoabsatz der Finanzinstitute von \$ 55 Mrd. im ersten Quartal 2001 auf \$ 35 Mrd. im zweiten, in Deutschland von \$ 32 Mrd. auf \$ 11 Mrd. In beiden Fällen war die Abnahme der Nettokreditaufnahme vor allem auf einen Rückgang der Neuankündigungen und weniger auf einen Anstieg der Tilgungen zurückzuführen.

## Aufstrebende Volkswirtschaften gegen den Trend

Die aufstrebenden Volkswirtschaften als Gruppe verstärkten im zweiten Quartal 2001 ihre Präsenz auf dem Markt für internationale Schuldtitel. Ihr Nettoabsatz erhöhte sich von \$ 6 Mrd. im ersten Quartal auf \$ 10 Mrd. im zweiten. Angesichts der Turbulenzen, von denen die aufstrebenden Volkswirtschaften im Juli betroffen waren (Überblick) ist es jedoch unwahrscheinlich, dass die Rückkehr zu normaleren Emissionsvolumina in diesen Ländern von Dauer ist. Darüber hinaus war der Anstieg beinahe vollständig auf asiatische Emittenten zurückzuführen, deren Nettoabsatz im zweiten Quartal auf \$ 1,2 Mrd. anwuchs, nach einem Rückgang von \$ 3,3 Mrd. im ersten Quartal. Auf China allein entfielen \$ 2 Mrd. der Zunahme der Nettokreditaufnahme, mit Neuankündigungen von \$ 2,3 Mrd. Die Türkei dagegen war im zweiten Quartal völlig vom Markt für internationale Schuldtitel ausgeschlossen.

Steigender Absatz aufstrebender Volkswirtschaften ...

Einige aufstrebende Volkswirtschaften waren in der Lage, trotz widriger Marktbedingungen Neuemissionen aufzulegen. So löste beispielsweise Argentinien fällig werdende Schuldtitel im Wert von \$ 29 Mrd. mit längerfristigen Wertpapieren ab. Im Juli nahm die Republik Brasilien ¥ 200 Mrd. in einer 2jährigen Samurai-Emission auf, die mit einem Halbjahreskupon von 3,75 % ausgestattet ist.

... manchmal selbst bei widrigen Marktbedingungen

## Europäische Emittenten meiden den Dollar

Die konjunkturelle Abkühlung in Nordamerika und Europa trug zu dem rückläufigen Absatz sowohl von US-Dollar- als auch von Euro-Wertpapieren um je etwa 20 % bei. Der Dollar-Nettoabsatz von Schuldnern in Nordamerika und Europa gab nach, in Europa auf den sehr niedrigen Stand von \$ 11 Mrd., während Emittenten in anderen Regionen einen Anstieg verzeichneten. Der Rückgang des Nettoabsatzes von Euro-Titeln fand auf einer breiteren Basis statt und erstreckte sich auf alle Regionen.

Sinkender Dollar- und Euro-Nettoabsatz ...

In dem starken Rückgang der US-Dollar-Emissionen von europäischen Schuldnern spiegelte sich teilweise der geringere Finanzierungsbedarf der Telekommunikationsunternehmen wider. So war der Absatz von europäischen Telekom-Firmen, die häufig auf Dollar lautende Wertpapiere auflegen, im zweiten Quartal 2001 gegenüber dem ersten stark rückläufig, wie auch die Emissionen dieser Unternehmen allgemein.

## Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region<sup>1</sup>

Mrd. US-Dollar

		1999	2000				2001	
		Jahr	Jahr	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Europa	US-Dollar	58,7	174,8	39,3	43,0	54,3	24,5	11,1
	Euro	503,0	406,7	106,8	74,2	112,6	119,9	96,8
	Yen	6,4	38,9	31,0	7,4	- 3,5	- 7,7	1,5
	Sonstige Währungen	75,4	87,3	15,9	24,5	26,2	15,9	10,2
Nordamerika	US-Dollar	434,5	380,6	91,1	116,3	100,5	121,9	94,8
	Euro	46,3	45,3	8,7	16,0	12,7	19,2	13,7
	Yen	- 1,3	16,6	4,9	3,4	2,9	2,7	5,4
	Sonstige Währungen	16,5	15,5	1,0	3,5	8,4	4,1	3,3
Sonstige	US-Dollar	52,8	63,0	17,5	14,1	7,9	3,9	14,9
	Euro	37,9	14,0	4,6	1,5	2,3	4,8	3,7
	Yen	- 12,2	- 22,4	- 3,8	- 2,9	- 5,4	- 4,5	4,1
	Sonstige Währungen	12,1	13,5	2,9	3,5	4,4	0,3	0,3
Insgesamt	US-Dollar	546,0	618,4	147,9	173,5	162,7	150,3	120,8
	Euro	587,2	466,0	120,1	91,7	127,5	143,9	114,1
	Yen	- 7,0	33,1	32,1	7,9	- 6,0	- 9,4	11,0
	Sonstige Währungen	104,0	116,4	19,8	31,4	39,0	20,3	13,8

<sup>1</sup> Gestützt auf Nationalität des Schuldners.

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

Tabelle 3.3

... und gleichzeitig kräftiger Anstieg des Yen-Absatzes

Im Gegensatz dazu war beim Nettoabsatz von Yen-Wertpapieren nach zwei Quartalen negativer Zahlen im zweiten Quartal 2001 in allen Regionen ein starker Anstieg zu verzeichnen, so dass ein Betrag von \$ 11 Mrd. erreicht wurde. Nahezu 75 % dieser Zunahme des Nettoabsatzes lässt sich auf in Europa und Japan ansässige Schuldner zurückführen. Im letzteren Fall wuchs der Nettoabsatz von auf Yen lautenden Wertpapieren von -\$ 3 Mrd. auf \$ 3 Mrd. an, eine Entwicklung, die parallel zu einem allgemeinen Anstieg des Nettoabsatzes japanischer Schuldner im zweiten Vierteljahr verlief; der japanische Nettoabsatz insgesamt blieb aber in diesem Zeitraum dennoch negativ.