

3. Die internationalen Märkte für Schuldtitle

Im Zuge des weltweiten Konjunkturrückgangs gab die Nachfrage nach internationalen Finanzierungen während des dritten Quartals 2001 weiter nach. In diesem Quartal fiel der Nettoabsatz am internationalen Markt für Schuldtitle um beinahe 40 % auf \$ 169 Mrd. (Tabelle 3.1). Der Rückgang erfasste nicht nur das gesamte Laufzeitenspektrum, sondern auch verschiedene Wirtschaftsräume und Branchen. Die Finanzinstitute erlebten einen besonders starken Rückgang ihres Nettoabsatzes, wodurch sich eine Entwicklung fortsetzte, die sich bereits im vergangenen *BIZ-Quartalsbericht* abgezeichnet hatte. Der angekündigte Bruttoabsatz an den internationalen Märkten für Anleihen und Notes ging in demselben Zeitraum von \$ 533 Mrd. auf \$ 423 Mrd. zurück (Tabelle 3.2).

Die Gesamttilgungen bei den internationalen Anleihen und Notes waren im dritten Quartal 2001 nach wie vor hoch, nämlich \$ 207 Mrd.; für die ersten drei Quartale des Jahres ergibt sich damit ein kumuliertes Tilgungsvolumen von \$ 642 Mrd., das bisher höchste Volumen in einem Dreivierteljahreszeitraum. Diese Entwicklung ist zum einen auf den kontinuierlichen Anstieg des Gesamtabsatzes in den letzten Jahren zurückzuführen und zum anderen darauf, dass Schuldner, die ein vorzeitiges Kündigungsrecht vereinbart haben, danach streben, durch Refinanzierung ihrer Schulden die Kosten der Mittelaufnahme zu senken. Der Bruttoabsatz festverzinslicher Papiere nahm im dritten Quartal dramatisch ab, während bei zinsvariablen Papieren ein leichter Anstieg zu verzeichnen war, was darauf schliessen lässt, dass die Schuldner bezüglich weiterer Zinssenkungen etwas zuversichtlicher waren als die Gläubiger.

Anhaltender Rückgang des Nettoabsatzes über das gesamte Laufzeitenspektrum

Weltweiter Abschwung führt zu rückläufigem Absatz ...

Der weltweite Abschwung wirkte, dass der Rückgang des Nettoabsatzes am internationalen Markt für Schuldtitle auch im dritten Quartal 2001 anhielt. Von diesem Rückgang war das gesamte Laufzeitenspektrum betroffen. Am kurzen Ende ergab sich wie schon im Vorquartal sogar ein negativer Nettoabsatz, denn der Umlauf internationaler Geldmarktinstrumente sank um \$ 46 Mrd.

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel

Mrd. US-Dollar

	1999	2000			2001			Stand Ende Sept. 2001
	Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	
Nettoabsatz insgesamt	1 241,2	1 246,0	317,5	312,6	325,3	277,4	168,7	7 085,1
Geldmarktinstrumente ¹	135,6	152,1	42,3	46,6	2,2	- 26,2	- 46,3	416,4
<i>Commercial Paper</i>	49,1	55,2	17,6	23,3	22,3	10,1	- 12,0	241,4
Anleihen und Notes ¹	1 105,6	1 093,8	275,1	265,9	323,0	303,5	214,9	6 668,6
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	293,6	358,7	78,0	90,3	85,7	70,5	72,8	1 700,4
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	780,8	718,0	196,2	166,2	233,5	222,5	139,4	4 710,1
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	31,2	17,1	0,9	9,4	3,8	10,5	2,7	258,1
Entwickelte Länder	1 164,0	1 162,7	294,6	299,1	312,9	253,6	157,5	6 134,0
<i>USA</i>	483,2	465,5	140,0	121,2	153,1	119,8	94,6	2 124,6
<i>Euro-Raum</i>	516,2	559,8	137,8	138,1	146,6	100,7	61,4	2 521,2
<i>Japan</i>	2,4	- 27,4	- 8,4	- 5,4	- 5,5	2,1	- 6,4	272,3
Offshore-Finanzplätze	11,2	18,9	6,8	6,6	7,4	5,6	4,1	91,5
Entwicklungsländer	40,9	42,0	13,5	- 0,7	6,8	12,7	- 3,9	469,4
Internationale Organisationen	25,1	22,3	2,6	7,6	- 1,8	5,5	10,9	390,2
Privater Sektor	1 020,1	980,6	239,5	252,0	264,8	216,6	116,4	5 291,2
<i>Finanzinstitute²</i>	867,4	799,5	188,2	201,0	221,7	160,1	98,7	4 255,4
<i>Unternehmen</i>	152,7	181,1	51,4	51,1	43,1	56,5	17,7	1 035,9
Öffentlicher Sektor ³	196,0	243,0	75,3	53,0	62,2	55,3	41,4	1 403,6
<i>Zentralstaatl. Stellen</i>	37,5	51,3	8,7	- 3,6	8,5	7,7	- 2,9	498,2
<i>Andere staatl. Stellen</i>	158,5	191,7	66,6	56,5	53,7	47,5	44,2	905,4
<i>Nachrichtlich: CP Inland⁴</i>	361,6	256,2	40,3	124,8	- 53,8	- 63,8	- 59,2	1 894,5
<i>darunter: USA</i>	232,8	208,3	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	- 58,5	1 412,6

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. ³ Ohne internationale Organisationen. ⁴ Daten für 3. Quartal 2001 teilweise geschätzt.

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

(Grafik 3.1, linkes Feld). Diesem Rückgang war im zweiten Quartal bereits eine Verringerung um \$ 26 Mrd. vorausgegangen. Der Bestand an international ausgegebenem Commercial Paper (CP), das den grössten Anteil der internationalen Geldmarktinstrumente bildet, verzeichnete im dritten Quartal einen Rekordrückgang um \$ 12 Mrd. In den USA verkleinerte sich der inländische CP-Markt sogar noch drastischer: Der Umlauf nahm nach einem Rückgang um \$ 131 Mrd. im ersten Halbjahr um weitere \$ 58 Mrd. ab.

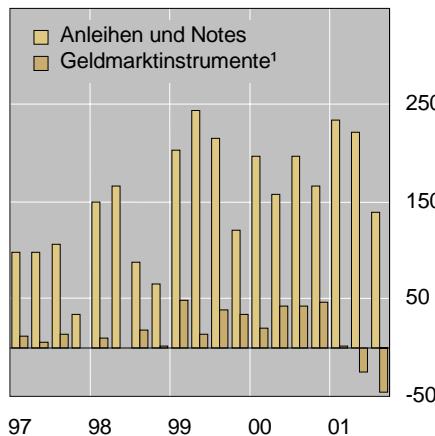
... vor allem bei kurzfristigen Instrumenten ...

Nach einem mässigen Rückgang im Vorquartal sank auch der Nettoabsatz längerfristiger Wertpapiere (Anleihen und Notes) im dritten Quartal 2001 erheblich. Mit \$ 215 Mrd. fiel der Nettoabsatz gegenüber dem jüngst, im ersten

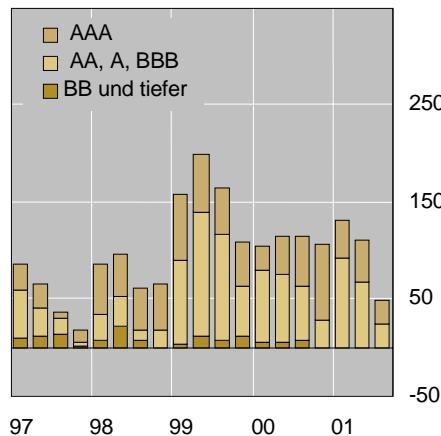
Angekündigte Emissionen nach Laufzeit und Rating

Internationale Emissionen, Mrd. US-Dollar

Festverzinsliche Emissionen



Anleihen mit Rating²



¹ Ohne im selben Quartal glattgestellte Instrumente. ² Einschl. Anleihen mit EMTN-Dokumentation.

Quellen: Bank of England; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.
Grafik 3.1

Quartal 2001, erreichten Spitzenwert um 33 % ab. Der Nettoabsatz festverzinslicher Papiere verzeichnete mit 37 % auf \$ 139 Mrd. im Quartalsvergleich absolut gesehen die stärkste Abnahme. Diese Entwicklung war von einem drastischen Rückgang des Volumens angekündigter Emissionen von festverzinslichen Anleihen und Notes von \$ 382 Mrd. im zweiten Quartal 2001 auf \$ 276 Mrd. im dritten begleitet. Vor allem die europäischen Schuldner reduzierten ihren Brutto- und Nettoabsatz in erheblichem Masse.

... und Anleihen mit Rating unter AAA

Der Nettoabsatz von Anleihen mit Rating nahm während des dritten Quartals 2001 in allen Rating-Kategorien ab. In der Kategorie AAA fiel der Nettoabsatz um 42 % auf \$ 25 Mrd., in den übrigen Kategorien mit Anlagequalität um 63 % auf \$ 24 Mrd. Wie bereits im Überblick erwähnt, weiteten sich die Kreditzinsspannen im Laufe des dritten Quartals kontinuierlich aus. Das legt den Schluss nahe, dass die Marktteilnehmer auf Grund der weltweiten Verschlechterung der Wirtschaftslage in ihrer subjektiven Beurteilung der Ausfallwahrscheinlichkeit pessimistischer waren. Trotz allem führte der drastische Rückgang der Referenz-Renditen im Laufe des dritten Quartals zu merklich niedrigeren Mittelaufnahmekosten für die Unternehmen. Dass die Emissionsaktivität der Unternehmen trotz diesen niedrigeren Mittelaufnahmekosten nicht anstieg, bestätigt die Annahme, dass die derzeit sinkende Emissionstätigkeit den Auswirkungen des weltweiten Abschwungs auf die Mittelnachfrage der Schuldner und nicht einer Verschärfung der Konditionen durch die Kreditgeber zuzuschreiben ist.

Mittelaufnahme des privaten Sektors besonders stark rückläufig

Der Nettoabsatz des privaten Sektors war im dritten Quartal 2001 unverändert rückläufig: Mit \$ 116 Mrd. fiel er gegenüber dem vorangegangenen Quartal um 46 % ab und blieb 56 % unter dem letzten Spitzenwert im ersten Quartal des Jahres. Der Gesamtrückgang des Nettoabsatzes auf dem internationalen Markt für Schuldtitel war fast ausschliesslich auf den im dritten Quartal verzeichneten Rückgang bei den Emissionen des privaten Sektors zurückzuführen. Seit Mitte der 90er Jahre ergab sich nur einmal eine noch grössere Abnahme in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen. Das war der 1998 durch die russische Wirtschaftskrise verursachte Rückgang von \$ 177 Mrd. im zweiten Quartal jenes Jahres auf \$ 58 Mrd. im vierten.

Rückgang hauptsächlich Folge von rückläufiger Mittelaufnahme des privaten Sektors ...

Die Fortsetzung der rückläufigen Entwicklung beim Nettoabsatz der Finanzinstitute im dritten Quartal 2001 war ausschlaggebend für die verminderte Mittelaufnahme des privaten Sektors. Mit \$ 99 Mrd. fiel der Nettoabsatz der Finanzinstitute gegenüber dem Vorquartal um \$ 61 Mrd. und betrug nur 45 % des Spitzenwerts vom ersten Quartal. Der verminderte Nettoabsatz ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass die Finanzinstitute von einer allgemein rückläufigen Kreditnachfrage ausgehen. Während des zweiten

... insbesondere der Finanzinstitute

Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes

Mrd. US-Dollar

	1999	2000			2001		
	Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Angekündigte Emissionen insgesamt	1 628,1	1 706,6	441,8	384,0	550,8	532,5	423,2
Zinsvariable Emissionen	416,1	520,5	133,1	128,2	133,7	132,1	138,8
Festverzinsliche Emissionen	1 159,9	1 129,5	292,2	242,1	405,0	382,1	276,3
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	52,1	56,5	16,5	13,8	12,1	18,3	8,1
US-Dollar	723,1	794,1	216,9	179,5	257,5	255,5	219,8
Euro	639,6	582,2	136,5	134,4	214,4	191,3	129,9
Yen	78,1	128,8	33,5	19,2	27,5	36,0	32,1
Sonstige Währungen	187,4	201,5	54,8	51,0	51,4	49,7	41,3
Privater Sektor	1 265,0	1 319,2	338,3	303,6	410,2	397,1	293,0
<i>Finanzinstitute²</i>	1 047,9	1 083,8	277,9	248,8	331,4	307,1	245,1
<i>Unternehmen</i>	217,2	235,5	60,4	54,8	78,8	90,1	47,8
<i>davon: Telekommunikation</i>	83,0	114,7	24,5	19,0	49,2	31,9	15,6
Öffentlicher Sektor	286,2	318,2	89,1	65,9	123,7	112,6	110,2
<i>Zentralstaatliche Stellen</i>	93,6	92,5	23,5	4,5	28,5	20,8	13,2
<i>Andere staatliche Stellen</i>	192,6	225,7	65,6	61,3	95,2	91,8	97,0
Internationale Organisationen	76,9	69,2	14,4	14,5	17,0	22,7	20,0
Bruttoabsatz	1 632,7	1 708,2	440,3	419,9	539,2	522,0	421,8
Tilgungen	527,1	614,4	165,2	153,9	216,2	218,5	206,9

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

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

Tabelle 3.2

Quartals war der Abwärtstrend auf den verminderten Finanzierungsbedarf US-amerikanischer und deutscher Finanzinstitute zurückzuführen. Während des dritten Quartals griff dieser Trend auf andere europäische Industrieländer und Japan über.

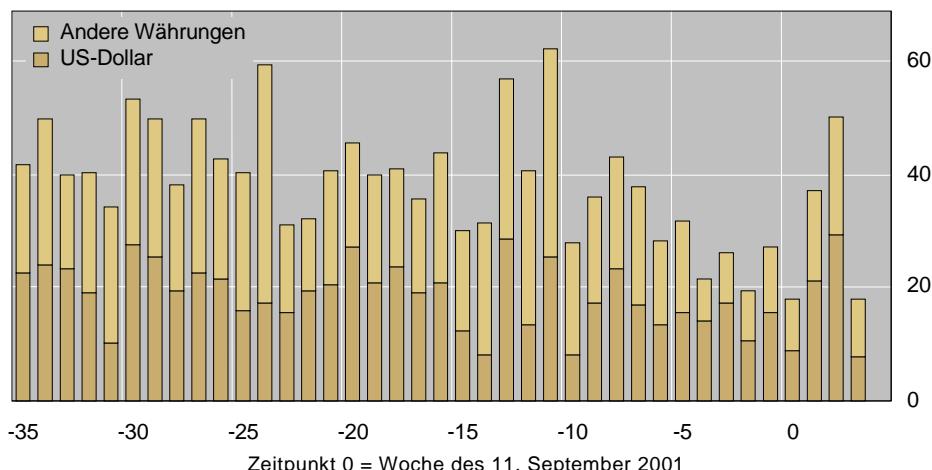
Der Nettoabsatz der Unternehmen (ohne Finanzsektor) fiel vom zweiten auf das dritte Quartal 2001 ebenfalls stark, nämlich von \$ 57 Mrd. auf \$ 18 Mrd. Die Emissionstätigkeit der Unternehmen war während des dritten Quartals tendenziell rückläufig und folgte damit dem allgemeinen Trend der Ankündigungen im internationalen Markt für Anleihen und Notes, der in der Woche des 11. September die Talsohle erreichte (Grafik 3.2). Die Ankündigungen erholteten sich in den drei Wochen nach den Terroranschlägen überraschend gut, wobei ein besonders hohes Emissionsvolumen bei Unternehmen mit AAA-Rating zu beobachten war. Ein Beispiel für eine vergleichsweise umfangreiche Emission in den Tagen nach den Terroranschlägen war die Emission im Wert von \$ 5 Mrd. in zwei Tranchen von Bristol-Myers Squibb, einem AAA-Emittenten, mit einem relativ engen Zinsaufschlag von rund 100 Basispunkten. Auch General Electric Capital nahm in der Woche nach den Terroranschlägen mit zwei AAA-Emissionen Mittel in Höhe von \$ 4,7 Mrd. auf.

Der Nettoabsatz des öffentlichen Sektors nahm in demselben Zeitraum ebenfalls ab, jedoch nicht in so starkem Masse. Dies ist weitgehend auf den verminderten Mittelbedarf der zentralen Staatshaushalte zurückzuführen, deren Nettoabsatz von \$ 8 Mrd. im zweiten Quartal auf -\$ 3 Mrd. im dritten zurückging. Der Nettoabsatz staatsnaher Emittenten nahm im gleichen Zeitraum leicht ab, nämlich von \$ 48 Mrd. auf \$ 44 Mrd. Dagegen stieg der Bruttoabsatz dieser Emittenten von \$ 100 Mrd. auf \$ 112 Mrd. Der Anstieg ist hauptsächlich auf die Aktivitäten der US-Wohnungsbau-Finanzierungsinstitute

US-„Agencies“
weiterhin aktive
Emittenten

Angekündigter wöchentlicher Absatz an den internationalen Märkten für Anleihen und Notes, 2001

Mrd. US-Dollar



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

Grafik 3.2

zurückzuführen, deren Bruttoabsatz langfristiger Schuldtitle von \$ 79 Mrd. im Vorquartal auf ein Rekordhoch von \$ 88 Mrd. im dritten Quartal kletterte. Das Streben dieser Emittenten nach einem „Benchmark“-Status für ihre Emissionen sowie der sprunghafte Anstieg von Hypothekenrefinanzierungen in den USA trugen zu der Aufwärtsentwicklung des Bruttoabsatzes bei.

Konjunkturrückgang und Turbulenzen erfassen die Entwicklungsländer

Der Nettoabsatz am internationalen Markt für Schuldtitle durch Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zeigte im dritten Quartal 2001 mit -\$ 4 Mrd. eine leicht negative Entwicklung. Angesichts der Auswirkungen des weltweiten wirtschaftlichen Abschwungs auf die erwarteten Exporterlöse dieser Länder sowie der Turbulenzen, von denen sie im Juli erfasst wurden, ist das kaum überraschend. Die Nettokreditaufnahme sank in allen Regionen, wobei der Nettoabsatz von Emittenten aus Lateinamerika und der Karibik im dritten Quartal 2001 gegenüber dem zweiten mit \$ 7,4 Mrd. auf -\$ 3,8 Mrd. am stärksten zurückging. Dies war hauptsächlich auf den Einbruch des Nettoabsatzes bei mexikanischen Emittenten zurückzuführen. Die Nettomittelauflnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften aus dem asiatisch-pazifischen Raum gab innerhalb dieses Zeitraums ebenfalls nach und fiel von \$ 1,8 Mrd. auf -\$ 3,5 Mrd., wodurch die Terraingewinne dieser Schuldner im Vorquartal wieder verloren gingen.

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften tilgen netto Schulden ...

Nettoabsatz internationaler Schuldtitle nach Währung und Region ¹								
		Mrd. US-Dollar						
Region/Währung		1999	2000			2001		
		Jahr	Jahr	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Nordamerika	US-Dollar	434,2	379,4	115,3	99,8	123,0	96,0	83,0
	Euro	47,8	44,8	17,7	10,8	20,9	14,7	7,0
	Yen	- 2,0	16,9	3,5	3,1	3,3	5,2	6,5
	Sonstige Währungen	16,8	16,3	3,8	7,8	4,9	3,1	- 1,5
Europa	US-Dollar	59,6	172,8	42,3	54,0	24,7	13,2	- 3,4
	Euro	514,0	412,3	83,3	104,6	129,3	104,3	53,3
	Yen	4,1	40,7	7,9	- 2,5	- 6,0	1,9	4,0
	Sonstige Währungen	76,5	89,0	25,8	24,9	18,7	10,9	11,6
Sonstige	US-Dollar	52,5	63,8	14,1	8,3	3,6	19,5	7,4
	Euro	39,0	15,1	1,9	2,0	5,4	4,1	0,5
	Yen	- 13,6	- 20,3	- 2,4	- 4,6	- 3,3	4,5	- 2,1
	Sonstige Währungen	12,3	15,0	4,3	4,4	0,8	0,1	2,6
Insgesamt	US-Dollar	546,3	616,0	171,7	162,1	151,3	128,6	87,0
	Euro	600,8	472,2	102,9	117,4	155,6	123,0	60,8
	Yen	- 11,5	37,4	9,0	- 4,0	- 6,0	11,6	8,3
	Sonstige Währungen	105,5	120,3	33,8	37,1	24,4	14,2	12,6

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.

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

Tabelle 3.3

Dennoch bewahrten sich einige aufstrebende Volkswirtschaften im dritten Quartal den Zugang zum internationalen Markt für Schuldtitle. Argentinien beispielsweise legte Papiere im Wert von \$ 356 Mio. in verschiedenen verhältnismässig kleinen Emissionen auf, wobei die grösste Emission – \$ 74 Mio. – durch die Provinz Buenos Aires erfolgte. Die öffentliche Diskussion über die Umschuldung der argentinischen Schulden bildete offensichtlich kein Hindernis. Mexiko, dessen Nettomittelaufnahme während des dritten Quartals erheblich abnahm, verzeichnete neue Ankündigungen in Höhe von \$ 3,1 Mrd., Brasilien in Höhe von \$ 3,5 Mrd.

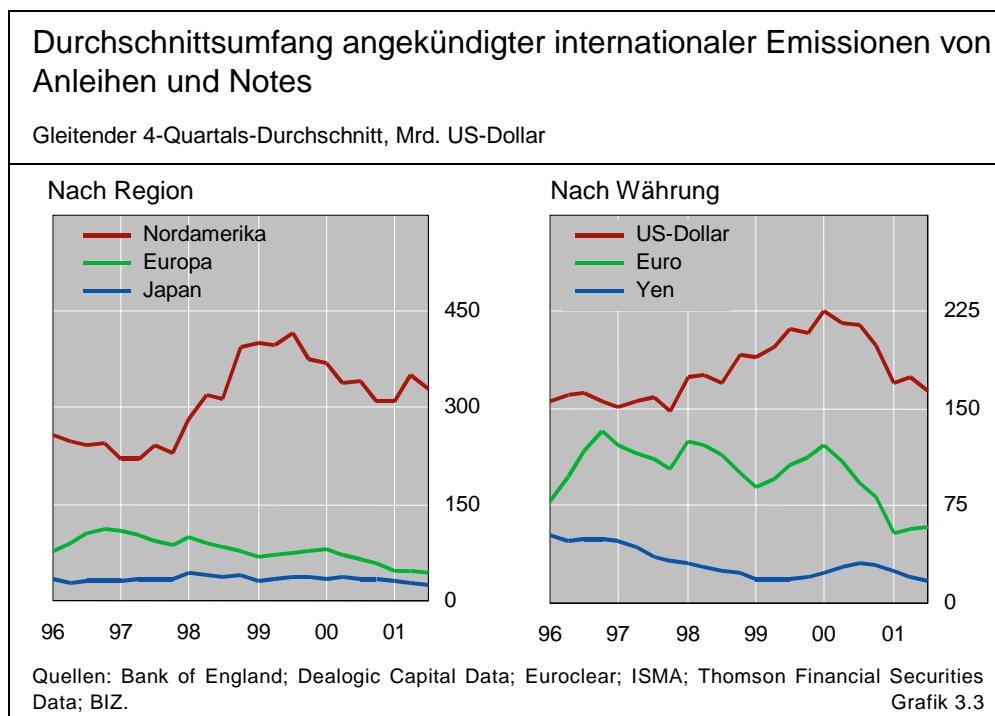
... und ihr Zugang zu Kapitalmärkten bleibt uneinheitlich

Die seit den Terroranschlägen des 11. September noch unsichereren Aussichten der aufstrebenden Volkswirtschaften schränkten den Zugang von Schuldern aus diesen Ländern zum internationalen Markt für Schuldtitle gegen Ende des dritten Quartals stark ein. Als zwei grosse mexikanische Schuldner bekanntgaben, dass wegen der sich verschlechternden wirtschaftlichen Lage einige Zinszahlungen möglicherweise nicht geleistet würden, erhöhte sich die Risikoscheu der globalen Anleger noch mehr. Die beiden einzigen bedeutenden Emissionen von Staatspapieren aufstrebender Volkswirtschaften nach dem 11. September erfolgten am 11. Oktober durch Chile (\$ 650 Mio.) und am 27. November durch die Dominikanische Republik (\$ 500 Mio.).

Rückläufiger Absatz sowohl in US-Dollar als auch in Euro

Absatz von Euro-Titeln stärker rückläufig als US-Dollar-Absatz

Der weltweite Abschwung führte zu einem fortgesetzten Rückgang des Nettoabsatzes von Dollar- und Euro-Wertpapieren; bei den Dollar-Papieren ging der Absatz im dritten Quartal 2001 gegenüber dem zweiten um etwa 30 %, bei



Euro-Titeln um etwa 50 % zurück. Die Mittelnachfrage scheint in Europa besonders stark gesunken zu sein. Der Nettoabsatz von Euro-Wertpapieren europäischer Emittenten sank vom ersten auf das zweite Quartal um 19 % und vom zweiten auf das dritte um weitere 50 %. Demgegenüber ist der Nettoabsatz von Dollar-Wertpapieren nordamerikanischer Schuldner in den letzten zwei Quartalen um knapp 33 % gesunken.

Während der ersten drei Quartale 2001 war eine Fortsetzung der allgemeinen Entwicklung hin zu kleineren Emissionen festverzinslicher Wertpapiere zu verzeichnen (Grafik 3.3). Nach Regionen erfolgte der proportional gesehene grösste Rückgang im Zeitraum 1997-2001 in Europa, wo das durchschnittliche Ankündigtvolumen einer europäischen Emission um fast 50 % sank. Der Durchschnittsumfang von Euro-Emissionen stieg während der Zeit der Einführung der gemeinsamen Währung, weil einige Schuldner den Referenzwertstatus für ihre Emissionen anstrebten (s. „Das Entstehen neuer Referenz-Zinsertragskurven“, S. 54). In jüngster Zeit verringerte sich der Umfang von Euro-Emissionen jedoch. Auch bei den Yen-Emissionen sank der Durchschnittsumfang im Zeitraum 1997-2001 drastisch, nämlich von \$ 33 Mio. auf \$ 16 Mio.

Anhaltender Trend zu kleineren Emissionen