

De internationale obligatiemarkt

De internationale kapitaalmarkt is de laatste decennia snel gegroeid. De beschikbaarheid van gegevens over deze markt is echter bij deze groei achtergebleven, waardoor wetenschappelijke analyses voor een belangrijk deel natte-vingerwerk waren. Hierin lijkt nu verandering te komen. In haar laatste kwartaalbericht heeft de Bank voor Internationale Betalingen statistieken geïntroduceerd met betrekking tot de internationale obligatiemarkt. In dit artikel worden deze statistieken beschreven. De auteur gaat ook in op recente ontwikkelingen op deze markt.

DRS. L.J.R. SCHOLTENS*

In het laatste kwartaalbericht van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) zijn enkele nieuwe tabellen opgenomen over de samenstelling van de internationale obligatiemarkt¹. Instellingen als IMF, OESO en BIB verzorgen reeds vele jaren informatie over de internationale financiële markten. Hun gegevens zijn echter vaak tamelijk globaal (letterlijk en figuurlijk) en verschaffen daarom niet altijd het gewenste inzicht in bepaalde marktsegmenten. De BIB doet met de publikatie van de nieuwe tabellen in haar kwartaalbericht een poging het inzicht te verbeteren. In dit artikel worden ze nader belicht. De forse groei van de schuld op de internationale obligatiemarkt is de meest in het oog springende ontwikkeling. Hier wordt geprobeerd een verklaring voor te geven. Vervolgens worden ontwikkelingen vermeld die uit de nieuwe BIB-statistieken kunnen worden afgeleid.

Nieuwe statistiek

De onlangs geïntroduceerde statistiek van de BIB heeft betrekking op euro-obligaties en op obligaties die door buitenlandse debiteuren op nationale markten worden geëmitteerd. Deze obligaties vormen een aanvulling op de nationale obligatiemarkten. Er bestaat een eigen 'circuit' waarbinnen deze internationale obligaties worden geëmitteerd en verhandeld. Het ontstaan van deze obligaties vindt zijn oorzaak onder andere in marktimperfecties, zoals onvolledige mededinging en regelgeving. De Sovjetunie wenst bij voorbeeld haar middelen bij voorkeur in Europa aan te trekken, en de relatief geringe omvang van de nationale kapitaalmarkt in België noopt de Belgische overheid om een groot deel van haar tekorten in het buitenland te financieren. Met het ontstaan van de internationale obligatiemarkt werd het mogelijk een deel van dergelijke imperfecties te omzeilen en konden kosten worden verminderd.

In de BIB-statistiek worden de omvang van en de stromen op de internationale obligatiemarkt voor ruim 40 landen en de belangrijkste valuta in kaart gebracht. De berekening van de omvang en de stromen op de obligatiemarkt wijkt enigszins af van de methodiek die IMF en OESO han-

teren, hetgeen leidt tot afwijkende gegevens in de statistieken van de verschillende instellingen. De nieuwe BIB-statistiek lijkt een beter beeld te kunnen geven van de feitelijke stand van zaken op de obligatiemarkt. De gegevens van de BIB worden berekend op grond van:

- het bruto bedrag aan nieuwe uitgiften;
- de aflossingen op uitstaand schuldpapier (waarbij een aanpassing plaatsvindt voor impliciete rente op leningen die geen rente dragen: zero coupon bonds);
- vervroegde aflossingen;
- herwaardingen ten gevolge van wijzigingen van de dollarkoers.

Een obligatielening wordt pas meegerekend als het bedrag is gestort. De eerste datum waarvoor redelijk volledige gegevens beschikbaar zijn, is 31 december 1982. De statistiek is ontworpen als complement van de bestaande BIB-statistiek op dit terrein en bevat gegevens over de samenstelling van voorraden en stromen. In de nieuwe statistiek wordt onderscheid gemaakt naar type schuldtitle, naar munsoort waarin de uitgifte luidt, naar type geldnemer en naar land van vestiging van de geldnemer. Alle bedragen worden omgerekend in dollars tegen de koers die geldt op de rapportagedatum.

Perfectie blijft onbereikbaar en ook bij deze nieuwe BIB-statistiek blijven tekortkomingen bestaan. Een belangrijk gemis is het ontbreken van informatie over de omvang van de hoeveelheid obligaties die het gevolg is van het uitoefenen van rechten die verbonden zijn aan eerder uitgegeven effecten. Die rechten kunnen bij voorbeeld betrekking hebben op een voorkeurspositie bij een nieuwe obligatiemissie. Informatie over de niet-contractuele terugkoop door geldvragers ontbreekt eveneens. Een lacune waarin de BIB ook met deze nieuwe statistiek niet voorziet, is systematische informatie over de secundaire internationale financiële markten.

* De auteur is verbonden aan de vakgroep Macro-economie van de Universiteit van Amsterdam.

1. BIS, *International banking and financial market developments*, Bazel, augustus 1988, statistische bijlage, tabel 4.

Sterke groei

De omvang van de portefeuille internationale obligaties is de laatste jaren zeer snel toegenomen. Uit de nieuwe BIB-statistiek blijkt dat de uitstaande schuld op de internationale obligatiemarkt tussen ultimo 1982 en eind maart 1988 bijna is verviervoudigd. Eind maart 1988 bedroeg die schuld bijna \$ 1.000 miljard. Naar schatting een vijfde deel van deze sterke groei is het directe gevolg van de depreciatie van de dollar in de periode 1985-1987. In het laatste kwartaal van 1987 en in het eerste kwartaal van dit jaar is de groei opvallend vertraagd. Dit betreft met name de euro-obligaties en variabel rentende obligaties. Het inzakken van de secundaire markt in variabel rentende obligaties (floating rate notes: frn's) vormde hiervoor in eerste instantie de aanleiding. De groei werd verder vertraagd door de omslag in de rentebeweging in de zomer van het vorig jaar en de vervolgens sterk toenemende onzekerheid over rente- en valuta-ontwikkelingen.

De sterke groei van de internationale obligatiemarkt in de afgelopen jaren was waarschijnlijk het resultaat van enkele belangrijke structurele veranderingen in de wereld-economie, waarvan de kiem reeds in de jaren zeventig werd gelegd. De factoren die bij het groeiproces van de financiële markten een rol spelen, zijn:

- de internationalisering van de financiële transacties;
- de securitisatie, disintermediatie en innovaties ten aanzien van vorderingen en verplichtingen;
- de liberalisering van nationale vermogensmarkten en de regelgeving voor de financiële infrastructuur².

Deze factoren werken in wisselwerking met elkaar en vullen elkaar dikwijls aan. De belangrijkste economische ontwikkelingen die in eerste instantie aanleiding waren voor het groeiproces, waren het afscheid van het wisselkoersregime van Bretton Woods en het mondiaal onevenwichtige patroon van de economische groei. De onzekerheid over de toekomstige macro-economische ontwikkeling nam hierdoor sterk toe. De rente steeg fors en de wisselkoersen fluctueerden aanzienlijk. Machtsevenwichten op markten werden aan het wankelen gebracht en internationale economische betrekkingen werden gewijzigd. De reacties van overheid en particulieren brachten nieuwe onevenwichtigheden met zich mee, zoals begrotings- en betalingsbalanstekorten. Deze economische ontwikkeling zette geleidelijk veranderingen op financiële markten in gang: het financiële instrumentarium, het karakter van de financiële instellingen en het institutionele kader van de financiële wereld werden ingrijpend gewijzigd³. Deze wijzigingen vinden nog steeds plaats. De zeer sterke groei op de financiële markten in de jaren tachtig werd en wordt juist hierdoor mogelijk gemaakt.

De *internationalisering* uitte zich in een snelle groei van de zogenaamde off-shore-markten en een grotere deelname van buitenlandse financiële instellingen op nationale markten. De internationalisering ging hand in hand met *securitisatie*. De crux van deze factor is het verhandelbaar maken van vorderingen en verplichtingen op de balans, mede met het doel het balansbeheer te verbeteren. Dit geldt zowel voor financiële als voor niet-financiële instellingen. Hierdoor nam de *disintermediatie* toe, vorderingen en verplichtingen werden in toenemende mate buiten financiële instellingen om verhandeld. Securitatie vergroot de flexibiliteit van de instellingen omdat de liquiditeit van hun vorderingen en verplichtingen toeneemt. Securitatie heeft dikwijls lagere kosten voor debiteuren en hogere opbrengsten voor crediteuren tot gevolg en vindt z'n belangrijkste oorzaak in het bestaan van talloze marktperfectionen zoals verschillen tussen landen in belastingheffing of regelgeving. In het securitatieproces worden talloze nieu-

we financiële producten ontwikkeld, de zogeheten financiële innovaties. De technologische ontwikkeling (i.c. automatisering en telecommunicatie) speelt een belangrijke rol bij deze produktontwikkeling. Automatisering maakt het mogelijk op ieder moment inzicht te krijgen in de eigen balanspositie. Door telecommunicatie worden verschillende segmenten van de financiële markt met elkaar verbonden en kan 24 uur per dag in vele schuldtitels worden gehandeld. De nieuwe produkten kunnen in drie groepen worden ingedeeld. De eerste groep betreft verhandelbare schuldtitels die van een geldnemer worden gekocht in plaats van krediet te verstrekken aan deze geldnemer. De tweede groep betreft vanouds niet-verhandelde activa als hypotheeken of consumptief krediet die in een gestandaardiseerde vorm worden gegroepeerd en vervolgens verhandelbaar gemaakt, bij voorbeeld via zogenaamde collaterals of pass-throughs. Als derde groep worden markten in rechten als futures en opties gesecuritiseerd. Een snelle groei van de secundaire vermogensmarkten in deze groepen schuldtitels is een noodzakelijke voorwaarde voor het succes van de nieuwe produkten. Waar dergelijke markten niet van de grond komen is de financiële innovatie in feite mislukt: de doelstelling verhandelbaarheid blijkt immers niet te kunnen worden gehaald. De *liberalisering* van financiële markten maakte de securitisatie en de internationalisering in eerste instantie vaak mogelijk. De liberalisering had of heeft in de meeste landen betrekking op de vrijmaking van het internationale kapitaalverkeer, de toetreding van nieuwe en/of buitenlandse partijen tot de nationale financiële markten en de toelating van nieuwe financiële produkten. Ook de afschaffing of versoepeling van prijs- en volumebeperkingen op deze markten kan als liberalisering worden bestempeld. Deze beperkingen waren dikwijls ingesteld om het systeem van vaste wisselkoersen te garanderen. In de jaren zeventig bestond dit systeem in feite niet meer, maar bleven veel regels nog een tijd lang bestaan.

De internationalisering, securitisatie, disintermediatie en liberalisering zijn processen die momenteel nog volop gaande zijn en zich in verschillende regio's en landen in een uiteenlopend stadium bevinden. De forse toename van het aantal en soort activiteiten op de financiële markten is niet zonder consequenties gebleven. Deelmarkten werden met elkaar verbonden waardoor de risico's van de verschillende activiteiten ondoorzichtig werden⁴. Dit riep een reactie op van *stringenter toezicht* door de nationale toezichthouders. Vaak had dit de vorm van hogere vermogensvereisten voor alle activiteiten van een instelling naar rato van het kredietrisico. De toenemende verwevenheid van de markten lokte ook een streven uit naar internationale convergentie van de regelgeving en *samenwerking* met betrekking tot het toezicht door de verschillende nationale autoriteiten. In BIB- en EG-verband is en wordt hier hard aan gewerkt.

Wijzigende samenstelling schuld

De ontwikkeling van de samenstelling van de uitstaande schuld op de internationale obligatiemarkt naar type schuld-titel is weergegeven in tabel 1. Het leeuwedeel van de markt (ruim 80%) bestaat uit vastrentend papier. Een groeiend deel van de markt bestaat uit schuldtitels die convertibel zijn in aandelen of die verbonden zijn met aandelenwarrants. In

2. IMF, *International capital markets: developments and prospects*, Washington, januari 1988, blz. 35-39.

3. IMF, *International capital markets: developments and prospects*, Occasional Paper nr. 43, Washington, februari 1986.

4. Zie bij voorbeeld het onder de hoede van de BIS gepubliceerde Cross-rapport *Recent innovations in international banking*, Basel, april 1986.

Tabel 1. De schuld op de internationale obligatiemarkt naar type schuldtitle, 1982-1988/I, ultimocijfers in procenten van het totaal

	1982	1985	1987	1988/I
Vastrentend	88,5	78,3	83,9	84,2
Variabel rentend	11,5	21,7	16,1	15,8
Totaal (mrd. dollars)	259,1	558,4	990,1	997,5
wv. aan aandelen gerelateerd ^a	6,9	7,9	12,2	12,3

a. In aandelen converteerbare obligaties en obligaties met aandelenwarrants
Bron: BIS, *International banking and financial market developments*, augustus 1988, blz. 10.

Tabel 2. De schuld op de internationale obligatiemarkt naar type geldnemer, 1982-1988/I, ultimocijfers in procenten van het totaal

	1982	1985	1987	1988/I
Banken	15,6	22,2	21,4	21,6
Ov. financiële instellingen	5,8	6,9	9,5	9,7
Overheden ^a	19,3	18,7	17,3	17,3
Internationale instellingen	18,4	15,9	14,3	14,0
Overig	40,9	36,3	37,6	37,4
Totaal (mrd. dollars)	259,1	558,4	990,1	997,5

a. Centrale, provinciale en lokale overheden en centrale banken.
Bron: BIS, op. cit., blz. 10.

1982 was dit bijna 7% van de totale schuld, nu is het ruim 12%. De wederopleving van de aandelenbeurzen lijkt de voorkeur te hebben gestimuleerd van beleggers voor schuldtitlets die gerelateerd zijn aan aandelen. Sinds de beurscrisis van oktober 1987 is hier echter sprake van stagnatie. Tot 1986 nam ook het belang van schuldtitlets met een variabele rente toe. Hieraan kwam in december 1986 tamelijk abrupt een eind toen zich liquiditeitsproblemen op de frn-markt voordeden en het vertrouwen in deze markt werd aangetast. Deze crisis deed zich het eerst voor bij de eeuwigdurende frn's (de zogenaamde perpetuuls) en spreidde zich later uit naar andere segmenten. Samen met de opwaartse rentebeweging en de toenemende onzekerheid over rente- en valuta-ontwikkelingen leidde dit tot een vermindering van de groei van de obligatiemarkt in 1987.

De ontwikkeling van de samenstelling van de verplichtingen naar type geldnemer is weergegeven in tabel 2. De belangrijkste lenende partij op de internationale obligatiemarkt is bij voortdurend de categorie 'overig' die bestaat uit niet-financiële ondernemingen. Hun aandeel was in 1982 zo'n 41%, een percentage dat snel terugliep in de jaren daarna maar inmiddels weer toeneemt. De banken en vooral de overige financiële instellingen nemen sinds 1982 een steeds groter deel van de schuld voor hun rekening. Toen was hun gezamenlijk aandeel ruim 21%, terwijl dit inmiddels is opgelopen tot ruim 31%. Deze groei vormt de belangrijkste uitdrukking van de expansie van deze instellingen op de internationale financiële markten. De vergroting van het aandeel van de financiële instellingen ging ten koste van dat der overheidsinstellingen en internationale instellingen die hun gezamenlijk aandeel zagen verminderen met ruim 6%-punt.

De verdeling van de uitstaande verplichtingen over verschillende valuta is gepresenteerd in tabel 3. Het grootste deel luidt nog steeds in dollars, maar het belang van deze munt neemt sterk af. Het belang van schuldtitlets luidende in Zwitserse frank en Duitse markten liep ook terug. Het pond, de yen, de ecu en voor deze markt nieuwe (hoogrentende) valuta als Australische en Nieuwzeelandse dollar wonnen terrein. Het aandeel van de gulden schommelt rond de 2%. Natuurlijk speelde de depreciatie van de dollar in 1986 en 1987 een belangrijke rol bij de verandering van de samen-

Tabel 3. De schuld op de internationale obligatiemarkt naar muntsoort, 1982-1988/I, ultimocijfers in procenten van het totaal

	1982	1985	1987	1988/I
Dollar	56,2	56,7	43,1	43,5
Zwitserse frank	16,4	14,1	16,0	14,9
Mark	12,1	9,1	10,0	10,1
Yen	6,4	7,7	12,4	12,3
Pond	1,8	3,4	5,5	5,9
Ecu	1,2	3,0	4,1	4,1
Overige valuta	5,9	6,1	9,0	9,4
Totaal (mrd. dollar)	259,1	558,4	990,1	997,5

Bron: BIS, op. cit., blz. 11.

Tabel 4. De schuld op de internationale obligatiemarkt naar vestigingsplaats van de geldnemer, 1982-1988/I, ultimocijfers in procenten van het totaal

	1982	1985	1987	1988/I
Verenigde Staten	13,9	18,0	16,4	16,0
Japan	6,8	11,4	15,4	15,4
Ov. BIS-landen	48,7	43,9	44,1	44,8
Ov. industrielanden	4,6	5,5	6,1	6,1
Totaal industrielanden	74,0	78,8	82,0	82,3
Oost-Europa	0,2	0,2	0,2	0,3
OPEC-landen	1,1	0,7	0,4	0,5
Ov. ontwikkelingslanden	5,9	4,3	3,0	2,9
Internationale instellingen	18,8	16,1	14,3	14,0
Totaal (mrd. dollars)	259,1	558,4	990,1	997,5

Bron: BIS, op. cit., blz. 14.

stelling van de schuld. Enerzijds nam de waarde van de schuldtitlets die niet in dollars luiden in het algemeen toe, anderzijds veranderde de voorkeur van de beleggers voor de valuta waarin middelen zouden moeten worden belegd. De sterke groei van het yen-segment wordt daarnaast gestimuleerd door de vergaande financiële deregulering in Japan. Tot voor kort was de bescherming van de markt hier uitgebreider dan in de rest van de wereld. De geleidelijke vrijmaking maakte de deelname aan het internationale kredietcircuit mogelijk en leidde ook tot een opvallende rol voor Japanse financiële instellingen als intermediair op de internationale obligatiemarkten.

In tabel 4 is de vestigingsplaats van de geldnemers weergegeven. Japan en de VS zijn de grootste schuldenaars op de internationale obligatiemarkt. Hun positie werd in de beschouwde periode belangrijker. Andere belangrijke geldnemers zijn gevestigd in Canada en Groot-Brittannië. Nederland speelt hier slechts een kleine rol: ca. 1,5% van de schuld is afkomstig van Nederlandse geldnemers. Uit tabel 4 kan worden afgeleid dat de internationale obligatiemarkt voornamelijk en in toenemende mate door de geïndustrialiseerde landen wordt gebruikt. Het belang van Oosteuropese schuldenaars is klein en geconcentreerd in Hongarije. Dat van de ontwikkelingslanden is zeer gering en loopt bovendien sterk terug. Dit betekent overigens niet dat de schuld van deze landen in z'n totaliteit terugloopt. Gegevens van onder andere de Wereldbank wijzen op een voortdurend olopemde schuld⁵. Er lijkt te kunnen worden geconcludeerd dat de internationale obligatiemarkt minder toegankelijk is geworden voor de ontwikkelingslanden. Van het zogenaamde plan-Baker blijkt dus weinig terecht te komen⁶.

5. De schuld van de zogenaamde schuldenlanden is in de periode 1982-1987 met \$ 400 mrd. toegenomen en bedroeg eind 1987 ca. \$ 1.200 mrd. World Bank, *World debt tables: volume I, Analysis and summary tables*, Washington, januari 1988, blz. viii en xii.
6. F. van Dam, *ESB*, 24 augustus 1988, blz. 776.

Tabel 5. Nieuwe leningen en netto schuldcreatie naar muntsoort, 1986-1988/1, jaar- respectievelijk kwartaalcijfers in procenten van het totaal

	Nieuwe leningen			Netto schuldcreatie		
	1986	1987	1988/1	1986	1987	1988/1
Dollar	55,0	36,6	33,6	49,7	27,9	28,4
Zw. frank	10,5	13,2	16,5	9,7	7,4	1,1
Mark	7,5	7,6	16,3	7,2	3,8	23,8
Yen	9,9	14,4	9,2	12,3	19,7	9,2
Pond	5,1	8,4	9,2	6,6	12,3	14,9
Ecu	2,9	4,5	2,7	3,7	6,8	4,6
Ov. valuta	9,0	15,4	12,5	10,7	22,2	18,0
Totaal						
(mrd. dollars)	219,1	180,8	47,9	159,6	108,7	26,1

Bron: BIS, op. cit. blz. 13.

Wijzigende samenstelling stromen

De nieuwe BIB-statistiek maakt het ook mogelijk de ontwikkeling van de schuld uit te splitsen in nieuwe leningen en aflossingen die gesaldeerd leiden tot de netto schuldcreatie. Het beschouwen van deze grootheden afzonderlijk maakt het mogelijk nauwkeuriger de ontwikkeling op de internationale obligatiemarkt te analyseren. Van ultimo 1985 tot eind maart 1988 nam de totale schuld op de internationale obligatiemarkt reëel met \$ 294 mrd. toe. Dit was het saldo van nieuwe uitgaven in deze periode ten bedrage van \$ 448 mrd. en van aflossingen van \$ 154 mrd. De relatief lage rente maakte vervroegd aflossen en terugkopen van schuld aantrekkelijk en besloeg ruim de helft van de totale aflossing in deze 9 kwartalen. Toen de rente in de zomer van 1987 weer begon te stijgen liep de omvang van de nieuwe uitgiftes terug. De uitsplitsing naar nieuwe leningen en aflossingen per muntsoort levert ook interessante inzichten op. In 1987 trad een duidelijke vermindering van dollar-emissies op: het netto geleende bedrag verminderde met zo'n 60% ten opzichte van 1986. De yen-, pond- en ecu-segmenten leefden sterk op, evenals de rubriek 'overig'. Met name bij het segment 'overig' is dit het gevolg van het feit dat de aflossingen relatief van weinig belang zijn omdat de bestaande portefeuilles nog betrekkelijk jong zijn. In tabel 5 zijn voor 1986, 1987 en het eerste kwartaal van dit jaar het relatieve aandeel van de verschillende valuta in de nieuwe leningen en de netto schuldcreatie (het verschil tussen nieuwe leningen en aflossingen) weergegeven.

Het verschil tussen nieuwe leningen en netto schuldcreatie kan in de nieuwe BIB-statistiek ook naar vestigingsplaats van de geldnemer worden gemaakt. Gegevens hieromtrent zijn in tabel 6 opgenomen. Het geografisch patroon is erg onevenwichtig. Japan en Groot-Brittannië blijken de laatste tijd de grootste netto uitgevers van obligatieleningen te zijn. De VS zijn sinds medio 1987 in staat tot netto aflossingen. Ook uit deze tabel kan worden geconcludeerd dat de industrielanden dominant zijn op de internationale obligatiemarkt. De ontwikkelingslanden blijken ook op deze markt in 1987 en in het eerste kwartaal van dit jaar per saldo middelen af te lossen⁷.

Conclusie

Uit de nieuwe statistiek van de BIB ten aanzien van de ontwikkeling en de samenstelling van de schuld op de markt voor internationale obligaties is de sterke groei en de tendens tot internationalisering van de activiteiten van de financiële instellingen goed af te lezen. Opvallend is dat de

Tabel 6. Nieuwe leningen en netto schuldcreatie naar vestigingsplaats van de geldnemer, 1986-1988/1, jaar- respectievelijk kwartaalcijfers in procenten van het totaal

	Nieuwe leningen			Netto schuldcreatie		
	1986	1987	1988/1	1986	1987	1988/1
VS	19,2	13,3	4,2	21,3	11,0	-5,0
Japan	14,1	23,9	18,4	16,9	33,7	22,2
Ov. BIS-landen	49,6	43,7	57,6	48,8	41,1	67,4
Ov. industrielanden	6,9	6,5	6,1	7,0	7,0	5,7
Totaal						
industrielanden	89,9	87,3	86,3	93,9	92,8	90,3
Oost-Europa	0,3	0,3	0,8	0,4	0,5	1,5
OPEC-landen	0,2	0,1	0,6	0,1	-0,5	0,8
Ov. ontw. landen	1,2	1,1	1,0	0,3	-0,5	-1,5
Int. instellingen	8,4	11,2	11,3	5,1	7,7	8,8
Totaal (mrd. dollar)	219,1	180,8	47,9	159,6	108,7	26,1

Bron: BIS, op. cit., blz. 16.

ontwikkelingslanden deze markten in steeds mindere mate (kunnen) gebruiken als financieringsbron. De internationale obligatiemarkt is vooral een instrument voor de industrielanden. Banken en andere financiële instellingen spelen een steeds belangrijker rol, en de rol van overheidsorganen en internationale instellingen loopt geleidelijk terug. De meeste obligatie-emissies luiden nog steeds in dollars, maar yen, Zwitserse franc en Duitse mark zijn ook veel gebruikte noteringen, terwijl ecu-emissies of emissies in valuta als Australische en Nieuwzeelandse dollar steeds vaker voorkomen. De rol van de gulden is zeer beperkt.

De nieuwe statistiek van de BIB bevat gegevens over voorraden en stromen op de internationale obligatiemarkt. Over de belangrijkste segmenten van de internationale financiële markten wordt met deze statistiek welkome aanvullende informatie verstrekt over de bestaande BIB-publicaties en de statistieken van het IMF en de OESO. Met deze hulpmiddelen kunnen goede analyses over marktsegmenten en detailontwikkelingen worden gemaakt. Jammer is dat er definitieverschillen bestaan tussen de bronnen en dat uiteenlopende waarderingsmethoden worden gehanteerd; harmonisatie is ook op dit terrein geboden. Het blijft eveneens een bezwaar dat het aggregatieniveau nog tamelijk hoog is en de snelheid waarmee de informatie wordt gepubliceerd nog tamelijk laag. De honger naar gegevens over de internationale financiële markten is met de nieuwe tabellen van de BIB nog lang niet gestild.

Bert Scholtens

7. Naast de internationale obligatiemarkt maken deze landen natuurlijk ook gebruik van andere financieringsbronnen. In totaal blijkt sinds 1984 het bedrag aan aflossingen door de schuldenlanden groter te zijn dan dat aan nieuwe verstrekte leningen. World Bank, *World debt tables: volume I, Analysis and summary tables*, Washington, januari 1988, blz. xii.