

3. Der internationale Anleihemarkt

Das vierte Quartal schloss ein Rekordjahr für internationale Schuldtitel ab. Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes betrug in diesem Quartal \$ 826 Mrd. und liess das Jahresvolumen 2004 auf \$ 3,3 Bio. ansteigen (Tabelle 3.1), womit es um 14,5% höher lag als im Vorjahr. Dies stellt gemessen am weltweiten BIP einen historischen Rekord dar und deutet auf einen im vergangenen Jahr relativ leichten Zugang zu den internationalen Kreditmärkten hin. Am stärksten stiegen im vierten Quartal die Schuldtitelemissionen der grössten entwickelten Volkswirtschaften, insbesondere des Euro-Raums. Der Bruttoabsatz hochrentierender Anleihen in entwickelten Ländern hielt sich auf hohem Niveau; die Bruttoemissionen von Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften erreichten sogar das bisher höchste Jahresvolumen, da die entsprechenden Renditenaufschläge auf historische Tiefststände fielen. Zudem nahm der Nettoabsatz sämtlicher internationaler Anleihen im vierten Quartal zu: Die Schuldner im Euro-Raum steigerten ihn um beinahe \$ 80 Mrd., die Emittenten in den USA um \$ 19 Mrd. (Tabelle 3.2). In Japan hingegen war der Nettoabsatz negativ.

Abrupte Trendumkehr beim Absatz im Euro-Raum

Sprunghafter
Anstieg der Euro-
Raum-Emissionen

Trotz anhaltend schwacher Konjunktur im Euro-Raum legten sowohl Brutto- als auch Nettoabsatz internationaler Schuldtitel durch Emittenten im Euro-Raum im vierten Quartal beachtlich zu. So erhöhte sich der Gesamtbruttoabsatz (Anleihen und Notes sowie Geldmarktpapiere) von \$ 543 Mrd. im dritten Quartal auf \$ 614 Mrd., und der Nettoabsatz stieg von \$ 138 Mrd. auf \$ 218 Mrd. Mit Ausnahme von Deutschland verzeichneten die grössten Volkswirtschaften des Euro-Raums alle einen steilen Anstieg des Nettoabsatzes. Diese Zunahme der Mittelaufnahme (in US-Dollar ausgedrückt, s. Tabellen 3.1 und 3.2) ist vor allem auf die sprunghafte Zunahme des Absatzes in Euro zurückzuführen und nicht auf Währungseffekte, die sich aus der Abwertung des Dollars gegenüber dem Euro ergaben. Beispielsweise emittierten die Schuldner des Euro-Raums im vierten Quartal auf Bruttobasis Euro-Papiere im Wert von € 326 Mrd., 13,4% mehr als im Vorquartal.

| Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes | | | | | | | |
|---|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Mrd. US-Dollar | | | | | | | |
| | 2003 | 2004 | 2003 | 2004 | | | |
| | Jahr | Jahr | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| Angekündigte Emissionen insgesamt | 2 885,5 | 3 303,4 | 711,8 | 982,8 | 768,8 | 725,7 | 826,1 |
| Anleiheemissionen | 1 611,1 | 1 790,4 | 404,5 | 570,1 | 402,5 | 377,8 | 440,0 |
| Emissionen von Notes | 1 274,4 | 1 513,0 | 307,3 | 412,7 | 366,4 | 347,9 | 386,0 |
| Zinsvariable Emissionen | 962,7 | 1 258,8 | 257,6 | 337,4 | 306,4 | 285,2 | 329,7 |
| Festverzinsliche Emissionen | 1 834,7 | 1 987,3 | 427,6 | 628,0 | 444,1 | 430,0 | 485,2 |
| Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹ | 88,1 | 57,3 | 26,6 | 17,4 | 18,3 | 10,5 | 11,2 |
| US-Dollar | 1 171,8 | 1 154,5 | 268,1 | 357,2 | 257,3 | 255,5 | 284,5 |
| Euro | 1 288,1 | 1 598,0 | 316,9 | 478,5 | 379,0 | 349,7 | 390,7 |
| Yen | 102,8 | 111,5 | 29,0 | 29,3 | 33,8 | 22,4 | 26,1 |
| Sonstige Währungen | 322,9 | 439,4 | 97,7 | 117,8 | 98,7 | 98,0 | 124,8 |
| Entwickelte Länder | 2 621,6 | 3 012,4 | 656,8 | 906,8 | 694,8 | 655,4 | 755,5 |
| USA | 739,5 | 772,5 | 173,6 | 249,8 | 167,9 | 169,6 | 185,2 |
| Euro-Raum | 1 294,4 | 1 463,1 | 327,2 | 438,7 | 355,2 | 305,2 | 364,0 |
| Japan | 48,3 | 61,9 | 18,5 | 20,3 | 19,8 | 12,0 | 9,8 |
| Offshore-Finanzplätze | 31,7 | 41,6 | 11,1 | 7,2 | 7,0 | 14,0 | 13,4 |
| Aufstrebende Volkswirtschaften | 139,7 | 152,1 | 33,8 | 45,1 | 36,7 | 35,0 | 35,3 |
| Finanzinstitute | 2 279,2 | 2 689,5 | 593,3 | 788,1 | 603,3 | 606,1 | 691,9 |
| Privat | 1 913,3 | 2 276,1 | 506,0 | 663,4 | 515,7 | 501,2 | 595,9 |
| Öffentlich | 366,0 | 413,3 | 87,3 | 124,8 | 87,6 | 104,9 | 96,1 |
| Wirtschaftsunternehmen | 271,2 | 271,4 | 68,8 | 61,9 | 72,3 | 62,4 | 74,8 |
| Privat | 219,1 | 231,2 | 56,6 | 52,8 | 60,6 | 57,0 | 60,7 |
| Öffentlich | 52,1 | 40,2 | 12,2 | 9,0 | 11,7 | 5,4 | 14,1 |
| Staaten | 242,6 | 245,4 | 39,6 | 109,1 | 62,9 | 35,9 | 37,5 |
| Internationale Organisationen | 92,5 | 97,2 | 10,1 | 23,7 | 30,3 | 21,3 | 21,9 |
| Bruttoabsatz | 2 866,6 | 3 303,2 | 734,4 | 934,1 | 796,5 | 708,4 | 864,2 |
| <i>Nachrichtlich: Tilgungen</i> | <i>1 478,0</i> | <i>1 740,3</i> | <i>326,3</i> | <i>448,4</i> | <i>453,2</i> | <i>403,0</i> | <i>435,8</i> |

¹ Wandel- und Optionsanleihen.

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

Tabelle 3.1

Erneut entfiel der überwiegende Teil des Absatzes neu aufgelegter internationaler Schuldtitel im Euro-Raum auf die Finanzinstitute. Allerdings erhöhten die Wirtschaftsunternehmen ihre Mittelaufnahme wesentlich schneller, so dass sich ihr Nettoabsatz im vierten Quartal verfünffachte. Im Gegensatz dazu war der Absatz von Staatsanleihen wie schon im Vorquartal schwach, was jedoch im Grossen und Ganzen dem saisonalen Verlauf der vergangenen Jahre entsprach.

Steil anziehende Mittelaufnahme der Unternehmen im Euro-Raum

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Schuldtitel

Mrd. US-Dollar

| | 2003 | 2004 | 2003 | 2004 | | | | Stand Ende Dez. 2004 |
|---|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|----------------------------|
| | Jahr | Jahr | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | |
| Nettoabsatz insgesamt | 1 463,9 | 1 623,9 | 457,3 | 520,5 | 347,7 | 323,2 | 432,4 | 13 928,0 |
| Geldmarktinstrumente ¹ | 75,3 | 61,0 | 49,2 | 34,9 | 4,4 | 17,8 | 4,0 | 663,8 |
| Commercial Paper (CP) | 83,3 | 40,4 | 48,7 | 8,8 | -3,4 | 25,8 | 9,1 | 483,3 |
| Anleihen und Notes ¹ | 1 388,6 | 1 562,8 | 408,1 | 485,6 | 343,3 | 305,4 | 428,4 | 13 264,3 |
| Zinsvariable Emissionen | 384,4 | 644,4 | 152,3 | 153,6 | 163,5 | 129,8 | 197,5 | 3 668,8 |
| Festverzinsliche Emissionen | 983,3 | 924,6 | 240,0 | 338,8 | 172,1 | 178,3 | 235,3 | 9 225,0 |
| Eigenkapitalbezogene Emissionen | 20,9 | -6,2 | 15,7 | -6,8 | 7,7 | -2,7 | -4,4 | 370,5 |
| Entwickelte Länder | 1 357,3 | 1 493,6 | 433,4 | 484,8 | 317,8 | 291,6 | 399,4 | 12 474,8 |
| USA | 269,2 | 230,1 | 97,8 | 125,5 | 4,3 | 40,6 | 59,6 | 3 358,8 |
| Euro-Raum | 768,1 | 803,2 | 223,2 | 231,8 | 215,6 | 138,3 | 217,6 | 6 208,7 |
| Japan | -1,0 | 16,6 | 7,9 | 6,4 | 11,0 | 0,7 | -1,5 | 298,3 |
| Offshore-Finanzplätze | 15,8 | 25,2 | 9,0 | 1,0 | 4,3 | 9,7 | 10,2 | 159,9 |
| Aufstrebende Volkswirtschaften | 67,6 | 82,0 | 19,0 | 24,7 | 18,5 | 14,7 | 23,9 | 737,1 |
| Finanzinstitute | 1 179,7 | 1 370,7 | 408,0 | 417,9 | 282,3 | 294,9 | 375,5 | 10 373,5 |
| Privat | 976,0 | 1 146,4 | 347,7 | 343,1 | 234,9 | 236,6 | 331,8 | 8 747,0 |
| Öffentlich | 203,6 | 224,3 | 60,3 | 74,8 | 47,4 | 58,4 | 43,7 | 1 626,5 |
| Wirtschaftsunternehmen | 113,2 | 70,1 | 40,9 | 7,1 | 11,3 | 10,4 | 41,2 | 1 635,4 |
| Privat | 93,4 | 52,0 | 37,3 | -0,0 | 7,8 | 9,9 | 34,3 | 1 360,5 |
| Öffentlich | 19,8 | 18,1 | 3,6 | 7,1 | 3,5 | 0,5 | 6,9 | 275,0 |
| Staaten | 147,9 | 160,0 | 12,5 | 85,5 | 47,0 | 10,8 | 16,8 | 1 362,8 |
| Internationale Organisationen | 23,2 | 23,1 | -4,2 | 10,0 | 7,1 | 7,1 | -1,2 | 556,3 |
| <i>Nachrichtlich: CP Inland²</i> | <i>-41,0</i> | <i>139,3</i> | <i>8,2</i> | <i>57,9</i> | <i>-19,8</i> | <i>-0,7</i> | <i>101,9</i> | <i>2 079,3</i> |
| <i> darunter: USA</i> | <i>-81,3</i> | <i>114,0</i> | <i>-1,5</i> | <i>47,8</i> | <i>-26,8</i> | <i>6,7</i> | <i>86,3</i> | <i>1 402,7</i> |

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Daten für 4. Quartal 2004 teilweise geschätzt.

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

Tabelle 3.2

Wachsender Nettoabsatz von US-Titeln, jedoch bei anhaltend niedrigem Niveau

Steigender
Nettoabsatz von
US-Titeln im vierten
Quartal ...

Der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel von US-Emittenten nahm auch im vierten Quartal zu und erreichte insgesamt \$ 59,6 Mrd. Etwa zwei Drittel dieses Anstiegs entfielen auf Finanzinstitute, wenn auch die Mittelaufnahme der Wirtschaftsunternehmen auf prozentualer Basis stärker zunahm (82% gegenüber 38%). Einer der Gründe für die Erholung des Absatzes dürften die allgemein günstigen Preiskonditionen für US-Unternehmensschuldner gewesen sein, da die Renditenaufschläge auf ihre Anleihen an den US-Märkten wie auch in Europa enger wurden. Am stärksten war der Rückgang der Renditenaufschläge im Hochzinsbereich (s. unten); die Spreads sanken jedoch auch bei Titeln mit A- und BBB-Rating und erreichten einen seit 1998 nicht mehr erreichten Tiefstand.

Über das gesamte Jahr betrachtet lag der Nettoabsatz jedoch immer noch unter dem 2003 verzeichneten Niveau. Selbst im Vergleich zu den Jahren davor war die Aktivität der US-Emittenten am internationalen Anleihemarkt 2004 eher verhalten. In absoluten Zahlen blieb der Nettoabsatz von US-Titeln mit \$ 230 Mrd. im Jahr 2004 hinter dem aller vorangegangenen Jahre bis 1998 zurück. Ein ähnliches Bild zeigt sich für den Nettoabsatz in Prozent des BIP.

... im langjährigen Vergleich aber immer noch niedriges Jahresvolumen

Ein Grund für die früher im Jahr beobachtete Schwäche des Nettoabsatzes war der spürbare Rückgang der Mittelaufnahme der US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften Fannie Mae und Freddie Mac am internationalen Markt gewesen. Dieser Trend setzte sich fort, und der Nettoabsatz der beiden Gesellschaften zusammengenommen war im zweiten Quartal in Folge rückläufig; allerdings fiel der Rückgang der Neuemissionen im vierten Quartal mit \$ 548 Mio. deutlich geringer aus als im dritten Quartal (\$ 7 707 Mio.). Dennoch zählten Fannie Mae und Freddie Mac im Hinblick auf den Bruttoabsatz auch im vierten Quartal zu den grössten US-Emittenten, neben General Electric Credit Corporation und Federal Home Loan Banks. Eine andere mögliche Erklärung für die geringere Aktivität der US-Unternehmen im vergangenen Jahr ist, dass die Finanzinstitute ihre längerfristigen Instrumente teilweise substituierten, als sich der Markt für Commercial Paper in den USA erholte.

| Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region ¹ | | | | | | | | |
|--|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Mrd. US-Dollar | | | | | | | | |
| | | 2003 | 2004 | 2003 | 2004 | | | |
| | | Jahr | Jahr | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| USA | US-Dollar | 210,1 | 128,1 | 75,3 | 102,7 | -28,5 | 6,6 | 47,3 |
| | Euro | 47,8 | 55,3 | 14,6 | 13,7 | 21,2 | 16,6 | 3,8 |
| | Pfund Sterling | 11,8 | 25,4 | 7,2 | 3,5 | 5,4 | 10,7 | 5,8 |
| | Yen | -1,5 | 4,3 | 0,8 | 1,3 | 1,5 | 1,0 | 0,5 |
| | Sonstige Währungen | 1,0 | 17,0 | -0,1 | 4,4 | 4,7 | 5,7 | 2,1 |
| Euro-Raum | US-Dollar | 87,1 | 76,8 | 24,2 | 17,9 | 34,7 | 10,0 | 14,1 |
| | Euro | 646,5 | 660,2 | 181,6 | 192,0 | 158,8 | 115,0 | 194,4 |
| | Pfund Sterling | 17,4 | 35,9 | 5,1 | 6,7 | 15,2 | 6,0 | 7,9 |
| | Yen | -12,3 | 2,9 | 0,3 | 1,5 | 3,6 | 0,5 | -2,7 |
| | Sonstige Währungen | 29,4 | 27,5 | 12,1 | 13,7 | 3,3 | 6,6 | 3,8 |
| Sonstige | US-Dollar | 164,4 | 202,5 | 48,8 | 53,8 | 47,1 | 46,8 | 54,8 |
| | Euro | 138,6 | 231,1 | 35,8 | 71,0 | 40,8 | 66,4 | 53,0 |
| | Pfund Sterling | 70,5 | 89,6 | 26,5 | 21,5 | 22,3 | 12,1 | 33,7 |
| | Yen | 9,4 | 16,5 | 10,6 | 2,5 | 10,7 | 3,2 | 0,2 |
| | Sonstige Währungen | 43,6 | 50,8 | 14,6 | 14,5 | 6,9 | 15,9 | 13,5 |
| Insgesamt | US-Dollar | 461,6 | 407,4 | 148,3 | 174,4 | 53,3 | 63,4 | 116,2 |
| | Euro | 832,9 | 946,6 | 231,9 | 276,7 | 220,7 | 198,0 | 251,2 |
| | Pfund Sterling | 99,7 | 150,9 | 38,8 | 31,7 | 42,8 | 28,9 | 47,5 |
| | Yen | -4,4 | 23,8 | 11,7 | 5,2 | 15,8 | 4,7 | -1,9 |
| | Sonstige Währungen | 74,0 | 95,3 | 26,6 | 32,6 | 15,0 | 28,3 | 19,5 |

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.
 Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.3

Wachsender Anteil des Nettoabsatzes in US-Dollar

Mit dem Anstieg des Nettoabsatzes der US-Emittenten erhöhte sich auch der Anteil der Nettomittelaufnahme aller Länder in US-Dollar beträchtlich, nämlich von 19,6% auf 26,9% im vierten Quartal (Tabelle 3.3). Gleichzeitig war der Anteil der Brutto- wie auch der Nettomittelaufnahme in Euro leicht rückläufig. Da der effektive Wechselkurs des Dollars im Vergleich zu seinem historischen Durchschnitt niedrig blieb und diese Währung im vierten Quartal 5% an Wert verlor, steht die jüngste Entwicklung offenbar im Widerspruch zur positiven Beziehung, die in der Vergangenheit zwischen der Stärke einer Währung und ihrem Anteil am internationalen Absatz von Schuldtiteln zu beobachten war.

Konjunkturrückgang in Japan führt zu stockendem Absatz

In Japan im vierten Quartal immer noch negativer Nettoabsatz ...

Als auffälligste Schwäche des internationalen Anleihemarktes in den beiden vergangenen Quartalen erwies sich das Fehlen von Neuemissionen japanischer Schuldner. Ihr Nettoabsatz war im vierten Quartal rückläufig und lag nach einem geringfügigen Anstieg von \$ 721 Mio. im dritten Quartal mit -\$ 1,5 Mrd. im negativen Bereich. Auch der Bruttoabsatz war schwach und erreichte insgesamt lediglich \$ 20,4 Mrd. Dieser Rückgang der Mittelaufnahme erfolgte vor einem heterogenen wirtschaftlichen Hintergrund. Einerseits hielt die Konjunkturdelle an, und die Erwartungen eines baldigen Endes der Deflation der Güterpreise schwanden. Andererseits überstieg die Zahl der japanischen Emittenten, deren Rating heraufgesetzt wurde, die Zahl der Emittenten mit einer Bonitätsrückstufung, und mit anhaltend niedrigen Renditenaufschlägen blieben auch die Finanzierungsbedingungen günstig. Dies spricht dafür, dass der Absatzrückgang in erster Linie die Folge einer geringeren Mittelnachfrage der Schuldner am internationalen Markt gewesen sein dürfte.

... aber Gesamtvolumen 2004 über dem des Vorjahres

Längerfristig betrachtet jedoch verbesserte sich der internationale Nettoabsatz der japanischen Emittenten 2004 deutlich, was ein Zeichen dafür sein könnte, dass die japanischen Unternehmen nicht länger die Reduzierung ihres Fremdkapitalanteils anstreben, wie es in den letzten Jahren allgemeiner Trend gewesen war. Im Zeitraum 2000–2003 war der Nettoabsatz negativ gewesen. 2004 lag er im positiven Bereich und erreichte mit \$ 16,6 Mrd. sein höchstes Niveau seit 1996. Natürlich war diese Entwicklung zum Teil auf Währungseffekte zurückzuführen: Der Yen legte im vergangenen Jahr gegenüber dem Dollar um 4,3% zu. Der Grossteil des Zuwachses beim Nettoabsatz lässt sich jedoch nicht einfach durch Währungseffekte erklären: Japanische Schuldner platzierten nämlich 2004 netto Yen-Titel im Wert von ¥ 1 585 Mrd. am internationalen Markt, nach ¥ 615 Mrd. im Vorjahr.

Anhaltend lebhafter Absatz hochrentierender Titel

Nach wie vor attraktive Marktbedingungen für Emittenten hochrentierender Titel ...

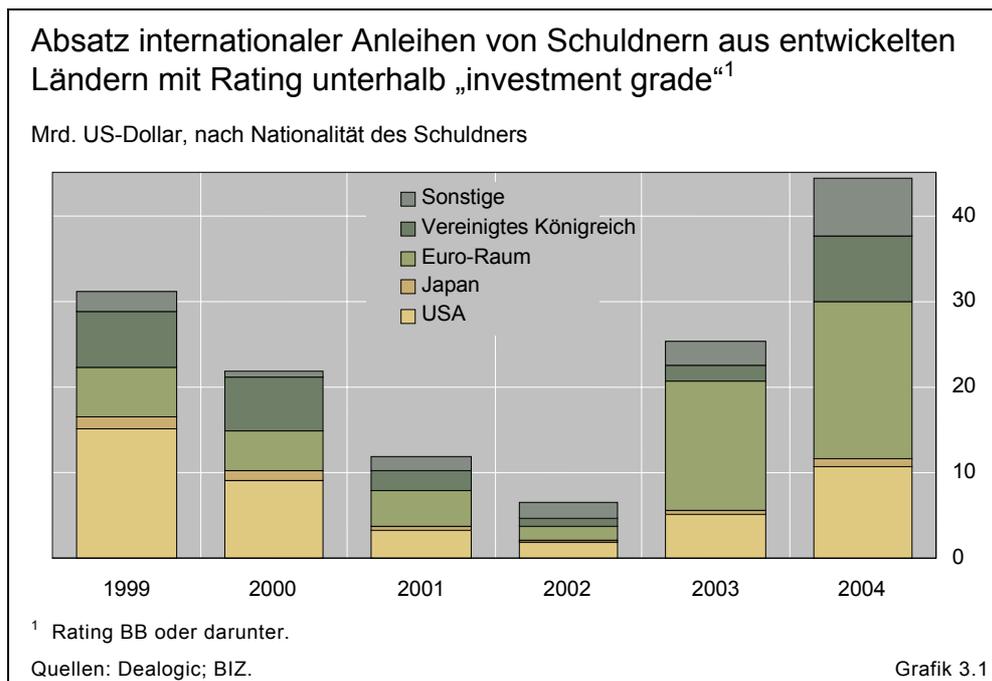
Da das Renditestreben der globalen Anleger auch im vierten Quartal anhielt und sich dadurch die Renditenaufschläge auf hochrentierende Schuldtitel noch weiter verringerten (s. „Überblick“), nahmen die niedriger bewerteten Schuldner aus entwickelten Volkswirtschaften am internationalen Markt weiterhin lebhaft Mittel auf. Zwar ging der Bruttoabsatz hochrentierender Titel von Emittenten aus entwickelten Volkswirtschaften im vierten Quartal leicht zurück (von

\$ 13 Mrd. im Vorquartal auf \$ 12,6 Mrd.), die Mittelaufnahme hielt sich jedoch auf hohem Niveau. Der Bruttoabsatz für 2004 betrug \$ 44,3 Mrd. und stellte damit jeden Gesamtjahresabsatz seit 1999 in den Schatten (Grafik 3.1).

Der geringfügige allgemeine Rückgang des Bruttoabsatzes im Hochzinsbereich verdeckt einige recht ausgeprägte Unterschiede zwischen den Volkswirtschaften. So nahm beispielsweise der Bruttoabsatz der US-Schuldner im vierten Quartal um 1,5% zu, bei den Emittenten aus dem Euro-Raum und Japan hingegen ging er beträchtlich zurück (-49% bzw. -59%). Die Tatsache, dass sich die Renditenaufschläge auf hochrentierende Schuldtitel im Euro-Raum in der Zeit von Oktober bis Dezember weiter verringerten, deutet darauf hin, dass die Ursache für den drastischen Rückgang des Absatzes in der mangelnden Mittelnachfrage der als spekulativ eingestuften Unternehmen lag, die auf die anhaltende Konjunkturflaute im Euro-Raum reagierten. Ebenso scheint der Rückgang des Gesamtabsatzes von Schuldtiteln japanischer Unternehmen eine schwache Mittelnachfrage widerzuspiegeln.

... trotz erheblicher Landesunterschiede

Die Technologie- und Finanzunternehmen zählten im vierten Quartal zu den wichtigsten Emittenten spekulativer Schuldtitel in den Industrieländern. Den grössten Abschluss im Privatsektor erzielte Elan Finance Corp. Ltd., ein irisches Unternehmen mit Sitz in den USA und einem Rating von B-, das eine US-Dollar-Anleihe über \$ 850 Mio. auflegte, die mit einem Renditenaufschlag von 387 Basispunkten gegenüber 7-jährigen US-Schatzpapieren versehen war. Die mit BB bewertete kanadische Firma Rogers Wireless Inc. emittierte festverzinsliche Wertpapiere im Wert von \$ 550 Mio. mit einem Renditenaufschlag von 330 Basispunkten. Eine weitere internationale Emission wurde am 19. November 2004 von HCA Inc. (Hospital Corporation of America) abgeschlossen, im Wert von \$ 750 Mrd. und mit einem Renditenaufschlag von 220 Basispunkten gegenüber 10-jährigen US-Schatzpapieren.



Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften erreicht 2004 neuen Rekord

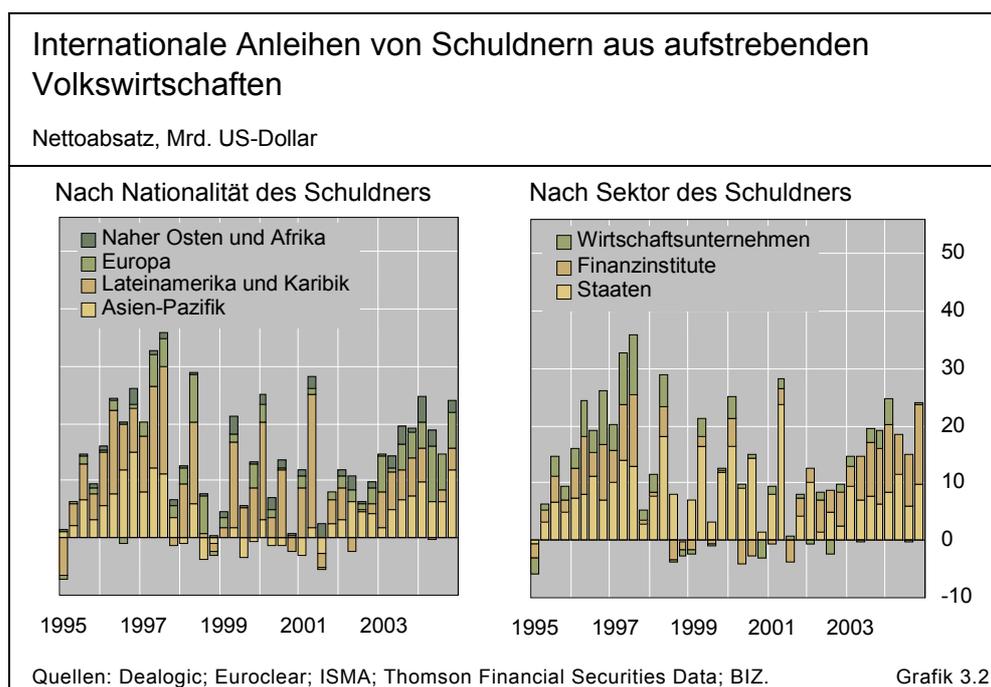
Jahresrekord beim Bruttoabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften

Die Mittelaufnahme der Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften am internationalen Anleihemarkt erreichte 2004 mit einem Gesamtvolumen von \$ 167 Mrd. Rekordhöhe und übertraf damit den 1996 verzeichneten Rekordwert von \$ 163 Mrd. Auch der Nettoabsatz war kräftig und lag mit \$ 82 Mrd. deutlich über dem in dem 5-Jahres-Zeitraum von 1999 bis 2003 verzeichneten Durchschnittswert von \$ 46 Mrd. Allerdings blieb er leicht hinter dem 1997 erreichten Spitzenwert von \$ 94 Mrd. zurück. Die Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften nutzten ganz offensichtlich das äusserst günstige Preisumfeld, da die Renditenaufschläge auf den EMBI+ von JPMorgan Chase im Dezember 2004 auf unter 350 Basispunkte – einen historischen Tiefststand – zurückgingen (s. „Überblick“).

Der Bruttoabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften betrug im vierten Quartal \$ 39,8 Mrd. (\$ 38,5 Mrd. im Vorquartal), lag aber immer noch unterhalb der in der ersten Jahreshälfte erreichten Volumina. Beim Nettoabsatz war ein grösserer Zuwachs zu verzeichnen: Er erhöhte sich von \$ 14,7 Mrd. im dritten Quartal auf \$ 23,9 Mrd. im vierten, sodass die Nettomittelaufnahme sogar das zweithöchste Niveau erreichte, das seit Anfang 2001 für ein Quartal verzeichnet worden war, und nur geringfügig hinter dem Rekordvolumen im ersten Quartal 2004 zurückblieb.

Mittelaufnahme der asiatischen Schuldner am höchsten ...

Das Wachstum des Nettoabsatzes im vierten Quartal war grösstenteils auf die asiatischen Schuldner zurückzuführen, wobei auch Emittenten aus Lateinamerika, dem Nahen Osten und Afrika Zuwächse auswiesen (Grafik 3.2). Im Gegensatz dazu blieb der Nettoabsatz in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas relativ flach. Die Nettomittelaufnahme der Finanzinstitute überstieg auch dieses Mal die der staatlichen Schuldner, und der Nettoabsatz der Wirtschaftsunternehmen nahm nur leicht zu.



Chinesische Schuldner waren im vierten Quartal die aktivsten Emittenten in Asien; ihr Nettoabsatz von \$ 4 Mrd. entsprach einem Drittel des Gesamtnettoabsatzes der Region. Die Volksrepublik China platzierte am 21. Oktober zwei umfangreiche Anleihen am Markt. Die grössere der beiden Emissionen war eine 10-jährige Euro-Anleihe über insgesamt \$ 1 248 Mio.; bei der anderen Emission handelte es sich um eine 5-jährige US-Dollar-Anleihe über \$ 500 Mio. Zusammengenommen stellt der Nominalwert der beiden Anleihen den höchsten Betrag dar, über den China jemals eine Staatsanleihe am internationalen Anleihemarkt platziert hat. Ziel der Emission der Euro-Anleihe war u.a., eine neue Euro-Benchmark zu schaffen und die chinesischen Staatsschuldtitle breiter unter den europäischen Anlegern zu streuen. Bei einer Tilgungsquote von Null bedeutete dies, dass der Nettoabsatz chinesischer Staatsschuldtitle im vierten Quartal \$ 1,7 Mrd. erreichte – eine Umkehr der rückläufigen Entwicklung (–\$ 300 Mio.) im Vorquartal, in dem die Regierung keine Wertpapiere begab, sondern nur einen Teil der bestehenden Staatsschuld tilgte.

... insbesondere des chinesischen Staates ...

Ungeachtet der beiden umfangreichen Staatsanleihen Chinas blieben die Finanzinstitute die grössten Emittenten asiatischer Schuldtitle am internationalen Markt. Beispielsweise entfielen 63% des Nettoabsatzes aus China auf Finanzinstitute des Landes. Auch die Finanzinstitute in Korea, Malaysia und Indien verbuchten im vierten Quartal einen kräftigen Nettoabsatz. Korea First Mortgage No 3 plc beispielsweise begab Anfang Dezember eine Euro-Anleihe über \$ 729 Mrd. mit einer langen Laufzeit von 31½ Jahren.

... und der asiatischen Finanzinstitute

Die Philippinen, üblicherweise ein sehr aktiver Emittent, platzierten angesichts ungünstiger Marktbedingungen im vierten Quartal keine Schuldtitle. Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung, zu der auch die Verabschiedung von Gesetzen zur Erhöhung der Steuereinnahmen gehörte, sorgten Anfang 2005 für einen Umschwung der Marktstimmung. Dies bereitete den Weg für die Ankündigung einer neuen, 25-jährigen Anleihe über \$ 1,5 Mrd. am 26. Januar – die bisher grösste Emission des Landes und seine erste langfristige Anleihe seit 2000. Eine Herabsetzung des Ratings des Landes um eine Stufe Mitte Januar durch Standard & Poor's und um zwei Stufen im Februar durch Moody's rief den Anlegern jedoch die schwache Haushaltslage der Philippinen ins Gedächtnis.

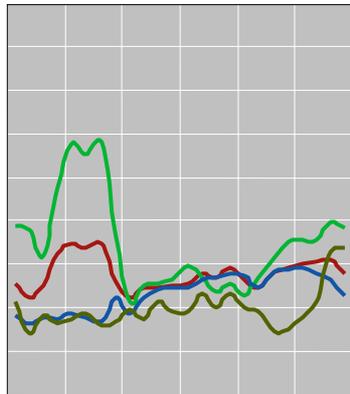
Die grössten Emissionen in Lateinamerika wurden sowohl in den grossen als auch in den kleinen Volkswirtschaften von den staatlichen Schuldnern durchgeführt. Brasilien legte im Oktober eine 15-jährige US-Dollar-Anleihe über insgesamt \$ 1 Mrd. auf und liess im Dezember eine weitere Anleihe über \$ 500 Mio. mit 9,6 Jahren Laufzeit folgen. Mexiko begab eine mittelfristige Euro-Note über \$ 971 Mio. mit einer Laufzeit von 15¼ Jahren, und Peru legte eine 10-jährige Euro-Anleihe über insgesamt \$ 806 Mio. auf. Die Ankündigung derartig umfangreicher Emissionen in Euro deutet auf eine im vierten Quartal kräftige Nachfrage derjenigen europäischen Anleger hin, die an höherverzinslichen Schuldtitlen interessiert waren. Unter den Staaten Lateinamerikas erhöhte Venezuela seinen Nettoabsatz am deutlichsten, nämlich von Null im dritten Quartal auf \$ 2 Mrd. im vierten Quartal. Im Gegensatz dazu war der

Staatliche Emittenten in Lateinamerika am aktivsten ...

Durchschnittliche Laufzeit von Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften¹

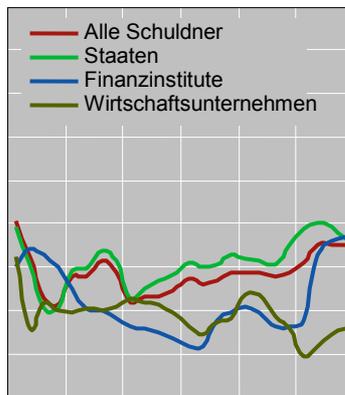
Festverzinsliche internationale Anleihen und Notes, Anzahl Jahre

Asien-Pazifik



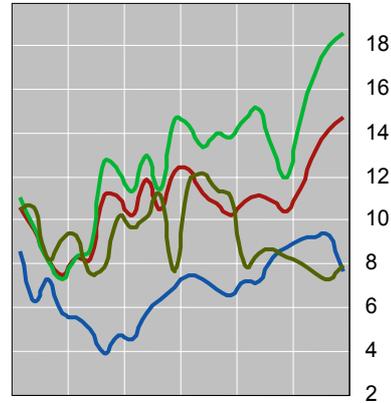
1999 2000 2001 2002 2003 2004

Europa



1999 2000 2001 2002 2003 2004

Lateinamerika und Karibik



1999 2000 2001 2002 2003 2004

¹ Gleitender 4-Quartals-Durchschnitt.

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

Grafik 3.3

Nettoabsatz der Wirtschaftsunternehmen in der Region im dritten Quartal in Folge rückläufig, und der Nettoabsatz der Finanzinstitute lag im negativen Bereich (-\$ 1 Mrd.).

... und höhere Volumina bei Emissionen in Landeswährung

Eine weitere Besonderheit des vierten Quartals war der Bruttoabsatz lateinamerikanischer Schuldner in Landeswährung, der sein bei weitem höchstes Niveau (\$ 516,4 Mio.) seit dem Ausbruch der Argentinien-Krise erreichte. Dies brachte den Gesamtabsatz für 2004 auf den Stand von \$ 855,7 Mio., nicht weit von dem 2001 verzeichneten Nominalwert von \$ 939,1 Mio. Dieser sprunghafte Anstieg des Absatzes von Anleihen und Notes in Landeswährung erfolgte zeitgleich mit einer markanten Zunahme der Bankkredite in lokaler Währung an Schuldner in der Region (s. „Das internationale Bankgeschäft“). Drei Schuldtitel wurden im vierten Quartal am Markt platziert: Kolumbien kündigte im November die Emission einer Anleihe über 954,5 Mrd. kolumbianische Pesos (\$ 373,8 Mio.) an, und die brasilianischen Banken Banco Bradesco SA und Banco do Brasil SA kündigten im Dezember zwei mittelfristige Notes im Wert von 271 Mio. Reais (\$ 97,4 Mio.) bzw. 125,7 Mio. Reais (\$ 45,2 Mio.) an.

Umfangreiche Emissionen von Ungarn und der Türkei

Die grösste einzelne Emission der aufstrebenden Volkswirtschaften Europas wurde von Ungarn begeben – eine 7-jährige festverzinsliche Euro-Anleihe mit einem Nominalwert von \$ 1,263 Mrd. und einem Kupon von 3,625%. Die Türkei schloss Ende November eine Emission im Wert von \$ 500 Mio. ab. Dabei handelte es sich um eine US-Dollar-Anleihe mit einer Laufzeit von 10½ Jahren, die mit einem Renditeaufschlag von 286 Basispunkten gegenüber 10-jährigen US-Schatzpapieren versehen war. Die Mittelaufnahme russischer Finanzinstitute, eine treibende Kraft der Emissionen der aufstrebenden Volkswirtschaften Europas in jüngster Zeit, verlangsamte sich im vierten Quartal, und der Nettoabsatz ging von \$ 2,9 Mrd. auf \$ 1,9 Mrd. zurück.

Zu erwähnen ist schliesslich, dass die Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2004 die durchschnittliche Laufzeit ihrer Anleihen und Notes verlängerten. Neben dem Rekordbruttoabsatz und den sich verringernden Renditenaufschlägen kann dies als weiteres Anzeichen dafür gewertet werden, dass die Finanzierungsbedingungen im vergangenen Jahr insgesamt sehr günstig waren. Der gleitende 4-Quartals-Durchschnitt der Laufzeit neu aufgelegter Anleihen und Notes aus aufstrebenden Volkswirtschaften betrug Ende 2004 in den wichtigsten Regionen 7,6 Jahre (Asien-Pazifik), 9 Jahre (Europa) bzw. 14,7 Jahre (Lateinamerika) (Grafik 3.3). Bei den staatlichen Emittenten waren es 9,7 Jahre (Asien-Pazifik), 9,3 Jahre (Europa) und 18,6 Jahre (Lateinamerika). Vor allem im vierten Quartal jedoch verringerte sich die durchschnittliche Laufzeit in all diesen Regionen wie auch in den meisten Sektoren.