

3. Der internationale Anleihemarkt

Die Nachfrage nach internationalen Schuldtiteln blieb im zweiten Quartal 2005 trotz den Turbulenzen an den weltweiten Kreditmärkten, die durch die Ereignisse in der US-Automobilbranche ausgelöst worden waren, recht robust. Der Bruttoabsatz internationaler Anleihen und Notes insgesamt ging zwar leicht zurück, doch dieser Rückgang entsprach im Grossen und Ganzen dem saisonalen Verlauf der vergangenen Jahre, und im Vergleich zum Vorjahresquartal nahm der Absatz um 27% zu (Tabelle 3.1). Der Bruttoabsatz japanischer Schuldner erhöhte sich, und bei den Schuldnern aus dem Euro-Raum hielt er sich auf hohem Niveau. Weltweit fiel der Nettoabsatz von Anleihen und Notes im Berichtszeitraum um 4%, wenn er auch in den meisten Fällen höher war als im zweiten Quartal 2004 (Tabelle 3.2).

Nach einigen Quartalen mit einem kräftigen Absatz ging die Mittelaufnahme im hochrentierenden Bereich in den entwickelten Volkswirtschaften im April und Mai stark zurück – eine Folge erhöhter Unsicherheit an diesen Märkten nach den Rating-Herabstufungen von General Motors und Ford. Im Juni erholte sie sich dann aber deutlich. Im Gegensatz dazu waren die meisten Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften von den Turbulenzen dieses Frühjahrs vergleichsweise wenig betroffen: Ihr Bruttoabsatz nahm abermals zu und hielt den Rekordtrend, der seit 2003 bei der Mittelaufnahme zu beobachten ist.

Anhaltend kräftiger Absatz im Euro-Raum

Der Bruttoabsatz von auf Euro lautenden Anleihen und Notes der Schuldner im Euro-Raum am internationalen Markt stieg um 1,2% auf € 418 Mrd. Der Absatz je Quartal nahm viel schneller zu, als angesichts des saisonalen Verlaufs der vergangenen Jahre erwartet worden war, denn der Bruttoabsatz im Euro-Raum wird für das zweite Quartal jeweils um durchschnittlich 16% niedriger als für das erste geschätzt (s. Kasten auf S. 41). In US-Dollar ausgedrückt fiel der Bruttoabsatz jedoch infolge der Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar um 4,8%.

Euro-Raum
verzeichnet Anstieg
des Brutto-
absatzes ...

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2003	2004	2004			2005	
	Jahr	Jahr	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Angekündigte Emissionen insgesamt	2 885,2	3 300,7	768,7	726,1	822,8	1 074,9	975,7
Anleihen	1 610,8	1 786,5	402,5	378,2	435,4	593,9	532,1
Notes	1 274,4	1 514,3	366,3	347,9	387,4	480,9	443,6
Zinsvariabel	962,6	1,257,3	306,4	285,2	328,2	336,9	410,8
Festverzinslich	1 834,5	1 986,1	444,0	430,3	483,3	723,5	558,2
Eigenkapitalbezogen ¹	88,1	57,4	18,3	10,5	11,2	14,5	6,6
US-Dollar	1 171,8	1 154,4	257,3	255,5	284,4	313,6	299,1
Euro	1 287,8	1 597,8	379,0	350,2	389,8	570,1	530,4
Yen	102,7	111,4	33,8	22,4	25,9	30,5	27,0
Sonstige Währungen	322,9	437,1	98,7	98,0	122,6	160,8	119,2
Entwickelte Länder	2 620,5	3 010,3	694,7	655,8	752,6	952,0	883,9
USA	739,9	771,9	167,8	169,7	184,7	215,2	176,5
Euro-Raum	1 302,5	1 469,8	358,2	306,1	363,1	531,2	505,6
Japan	48,3	62,0	19,8	12,1	9,9	13,9	14,9
Offshore-Finanzplätze	32,0	41,3	7,0	13,9	13,5	11,7	12,7
Aufstrebende Volkswirtschaften	140,2	152,0	36,7	35,0	34,9	82,9	50,2
Finanzinstitute	2 282,0	2 687,2	603,4	606,5	688,8	840,0	810,5
Privat	1 913,3	2 276,5	515,4	500,4	592,8	696,7	674,1
Öffentlich	368,7	410,7	88,0	106,1	96,0	143,3	136,4
Wirtschaftsunternehmen	268,2	271,3	72,1	62,3	75,0	58,3	55,5
Privat	217,8	231,4	60,6	57,0	60,9	54,9	42,0
Öffentlich	50,4	39,9	11,5	5,3	14,0	3,4	13,5
Staaten	242,6	245,2	62,9	35,9	37,3	148,3	80,7
Internationale Organisationen	92,5	97,1	30,3	21,3	21,8	28,3	28,9
Bruttoabsatz	2 866,3	3 304,3	796,4	708,9	864,7	1,014,3	998,0
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	<i>1 502,6</i>	<i>1 752,1</i>	<i>456,8</i>	<i>405,0</i>	<i>439,8</i>	<i>521,7</i>	<i>524,5</i>

¹ Wandel- und Optionsanleihen.

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

Tabelle 3.1

Beim Nettoabsatz von Anleihen und Notes im Euro-Raum wurde im zweiten Quartal ein Anstieg um 2,6% verzeichnet, und mit \$ 289 Mrd. machte er 61% des gesamten Nettoabsatzes am internationalen Markt in diesem Zeitraum aus. Die Nettomittelaufnahme in Deutschland stieg das zweite Quartal in Folge, ein Zeichen für die positiven Konjunkturmeldungen. Auch in Spanien erholte sich der Nettoabsatz, in Frankreich und den Niederlanden hingegen war er rückläufig. Der Rückgang des Nettoabsatzes war bei den französischen Emittenten sowohl unter den Finanzinstituten als auch beim öffentlichen Sektor zu beobachten. Die Unternehmen hingegen erhöhten ihre Nettomittelaufnahme von –\$ 2,6 Mrd. im ersten auf \$ 4,7 Mrd. im zweiten Quartal.

... sowie des Nettoabsatzes, hauptsächlich deutscher Schuldner

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Anleihen und Notes

Mrd. US-Dollar

	2003	2004	2004			2005		Stand Ende Juni 2005
	Jahr	Jahr	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	
Nettoabsatz insgesamt	1 363,7	1 552,2	339,6	303,9	424,9	492,5	473,5	13 392,2
Zinsvariabel	384,2	637,3	161,3	129,7	193,9	99,9	236,8	3 714,5
Festverzinslich	958,6	921,1	170,6	176,8	235,4	397,1	242,1	9 338,8
Eigenkapitalbezogen	20,9	-6,2	7,7	-2,7	-4,4	-4,5	-5,4	338,9
Entwickelte Länder	1 282,5	1 432,6	311,3	276,6	397,1	459,3	444,8	11 889,2
USA	258,9	218,5	4,2	34,8	64,1	64,4	45,7	3 306,9
Euro-Raum	733,4	780,8	205,1	139,8	220,4	282,1	289,4	5 878,1
Japan	-1,6	17,4	10,0	1,9	0,4	4,9	-0,6	270,0
Offshore-Finanzplätze	16,5	21,4	4,4	8,5	8,9	2,6	8,0	161,2
Aufstrebende Volkswirtschaften	42,3	75,3	15,1	13,0	21,6	28,7	15,2	816,8
Finanzinstitute	1 105,1	1 302,5	275,0	277,0	365,5	392,2	419,7	9 930,3
Privat	907,4	1 087,2	234,7	220,3	316,8	317,4	349,5	8 379,6
Öffentlich	197,7	215,2	40,3	56,7	48,7	74,8	70,2	1 550,7
Wirtschaftsunternehmen	108,5	75,7	11,5	12,3	42,9	13,9	10,8	1 504,2
Privat	90,1	55,9	5,9	12,6	34,8	21,9	3,4	1 271,1
Öffentlich	18,4	19,8	5,7	-0,3	8,1	-8,1	7,4	233,1
Staaten	127,6	151,2	44,3	8,8	19,2	84,5	37,4	1 432,7
Internationale Organisationen	22,5	22,9	8,8	5,8	-2,7	2,0	5,5	524,9

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

Tabelle 3.2

Rekordhöhe
Dollaremission der
Bundesrepublik
Deutschland

Die bemerkenswerteste Transaktion im Berichtszeitraum war wohl die Dollaranleihe, die die Bundesrepublik Deutschland am 1. Juni begab. Mit einem Nominalwert von \$ 5 Mrd. ist sie eine der umfangreichsten staatlichen oder supranationalen Dollaranleihen, die jemals am internationalen Markt platziert wurden. Die 5-jährige Anleihe ist mit einem Renditenaufschlag von 12 Basispunkten gegenüber der im Mai 2010 fälligen US-Schatzanleihe ausgestattet, sodass, bei Berücksichtigung der aktuellen Swapsätze, die Finanzierungskosten im Vergleich zur Emission einer Euro-Anleihe wahrscheinlich niedriger waren.

Weitere staatliche
Schuldner im Euro-
Raum aktiv, z.B.
Griechenland

Die grössten Emissionen im Berichtszeitraum wurden von staatlichen Schuldnern des Euro-Raums platziert: Griechenland und Finnland begaben beide Anleihen im Wert von €5 Mrd. Griechenland legte seine 5-jährige Staatsanleihe, die sich in erster Linie an Gebietsfremde richtete, am 20. April mit einem Aufschlag von 13 Basispunkten gegenüber einer im April 2010 fälligen deutschen Bundesobligation auf. Obwohl die Emission mit einem niedrigeren Renditenaufschlag bewertet wurde als die früher im Jahr gehandelten Anleihen Griechenlands, wurde sie vom Markt nicht gerade enthusiastisch aufgenommen. Dafür kann es mehrere Gründe geben, so z.B. die vom griechischen Staat dieses Jahr bereits getätigten umfangreichen Emissionen, die Tatsache, dass es relativ schwierig ist, mittelfristige Anleihen zu platzieren, sowie die wachsende Unsicherheit der Finanzmärkte im Euro-Raum nach der Ablehnung der europäischen Verfassung durch Frankreich und die Niederlande in den Referenden

dieses Frühjahrs. Positiv ist zu vermerken, dass mit dieser Emission das griechische Benchmark-Finanzierungsprogramm für 2005 abgeschlossen sein dürfte.

Weitere umfangreiche Euro-Emissionen des öffentlichen Sektors waren u.a. eine Staatsanleihe Österreichs über € 4,5 Mrd. sowie je eine Anleihe über € 4 Mrd. der Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale und der Kreditanstalt für Wiederaufbau. Die grösste Emission im privaten Sektor wurde von German Postal Pensions Securitisation Plc abgeschlossen. Diese Zweckgesellschaft begab einen forderungsbesicherten Schuldtitel über € 3,5 Mrd.; als Sicherheit dient ein Portfolio mit Pensionsforderungen.

Nettoabsatz der US-Emittenten weiterhin stockend

Die Mittelaufnahme der US-Emittenten am Markt für internationale Anleihen und Notes ging im zweiten Quartal 2005 um 18% zurück. Saisonal bereinigt nahm der Bruttoabsatz der US-Schuldner um 8,4% zu. Unter den US-Schuldnern am Markt dominierten nach wie vor die Finanzinstitute; auf sie entfielen 95% des Bruttoabsatzes von Anleihen und Notes. So setzte Fannie Mae mehrere grosse Emissionen ab (s. unten), ebenso die Federal Home Loan Banks, Global Mtg Sec 2005-A und Wells Fargo.

Ankündigung mehrerer Anleihen durch US-Finanzinstitute ...

Der Nettoabsatz von Anleihen und Notes durch US-Emittenten ging im Berichtszeitraum zwar um 29% auf \$ 45,7 Mrd. zurück, lag damit jedoch immer noch deutlich über den im zweiten Quartal des Vorjahres verzeichneten \$ 4,2 Mrd. Der Nettoabsatz für alle Schuldtitel (Anleihen und Notes sowie Geldmarktpapiere) war noch stärker rückläufig, er fiel von \$ 72,2 Mrd. auf \$ 49 Mrd. (s. Tabelle 12A im Anhang). Die Präsenz der US-Wirtschaftsunternehmen am internationalen Anleihemarkt hat sich weiter verringert: Im letzten Quartal verzeichnete dieser Sektor für Schuldtitel aller Kategorien einen negativen Nettoabsatz, nämlich -\$ 3,9 Mrd.

... bei rückläufigem Nettoabsatz der US-Emittenten

Längerfristig betrachtet war die US-Präsenz am internationalen Anleihemarkt in den letzten beiden Jahren weniger ausgeprägt als früher. Nachdem sie die letzte Rezession hinter sich hatten, konzentrierten sich viele US-Firmen darauf, ihre Verschuldung abzubauen und ihre Bilanzen zu verbessern. Der geringere Nettoabsatz an dem sehr viel grösseren Inlandsmarkt spiegelte sich am internationalen Anleihemarkt wider. Es ist jedoch ebenfalls offensichtlich, dass sich der Absatz der US-Unternehmen am internationalen Markt noch erholen muss, selbst wenn es, gemessen an der Aktivität am inländischen Markt, bereits zu einer Wende im Kreditzyklus gekommen ist (s. „Überblick“).

Schwächere Präsenz von US-Schuldnern am internationalen Markt ...

Saisonfaktoren am internationalen Anleihemarkt

Jeffery D. Amato und Jhuvesh Sobrun

Die in den BIZ-Statistiken enthaltenen Daten zum internationalen Anleihemarkt sind nicht um saisonale Einflüsse bereinigt. Manchmal ist es jedoch interessant zu wissen, ob eine starke saisonale Komponente vorhanden ist, da so bessere Rückschlüsse auf Trends und zyklische Entwicklungen möglich sind. Bei der Analyse von Veränderungen des Bruttoabsatzes im Quartalsvergleich ist es beispielsweise nützlich zu wissen, welcher Anteil des Absatzes auf die zu bestimmten Zeiten im Jahr übliche Finanzierungstätigkeit entfällt und welcher Anteil auf andere Faktoren zurückzuführen ist. Saisonale Absatzschwankungen können durch die Notwendigkeit bedingt sein, die Mittelflüsse zu verstetigen, die aus den im Kalenderjahr auftretenden systematischen Ungleichgewichten zwischen Einnahmen und Ausgaben resultieren. Die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen wiederum können Ursache für einen zyklischen Verlauf der Mittelaufnahme sein.

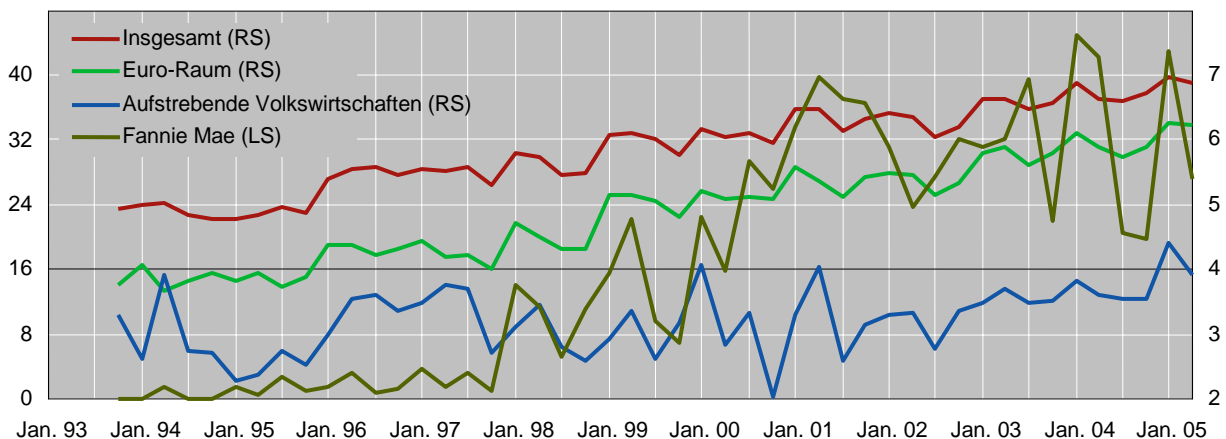
Der vorliegende Kasten liefert erste Belege für das Ausmass saisonaler Einflüsse auf die BIZ-Daten zum internationalen Anleihen- und Notes-Absatz. Die Untersuchung hat zu vier Hauptergebnissen geführt: Der Bruttoabsatz zeichnet sich allgemein durch einen hohen Grad an Saisonalität aus; der Absatz ist im ersten Quartal generell am höchsten und nimmt dann im Verlauf des Jahres ab; in einigen Fällen hat sich der saisonale Verlauf im Laufe der Zeit verändert; der Nettoabsatz schliesslich zeigt weniger saisonale Schwankungen, was auf einen saisonalen Krediterneuerungseffekt beim Bruttoabsatz hindeutet.

Methodik und Ergebnisse

In der Untersuchung wurde ein breites Spektrum an Quartalsdaten der BIZ zum Brutto- und Nettoabsatz analysiert: Gesamtabsatz, Absatz nach Wirtschaftsräumen, nach Sektoren, nach Währung sowie für eine ausgewählte Gruppe der grössten staatlichen und nichtstaatlichen Schuldner. Die BIZ-Datenbank enthält Daten, die nach einer vereinheitlichten Methode erfasst wurden, die auf das vierte Quartal 1993 zurückgeht (einige Datenreihen decken einen längeren Zeitraum ab). Zur Wahrung der Kohärenz und Vergleichbarkeit dient jenes Quartal als Anfangsdatum für die vorliegende Analyse. In Grafik A sind einige der Zeitreihen zum Bruttoabsatz dargestellt; für Zeitreihen mit einem exponentiellen Wachstum sind die Daten auf einer logarithmischen Skala aufgetragen. In den dargestellten Reihen sind für den Grossteil des Stichprobenzeitraums kalendarische Regelmässigkeiten zu beobachten. So war der Absatz im Euro-Raum in der ersten Hälfte des Kalenderjahres, besonders im ersten Quartal, generell höher. Die folgende Analyse liefert Schätzungen zur quantitativen Signifikanz dieses Musters.

Eine übliche Methode für die Saisonbereinigung von Daten ist das Verfahren X-12-ARIMA des US Census Bureau. Es findet Anwendung bei der Bereinigung zahlreicher amtlicher Statistiken, nicht nur in den USA, sondern auch in anderen Ländern. Im Wesentlichen werden beim

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes¹



¹ Jede Reihe (ursprünglich in Mrd. US-Dollar) wird in natürlichen Logarithmen ausgedrückt, mit Ausnahme von Fannie Mae.

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

Grafik A

Saisonale Faktoren beim Brutto- und Nettoabsatz internationaler Anleihen und Notes¹

	Durchschnitt saisonale Faktoren								F-Test für Präsenz saisonaler Einflüsse ²	
	Brutto				Netto				Brutto	Netto
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
Insgesamt	1,139	1,072	0,949	0,840	34,735	24,719	-23,557	-35,393	32,252*	10,717*
Nach Region										
Aufstrebende Volkswirtschaften	1,060	1,298	0,860	0,772	1,762	3,240	-0,203	-5,022	7,087*	2,171
Euro-Raum	1,214	1,050	0,866	0,874	19,795	13,594	-18,400	-13,588	39,071*	14,373*
USA	1,128	1,037	0,990	0,842	8,243	-4,203	2,966	-7,680	17,676*	2,352
Nach Sektor										
Aufstrebende Volkswirtschaften	1,006	1,159	0,954	0,879	-2,483	5,739	-3,868	0,330	6,983*	4,449
Finanzsektor	1,151	1,029	0,963	0,857	21,697	10,410	-18,854	-13,421	29,076*	7,322*
Staaten	1,328	1,241	0,798	0,636	14,793	3,141	-3,909	-13,336	13,100*	9,656*
Nach Schuldner ³										
Frankreich	0,986	0,988	1,006	1,021	-0,019	-0,018	-0,018	0,052	35,997*	2,505
Deutschland	1,691	1,270	0,766	0,648	1,426	0,284	-0,532	-1,025	8,402*	8,143*

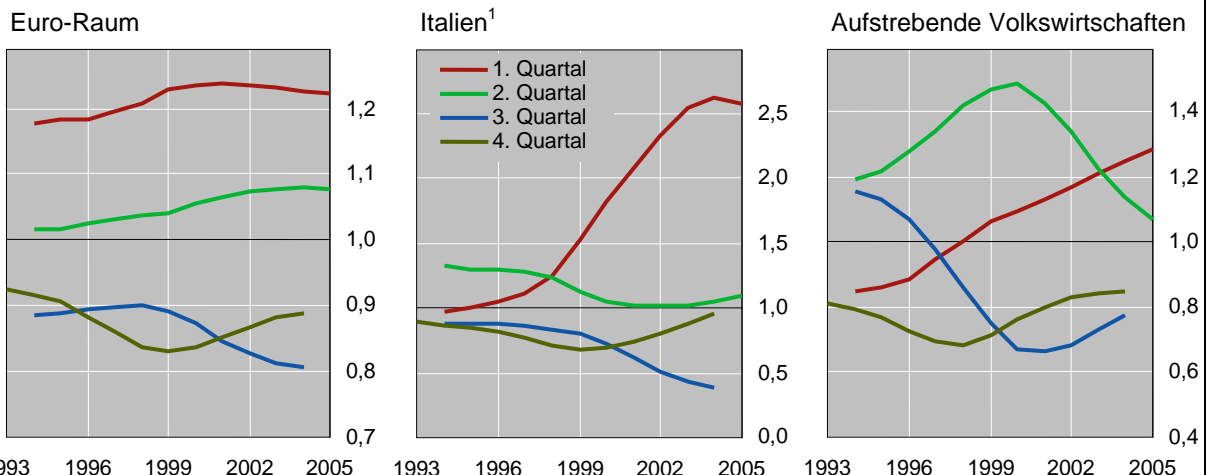
¹ Wenn nicht anders angegeben, Bruttoabsatz multiplikativ, Nettoabsatz additiv (Mrd. US-Dollar). Stichprobenzeitraum: Q4 1993 – Q2 2005. ² * statistische Signifikanz beim Niveau 0,1%. ³ Geschätzter additiver Saisonfaktor für Bruttoabsatz, ausgedrückt als Exponential des Verhältnisses saisonaler zu durchschnittlichem Bruttoabsatz im Stichprobenzeitraum. Dies erleichtert den Vergleich mit den multiplikativen Faktoren in der anderen Reihe.

X-12-Verfahren gleitende Durchschnitte verwendet, um die saisonalen Einflüsse in einer Datenreihe zu schätzen.^① Neben dem X-12-Verfahren gibt es auch andere Verfahren, doch in der Regel führen sie zu ähnlichen Ergebnissen.^②

In der Tabelle sind für jedes Quartal ausgewählte Schätzwerte des durchschnittlichen saisonalen Einflusses (in der gesamten Stichprobe) dargestellt.^③ Ausserdem werden Statistiken gezeigt, anhand derer das Vorhandensein von Saisonfaktoren überprüft werden soll. In den meisten Zeitreihen für den Bruttoabsatz wird die Nullhypothese „keine Saisonfaktoren“ auf den konventionellen Signifikanzniveaus verworfen, was zu der Schlussfolgerung führt, dass der Absatz internationaler Schuldtitel in den meisten Fällen starken saisonalen Schwankungen unterworfen ist.^④ Für den Gesamtabsatz ist im Jahresverlauf vom ersten bis zum letzten Quartal eindeutig ein Nachlassen der saisonalen Einflüsse erkennbar. Die Schätzungen legen beispielsweise nahe, dass der Bruttoabsatz im ersten Quartal tendenziell 14% über dem Durchschnittswert liegt, während er sich im letzten Quartal 16% unter dem Durchschnitt einpendelt. Die im Bruttoabsatz erkennbaren saisonalen Schwankungen spiegeln sich in vielen der desaggregierten Grössen wider, insbesondere im Euro-Raum und in den USA. Da in diesen Regionen die Finanzinstitute die grössten Emittenten sind, ist für das erste Quartal in diesem Sektor auch ein vergleichsweise hoher Absatz festzustellen. Am stärksten ausgeprägt ist der saisonale Effekt für das erste Quartal beim Bruttoabsatz der staatlichen Schuldner aus den entwickelten und den aufstrebenden Volkswirtschaften. Der Absatz in dieser Gruppe liegt in den ersten drei Monaten des Jahres 33% über dem Durchschnitt,

^① Für mehr Informationen zum X-12-ARIMA-Verfahren, s. US Census Bureau, *X-12-ARIMA Reference Manual, Final Version 0.2*, Washington, D.C., US Census Bureau, 2002. ^② Für eine Beschreibung anderer Verfahren zur Saisonbereinigung und ihren Vorteilen s. B. Fischer, *Decomposition of time series – comparing different methods in theory and practice*, Eurostat, Dokument der Arbeitsgruppe, 1995. ^③ Auf Anfrage sind Ergebnisse für zahlreiche andere Zeitreihen erhältlich. Für den Bruttoabsatz werden in den meisten Fällen multiplikative saisonale Faktoren (d.h. ihr Produkt ergibt Eins) geschätzt, während beim Nettoabsatz für alle Reihen additive Faktoren (d.h. ihre Summe ergibt Null) geschätzt werden, da sie negativ sein können. ^④ Die einzigen Ausnahmen werden von relativ kleinen Untergruppen von Emittenten gebildet.

Zeitabhängige saisonale Faktoren im Bruttoabsatz



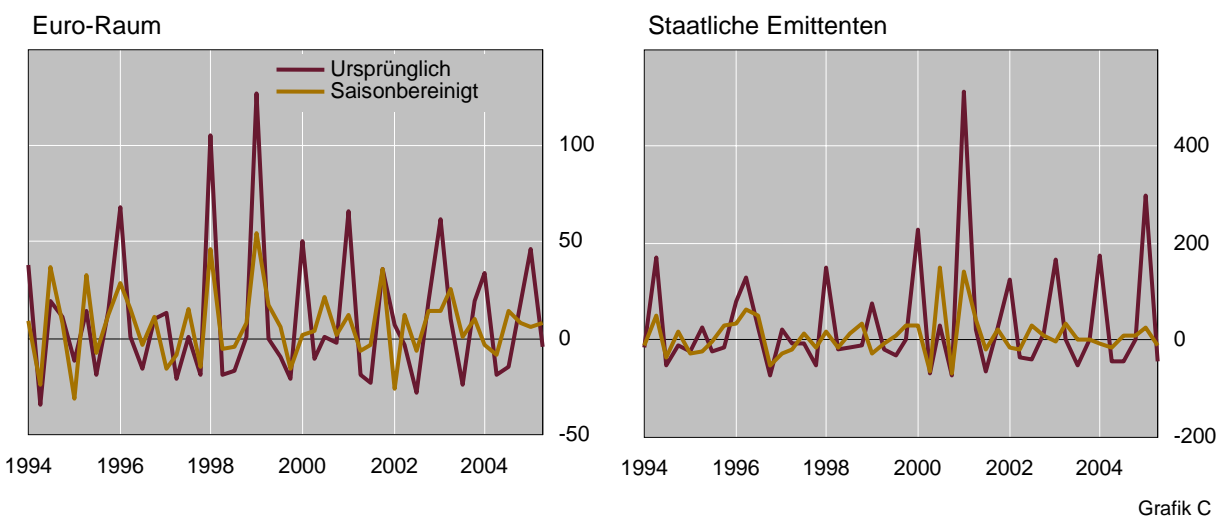
1993 1996 1999 2002 2005 1993 1996 1999 2002 2005 1993 1996 1999 2002 2005
¹ Additive Faktoren werden als Exponential des Verhältnisses saisonaler zu durchschnittlichem Bruttoabsatz im Stichprobenzeitraum ausgedrückt. Grafik B

im Laufe des Jahres fällt die Absatzkurve dann jedoch steil ab. Hingegen neigen die Schuldner aufstrebender Volkswirtschaften insgesamt dazu, im zweiten Quartal mehr internationale Schuldtitel aufzulegen.[®]

Die Art der saisonalen Schwankungen hat sich darüber hinaus mit der Zeit verändert. In Grafik B sind für drei Beispiele Zeitreihenschätzungen für die saisonalen Einflüsse im Bruttoabsatz dargestellt. Der saisonale Verlauf beim Bruttoabsatz der Schuldner im Euro-Raum insgesamt hat sich seit 1993 eher wenig verändert, doch der italienische Staat, einer der grössten Schuldner in dieser Region, hat seit etwa 1999 seinen Absatz im ersten Quartal merklich erhöht. Eine mögliche Erklärung für dieses Verhalten liegt in der veränderten Finanzierungsstrategie Italiens seit Beginn der Europäischen Währungsunion. Insbesondere mit der Einführung des Euro kam es zu vereinten Anstrengungen der staatlichen Schuldner im Euro-Raum, die Emissionen staatlicher Schuldtitel besser zu koordinieren. In den aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich der saisonale Verlauf der Emissionstätigkeit – anders als im Euro-Raum – wesentlich verändert. Es ist auffällig, dass die Emittenten in diesen Ländern ihre Emissionen zunehmend an den Anfang des Jahres vorziehen, was dem saisonalen Verlauf im Euro-Raum und in den USA entspricht.

Saisonbereinigter Bruttoabsatz

Quartalsänderungen, Prozent



[®] Saisonale Effekte sind ausserdem erkennbar, wenn man den Absatz nach Währungen aufschlüsselt: Hier besteht eine grobe Übereinstimmung mit den saisonalen Schwankungen in der jeweiligen Wirtschaftsregion der Währung.

Grafik C veranschaulicht die Auswirkungen der Saisonbereinigung der Bruttoabsatzdaten: Die Veränderungen der Rohdaten sowie der saisonbereinigten Daten in jedem Quartal sind hier in Prozent dargestellt. Es besteht zwar eine enge Verbindung zwischen den beiden Reihen, doch es ist deutlich, dass die Saisonbereinigung viele der starken Bewegungen in den unbereinigten Daten geglättet hat.

Schliesslich gibt die Tabelle auch Aufschluss über die durchschnittlichen Schätzwerte der saisonalen Faktoren, die sich im jeweiligen Quartal auf den Nettoabsatz auswirken. Insgesamt lassen sich für den Nettoabsatz weniger saisonale Schwankungen nachweisen als für den Bruttoabsatz. Beispielsweise ist zwar der Verlauf im Euro-Raum stark saisonal geprägt und damit dem Verlauf des Bruttoabsatzes ähnlich, und dies findet auch seinen Ausdruck in den Schätzungen für Deutschland. Andererseits ist in der Nettomittelaufnahme der Schuldner aus den USA und aufstrebenden Volkswirtschaften kein saisonaler Verlauf erkennbar.

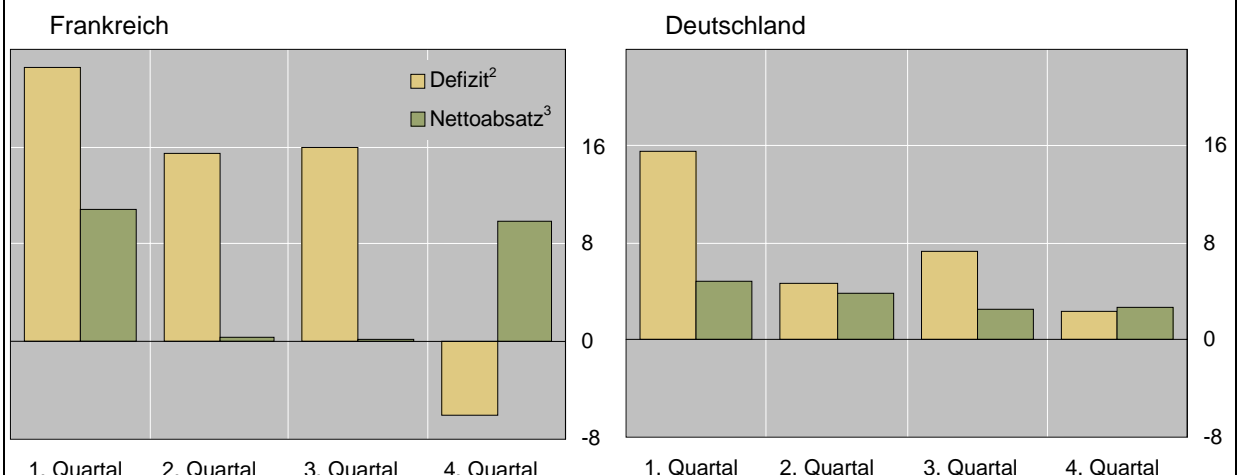
Diskussion und Schlussfolgerungen

Wie lässt sich der geschätzte saisonale Verlauf beim Brutto- und Nettoabsatz erklären? Zum einen haben die Ferienzeiten wahrscheinlich einen Einfluss auf das Marktgeschehen. August und Dezember sind in der Regel ruhige Monate an den Primärmärkten, da zu dieser Zeit zahlreiche Marktteilnehmer Urlaub nehmen. Aus diesem Grund unternehmen viele Emittenten noch nicht einmal den Versuch, in dieser Zeit Anleihen am Markt zu platzieren.

Zweitens kann es erforderlich sein, die Planung der Mittelaufnahme am typischen Verlauf der Einnahmen und Ausgaben auszurichten. Bei einigen Emittenten können z.B. in bestimmten Perioden die Einnahmen die Ausgaben systematisch übersteigen, während sie zu anderen Zeiten deutlich hinter den Ausgaben zurückbleiben. In manchen Ländern liegt es beispielsweise an der Steuergesetzgebung, dass die Einnahmen in bestimmten Monaten besonders hoch sind. Grafik D zeigt, dass das Haushaltsdefizit in Frankreich und Deutschland im Durchschnitt im ersten Quartal am grössten und im letzten Quartal des Jahres am geringsten ist. Soweit diese Staaten den internationalen Anleihemarkt zur Finanzierung ihrer Defizite in Anspruch nehmen, wäre daher zu erwarten, dass der Nettoabsatz generell im ersten Quartal höher und im letzten Quartal besonders niedrig ist. Die Daten für Deutschland belegen diese Vermutung auch; die Schätzungen für Frankreich dagegen deuten, soweit sie überhaupt etwas aussagen, auf einen relativ hohen Nettoabsatz im vierten Quartal hin. Der Nettoabsatz des französischen Staates am internationalen Anleihemarkt stellt nur einen Bruchteil des durchschnittlichen jährlichen Haushaltsdefizits dar, sodass zu vermuten ist, dass sich die Nettomittelaufnahme der staatlichen Agence France Trésor überwiegend auf die inländischen Märkte konzentriert. Damit wird ein Hindernis beim Versuch,

Staatliche Haushaltsdefizite und ihre Finanzierung

Mrd. US-Dollar; nach Quartal¹



¹ Durchschnitt Q4 1993 – Q2 2005. ² Ausgaben des Zentralstaates abzüglich Einnahmen. ³ Absatz internationaler Anleihen und Notes; Frankreich: Wert mit 10 multipliziert, um Vergleich mit Defizitzahlen zu erleichtern.

Quellen: IWF/IFS; Berechnungen der BIZ.

Grafik D

den saisonalen Verlauf des Absatzes internationaler Schuldtitel zu erklären, deutlich: dass nämlich dieser Markt für viele Emittenten nur eine von mehreren möglichen Finanzierungsquellen darstellt.[®]

Drittens kann es bei allen Emittenten vorkommen, dass risikoscheue Schuldenverwalter die Emissionen im Geschäftsjahr vorziehen wollen. Viele Emittenten legen im Voraus Jahresziele für die Emission längerfristiger marktfähiger Schuldtitel fest. Um das Risiko eines Engpasses am Jahresende zu verringern, wird dann versucht, einen relativ grossen Teil der jährlichen Zielvorgabe bereits zu Beginn des Jahres zu erfüllen, selbst wenn sich der Finanzierungsbedarf zeitlich gleichmässig auf das Kalenderjahr verteilt. Dies kann insbesondere als Erklärung für den starken positiven saisonalen Einfluss im ersten Quartal bei vielen staatlichen Schuldnern dienen, denn das Haushaltsjahr entspricht in den meisten Fällen dem Kalenderjahr.

Schliesslich lässt die grössere Saisonalität beim Bruttoabsatz im Vergleich zum Nettoabsatz vermuten, dass beim Bruttoabsatz ein saisonaler Erneuerungseffekt vorliegt; z.B. werden Schuldtitel zu bestimmten Zeiten im Jahr fällig. So haben einige Schuldner für die Fälligkeit ihrer Schuldtitel nur die Monate Januar und Juli vorgesehen.

[®] Zudem liegt der Schwerpunkt hier auf längerfristigen Wertpapieren (Anleihen und Notes), obwohl es möglicherweise auch beim Absatz internationaler Geldmarktinstrumente starke saisonale Einflüsse gibt.

Bei Betrachtung der einzelnen Emittenten wird das Bild zwangsläufig heterogener. So waren bei den beiden grössten US-Emittenten am internationalen Markt, Fannie Mae und Freddie Mac, in letzter Zeit Unterschiede in der Mittelaufnahme festzustellen. Fannie Mae brachte im zweiten Quartal mehrere umfangreiche Anleihen an den Markt, wobei der Bruttoabsatz \$ 27,1 Mrd. und der Nettoabsatz \$ 17,8 Mrd. betrug (Grafik 3.1), der Nettoabsatz von Freddie Mac war hingegen negativ (-\$6,1 Mrd.). In den beiden staatlich geförderten Unternehmen kam es infolge der Aufdeckung von Unregelmässigkeiten in der Rechnungslegung zu einer finanziellen Umstrukturierung. Dennoch nimmt Fannie Mae weiterhin regelmässig die internationalen Kapitalmärkte in Anspruch.

... bei unterschiedlich starker Präsenz von Fannie Mae und Freddie Mac ...

Mit General Motors (GMAC) und Ford hatten zwei weitere grosse US-Emittenten am internationalen Markt finanzielle Schwierigkeiten, wenn auch anderer Art. Überraschend schlechte Ertragsmeldungen und Herabstufungen durch die wichtigsten Rating-Agenturen belasteten die Unternehmen, die im zweiten Quartal beide nicht am internationalen Anleihemarkt aktiv wurden. Die Präsenz der beiden Unternehmen an diesem Markt ist seit 2002 immer schwächer geworden, und der Nettoabsatz lag insbesondere bei Ford häufig im negativen Bereich (Grafik 3.1).

... und abnehmender Bedeutung von GMAC und Ford

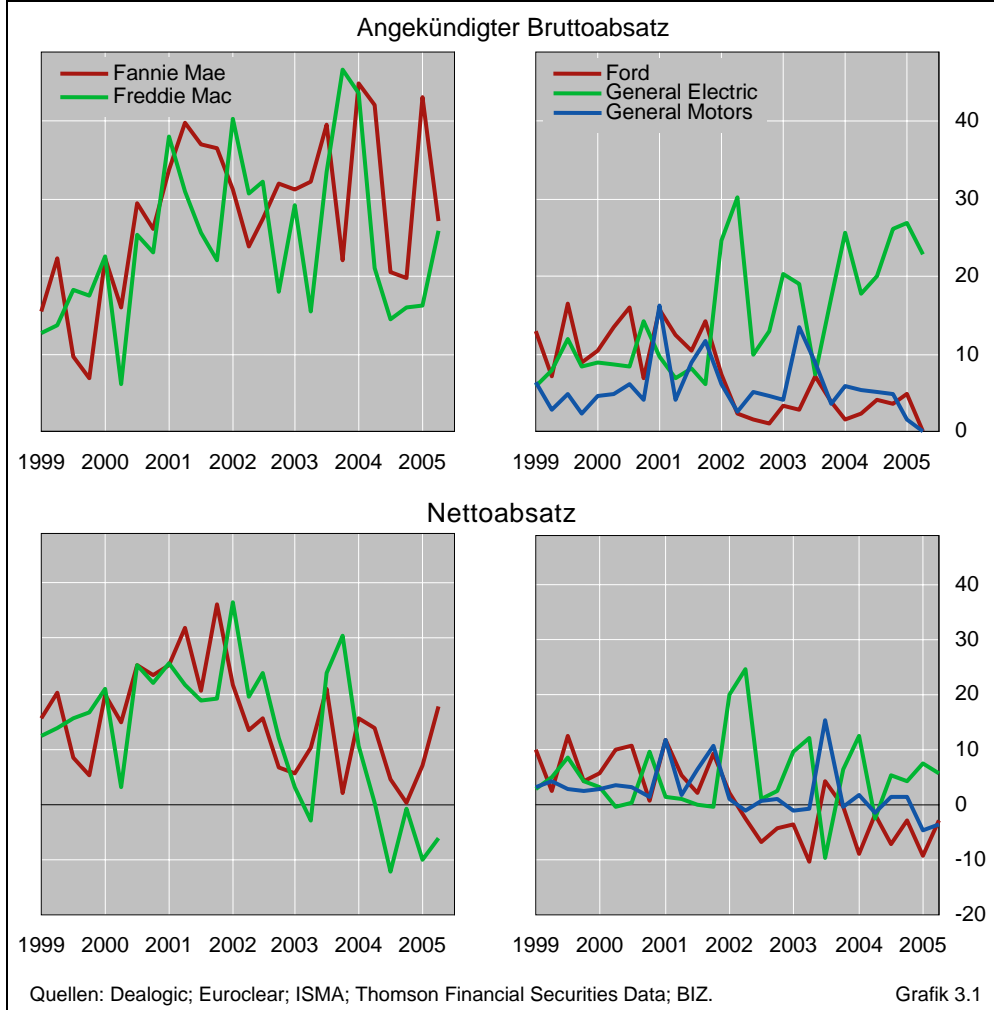
Uneinheitliches Bild in Japan

Japans Bruttoabsatz von Anleihen und Notes stieg im zweiten Quartal auf \$ 14,9 Mrd. (nach \$ 13,9 Mrd. im Vorquartal). In Yen ausgedrückt ist der Absatz sogar noch höher, da sich die Währungseffekte einer Abwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar um 3,2% im Zeitraum vom 1. April bis zum 30. Juni negativ auswirken. Einige der umfangreichsten japanischen Emissionen wurden von Schuldnern aufgelegt, die ihre Geschäftstätigkeit ausserhalb des Landes betreiben. Die CIT Group Canada z.B. legte eine 5-jährige (Nominalwert \$ 1 Mrd.) und eine 10-jährige Dollaranleihe

Kräftiger Bruttoabsatz der japanischen Schuldner ...

Internationale Landeswährungsanleihen ausgewählter US-Emittenten

Mrd. US-Dollar



(Nominalwert \$ 0,7 Mrd.) auf. Mehrere staatliche Finanzvehikel kündigten ebenfalls umfangreiche Emissionen an, so z.B. die Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises, die Japan Bank for International Cooperation und die Development Bank of Japan. Für alle diese Emissionen besteht eine staatliche Garantie.

Trotz des gestiegenen Bruttoabsatzes wechselte der Nettoabsatz von Anleihen und Notes japanischer Schuldner im Berichtszeitraum in den negativen Bereich (-\$ 0,6 Mrd.). Der überwiegende Teil der Nettomittelaufnahme der japanischen Schuldner entfiel auf den Unternehmensbereich, doch dies wurde durch den starken Rückgang des Nettoabsatzes der Finanzinstitute mehr als ausgeglichen.

... bei rückläufigem Nettoabsatz

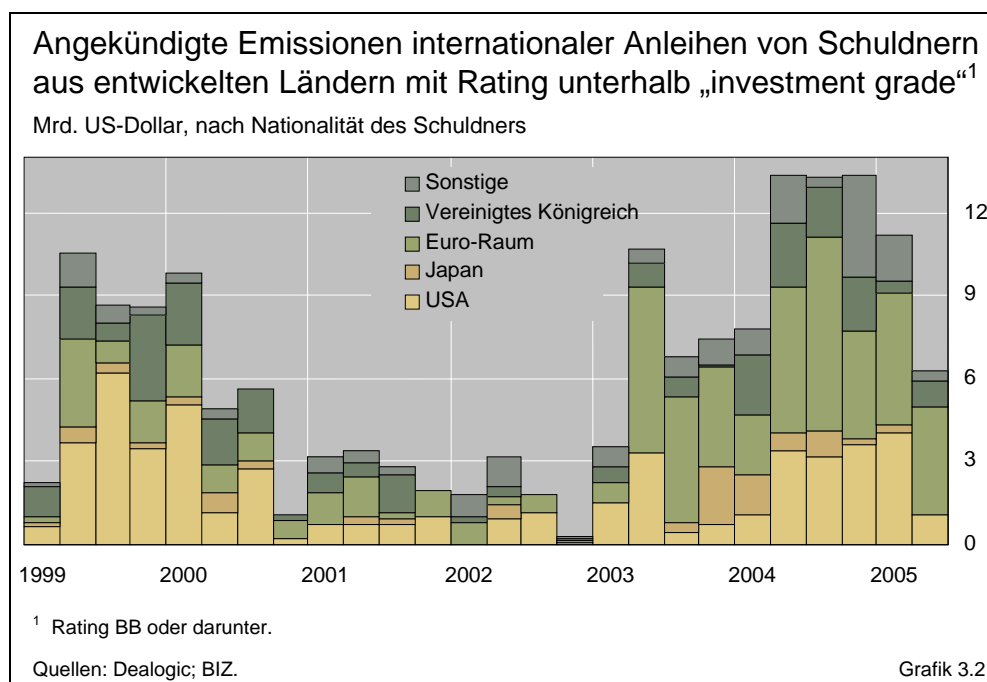
Absatz im hochrentierenden Bereich von Turbulenzen im Automobilsektor beeinträchtigt

Eingeschränkter Absatz im hochrentierenden Bereich wegen Turbulenzen im US-Automobilsektor

Der Absatz hochverzinslicher Titel durch Emittenten aus entwickelten Volkswirtschaften fiel im zweiten Quartal um 44%, allerdings von einem ungewöhnlich hohen Ausgangsniveau, das sich in den beiden vergangenen Jahren gehalten hatte (Grafik 3.2). Im Zuge der Turbulenzen an den Kreditmärkten im April und Mai verschlechterten sich die Kreditbedingungen. Am Sekundärmarkt schnellten die Renditenaufschläge auf hochverzinsliche US-Anleihen hoch (von 355 Basispunkten am 1. April auf 457 Basispunkte am 17. Mai) und die Spreads auf europäische hochverzinsliche Anleihen verbreiterten sich sogar noch mehr. Ein sprunghafter Anstieg des Umlaufs an hochrentierenden Schuldtiteln nach der Herabstufung von General Motors und Ford auf „Junk“-Status führte zu einer beträchtlichen Unsicherheit über die Aufnahmebereitschaft für als spekulativ eingestufte Neuemissionen, da die Stimmung an den Märkten zunehmend besorgt und unentschlossen wurde (s. „Überblick“ im *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2005). Im Juni verbesserten sich die Bedingungen jedoch spürbar: Die Renditenaufschläge sanken bis zum Monatsende auf 385 Basispunkte und gegen Ende des Quartals gab es einige Neuemissionen.

Europäische Unternehmen als grösste Schuldner im Hochzinsbereich des internationalen Anleihemarktes

Die grössten Abschlüsse im zweiten Quartal wurden hauptsächlich von Emittenten aus dem Euro-Raum und aus Grossbritannien getätigt. Dazu zählten die französischen Emissionen von Cap Gemini SA (€437 Mio.) und FG4 SA (€265 Mio.), wobei erstere von Standard & Poor's das Rating BB+ erhielt, während die zweite von Moody's mit B1 bewertet wurde. Die grössten Platzierungen von US-Emittenten betrafen Geschäftsbereiche ausserhalb der USA. So begab z.B. TFM SA de CV, ein in Mexiko tätiges Bahntransportunternehmen, eine Anleihe im Nominalwert von \$ 460 Mio. Die Anleihe wurde



Mitte April angekündigt und an den Markt gebracht, bevor die Renditenaufschläge am US-Hochzinsmarkt hochschnellten.

Eine der umfangreichsten Emissionen von Non-investment-grade-Emittenten (ohne aufstrebende Volkswirtschaften), die im zweiten Quartal angekündigt wurden, deutet auf die wachsende Bedeutung des Marktes für Credit-Default-Swap-Indizes (CDS-Indizes) hin.¹ Dabei handelt es sich um eine von der Zweckgesellschaft iBond Securities plc aufgelegte festverzinsliche Anleihe über €500 Mio., die mit einem Portfolio von 35 Anleihen europäischer Wirtschaftsunternehmen besichert ist, welches in seiner Zusammensetzung den Dow Jones iTraxx Crossover Index nachbildet. Die zum Auflagezeitpunkt von Standard & Poor's mit B+ bewertete Anleihe ist mit einem Halbjahreskupon von 6,25% ausgestattet und wird zu dem Zeitpunkt fällig, an dem auch der Index erneuert wird, nämlich am 20. Juni 2010.

Erneute Zunahme der Mittelaufnahme aufstrebender Volkswirtschaften

Der von den Schuldnern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften am internationalen Anleihemarkt erzielte Bruttoabsatz von Anleihen und Notes stieg im zweiten Quartal abermals, und zwar um 6% gegenüber dem ersten Quartal 2005 und um 37% gegenüber dem Vorjahresquartal.² Die jüngsten Zahlen sind aus verschiedenen Gründen beeindruckend. Erstens, und dies ist am auffälligsten, zeigt sich an den Zahlen des zweiten Quartals, dass die Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften am internationalen Anleihemarkt ihren Rekordtrend, der Anfang letzten Jahres begann, fortsetzte (Grafik 3.3). Zweitens kam es zu dem Anstieg im Verhältnis zum Vorquartal, obwohl sich der saisonale Verlauf offensichtlich geändert hat: Ein wachsender Anteil des Absatzes der aufstrebenden Volkswirtschaften entfällt nun auf das erste Quartal, während die Zahlen für das zweite Quartal seit 2000 stetig zurückgegangen sind (s. Kasten). Drittens legen die Erfahrungen der Vergangenheit nahe, dass die Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Gefahr liefen, die Folgen eines potenziell weitreichenden Umschwungs der Anlegerstimmung ins Negative aufgrund der Turbulenzen an den US-Kreditmärkten zu spüren, obwohl die wirtschaftlichen Aussichten in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften gut sind und daher eine Ausweitung der Kredite begünstigen würden. Wie sich herausstellte, war die Reaktion des Marktes sehr viel gemässiger als an den hochrentierenden Märkten der USA und Europas, und die Renditenaufschläge auf den EMBI+ von JPMorgan Chase erhöhten sich von 392 Basispunkten am 1. April auf 414 Basispunkte am 15. April. Bis zum Quartalsende waren die Renditenaufschläge auf einen zu

Sprunghafter Anstieg der Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften

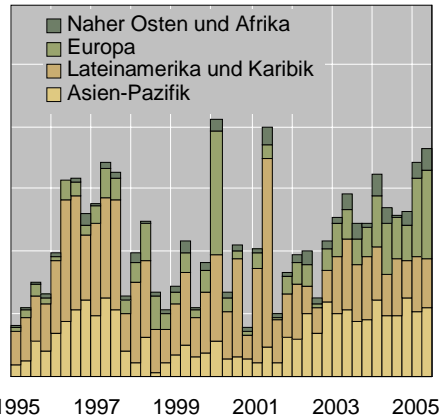
¹ Für eine weitere Diskussion der strukturellen Entwicklungen am CDS-Markt s. 75. *BIZ-Jahresbericht*, Kapitel VI.

² Ohne die von Argentinien umgeschuldeten Staatsanleihen über insgesamt \$ 35,6 Mrd. aus dem ersten Quartal 2005. Weitere Diskussion s. unten.

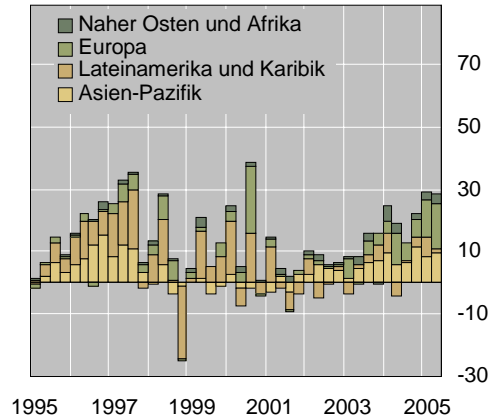
Internationale Anleihen von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften¹

Mrd. US-Dollar

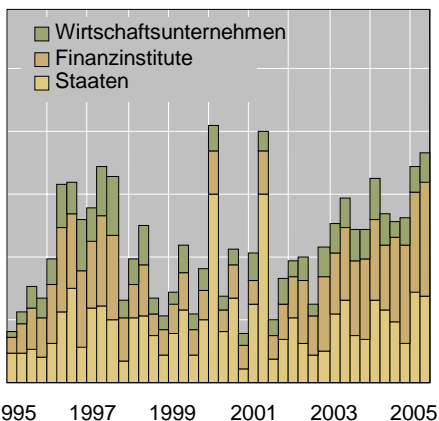
Bruttoabsatz, nach Nationalität des Schuldners



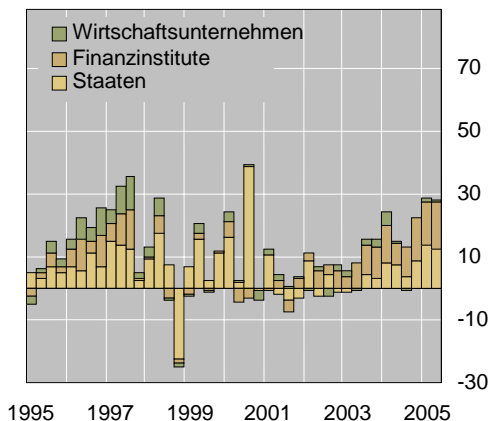
Nettoabsatz, nach Nationalität des Schuldners



Bruttoabsatz, nach Sektor des Schuldners



Nettoabsatz, nach Sektor des Schuldners



¹ Ohne argentinische Staatsanleihen im 1. und 2. Quartal 2005.

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

Grafik 3.3

dem Zeitpunkt historischen Tiefstand von 304 Basispunkten gesunken. Schliesslich, als der Nettoabsatz auch im zweiten Quartal³ anstieg, herrschten im gesamten Berichtszeitraum eindeutig günstige Finanzierungsbedingungen, da die Nachfrage der globalen Anleger nach Schuldtiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften lebhaft blieb.

Die staatlichen Schuldner zählten im Allgemeinen an allen Märkten zu den grössten Emittenten, mit Ausnahme des Nahen Ostens und Afrikas. Dabei nahmen die aufstrebenden Volkswirtschaften eine führende Stellung ein: Der Bruttoabsatz von Schuldtiteln aus dieser Region belief sich auf insgesamt \$ 21,1 Mrd., wovon 53,6% auf Staatspapiere entfielen. Polen war nach einem

Emission unterschiedlicher Staatspapiere durch Polen

³ Ohne Tilgungen in Höhe von € 48,6 Mrd. im zweiten Quartal 2005, die aus dem Abschluss von Argentinien's Umschuldungsangebot resultierten.

Rekordabsatz von € 3 Mrd. im ersten Quartal in den letzten Monaten besonders aktiv und legte unterschiedliche Arten von Staatsanleihen auf. Anfang April begab die polnische Regierung mittelfristige, auf Euro lautende Notes im Nominalwert von € 1,5 Mrd. (\$ 1,89 Mrd.) und mit einer Laufzeit von 15 Jahren. Der Renditenaufschlag betrug zum Zeitpunkt der Emission 37,8 Basispunkte gegenüber den im April 2019 fällig werdenden, mit 4,25% verzinslichen OAT. Anfang Juni folgte eine Yen-Auslandsanleihe, für die Polen mit ¥ 75 Mrd. (\$ 697 Mio.) einen Rekordnominalwert (für die Emittenten dieser Region) erzielte. Später im selben Monat nahm Ungarn mit zwei Yen-Auslandsanleihen den gleichen Gesamtbetrag auf. Schliesslich begab Polen Anfang Juli eine 50-jährige Staatsanleihe und nutzte damit die neu erwachte Nachfrage nach längeren Laufzeiten, insbesondere bei den Pensionsfonds im Euro-Raum (zur gestiegenen Nachfrage nach langfristigen Anleihen s. gleiches Kapitel im *BIZ-Quartalsbericht* Juni 2005).

Im Asien-Pazifik-Raum kündigten Emittenten im zweiten Quartal insgesamt 175 Emissionen im Wert von \$ 16,3 Mrd. an. Indonesien und die Philippinen waren dabei die asiatischen Staaten, die die grössten Emissionen am internationalen Markt platzierten. Indonesien legte eine 10-jährige Dollaranleihe mit einem Nominalwert von \$ 1 Mrd. auf. Noch bemerkenswerter war, dass es den Philippinen gelang, trotz anhaltender politischer Schwierigkeiten und einer Verschlechterung der Haushaltslage des Landes im zweiten Quartal eine umfangreiche Staatsanleihe abzusetzen. Die Probleme des Landes fanden bis zu einem gewissen Grad ihren Niederschlag im Sekundärmarkt. So erhöhten sich z.B. die Renditenaufschläge auf philippinische Staatsschuldtitle in der Zeit von Ende März bis Anfang April, nachdem sie Anfang März auf das niedrige Niveau von 385 Basispunkten gefallen waren, und ihre Volatilität nahm in der nachfolgenden Periode zu (s. „Überblick“). Die am 16. Mai aufgelegte Staatsanleihe hat eine Laufzeit von 24,75 Jahren und wurde mit einem Renditenaufschlag von 510,5 Basispunkten gegenüber dem mit 5,375% verzinslichen und im Februar 2031 fällig werdenden US-Schatzpapier bewertet.

Emission einer 25-jährigen philippinischen Staatsanleihe trotz anhaltender politischer Turbulenzen

Sowohl der Brutto- also auch der Nettoabsatz der Schuldner aus Afrika und dem Nahen Osten nahm im zweiten Quartal zu, doch diese Region macht nach wie vor ein wesentlich kleineres Segment des internationalen Anleihe-marktes aus als die drei anderen aufstrebenden Regionen. Zu den grössten Schuldnern im Berichtszeitraum zählten Banken und Finanzinstitute aus den Vereinigten Arabischen Emiraten und aus Kuwait.

Anders als in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas und des Asien-Pazifik-Raums war in Lateinamerika im zweiten Quartal ein Rückgang des Bruttoabsatzes zu verzeichnen (um 6,9% auf \$ 12,1 Mrd.). Dennoch gab es umfangreiche Emissionen: eine Staatsanleihe Venezuelas über \$ 1,6 Mrd., eine Brasiliens über \$ 1,1 Mrd. sowie eine Mexikos über \$ 0,9 Mrd.

Aktive latein-amerikanische Staaten ...

Das zweite Quartal könnte sich für Lateinamerika als von zentraler Bedeutung im Hinblick auf die Präsenz der Region am internationalen Anleihe-markt erweisen, und zwar aus mindestens zwei Gründen. Zum einen, weil die lateinamerikanischen Schuldner erneut internationale Anleihen in Landeswährung begaben (s. weiter unten). Zum anderen, weil das Umschuldungs-

... und Umschuldungsangebot Argentiniens

angebot Argentiniens an die infrage kommenden Gläubiger (die etwa 76% der Forderungen halten) nach der ursprünglichen Ankündigung im Februar schliesslich im Juni zum Abschluss kam. Ein bedeutender Teil der von der Umschuldung betroffenen Schuldtitel war am internationalen Anleihemarkt platziert worden, und gemäss den Bedingungen des argentinischen Angebots wurden alle neuen Anleihen im Gesamtbetrag von \$ 35,6 Mrd. am globalen Anleihemarkt eingetragen. Von besonderer Bedeutung ist dabei, dass 44% der neu emittierten Schuldtitel auf Peso lauteten.

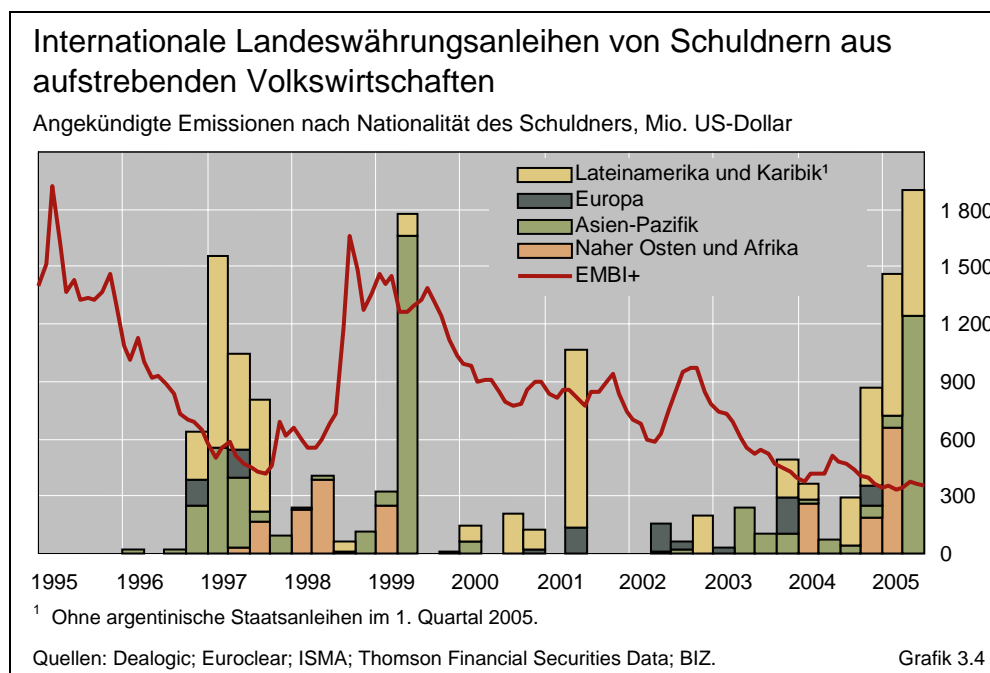
Wachsendes Interesse an Emissionen in Landeswährung

Zunahme der Landeswährungsemissionen aufstrebender Volkswirtschaften ...

Der Trend der aufstrebenden Volkswirtschaften zu mehr internationalen Emissionen in Landeswährung setzte sich im zweiten Quartal fort, sodass der Bruttoabsatz in Landeswährung, in US-Dollar ausgedrückt, um etwa 30% zunahm (Grafik 3.4). Auffällig ist, dass der Absatz in Landeswährung in einem scheinbar ungünstigen globalen Umfeld wuchs, da die Entwicklungen in der US-Automobilindustrie im zweiten Quartal zu einer wachsenden Risikoaversion unter den Anlegern führten. Zeitgleich mit dieser wachsenden Bereitschaft der Anleger, das mit solchen Schuldtiteln verbundene Währungsrisiko zu tragen, kam es ausserdem zu einer bedeutenden Verengung der Renditenaufschläge auf die Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften – ähnlich wie 1996 und 1997, als der Absatz in Landeswährung ebenfalls einige Quartale lang erhöht war (Grafik 3.4).

... aufgrund der Aktivität mehrerer brasilianischer Banken ...

Lateinamerika kommt nach wie vor eine führende Rolle beim Wachstum des Landeswährungs-Segments der internationalen Anleihemärkte zu. Sowohl die staatlichen Schuldner (Uruguay, Kolumbien und Argentinien) als auch die Unternehmen (insbesondere brasilianische Banken) waren in den letzten



Nettoabsatz internationaler Anleihen und Notes nach Währung und Region ¹								
Mrd. US-Dollar								
		2003	2004	2004			2005	
		Jahr	Jahr	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
USA	US-Dollar	203,5	131,2	-27,0	5,0	51,1	42,2	47,7
	Euro	41,4	48,4	20,2	14,7	7,4	13,7	-3,2
	Pfund Sterling	11,8	22,5	5,4	10,6	4,7	5,1	1,6
	Yen	1,2	4,8	1,7	1,5	0,3	-1,1	-0,3
	Sonstige Währungen	1,0	11,7	3,9	3,0	0,5	4,5	-0,1
Euro-Raum	US-Dollar	75,9	57,6	25,5	9,8	15,9	15,4	12,7
	Euro	627,6	655,6	157,0	115,4	195,3	236,3	262,1
	Pfund Sterling	13,9	32,6	12,6	8,2	5,3	12,0	6,9
	Yen	-9,5	3,1	3,8	0,6	-3,0	5,0	0,2
	Sonstige Währungen	25,6	31,8	6,1	5,8	6,9	13,3	7,6
Sonstige	US-Dollar	140,1	183,5	50,4	39,2	46,3	37,4	30,2
	Euro	114,8	219,2	43,4	62,6	47,8	61,1	52,8
	Pfund Sterling	59,5	79,2	19,1	8,2	29,0	31,5	25,1
	Yen	12,0	19,2	9,5	5,2	0,9	0,1	-6,4
	Sonstige Währungen	45,0	51,8	7,8	14,1	16,5	15,9	36,7
Insgesamt	US-Dollar	419,4	372,3	48,9	53,9	113,3	95,1	90,5
	Euro	783,7	923,2	220,7	192,8	250,5	311,1	311,7
	Pfund Sterling	85,2	134,2	37,1	27,0	39,0	48,6	33,7
	Yen	3,7	27,2	15,0	7,3	-1,8	4,0	-6,5
	Sonstige Währungen	71,7	95,3	17,9	22,9	23,9	33,7	44,2

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

Tabelle 3.3

Jahren in diesem Bereich aktiv. Im zweiten Quartal platzierten die brasilianischen Unternehmen mehrere Anleihen in Landeswährung im Gesamtwert von \$ 660 Mio. am internationalen Anleihemarkt. Darunter befanden sich die mittelfristigen Notes dreier Banken (Banco Bradesco SA, Banco Itau Europa SA und Unibanco-Uniao de Bancos Brasileiros SA) sowie eine festverzinsliche 5-jährige Anleihe der Eletricidade de Sao Paulo SA mit einem Nominalwert von 474,1 Mio. Reais (\$ 198,7 Mio.). Wie oben erwähnt, beinhaltete zudem ein Teil des argentinischen Umschuldungspakets Globalanleihen in Landeswährung im Wert von \$ 15,6 Mrd.⁴ Dies allein führte zu der starken Zunahme des weltweiten Absatzes in anderen als G3-Währungen im zweiten Quartal (Tabelle 3.3).

Trotz mehreren Landeswahrungsemissionen lateinamerikanischer Schuldner entfiel die umfangreichste Emission in Landeswährung im Berichtszeitraum auf den Asien-Pazifik-Raum. Allerdings waren es lediglich zwei Emissionen, die den

... und einer umfangreichen Renminbi-Emission

⁴ Der auf Peso lautende Anteil des argentinischen Umschuldungspakets wird in Grafik 3.3 nicht dargestellt, weil er alle anderen Emissionen in Landeswährung seit 1995 bei weitem übersteigt. Da in der Grafik die Ankündigungen (und nicht die abgeschlossenen Emissionen) dargestellt sind, wären die argentinischen Anleiheemissionen im Gesamtbetrag für das erste Quartal 2005 enthalten gewesen.

Gesamtabsatz dieser Region in Landeswährung (\$ 1 238 Mio.) ausmachten, wobei der bei weitem grössere Teil auf die ausländische Privatplatzierung einer variabel verzinslichen Note der Agricultural Development Bank of China im Wert von 10 Mrd. Renminbi (\$ 1 208 Mio.) entfiel. Bei der anderen Emission handelte es um eine in koreanischen Won denominierte Anleihe von SKC Inc., einem in den USA ansässigen Hersteller von Messgeräten, der zum koreanischen Unternehmen SK Corp. gehört.

