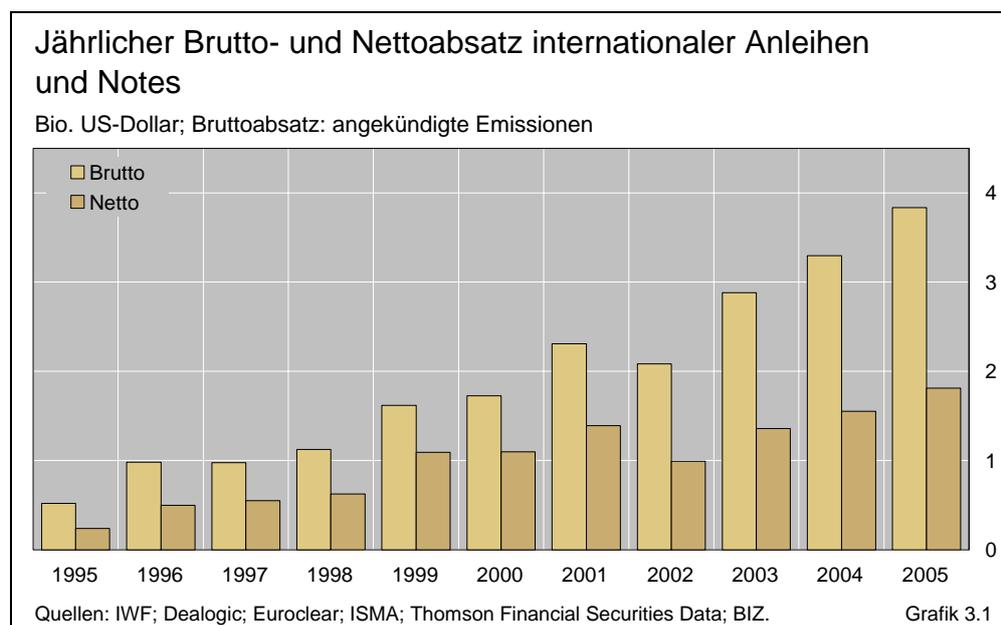


3. Der internationale Anleihemarkt

Der weltweite Bruttoabsatz von internationalen Anleihen und Notes stieg im vierten Quartal 2005 um 25% und lag 4% über dem Durchschnitt der vorangegangenen neun Monate. Darin zeigt sich eine Abweichung von dem in der Vergangenheit üblichen Verlauf, bei dem die letzten Monate des Jahres eine der ruhigsten Phasen im internationalen Emissionskalender waren. Im gesamten Jahr wurde ein Rekordvolumen an Anleihen und Notes am internationalen Markt platziert: Der Bruttoabsatz überstieg den von 2004 um 16% und war 120% höher als der Durchschnitt für den Zeitraum 1995–2004 (Grafik 3.1).

Der weltweite Nettoabsatz von Anleihen und Notes erhöhte sich im vierten Quartal auf mehr als das Doppelte, von \$ 237 Mrd. auf \$ 572 Mrd. Insbesondere Schuldner aus den USA, dem Euro-Raum sowie den aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhten ihren Nettoabsatz deutlich. Auch für das Jahr insgesamt war ein schnelles Wachstum des Nettoabsatzes zu beobachten – weltweit um 17% und in den aufstrebenden Volkswirtschaften um 26%. Das Verhältnis zwischen Nettoabsatz und globalem BIP erreichte das bisher zweithöchste Niveau, obwohl das globale BIP 2005 relativ stark zugenommen hatte. Bemerkenswert schwach zeigte sich am internationalen Anleihemarkt Japan, dessen Nettoabsatz für das Jahr 2005 lediglich \$ 8,5 Mrd. ausmachte.



Die Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften hielt ihr hohes Niveau und schloss ein Rekordjahr ab, in dem der Bruttoabsatz um mehr als 50% gestiegen war. Offensichtlich nutzten die Marktteilnehmer aus den aufstrebenden Volkswirtschaften die fast während des ganzen Jahres sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, insbesondere die Zinsaufschläge, die neue historische Tiefstände erreichten (s. „Überblick“). Nach einem verhaltenen dritten Quartal erhöhte sich der Absatz der Emittenten des Euro-Raums am internationalen Markt gegenüber dem Vorquartal um beinahe 50%. Auch die US-Emittenten waren ungewöhnlich aktiv: Ihr Bruttoabsatz von Schuldtiteln nahm um 20% zu. Die Emissionen der entwickelten Volkswirtschaften im hochrentierenden Bereich gingen im Berichtszeitraum zurück, obwohl die Zinsaufschläge stabil blieben.

Rekordjahr für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Auf Bruttobasis konnten die Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2005 einen Rekordabsatz am internationalen Anleihemarkt verbuchen. Der Bruttoabsatz lag bei \$ 231 Mrd. für das gesamte Jahr, der Nettoabsatz betrug insgesamt \$ 96 Mrd. (Tabellen 3.1 und 3.2). Im vierten Quartal erhöhten sich der Brutto- und der Nettoabsatz von Schuldtiteln um 5% bzw. 87%. Die dynamische Entwicklung dieses Marktsegments ist umso überraschender, als viele Emittenten ihren Finanzierungsbedarf für das Jahr bereits gedeckt hatten; bei manchen Ländern wurde sogar angenommen, dass sie ihre Finanzierungsziele für 2006 schon Ende 2005 erreicht hatten.

Die Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften profitierten von weiterhin sehr günstigen Finanzierungsbedingungen mit Renditenaufschlägen am Sekundärmarkt, die sich im Berichtszeitraum mehr oder weniger auf rekordtiefem Niveau hielten. Ursache für den sprunghaften Anstieg des Absatzes und den Rückgang der Renditenaufschläge war die von vielen als markant wahrgenommene Verringerung der strukturellen gesamtwirtschaftlichen Risiken in diesen Ländern (s. „Überblick“). In der Zeit vom 1. Oktober 2005 bis zum 31. Januar 2006 wurden z.B. 13 aufstrebende Volkswirtschaften durch mindestens eine der drei grossen Ratingagenturen heraufgestuft.¹ Darüber hinaus gab es wenig Anzeichen für eine nachlassende Risikobereitschaft der Anleger im Hinblick auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften.

Bei Betrachtung der einzelnen Regionen ist für den Bruttoabsatz sämtlicher internationaler Schuldtitel (Anleihen und Notes sowie Geldmarktinstrumente) in Afrika und dem Nahen Osten, in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas sowie im Asien-Pazifik-Raum ein Anstieg gegenüber dem Vorquartal erkennbar, in Lateinamerika hingegen ein Rückgang. Der Netto-

Mittelaufnahme aufstrebender Volkswirtschaften netto nahezu verdoppelt ...

... dank anhaltend günstiger Finanzierungsbedingungen

¹ Zwei der Länder, die eine Ratingheraufstufung erhielten, gehören zur Region Afrika und Naher Osten (Oman und Saudi-Arabien), drei zu Asien (China, Kasachstan und Korea), fünf Länder zählen zu den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas (Bulgarien, Litauen, Russland, Slowakei und Türkei), und drei Länder liegen in Lateinamerika (Brasilien, Mexiko und Venezuela).

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes

Mrd. US-Dollar

	2004	2005	2004	2005			
	Jahr	Jahr	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Angekündigte Emissionen insgesamt	3 296,9	3 836,3	822,3	1 076,9	979,5	791,7	988,1
Anleihen	1 782,7	2 045,0	434,9	595,8	516,9	427,8	504,4
Notes	1 514,2	1 791,3	387,4	481,0	462,6	363,9	483,8
Zinsvariabel	1 254,5	1 470,7	327,9	335,5	412,0	273,6	449,7
Festverzinslich	1 985,1	2 323,9	483,2	724,9	561,0	511,7	526,3
Eigenkapitalbezogen ¹	57,4	41,7	11,2	16,5	6,5	6,5	12,1
US-Dollar	1 153,1	1 322,3	284,1	315,8	300,6	329,0	376,9
Euro	1 596,6	1 832,0	389,7	568,9	533,8	301,3	428,0
Yen	111,2	114,8	25,9	30,6	27,0	30,8	26,4
Sonstige Währungen	436,0	567,2	122,6	161,6	118,2	130,6	156,8
Entwickelte Länder	3 008,3	3 447,7	751,9	953,9	888,6	701,4	903,9
USA	773,6	835,7	182,3	214,6	168,4	206,1	246,6
Euro-Raum	1 469,4	1 792,4	364,8	532,4	519,7	297,9	442,4
Japan	62,0	56,3	9,9	13,9	13,3	19,0	10,2
Offshore-Finanzplätze	39,2	50,4	13,5	11,4	13,3	12,4	13,3
Aufstrebende Volkswirtschaften	152,4	230,9	35,1	83,3	49,4	47,8	50,3
Finanzinstitute	2 684,9	3 173,1	688,3	841,7	815,2	677,3	838,8
Privat	2 279,5	2 744,7	592,1	696,6	682,7	605,8	759,5
Öffentlich	405,4	428,4	96,2	145,1	132,5	71,5	79,3
Wirtschaftsunternehmen	269,9	239,4	75,0	58,6	56,8	48,2	75,9
Privat	232,7	208,5	60,9	55,1	43,9	40,2	69,2
Öffentlich	37,2	30,9	14,0	3,4	12,9	7,9	6,6
Staaten	245,0	316,5	37,3	148,3	79,3	36,1	52,8
Internationale Organisationen	97,1	107,3	21,8	28,3	28,2	30,1	20,7
Bruttoabsatz	3 300,5	3 817,2	864,3	1 016,4	1 022,0	768,5	1 010,3
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	<i>1 747,6</i>	<i>2 003,8</i>	<i>439,8</i>	<i>521,5</i>	<i>512,3</i>	<i>531,1</i>	<i>438,8</i>

¹ Wandel- und Optionsanleihen.

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

Tabelle 3.1

absatz nahm in allen Regionen mit Ausnahme Afrikas und des Nahen Ostens zu (Grafik 3.2).² Für die einzelnen Sektoren in den aufstrebenden Volkswirtschaften zeichnete sich eine Umkehr im Vergleich zum Vorquartal ab: Sowohl die staatlichen Schuldner als auch die Finanzinstitute erhöhten ihre Brutto- und Nettomittelaufnahme durch internationale Schuldtitel, während die Unternehmen sie zurückfuhren.

² Ohne die von Argentinien umgeschuldeten Anleihen über insgesamt \$ 15,7 Mrd. aus dem ersten Quartal 2005.

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Anleihen und Notes								
Mrd. US-Dollar								
	2004	2005	2004	2005				Stand Ende Dez. 2005
	Jahr	Jahr	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Nettoabsatz insgesamt	1 552,9	1 813,4	424,4	494,8	509,6	237,4	571,6	13 995,4
Zinsvariabel	634,4	677,1	193,5	98,5	242,8	45,4	290,4	3 974,5
Festverzinslich	924,7	1 155,9	235,3	398,6	272,0	200,5	284,9	9 698,0
Eigenkapitalbezogen	-6,2	-19,6	-4,4	-2,2	-5,1	-8,5	-3,8	322,8
Entwickelte Länder	1 434,2	1 661,5	396,5	461,1	476,5	192,9	531,1	12 423,7
USA	225,3	267,8	61,8	63,9	47,9	42,1	113,8	3 444,6
Euro-Raum	779,1	939,0	222,2	283,3	317,4	56,5	281,8	6 100,1
Japan	17,4	8,5	0,4	4,9	-2,4	5,0	1,0	264,0
Offshore-Finanzplätze	19,5	27,1	9,0	2,8	8,6	8,6	7,1	174,1
Aufstrebende Volkswirtschaften	1 305,1	1 576,9	365,0	394,1	447,4	223,3	512,1	10 513,3
Finanzinstitute	76,4	95,9	21,6	29,0	15,3	18,0	33,6	861,8
Privat	1 095,3	1 387,1	316,3	318,0	370,4	212,7	486,0	8 951,9
Öffentlich	209,9	189,8	48,7	76,1	76,9	10,6	26,1	1 561,4
Wirtschaftsunternehmen	73,5	64,6	42,7	14,3	14,1	-3,1	39,5	1 517,6
Privat	55,7	63,2	34,7	22,4	6,9	-4,8	38,7	1 286,5
Öffentlich	17,8	1,4	8,1	-8,1	7,1	1,6	0,8	231,0
Staaten	151,4	143,0	19,4	84,5	39,0	-0,7	20,3	1 428,7
Internationale Organisationen	22,9	28,9	-2,7	2,0	9,3	17,9	-0,2	535,8

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

Tabelle 3.2

Die grösste Transaktion von aufstrebenden Volkswirtschaften im vierten Quartal betraf die Region Afrika und Naher Osten: eine 2-jährige US-Dollar-Anleihe von PCFC Development über \$ 3,5 Mrd. Weitere umfangreiche Anleihen in der Region waren u.a. eine Euro-Staatsanleihe Israels über € 750 Mio. (\$ 891 Mio.) – die grösste Emission des Landes am internationalen Anleihe Markt seit April 2004 – und eine auf US-Dollar lautende Anleihe der National Bank of Abu Dhabi PJSC über \$ 850 Mio. Dem Libanon (in den BIZ-Statistiken als Offshore-Finanzplatz klassifiziert) gelang es trotz der zu dieser Zeit zunehmenden politischen Spannungen in der Region, am 18. Oktober eine US-Dollar-Staatsanleihe über \$ 750 Mio. aufzulegen.

Grosse
Transaktionen des
Nahen Ostens ...

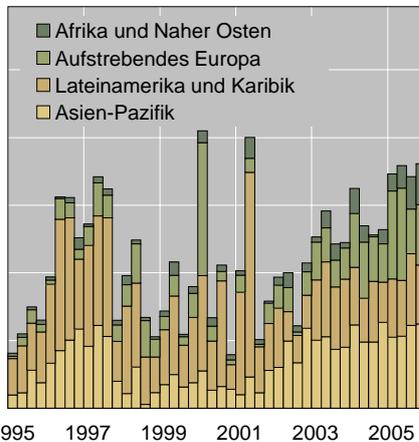
Russische Emittenten waren bei dem kräftigen Anstieg des Absatzes aufstrebender europäischer Volkswirtschaften führend und schlossen im vierten Quartal mehrere Transaktionen ab. Ein Grossteil des russischen Absatzes entfiel auf Finanzinstitute, wobei die umfangreichsten Transaktionen von der Finanzierungsgesellschaft des grossen Energieproduzenten Gaz Capital SA und dem Finanzinstitut VT Bank for Foreign Trade Capital SA abgeschlossen wurden. Als weitere aufstrebende Volkswirtschaft Europas begab die Türkei im November eine US-Dollar-Staatsanleihe über \$ 750 Mio. und Anfang Dezember eine weitere Staatsanleihe über € 350 Mio. (\$ 409 Mio.). Später im selben Monat erhöhte Moody's das langfristige Fremdwährungs-rating der Türkei von B1 auf Ba3.

... und Russlands

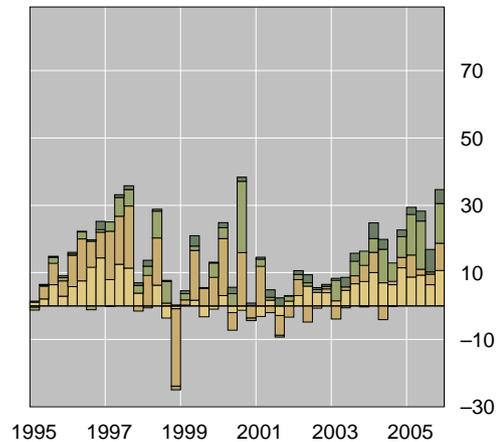
Internationale Anleihen von Schuldern aus aufstrebenden Volkswirtschaften¹

Mrd. US-Dollar

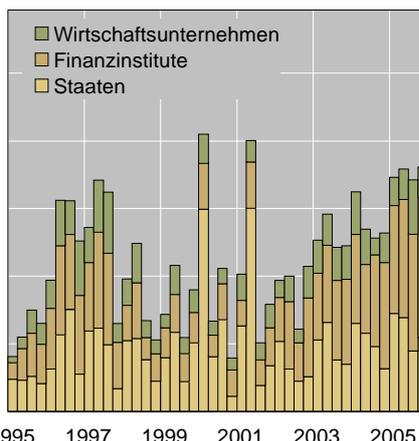
Bruttoabsatz, nach Nationalität des Schuldners



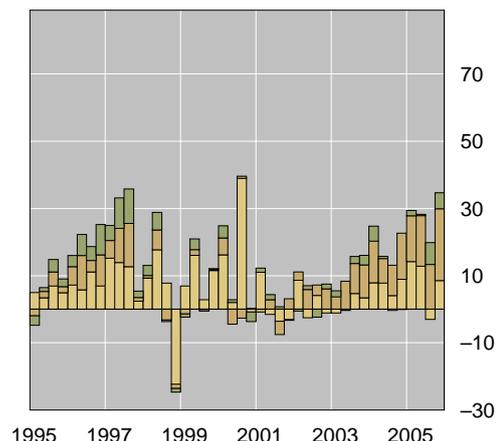
Nettoabsatz, nach Nationalität des Schuldners



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 3.2

Die grössten Einzeltransaktionen aus dem Asien-Pazifik-Raum kamen von Indonesien: zwei US-Dollar-Staatsanleihen, eine über \$ 900 Mio. mit einer Laufzeit von 10 Jahren und eine 30-jährige über \$ 600 Mio. Es war jedoch Südkorea, das sowohl auf Brutto- als auch auf Nettobasis im Berichtsquartal die insgesamt umfangreichsten Emissionen der Region platzierte, insbesondere eine Staatsanleihe: Der Staat schloss am 26. Oktober, zwei Tage nach der Ratingheraufstufung Koreas durch Fitch von A auf A+, eine Transaktion in zwei Tranchen ab. Eine Tranche bestand aus einer 10-jährigen Euro-Anleihe über € 500 Mio. (\$ 601 Mio.), die zweite Tranche aus einer 20-jährigen US-Dollar-Anleihe über \$ 400 Mio.

In Lateinamerika war der Bruttoabsatz im vierten Quartal zwar rückläufig, der Nettoabsatz stieg jedoch um mehr als das Doppelte auf \$ 8,2 Mrd. Mit einem Nettoabsatz von \$ 2,3 Mrd. bzw. \$ 2,9 Mrd. verbuchten Brasilien und

Rückkehr Ecuadors an die internationalen Kapitalmärkte

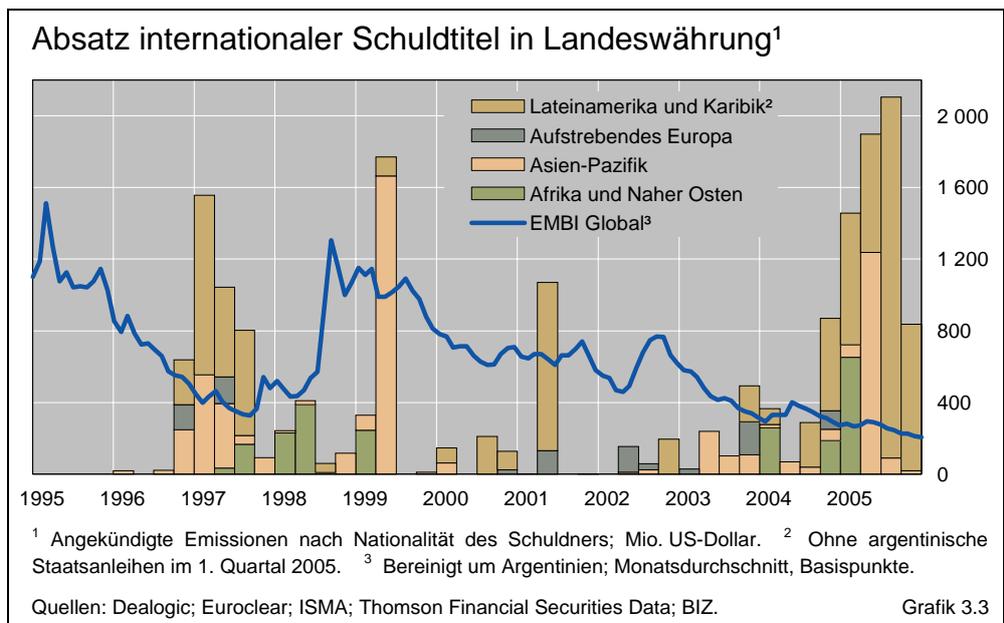
Venezuela den grössten Zuwachs.³ Darüber hinaus kam es im Berichtszeitraum auf den internationalen Anleihemärkten zu zwei bedeutenden Ereignissen, die die Region betrafen: Zum einen tilgten Brasilien und Argentinien im Dezember ihre IWF-Darlehen vollständig, zum andern kehrte Ecuador zum ersten Mal seit seinem Zahlungsverzug im Jahr 1999 an die internationalen Kapitalmärkte zurück. Am 12. Dezember legte Ecuador eine 10-jährige US-Dollar-Staatsanleihe im Nominalwert von \$ 650 Mio. auf, mit einem Kupon von 9,375%. Ein wesentlicher Teil der Anleihe wurde von Venezuela erworben. Doch obwohl die ecuadorianische Wirtschaft von den hohen Ölpreisen profitiert hat – Ecuador ist der fünftgrösste Ölproduzent Lateinamerikas –, bestehen für die Haushaltslage des Landes mehrere potenzielle Risiken im Zusammenhang mit dem Gesetz über die Haushaltsreform, der Steuerreform und dem nationalen Pensionsfonds.

Stockender Absatz in Landeswährung

Im vierten Quartal 2005 verzeichneten die Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zum ersten Mal seit sechs Quartalen einen Rückgang ihres Absatzes internationaler Schuldtitel in Landeswährung (Grafik 3.3). Insgesamt wurden Anleihen über \$ 837 Mio. im Rahmen von 11 Emissionen am Markt angeboten. Dennoch war das Jahr 2005 für dieses Marktsegment von Bedeutung, denn der Gesamtabsatz lag mit \$ 6,3 Mrd. weit über dem Absatz sämtlicher Jahre seit 1995.

Gedämpfter Abschluss eines Rekordjahres für Absatz in Landeswährung

Nach wie vor sind die lateinamerikanischen Schuldner am internationalen Anleihemarkt die wichtigste Triebkraft für die Wiederbelebung der Emissionen von Entwicklungsländern in Landeswährung. Wie der Grafik zu entnehmen ist,



³ Anfang Februar 2006 stufte Standard & Poor's das Länderrating Venezuelas von B+ auf BB-herauf.

machten die Transaktionen in Landeswährung aus dieser Region 2005 ein Gesamtvolumen von \$ 4,2 Mrd. aus. An zweiter Stelle stand der Asien-Pazifik-Raum mit \$ 1,4 Mrd. Der brasilianische Staat und lateinamerikanische Finanzinstitute waren die aktivsten Emittenten. Im jüngsten Quartal platzierte Kolumbien mit einer 10-jährigen Staatsanleihe über 569 Milliarden Pesos (\$ 250 Mio.) die grösste Emission in Landeswährung. Der restliche Absatz in Landeswährung entfiel zu einem grossen Teil auf die brasilianischen Banken Banco Bradesco SA und Banco Votorantim SA.

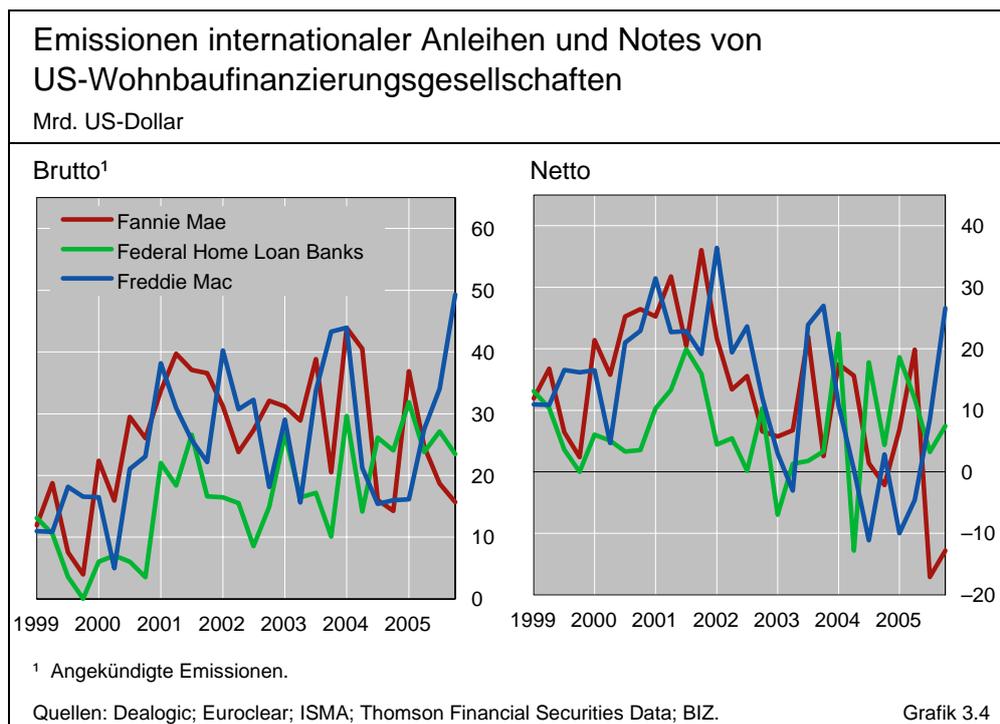
Ungewöhnlich aktives viertes Quartal für US-Emittenten

Erneuter Anstieg
des US-Absatzes ...

Nach mehreren Quartalen mit einem eher zurückhaltenden Auftritt der US-Emittenten am internationalen Anleihemarkt nahm der Bruttoabsatz dieser Schuldner das zweite Quartal in Folge zu und stieg von \$ 206 Mrd. auf \$ 247 Mrd. im vierten Quartal. Im Jahresvergleich legte der Bruttoabsatz um 8% zu und erreichte insgesamt \$ 836 Mrd. Die jüngsten Zahlen bilden einen starken Kontrast zum saisonalen Verlauf in der Vergangenheit – bisher nämlich fiel der Bruttoabsatz der US-Schuldner im vierten Quartal meist 10–15% niedriger aus als der Jahresdurchschnitt (s. dieses Kapitel im *BIZ-Quartalsbericht* vom September 2005). Der Nettoabsatz stieg im vierten Quartal um einen viel höheren Prozentsatz, nämlich um beinahe das Dreifache, auf \$ 114 Mrd.

... dank mehrerer
Transaktionen von
Freddie Mac

Mit einem Anteil von 36% am US-Bruttoabsatz waren auch dieses Quartal die Wohnbaufinanzierungsgesellschaften die aktivsten Emittenten aus den USA. Allerdings wies ihre Emissionstätigkeit einige grosse Unterschiede auf: Insbesondere Freddie Mac weitete im vierten Quartal ihre Teilnahme am internationalen Markt aus und steigerte ihren Brutto- und Nettoabsatz um 45% bzw. 212% (Grafik 3.4). Beinahe 25% der gesamten Nettomittelaufnahme der

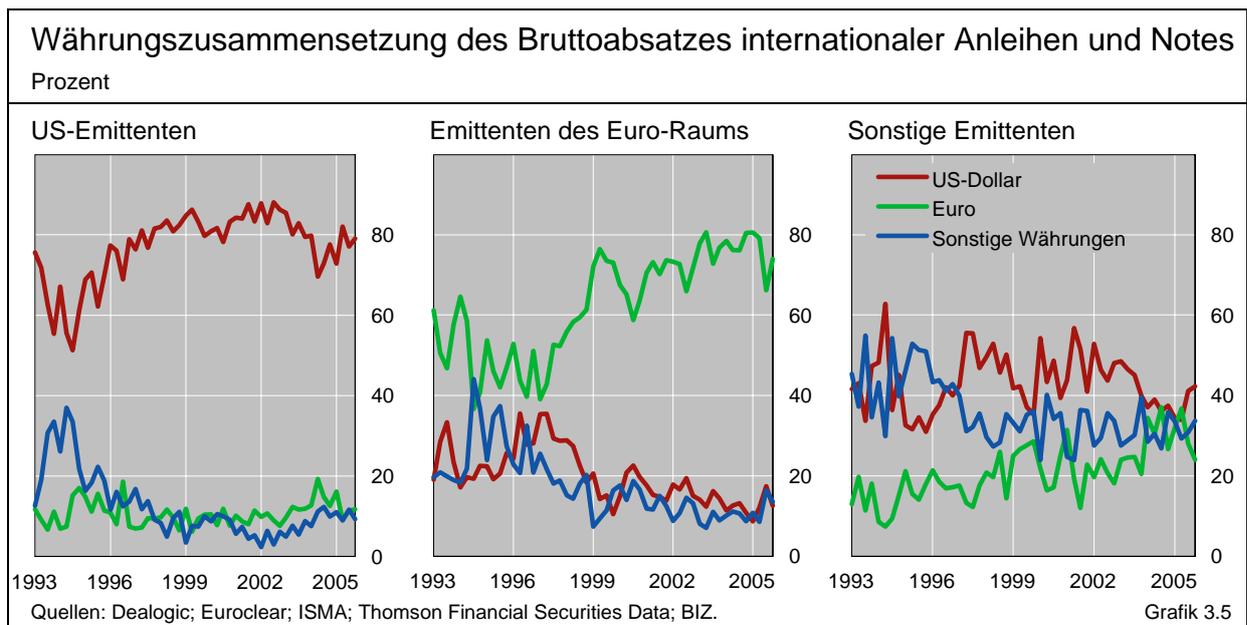


US-Emittenten im Berichtsquartal entfielen auf diese Wohnbaufinanzierungsgesellschaft. Im Gegensatz dazu zog sich Fannie Mae weiter vom internationalen Anleihemarkt zurück und wies einen Nettoabsatz von –\$ 12,8 Mrd. aus, wahrscheinlich weil sie ihren Hypothekenbestand im vierten Quartal weiter zurückfuhr, auch nachdem sie bis Ende September der Anordnung des Office of Federal Housing Enterprise Oversight nachgekommen war, ihr Mindestkapital zu erhöhen.

Der starke Anstieg des Absatzes von Freddie Mac im Berichtszeitraum wurde durch mehrere Transaktionen gestützt, die die Marke von \$ 1 Mrd. überstiegen und ein Laufzeitenspektrum von 1,5 bis 30 Jahren abdeckten. Freddie Mac legte z.B. vier mittelfristige Notes im Nominalwert von je \$ 4 Mrd. auf. Die Laufzeiten dieser Notes lagen in einem Spektrum von 2 Jahren (mit einem Zinsaufschlag von 24,5 Basispunkten auf US-Schatzpapiere) bis 10 Jahren (Aufschlag 36,5 Basispunkte).

Das Risiko einer Kurskorrektur des US-Dollars wirkte sich offenbar kaum negativ auf den Absatz von Dollaranleihen am internationalen Markt aus, denn der Anteil des Absatzes in US-Dollar blieb während des ganzen Jahres 2005 relativ stabil. Im vierten Quartal nahm der Anteil der von US-Emittenten in US-Dollar aufgelegten Anleihen und Notes sogar geringfügig zu (von 77% auf 79%). Der Anteil des Dollarabsatzes, der auf Emittenten aus anderen Ländern – mit Ausnahme des Euro-Raums – entfiel, blieb unverändert. Der Anteil des US-Dollar-Absatzes von Schuldnern aus dem Euro-Raum hingegen war leicht rückläufig, während gleichzeitig ihr Absatz von Euro-Schuldtiteln kräftig anzog (Grafik 3.5). Dass die Renditen von Staatsanleihen in den USA immer noch höher waren als im Euro-Raum, hat in den letzten Monaten die Nachfrage nach US-Dollar-Papieren potenziell günstig beeinflusst.

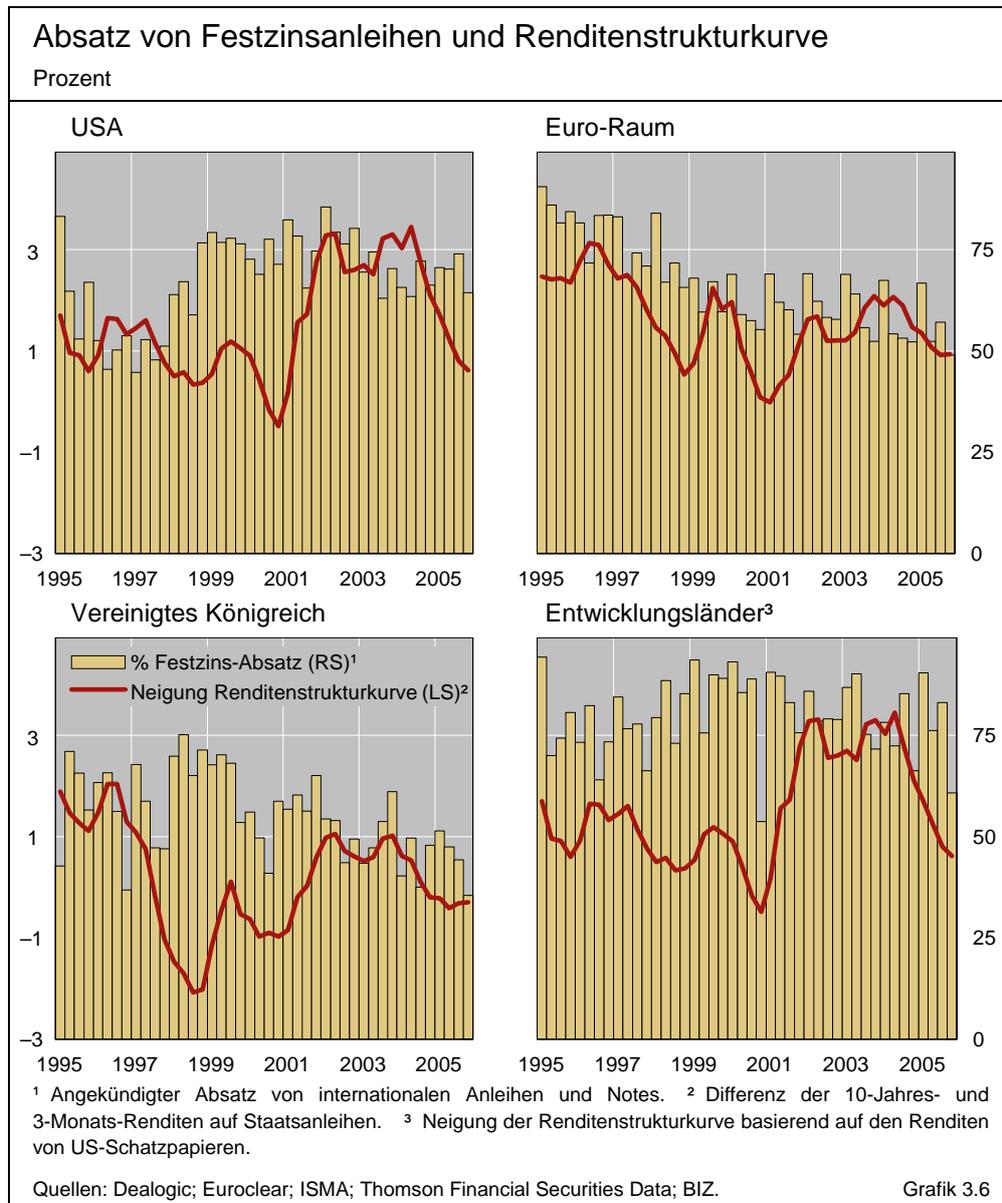
Weltweiter
US-Dollar-Absatz
stabil



Sinkender Anteil von festverzinslichen US-Titeln bei gleichzeitigem Abflachen der Kurve

Zuwachs im zinsvariablen Bereich, Abflachen der US-Schatztitel-Kurve

Die Neigung der Renditenstrukturkurve kann ein bestimmender Faktor für das jeweilige Angebot an festverzinslichen bzw. zinsvariablen Anleihen am Markt sein. Als sich die Renditenstrukturkurve für US-Schatzpapiere im vierten Quartal weiter abflachte, ging der Anteil des Absatzes internationaler Festzinsanleihen durch US-Emittenten von 74% auf 64% zurück (Grafik 3.6). Der Anteil der festverzinslichen Titel sank auch in den Entwicklungsländern deutlich, entsprechend der geringer werdenden Neigung der Renditenstrukturkurve für US-Schatzpapiere. Der prozentuale Anteil festverzinslicher Titel am weltweiten



Gesamtabsatz von internationalen Anleihen und Notes sank von 65% auf 53% (Tabelle 3.1).⁴

Bei Betrachtung der letzten beiden Jahre zeigt sich jedoch, dass der Anteil des Absatzes von festverzinslichen US-Titeln recht stabil geblieben ist, und zwar obwohl die Renditenstrukturkurve für US-Schatztitel auch in dieser längeren Periode flacher wurde. So schrumpfte die Renditendifferenz zwischen 10-jährigen und 3-monatigen US-Schatzpapieren von einem Höchstwert von 3,5% im zweiten Quartal 2004 auf 0,7% im vierten Quartal 2005. Standardmodelle für Laufzeitenstrukturen lassen darauf schliessen, dass die Laufzeitaufschläge für längerfristige Anleihen aussergewöhnlich niedrig waren, was wiederum darauf hindeutet, dass die Schuldner durch die Emission längerfristiger festverzinslicher Papiere zu relativ günstigen Konditionen Mittel hätten aufnehmen können. Es sind jedoch mehrere Faktoren, die den Anteil der am Markt verfügbaren festverzinslichen Anleihen bestimmen, und die Neigung der Renditenstrukturkurve ist nur einer davon. Die Verhandlungsposition der Schuldner am internationalen Anleihemarkt hängt von den Konditionen ab, die an den heimischen Anleihemärkten und für andere Formen der Finanzierung gelten. A priori ist es zudem nicht offensichtlich, ob es die Emittenten oder die Anleger sind, die dem Zinsänderungsrisiko bei einem gegebenen Wertpapier grössere Bedeutung beimessen. Dies dürfte von dem komparativen Vorteil – auch dem Kostenvorteil – abhängen, den die Emittenten bzw. die Anleger bei der Absicherung dieses Risikos haben.

Verschiedene Faktoren beeinflussen Entscheidung zwischen fest und variabel verzinslich

Erholung des Absatzes im Euro-Raum

Nach einem sehr schwachen dritten Quartal kam es im vierten Quartal zu einer kräftigen Erholung des Bruttoabsatzes internationaler Anleihen und Notes von Schuldnern des Euro-Raums, mit einem Anstieg von \$ 298 Mrd. auf \$ 442 Mrd. Wie in den USA fällt auch der Absatz der Emittenten aus dem Euro-Raum am internationalen Markt in der zweiten Jahreshälfte meist deutlich niedriger aus. Beispielsweise versuchen die meisten staatlichen Schuldner des Euro-Raums, ihre Mittelaufnahme in die erste Hälfte des Kalenderjahres vorzuverlegen.⁵ Da die Tilgungen der Schuldner des Euro-Raums im vierten Quartal verhältnismässig niedrig waren, verfünffachte sich der Nettoabsatz beinahe. Gefördert wurde diese Entwicklung durch einen sprunghaften Anstieg der Nettomittelaufnahme in allen grossen Ländern des Euro-Raums: In Deutschland erhöhte sie sich um den Faktor 24, in Frankreich um den Faktor 7 und in Spanien um den Faktor 3 (s. Tabelle 15B im Anhang). In Italien stieg der Nettoabsatz von –\$ 9,7 Mrd. auf \$ 27,3 Mrd. Aber auch die kleineren Volkswirtschaften in der Region erlebten ein rasantes Wachstum des Nettoabsatzes.

Verfünffachung des Nettoabsatzes im Euro-Raum, hauptsächlich dank Mittelaufnahme Deutschlands

⁴ Im Gegensatz dazu wurde die Renditenstrukturkurve im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich etwas steiler, doch der Anteil der festverzinslichen Emissionen im vierten Quartal war auch dort rückläufig (s. Grafik 3.6).

⁵ Die Veränderung des in US-Dollar ausgedrückten Absatzes lässt sich kaum durch Währungseffekte begründen, da der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar im Berichtszeitraum lediglich 2% einbüsste.

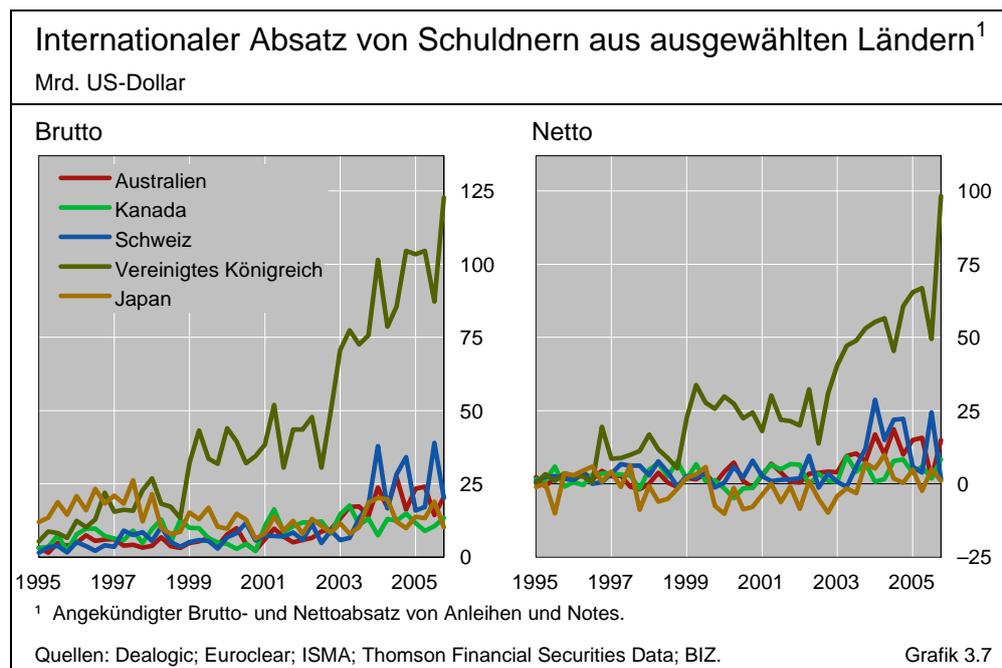
Es gibt verschiedene mögliche Gründe, warum der Absatz im Euro-Raum im vierten Quartal so hoch war. Eine Erklärung könnte sein, dass die Schuldner sich ihre Finanzierungen sichern wollten, bevor es zu der erwarteten Leitzins-erhöhung durch die EZB am 1. Dezember und dadurch möglicherweise zu ungünstigeren Finanzierungsbedingungen kam. Oder es kann sich hier auch einfach um eines von mehreren, seit Kurzem sichtbaren Anzeichen dafür handeln, dass eine stärkere Erholung der Konjunktur im Euro-Raum eingesetzt hat.

Die grösste Emission am internationalen Markt im vierten Quartal war eine Staatsanleihe Italiens in Höhe von €6 Mrd. (\$ 7,2 Mrd.). Die niederländische Zweckgesellschaft Smile 2005 Synthetic BV legte eine aus sechs Tranchen bestehende, mit einem Pool von Euro-Krediten der Bank ABN Amro besicherte „collateralised loan obligation“ in Höhe von €6,8 Mrd. auf. Die höchstrangigen Tranchen machten den Grossteil des Transaktionsvolumens aus (€6,3 Mrd.); sie wurden von den drei grossen Ratingagenturen mit AAA/Aaa bewertet. Die als Klasse A1 eingestufte Tranche wurde mit einem Aufschlag von 14 Basispunkten über dem 3-Monats-EURIBOR aufgelegt.

Sprunghafter Anstieg im Vereinigten Königreich, Rückgang in Japan

Starker Abschluss eines aktiven Jahres für britische Schuldner ...

Unter den übrigen entwickelten Volkswirtschaften waren im vierten Quartal die Schuldner aus dem Vereinigten Königreich am internationalen Anleihemarkt besonders aktiv. Die Bruttomittelaufnahme britischer Emittenten nahm um 40% zu, und die Nettomittelaufnahme verdoppelte sich beinahe (Grafik 3.7). Der britische Absatz entfiel grösstenteils auf Finanzinstitute, z.B. in Form von zwei umfangreichen, aus mehreren Tranchen bestehenden Emissionen der



Gracechurch Mortgage Funding plc und der Holmes Financing (No 9) plc über \$ 7,9 Mrd. bzw. \$ 6,5 Mrd. Auch in Australien und Kanada stieg der Nettoabsatz markant an. In der Schweiz hingegen ging der Nettoabsatz um 94% zurück und in Japan um 80%.

Tatsächlich ging mit dem vierten Quartal ein für die japanischen Emittenten sehr schwaches Jahr am internationalen Anleihemarkt zu Ende. Ihr Nettoabsatz von internationalen Anleihen und Notes hatte 2005 lediglich \$ 8,5 Mrd. betragen, im Vergleich zu \$ 215 Mrd. aus Deutschland, \$ 268 Mrd. aus den USA und \$ 280 Mrd. aus dem Vereinigten Königreich. Von der japanischen Nettomittelaufnahme am internationalen Anleihemarkt entfielen im Jahr 2005 knapp 80% auf Finanzinstitute, fast der ganze Rest auf Wirtschaftsunternehmen. Die grössten Emittenten waren die Finanzierungsgesellschaften von Toyota, die Bank of Tokyo Mitsubishi und die Resona Bank Ltd.

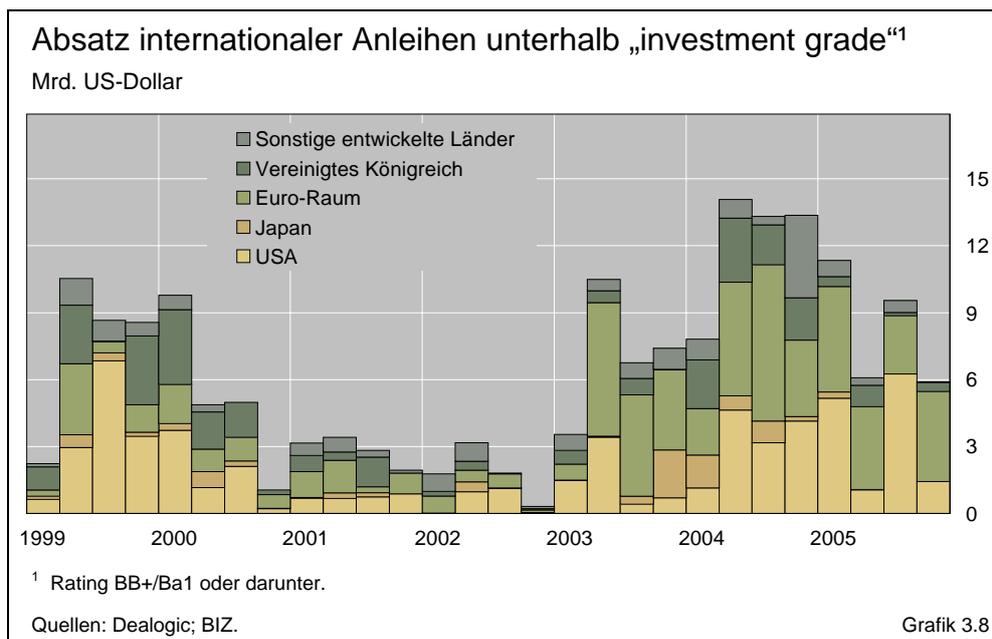
... und anhaltend schwacher Absatz in Japan

Abkühlung im hochrentierenden Bereich

Der Bruttoabsatz hochverzinslicher internationaler Anleihen und Notes von Emittenten aus den entwickelten Volkswirtschaften sank im vierten Quartal um 39%, wobei der Rückgang nicht so stark ausgeprägt war wie im zweiten Quartal 2005, als der US-Automobilsektor von Ratingherabstufungen betroffen war (Grafik 3.8). Diese Abkühlung am Primärmarkt trat ein, obwohl sich die Renditenaufschläge am Sekundärmarkt während des Berichtszeitraums nur wenig bewegten. Für das Jahr 2005 als Ganzes sank der Absatz im hochrentierenden Bereich gegenüber dem Vorjahr um 32%, war jedoch immer noch höher als in jedem anderen Jahr vor 2004.

Im vierten Quartal sinkender Absatz im hochrentierenden Bereich zum Abschluss eines wechselhaften Jahres

Im Euro-Raum legte der Absatz hochverzinslicher Titel im vierten Quartal allerdings zu und lag für das Jahr 2005 lediglich 14% unter dem Rekordniveau des Vorjahres. Das Wachstum des europäischen Hochzinsmarktes wurde 1999



durch die Einführung des Euro ausgelöst, und 2003 expandierte der Markt kräftig. Zu den Transaktionen der Schuldner aus dem Euro-Raum im vierten Quartal 2005 zählte auch eine in drei Tranchen aufgelegte Emission des deutschen Reisekonzerns TUI AG in Höhe von € 1,3 Mrd. (\$ 1,53 Mrd.). Zwei der Tranchen erhielten von Standard & Poor's und Moody's das Rating BB/Ba2, die dritte Tranche wurde mit B1 bewertet. Das italienische Unternehmen Wind Acquisition Finance SA legte zwei Anleihetranchen auf, eine auf Euro lautende Tranche über € 825 Mio. (\$ 976 Mio.) und eine US-Dollar-Tranche über \$ 500 Mio. Beide Tranchen erhielten von Fitch und Moody's das Rating B-/B3.

