

### 3. Der internationale Anleihemarkt

Ein kräftiger Rückgang des Nettoabsatzes von Emissionen der Schuldner des Euro-Raums war die Ursache für eine geringere Mittelaufnahme am internationalen Anleihemarkt im dritten Quartal 2003. Turbulente Marktbedingungen

	Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Schuldtitle							Stand Ende Sept. 2003	
	Mrd. US-Dollar		2001	2002	2002		2003		
	Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3		
Nettoabsatz insgesamt	1 346,6	1 009,6	179,4	182,2	355,3	347,4	298,6	10 710,7	
Geldmarktinstrumente <sup>1</sup>	-78,9	2,3	11,8	-10,0	55,4	3,7	-33,2	492,7	
<i>Commercial Paper</i>	26,9	23,7	19,3	-3,0	46,8	13,3	-25,5	347,2	
Anleihen und Notes <sup>1</sup>	1 425,4	1 007,3	167,6	192,2	300,0	343,7	331,8	10 217,9	
<i>Zinsvariable Emissionen</i>	390,8	198,9	25,3	39,6	-41,6	-28,0	-14,1	2 230,0	
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	995,5	798,2	145,2	155,2	341,2	371,2	341,9	7 657,4	
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i>	39,1	10,2	-2,9	-2,6	0,3	0,5	4,0	330,5	
Entwickelte Länder	1 259,6	946,2	164,5	171,8	330,9	315,7	277,1	9 500,4	
<i>USA</i>	595,6	329,2	33,9	48,8	54,7	29,2	88,1	2 935,4	
<i>Euro-Raum</i>	546,5	480,2	93,4	100,3	212,5	208,3	125,1	4 468,5	
<i>Japan</i>	-11,5	-22,4	-5,3	-10,2	-3,0	-1,8	-3,4	254,9	
Offshore-Finanzplätze	28,1	8,3	-1,1	4,7	2,3	4,3	0,4	121,2	
Entwicklungsländer	42,6	34,2	6,9	8,7	13,0	12,0	19,4	601,1	
Finanzinstitute	1 039,4	835,5	151,7	168,7	273,8	247,2	255,6	7 769,0	
<i>Privat</i>	954,8	699,0	114,0	132,1	225,6	199,1	212,0	6 587,1	
<i>Öffentlich</i>	84,6	136,5	37,8	36,6	48,2	48,1	43,7	1 181,9	
Unternehmen	208,3	54,0	-0,1	2,1	15,9	32,0	19,0	1 394,8	
<i>Privat</i>	170,0	53,3	-1,6	-3,8	10,6	30,3	18,9	1 156,0	
<i>Öffentlich</i>	38,3	0,7	1,5	5,9	5,2	1,7	0,1	238,7	
Staaten	82,6	99,2	18,6	14,5	56,5	52,9	22,3	1 058,9	
Internationale Organisationen	16,3	20,9	9,1	-3,0	9,1	15,4	1,7	488,0	
<i>Nachrichtlich: CP Inland<sup>2</sup></i>	-128,8	-104,4	8,7	23,4	11,9	-29,8	-38,3	1 835,1	
<i>darunter: USA</i>	-144,7	-91,4	0,2	23,8	-15,7	-41,9	-22,3	1 290,2	

<sup>1</sup> Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. <sup>2</sup> Daten für 3. Quartal 2003 teilweise geschätzt.

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes							
	Mrd. US-Dollar						
	2001	2002	2002		2003		
	Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Angekündigte Emissionen							
insgesamt	2 305,3	2 100,6	434,9	490,4	757,9	755,9	681,0
Anleiheemissionen	1 348,8	1 165,2	210,1	266,2	435,3	424,7	370,9
Emissionen von Notes	956,5	935,5	224,8	224,3	322,6	331,2	310,1
Zinsvariable Emissionen	642,9	603,2	144,1	157,0	123,3	126,6	132,3
Festverzinsliche Emissionen	1 590,2	1 454,7	285,9	325,2	616,6	612,7	522,6
Eigenkapitalbezogene Emissionen <sup>1</sup>	72,2	42,8	5,0	8,2	18,0	16,6	26,1
US-Dollar	1 131,3	985,9	200,4	218,9	332,1	281,4	285,9
Euro	841,4	806,7	163,9	184,9	330,7	370,2	289,4
Yen	125,2	88,3	21,6	24,5	23,3	26,0	25,3
Sonstige Währungen	207,4	219,7	49,0	62,2	71,8	78,4	80,4
Finanzinstitute	1 710,9	1 633,2	352,7	401,3	583,0	570,2	562,4
<i>Privat</i>	1 471,6	1 361,3	291,6	320,7	488,5	467,0	473,1
<i>Öffentlich</i>	239,3	271,9	61,1	80,6	94,5	103,2	89,3
Unternehmen	348,4	210,2	34,0	40,2	54,7	77,7	64,4
darunter: Telekom-Branche	135,6	45,9	7,8	10,1	23,5	6,6	7,0
<i>Privat</i>	285,7	186,2	28,4	30,7	39,6	70,6	53,2
<i>Öffentlich</i>	62,7	24,1	5,6	9,5	15,1	7,1	11,2
Staaten	171,2	172,9	28,3	31,1	81,6	79,4	38,9
Internationale Organisationen	74,8	84,3	20,0	17,9	38,7	28,6	15,3
Bruttoabsatz	2 305,1	2 100,2	441,6	495,6	716,9	727,1	678,8
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	879,7	1 093,0	274,0	303,4	416,9	383,5	347,0

<sup>1</sup> Wandel- und Optionsanleihen.

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

Tabelle 3.2

spielten dabei offenbar eine bedeutende Rolle. Im August, einem Monat mit erhöhter Zinsvolatilität, war der Absatz besonders schwach. Der Rückgang erwies sich jedoch als kurzfristig; im September erholte sich der Absatz und stieg auf den zweithöchsten je verzeichneten Monatsstand. Dennoch ging der Gesamtnettoabsatz im dritten Quartal infolge der rückläufigen Entwicklung vom August um 14% auf \$ 299 Mrd. zurück (Tabelle 3.1). Auch der Bruttoabsatz an den internationalen Märkten für Anleihen und Notes nahm in diesem Zeitraum um 10% auf \$ 681 Mrd. ab (Tabelle 3.2).

Die geringere Mittelaufnahme von Schuldern des Euro-Raums wurde zum Teil durch einen erhöhten Nettoabsatz anderer wettgemacht. Beispielsweise erhöhten Emittenten aus den aufstrebenden Volkswirtschaften vor dem Hintergrund einer Reihe von Rating-Verbesserungen ihren Nettoabsatz am internationalen Anleihemarkt. Im Juli erhielten die Türkei und Venezuela von Standard & Poor's ein höheres Rating, und beide Länder nahmen danach in grossem Umfang Mittel am internationalen Anleihemarkt auf. Im Oktober wurde das Rating zahlreicher weiterer aufstrebender Volkswirtschaften heraufgestuft.

So erhöhte Moody's das Rating russischer Staatsschuldtitel auf Investment-Grade – eine bemerkenswerte Entwicklung für einen Schuldner, der noch 1998 zahlungsunfähig gewesen war.

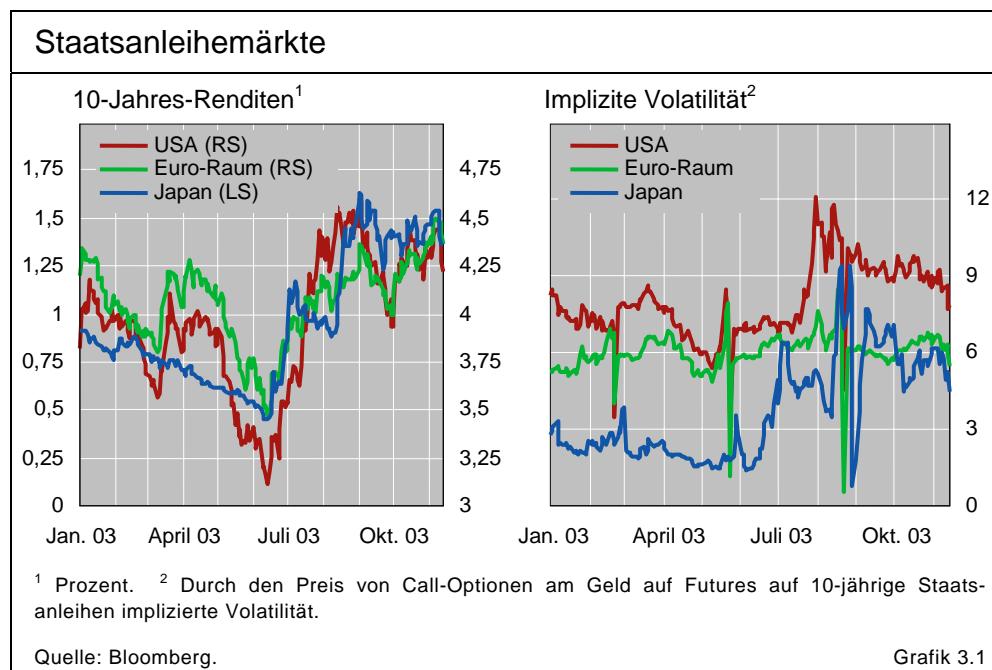
Mit der deutlichen Belebung der Konjunktur in den USA steigerten auch die US-Finanzinstitute ihren Nettoabsatz im dritten Quartal. Dies trug zu einem Anstieg des Nettoabsatzes von US-Dollar-Papieren auf \$ 138 Mrd. bei, was im Grossen und Ganzen dem der Euro-Papiere entsprach. Zum ersten Mal seit zwei Jahren konnte damit der Nettoabsatz in US-Dollar wieder mit dem Nettoabsatz in Euro Schritt halten.

### Verkaufswelle am globalen Anleihemarkt beeinträchtigt Mittelaufnahme

Die Mitte Juni einsetzende Verkaufswelle am globalen Anleihemarkt, die stärkste seit 1994 (s. die ausführliche Erörterung im letzten *Quartalsbericht*), wirkte sich auf die Emissionspläne am internationalen Anleihemarkt aus. Die Renditen der an den wichtigsten Märkten gehandelten langfristigen Staatschuldtitel stiegen in den 10 Wochen nach Beginn der Verkaufswelle steil an (Grafik 3.1). Die Auswirkungen dieser Entwicklung auf Finanzierungsentscheidungen wurden jedoch dadurch etwas gemildert, dass die Kreditzinsspannen verhältnismässig stabil blieben und die Zinssätze vor Einsetzen der Verkaufswelle sehr niedrig waren, zum Teil sogar auf historischen Tiefständen. Zunächst nahm die Zinsvolatilität im Euro-Raum und in den USA nicht wesentlich zu. Gegen Ende Juli jedoch war in den USA und im Euro-Raum ein Anstieg der Zinsvolatilität zu verzeichnen, gemessen an der antizipierten Volatilität, die implizit aus den Preisen von Optionen auf Futures für Staatsschuldtitel hervorgeht. Im Falle der USA war der Anstieg dramatisch und die Volatilität blieb während des gesamten August erhöht, lag dann allerdings Ende des Monats

Erhöhte Zinsvolatilität im August ...

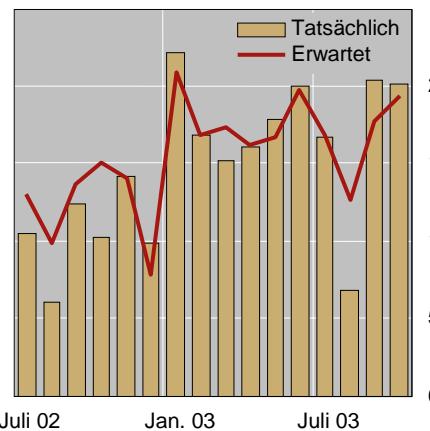
... bei gleichzeitigem starkem Absatzrückgang



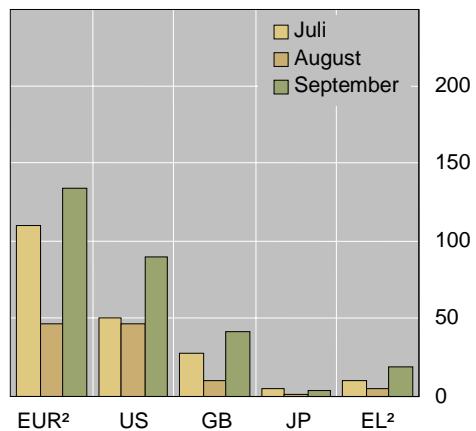
## Angekündigte Emissionen internationaler Anleihen und Notes

Mrd. US-Dollar

### Tatsächlicher und erwarteter<sup>1</sup> Anleihenabsatz



### Absatz 3. Quartal 2003, nach Nationalität



<sup>1</sup> Berechnet anhand saisonaler Verlaufsmuster der monatlichen prozentualen Veränderung des Absatzes. Es gilt die Annahme, dass der natürliche Logarithmus des saisonbereinigten Bruttoabsatzes auf kurze Sicht einem Random Walk folgt. Einschl. Anleihen mit EMTN-Dokumentation.

<sup>2</sup> EUR = Euro-Raum; EL = Entwicklungsländer.

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

Grafik 3.2

wieder deutlich unter dem Ende Juli erreichten Spitzenwert. Im Euro-Raum hingegen pendelte sich die Zinsvolatilität Mitte August wieder im normalen Bereich ein. Vor diesem Hintergrund ging der angekündigte Absatz von internationalen Anleihen im August spürbar zurück und lag bei nur \$ 69 Mrd. (Grafik 3.2). Auch wenn der August in der Regel ein ruhiger Monat ist, lag der Absatz doch weit unter dem Wert, den man angesichts des in diesem Markt üblichen saisonalen Verlaufs hätte erwarten können.

Der Absatzrückgang erwies sich jedoch als kurzlebig. Die Gesamtankündigungen internationaler Anleiheemissionen erholten sich im September und Oktober kräftig, als die Zinsvolatilität auf den Märkten für Staatsanleihen in den USA und im Euro-Raum abnahm. Saisonbereinigt lag der Absatz im September sogar über dem Absatz vom Mai, dem Monat, der den jüngsten Turbulenzen am Anleihemarkt unmittelbar vorausging. In dem starken Absatz im September und Oktober waren wahrscheinlich zum Teil Emissionen enthalten, die ursprünglich für August geplant waren und verschoben wurden, bis die Zinsvolatilität wieder auf ein normales Mass gesunken war.

Erholung des Absatzes im September

Die Absatzschwäche im August war ein allgemein verbreitetes Phänomen. Im August gingen die Ankündigungen internationaler Emissionen von Anleihen und Notes durch Emittenten im Euro-Raum gegenüber Juli um 57% zurück, die von Emittenten im Vereinigten Königreich um 64% und diejenigen von japanischen Emittenten um 78%. Auch die Schuldner in den USA reduzierten ihre Ankündigungen in diesem Zeitraum, und zwar um 7%. Der relativ geringfügige Rückgang des Absatzes von US-Schuldnern im August verglichen mit Juli unterzeichnet jedoch möglicherweise die Auswirkungen der Verkaufswelle am globalen Anleihemarkt auf die Mittelaufnahme in den USA. Im September stieg

Erholung weit verbreitet

der von US-Schuldnern angekündigte Absatz steil an und erreichte beinahe das Doppelte des Volumens vom Juli. Dies lässt vermuten, dass das kräftige Wirtschaftswachstum in den USA im Laufe des dritten Quartals eine grössere Mittelnachfrage seitens der US-Unternehmen bewirkte. Im Vergleich zum September war die Mittelaufnahme in den USA im August schwach.

Eine ebenfalls weit verbreitete Erscheinung war ein höherer Bruttoabsatz an den internationalen Märkten für Anleihen und Notes im September. Neben den US-Schuldnern nahmen in diesem Monat auch die Emittenten im Euro-Raum, Vereinigten Königreich und in Japan verstärkt Mittel auf. Die relativ umfangreiche Mittelaufnahme durch US-Schuldner trug dazu bei, dass im dritten Quartal deren Gesamtnettoabsatz auf \$ 88 Mrd. anstieg, was einer Verdreifachung gegenüber dem Vorquartal entsprach. Eine höhere Kreditaufnahme durch US-Finanzinstitute war der Hauptgrund für diesen starken Anstieg: Ihr Nettoabsatz stieg im dritten Quartal um mehr als das Dreifache auf \$ 75 Mrd. Bei den Emittenten des Euro-Raums konnte der Anstieg im September den Rückgang vom August jedoch nicht ausgleichen. Im dritten Quartal schrumpfte daher der Nettoabsatz der Euro-Raum-Emittenten von \$ 208 Mrd. im Vorquartal auf \$ 125 Mrd. In Prozent ausgedrückt verzeichneten die deutschen Emittenten mit 60% den stärksten Rückgang des Nettoabsatzes. Auch die niederländischen und französischen Emittenten reduzierten ihre Nettomittelaufnahme im dritten Quartal gegenüber dem zweiten, nämlich um 55% bzw. 38%.

### Höhere Mittelaufnahme in den USA stützt Dollar-Emissionen

Die Verlagerung der Mittelaufnahme aus dem Euro-Raum in die USA war mit einer markanten Veränderung der Währungszusammensetzung des Nettoabsatzes verbunden. Der Nettoabsatz von Euro-Wertpapieren am internationalen Anleihemarkt ging im dritten Quartal 2003 gegenüber dem zweiten um 40% zurück, während der Absatz von Schuldtiteln in US-Dollar um 82% zunahm (Tabelle 3.3). Im dritten Quartal wurden in den beiden Währungen je rund \$ 140 Mrd. an neuen Mitteln aufgenommen. Damit konnte der Nettoabsatz von US-Dollar-Papieren erstmals seit dem dritten Quartal 2001 wieder mit dem Absatz von Euro-Papieren Schritt halten, und zwar trotz eines Einbruchs der US-Dollar-Mittelaufnahme durch US-Gebietsfremde im August. Im August lag der US-Dollar-Nettoabsatz dieser Schuldner 39% unter dem des Vormonats.

Der grössere Nettoabsatz von US-Dollar-Wertpapieren dürfte hauptsächlich auf die bereits erwähnte erhöhte Mittelaufnahme von US-Finanzinstituten zurückzuführen sein; möglicherweise spielten aber auch Wechselkursentwicklungen eine Rolle. Insbesondere ist es denkbar, dass der ausgeprägte Wertverlust des Dollars seit Oktober 2000, vor allem gegenüber dem Euro, zum Wachstum des Absatzes in Dollar beigetragen hat. Der Eindruck einer anhaltenden Dollarabwertung könnte Emittenten mit anderer Basiswährung als dem US-Dollar veranlassen, vermehrt Mittel in Dollar aufzunehmen. In der Zeit von Oktober 2000 bis Oktober 2003 sank zudem die

Dollar-Absatz mit Euro-Absatz vergleichbar

## Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region<sup>1</sup>

Mrd. US-Dollar

Region/Währung		2001	2002	2002		2003		
		Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Nordamerika	US-Dollar	522,0	297,0	35,0	48,2	38,0	25,9	71,5
	Euro	63,9	39,4	7,2	0,4	15,7	6,5	14,9
	Yen	18,8	-7,4	-1,5	-2,5	0,0	-1,8	-1,6
	Sonstige Währungen	10,4	12,1	-1,8	4,5	1,8	7,6	6,1
Europäische Union	US-Dollar	46,7	68,5	4,2	16,6	39,7	30,7	43,1
	Euro	522,4	464,0	101,5	92,8	204,3	212,3	116,0
	Yen	-2,2	-26,2	-6,5	-2,7	-4,5	-3,2	-3,5
	Sonstige Währungen	70,5	86,1	26,7	13,9	28,8	27,2	18,4
Sonstige	US-Dollar	82,4	53,7	6,2	8,1	19,5	19,3	23,5
	Euro	10,7	18,4	5,4	-0,1	6,5	13,2	8,5
	Yen	0,1	-10,1	-0,5	-3,7	-1,6	1,9	-1,8
	Sonstige Währungen	0,8	14,1	3,4	6,9	7,0	8,0	3,6
Insgesamt	US-Dollar	651,2	419,2	45,4	72,8	97,3	75,9	138,1
	Euro	597,1	521,9	114,2	93,1	226,5	232,0	139,4
	Yen	16,6	-43,7	-8,4	-8,9	-6,1	-3,2	-6,9
	Sonstige Währungen	81,7	112,3	28,3	25,2	37,6	42,7	28,0

<sup>1</sup> Basis: Nationalität des Schuldners.

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

Tabelle 3.3

Rendite der 10-jährigen US-Schatzanweisung um rund 140 Basispunkte, wodurch sich die Kosten von US-Dollar-Finanzierungen weiter verringerten. Seit Anfang 2003, etwas mehr als zwei Jahre nach dem Höchststand des Dollars gegenüber dem Euro, besteht bei Nicht-US-Emittenten eine verstärkte Tendenz, US-Dollar-Papiere zu begeben, wenngleich es im August zu einem Absatzeinbruch kam. Im September erholtete sich der Absatz, gerade als die ausländischen Käufe von US-Schatzpapieren und -Schuldtiteln staatsnaher Körperschaften stark zurückgingen (s. Kasten). Bei den in der EU ansässigen Emittenten kulminierte dies im dritten Quartal dieses Jahres in einem Nettoabsatz von Dollar-Schuldtiteln in Höhe von \$ 43 Mrd. Ausserhalb der Europäischen Union lag der Dollar-Nettoabsatz von nicht in den USA oder in Kanada ansässigen Emittenten bei \$ 24 Mrd. Davon entfielen \$ 8 Mrd. allein auf den Nettoabsatz australischer Emittenten, der sich aus zahlreichen kleinen und mittleren Dollar-Emissionen zusammensetzte.

Unter anderem infolge der gewachsenen Präferenz von Nicht-US-Emittenten für US-Dollar-Papiere erhöhte sich der Bruttoabsatz von Yankee-Anleihen im dritten Quartal 2003 stark: Gemäss Meldung von Dealogic erreichte er \$ 12 Mrd., was einem Zuwachs von 24% gegenüber dem gerade erst im Vorquartal erzielten Höchststand entsprach. Der stark gestiegene Absatz von Yankee-Anleihen durch Emittenten aus der EU, Südafrika und Brasilien glich den Rückgang des Absatzes kanadischer Schuldner mehr als aus.

## Mittelströme in US-Anleihen und Mittelströme in US-Dollar-Anleihen im Vergleich

*Robert N. McCauley*

Als das US-Finanzministerium Mitte November bekannt gab, die internationalen Käufe von US-Anleihen seien im September stark zurückgegangen, geriet der Dollar unter Abgabedruck. Werden die geschätzten Tilgungen vonforderungsunterlegten Wertpapieren (ABS) herausgerechnet, lagen die privaten Nettokäufe von US-Anleihen im September möglicherweise bei Null. Ein wachsendes Leistungsbilanzdefizit der USA und eine schwache Ex-ante-Nachfrage nach US-Anleihen wurden als Rezept für eine Schwächung des Dollars angesehen (falls es nicht zu einer starken Zunahme der Nachfrage nach US-Aktien käme).

In diesem Kasten wird zwischen internationalen Käufen von US-Anleihen und internationalen Käufen von Dollar-Anleihen unterschieden. Erstere können die Form von grenzüberschreitenden Käufen von US-Schatzanleihen, „Agency“-Anleihen oder Unternehmensanleihen annehmen; diese sollten im TIC-Meldesystem (Treasury International Capital) erfasst sein. Internationale Käufe von Dollar-Anleihen, die durch US-Gebietsfremde begeben werden, können hingegen auch am Eurodollarmarkt stattfinden; dann werden sie vom TIC-System nicht erfasst.

### Kauf von US-Anleihen im Ausland und Absatz von US-Dollar-Anleihen durch US-Gebietsfremde

	Kauf von US-Anleihen im Ausland							Absatz internationaler US-Dollar-Anleihen und -Notes durch US-Gebietsfremde				
	Schatzpapiere		„Agency“		Unternehmen		Insgesamt		Insgesamt		Ohne „Yankee“-Anleihen	
	Insge- sam	Währungs- behörde	Insge- sam	Währungs- behörde	Insge- sam	Währungs- behörde	Insge- sam	Währungs- behörde	Brutto	Netto	Brutto	Netto
2003												
Mai	41,1	15,2	32,0	2,5	27,4	0,1	100,5	17,8	50,1	21,1	40,8	22,6
Abz. ABS <sup>1</sup>	41,1	15,2	26,0	...	24,9	...	92,0	...	...	...	...	...
Juni	44,0	16,5	7,0	-2,6	22,8	0,7	73,8	14,6	55,3	26,4	47,7	19,5
Abz. ABS <sup>1</sup>	44,0	16,5	1,3	...	20,3	...	65,3	...	...	...	...	...
Juli	44,7	12,3	11,8	-0,1	26,4	0,4	82,9	12,6	48,8	28,6	44,6	27,6
Abz. ABS <sup>1</sup>	44,7	12,3	5,4	...	23,8	...	73,9	...	...	...	...	...
August	25,1	-1,0	8,9	0,4	16,9	0,4	50,9	-0,2	27,8	17,4	27,4	17,5
Abz. ABS <sup>1</sup>	25,1	-1,0	1,9	...	14,6	...	41,6	...	...	...	...	...
September	5,6	8,1	-3,2	3,0	19,8	0,5	22,2	11,6	52,1	23,6	49,4	23,2
Abz. ABS <sup>1</sup>	5,6	8,1	-8,6	...	14,6	...	11,6	...	...	...	...	...

<sup>1</sup> Abzüglich geschätzte Tilgungen von Asset-Backed Securities (ABS).

Quellen: Federal Reserve Bank of New York; US-Finanzministerium; BIZ.

Normalerweise sind die internationalen Käufe von US-Anleihen ein guter Indikator für die Nachfrage von internationalen Portfoliomanagern nach Dollar-Anleihen. Einerseits lauten die von US-Emissären abgesetzten Anleihen überwiegend auf Dollar. Andererseits bestehen die meisten von Gebietsfremden gehaltenen Portfolios von Dollar-Anleihen aus US-Anleihen. Beispielsweise bildeten US-Anleihen Anfang 2000 etwa drei Viertel der von ausländischen Währungsbehörden gehaltenen US-Dollar-Anleihen.<sup>①</sup>

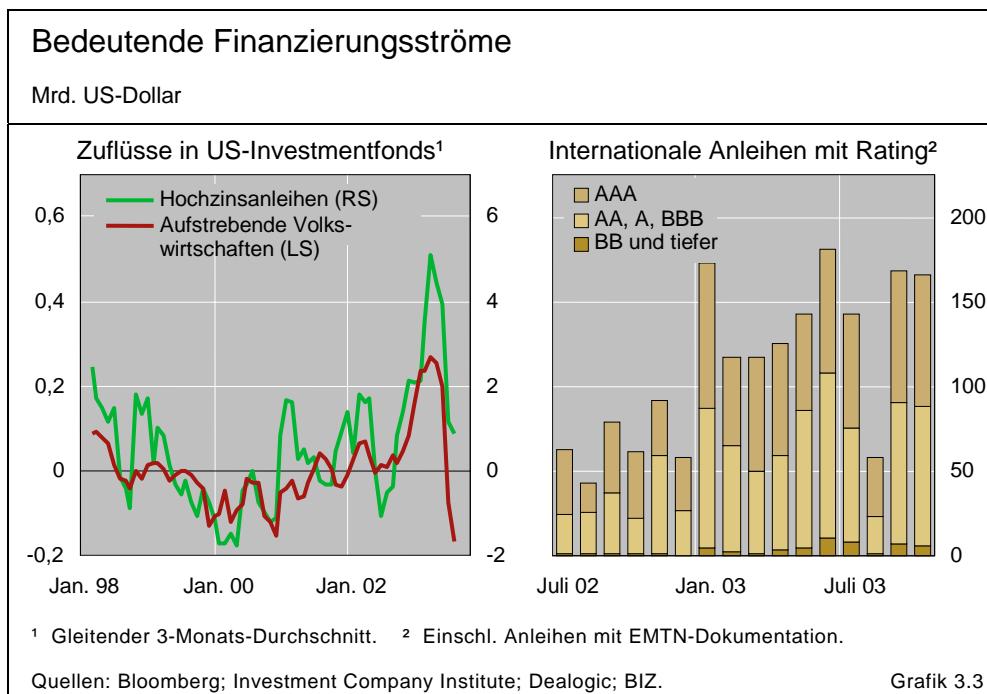
<sup>①</sup> Geschätzt als die aufgliederbaren Bestände an Schatzanleihen, „Agency“-Anleihen sowie Unternehmensanleihen, dividiert durch die Summe dieser Bestände und der nicht aufgliederbaren Dollar-Bestände, die als Dollar-Anleihen von Gebietsfremden interpretiert werden. S. R. McCauley und B. Fung, „Wahl von Anlageinstrumenten für US-Dollar-Währungsreserven“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2003, Tabelle 1.

Wie aus dem Hauptartikel klar hervorgeht, war der September allerdings kein normaler Monat. Aufgrund der Verkaufswelle an den Anleihemärkten sank der internationale Absatz von Dollar-Anleihen im August zunächst und erholte sich dann im September. Eine Ursache der Absatzstockung war die nur natürliche Hoffnung von Finanzleitern, dass die Verkaufswelle wieder verebben würde; eine weitere war der Abschlag der Emissionshäuser für Anleihen, die an volatilen Märkten aufgelegt werden sollten. Die Emittenten hatten somit im September einen Nachholbedarf; der Absatz und folglich auch die ausländischen Käufe von internationalen Dollar-Anleihen waren in diesem Monat beträchtlich. Diese Beobachtung stützt die Schlussfolgerung nicht, die aus den Daten des US-Finanzministeriums gezogen wurde, dass nämlich gebietsfremde Anleger im September ihr Interesse an Dollar-Anleihen verloren hätten. Die internationalen Käufe von Dollar-Anleihen, die von Gebietsfremden begeben wurden, finanzieren zwar nicht direkt das Leistungsbilanzdefizit der USA, doch sie deuten darauf hin, dass die internationalen Portfoliomanager auch in dieser Zeit weiter Dollar-Anleihen kauften.

### Erhöhte Mittelaufnahme von Entwicklungsländern infolge von Rating-Heraufstufungen

Im dritten Quartal 2003 erhöhten Emittenten aus Entwicklungsländern ihre Mittalaufnahme am internationalen Anleihemarkt gegenüber dem zweiten Quartal kräftig. Ihr Nettoabsatz nahm um 62% zu und erreichte mit \$ 19,4 Mrd. das grösste Volumen an neu aufgenommenen Mitteln seit dem zweiten Quartal 2001, und dies trotz eines Wechsels von positiven zu negativen Nettokapitalflüssen in US-Investmentfonds mit Spezialisierung auf Schuldtitle aufstrebender Volkswirtschaften (Grafik 3.3). Gleichzeitig war eine starke Konzentration der Mittalaufnahme erkennbar: \$ 5,9 Mrd. des Anstiegs des Nettoabsatzes entfielen auf russische und taiwanische Emittenten.

Ebenso wie in den Industrieländern wurde durch die Verkaufswelle am globalen Anleihemarkt die Mittalaufnahme auch in den Entwicklungsländern zeitweise gestört. Im August gingen die Ankündigungen von internationalen



Umfangreiche  
Mittelaufnahme der  
Türkei und  
Venezuelas

Anleihen und Notes von Schuldern in Entwicklungsländern stark zurück, doch im September erholt sich der Absatz wieder. In den September fielen auch die meisten Grossemissionen von Schuldern der aufstrebenden Volkswirtschaften im dritten Quartal, u.a. eine 7-jährige Staatsanleihe Ungarns über € 1 Mrd.

Die grössten Emissionen von aufstrebenden Volkswirtschaften im dritten Quartal waren Staatsanleihen der Türkei und Venezuelas. Ende Juli hob Standard & Poor's das Rating dieser beiden Länder um je einen Risikograd an, auf B bzw. B-, und beide nahmen anschliessend in grossem Umfang Mittel am internationalen Anleihemarkt auf. Am 24. September legte die Türkei eine mit 9,5% verzinsliche 10-jährige Staatsanleihe in Höhe von \$ 1,25 Mrd. auf. Venezuela begab am 7. August eine 7-jährige mit 5,375% verzinsliche Staatsanleihe, deren Nennwert \$ 1,5 Mrd. betrug. Der Emissionserlös wurde zur Tilgung von Brady-Anleihen verwendet. Aufgrund dieser Emissionen war es der Türkei und Venezuela möglich, mit \$ 0,4 Mrd. bzw. \$ 1,6 Mrd. im dritten Quartal wieder einen positiven Nettoabsatz zu erzielen. Für Venezuela war dies seit dem vierten Quartal 2001 das erste Mal.

Im Berichtszeitraum erfolgten noch weitere bedeutende Rating-Verbesserungen. Im Oktober hob Standard & Poor's das Fremdwährungsrating von Malaysia auf A- an, das von Thailand auf BBB und das von Indonesien auf B. Im gleichen Monat setzte Moody's das Aussenrating der SVR Hongkong um zwei Risikograde herauf auf A1. Russlands Rating wurde ebenfalls um zwei Grade auf Baa3 erhöht, wodurch russische Staatsschuldtitel zum ersten Mal den Anlagequalitätsstatus erhielten. Kurz nach der Hochstufung emittierte die staatliche russische Sparkasse Sberbank eine 3-jährige variabel verzinsliche Note über \$ 1 Mrd. mit einem Zinsaufschlag von 196 Basispunkten über dem Libor.

Auch die Volksrepublik China erhielt im Oktober eine Bonitätsheraufstufung, als sich das Wirtschaftswachstum in China wieder beschleunigte; kurz darauf nahm das Land den internationalen Kapitalmarkt in Anspruch. Nach einem Rückschlag im zweiten Quartal infolge des Ausbruchs von SARS und der Unsicherheiten wegen des Krieges im Irak wuchs das reale Sozialprodukt Chinas im dritten Quartal um 9% (Jahresrate). Mitte Oktober hob Moody's das Rating chinesischer Staatsschuldtitel von A2 auf A3 an. Am 29. Oktober begab China am internationalen Markt Dollar- und Euro-Staatsanleihen im Gesamtwert von \$ 1,5 Mrd., die ersten solchen Emissionen seit Mai 2001. Der auf US-Dollar lautende Anteil dieses Pakets, eine 10-Jahres-Anleihe, wurde mit einem Renditenaufschlag von nur 53 Basispunkten gegenüber einem vergleichbaren US-Schatzpapier versehen, was in etwa den Konditionen für staatsnahe US-Körperschaften entspricht.

Anlagequalitäts-  
status für Russland

Geringere Mittel-  
aufnahme latein-  
amerikanischer  
Schuldner

Angesichts eines verhaltenen Wirtschaftswachstums ging der Nettoabsatz von Entwicklungsländern Lateinamerikas im dritten Quartal leicht zurück: von \$ 5,3 Mrd. im zweiten Quartal auf \$ 4,1 Mrd. Der Rückgang der Nettomittelaufnahme Brasiliens und Mexikos war stärker als der erhöhte Nettoabsatz venezolanischer Schuldner. Im Falle Brasiliens erhöhte sich im Zeitraum Mitte Juni bis Anfang August der Renditenaufschlag auf Staatsschuldtitel um rund 200 Basispunkte, und die Nettomittelaufnahme inländischer Schuldner sank im

dritten Quartal auf \$ 3,6 Mrd., gegenüber \$ 5,1 Mrd. im Vorquartal. Der Rentenraufschlag wurde danach jedoch kleiner, da spekuliert wurde, das Länder-Rating von Brasilien könnte ebenfalls heraufgestuft werden. Angesichts dieser günstigen Marktbedingungen stockte Brasilien am 22. Oktober bei einer Emission 7-jähriger Staatsanleihen den ursprünglich geplanten Betrag von \$ 1 Mrd. um 50% auf. Das Paket von US-Dollar-Anleihen über \$ 1,5 Mrd. wies eine Rendite auf Endfälligkeit von 9,68% auf.

Die Mittelaufnahme Mexikos am internationalen Markt ging im dritten Quartal sehr viel stärker zurück. Der Nettoabsatz von mexikanischen Unternehmen sank von \$ 3 Mrd. im zweiten auf -\$ 0,7 Mrd. im dritten Quartal. Bei dieser Entwicklung spielte möglicherweise auch eine Rolle, dass sich der Aufschwung dieses Quartals in den USA nicht auf Mexiko übertrug.

Eine wichtige Entwicklung bei der Mittelbeschaffung in Mexiko ist, dass der mexikanische Staat die Mittelaufnahme vom Ausland ins Inland verlagert. Ende Oktober nahm Mexiko erfolgreich am inländischen Markt neue Mittel auf: Das Finanzministerium führte seine erste Auktion einer festverzinslichen Peso-Anleihe mit 20 Jahren Laufzeit durch. Es ist das erste Mal in der Geschichte des Landes, dass festverzinsliche Instrumente mit 20 Jahren Laufzeit am inländischen Markt begeben wurden. Nach der Auktion signalisierte die Regierung ihre Absicht, im folgenden Jahr durch eine weitere Erhöhung des Anteils inländischer Schuldtitle in ihrem Portfolio ihre Auslandsschulden um \$ 500 Mio. zu senken. Dies war einer der Gründe, warum die Rentenraufschläge auf mexikanischen Staatsanleihen in US-Dollar auf Rekordtiefs sanken.

Emission einer  
20-jährigen  
festverzinslichen  
Peso-Staats-  
anleihe in Mexiko

### Wegen Volatilität Verschiebung der Emissionsvorhaben von Schuldern mit niedrigerem Rating

Die jüngsten Turbulenzen am Anleihemarkt waren auch mit einem Rückgang des Volumens von Emissionen mit niedrigerem Rating am internationalen Anleihemarkt verbunden. Der Bruttoabsatz von Anleihen mit Einstufung unter Anlagequalität belief sich im August auf \$ 0,8 Mrd., den niedrigsten Stand seit Dezember 2002 und \$ 7 Mrd. weniger als im Juli. Zum Teil war dies auf die oben erwähnte geringere Mittelaufnahme von Entwicklungsland-Schuldern zurückzuführen; sie legten zwar im Juli Hochzinsanleihen über \$ 2,5 Mrd. auf, im August jedoch keine.

Nach Rückgang  
im August ...

Im September erholte sich der Absatz von hoch rentierenden Papieren am internationalen Anleihemarkt wie auch der Absatz im Allgemeinen. Mit \$ 7,2 Mrd. war der Absatz in dieser Kategorie etwa gleich hoch wie im Juli; 76% entfielen auf Emittenten aus Entwicklungsländern. Insgesamt betrug der Absatz von internationalen Anleihen unter Anlagequalität im dritten Quartal \$ 15,6 Mrd. und blieb somit leicht hinter den \$ 18,7 Mrd. des Vorquartals zurück. Zu den grössten solchen Emissionen von Schuldern aus entwickelten Ländern zählten im dritten Quartal drei 5-jährige Anleihen von Vivendi Universal über \$ 975 Mio., € 605 Mio. und € 500 Mio. Vivendi war infolgedessen im dritten Quartal bei weitem der grösste Emittent von Hochzinsanleihen aus einem entwickelten Land.

... Erholung des  
Absatzes von hoch  
rentierenden  
Anleihen im  
September ...

... sowie von  
Anleihen mit  
Anlagequalität

Der Absatz von Anleihen mit Anlagequalität erholte sich in den Monaten September und Oktober ebenfalls. Im August ging der Bruttoabsatz von Anleihen mit Investment-Grade-Rating gegenüber dem Vormonat um 58% auf \$ 57,2 Mrd. zurück, doch im September und Oktober stieg er um \$ 160 Mrd. und übertraf das Volumen vom Juli um 19%. Im Gesamtbetrag enthalten waren zwei festverzinsliche US-Dollar-Anleihen von Ford Motor Credit: eine 5-jährige Anleihe über \$ 1 Mrd. sowie eine 10-jährige über \$ 2 Mrd. Dies waren seit über einem Jahr die ersten festverzinslichen Dollar-Anleihen des Unternehmens.

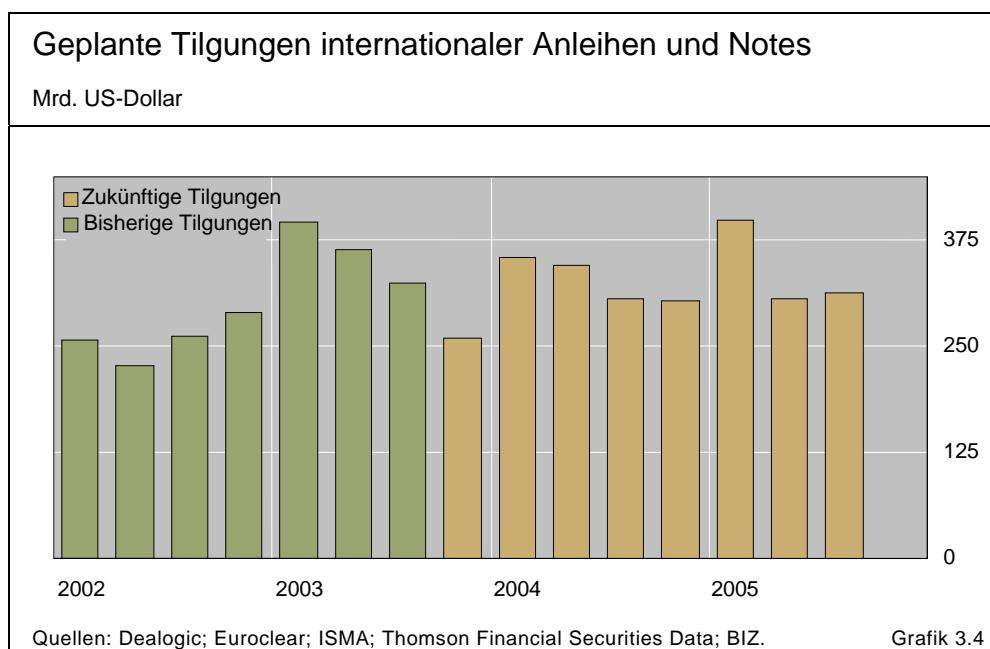
Die Rating-Herabstufung von DaimlerChrysler sowie die damit verbundenen Turbulenzen am Sekundärmarkt für Schuldtitle der Automobilbranche erschweren dem Unternehmen offenbar die Mittelbeschaffung am internationalen Markt nicht nennenswert. Am 21. Oktober setzte Standard & Poor's das langfristige Rating von DaimlerChrysler von BBB+ auf BBB herab und meldete, der Ausblick sei negativ. Wie im *Überblick* erörtert, folgte am Sekundärmarkt eine Periode dramatisch gestiegener Renditenaufschläge auf die Anleihen der Automobilunternehmen und ihrer Finanztöchter. Am 6. November jedoch nahm DaimlerChrysler am internationalen Markt \$ 2 Mrd. auf. Die 10-jährige festverzinsliche US-Dollar-Anleihe wies einen Zinsaufschlag von 215 Basispunkten gegenüber dem US-Schatzpapier mit entsprechender Laufzeit auf.

DaimlerChrysler  
gelassen angesichts  
Bonitätsrückstufung

Rückgang der  
planmässigen  
Tilgungen ...

### Grosses Tilgungsvolumen Anfang 2004

Im dritten Quartal 2003 nahmen nicht nur die planmässigen Tilgungen von Anleihen und Notes am internationalen Markt für Schuldtitle ab, sondern auch der Bruttoabsatz. Nachdem die planmässigen Tilgungen mehrere Quartale lang zugenommen hatten, erreichten sie im ersten Quartal 2003 den Höchststand von \$ 396 Mrd. (Grafik 3.4). Danach sanken sie zwei Quartale lang und betrugen im dritten Quartal noch \$ 324 Mrd. Gleichzeitig ging der Bruttoabsatz internationaler Anleihen und Notes gegenüber dem ersten Quartal um 10% auf \$ 681 Mrd. zurück.



Für die planmässigen Tilgungen wird ein weiterer Rückgang im vierten Quartal prognostiziert, im nächsten Jahr sollen sie jedoch wieder zunehmen und Anfang 2005 einen Höhepunkt erreichen. Den Hochrechnungen zufolge sollen die planmässigen Tilgungen im ersten Quartal 2004 auf \$ 354 Mrd. steigen. Etwa die Hälfte dieser Summe entfällt auf in den Jahren 2001 und 2002 begebene Anleihen und Notes, die im ersten Quartal 2004 fällig werden. Es wird erwartet, dass die planmässigen Tilgungen im ersten Quartal 2005 weiter zunehmen und in etwa den gleichen Umfang haben werden wie im ersten Quartal dieses Jahres. In dem früheren Zeitraum wurde die Zunahme der Tilgungen durch eine Verlagerung der Emissionen von den zinsvariablen hin zu den festverzinslichen Anleihen und Notes finanziert, bei gleichzeitig schrumpfenden Renditen von Staatschuldtiteln und sich verringerten Kreditzinsspannen. Für Anfang 2004 hingegen sind vergleichbar günstige Refinanzierungsbedingungen nicht zu erwarten, es sei denn, die Zinssätze gehen nach unten.

... doch Anstieg im nächsten Jahr erwartet

Nachdem der Bruttoabsatz von Wandelanleihen im zweiten Quartal mit \$ 16,5 Mrd. im Wesentlichen stagniert hatte, schnellte er im dritten Quartal um beinahe 60% auf \$ 26,1 Mrd. hoch. In diesem Betrag enthalten ist eine Wandelanleihe über € 5 Mrd., die von der Kreditanstalt für Wiederaufbau Anfang Juli angekündigt wurde; es handelt sich um die grösste je begebene Wandelanleihe. Das Besondere an dieser Anleihe ist, dass sie in Aktien der Deutschen Telekom AG gewandelt werden kann. Die Nachfrage nach dieser Emission war offensichtlich gross, denn der Betrag von € 5 Mrd. liegt 11% über dem ursprünglich geplanten Angebot von € 4,5 Mrd.