

3. Der internationale Anleihemarkt

Dank der Erholung der Weltwirtschaft und günstiger Finanzierungsbedingungen erreichten die Finanzströme am internationalen Anleihemarkt im ersten

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Schuldtitel								
Mrd. US-Dollar								
	2002	2003	2003				2004	Stand Ende März 2004
	Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Nettoabsatz insgesamt	1 011,4	1 470,4	357,7	349,6	303,4	459,8	517,9	12 051,5
Geldmarktinstrumente ¹	1,7	75,4	55,4	3,7	-32,9	49,2	33,3	595,7
Commercial Paper (CP)	23,7	83,3	46,8	13,3	-25,4	48,7	8,9	420,9
Anleihen und Notes ¹	1 009,7	1 395,1	302,4	345,8	336,3	410,6	484,5	11 455,8
Zinsvariable Emissionen	198,8	392,7	66,7	74,1	98,1	153,9	154,2	2,961,9
Festverzinsliche Emissionen	800,8	981,2	235,4	271,1	233,9	240,8	337,3	8,143,0
Eigenkapitalbezogene Emissionen	10,2	21,1	0,3	0,6	4,3	15,9	-7,0	351,0
Entwickelte Länder	945,5	1,364,4	330,6	316,7	281,1	436,0	482,0	10 743,1
USA	330,5	274,3	55,8	29,5	90,6	98,5	124,3	3 197,2
Euro-Raum	479,1	768,7	211,9	208,2	124,9	223,8	231,3	5 119,9
Japan	-22,7	-0,8	-3,5	-1,8	-3,7	8,1	6,3	280,0
Offshore-Finanzplätze	8,1	16,3	2,8	4,0	0,4	9,1	0,9	133,1
Aufstrebende Volkswirtschaften	36,9	66,5	14,7	13,5	19,5	18,8	24,9	659,5
Finanzinstitute	833,4	1,189,3	274,0	248,1	256,5	410,7	414,0	8 849,5
Privat	698,0	991,5	225,8	199,6	213,6	352,5	341,4	7 491,1
Öffentlich	135,4	197,8	48,2	48,5	42,9	58,2	72,7	1 358,4
Unternehmen	55,1	110,6	16,1	32,2	21,4	40,9	7,4	1 489,7
Privat	44,4	92,8	8,4	29,5	17,7	37,2	-0,2	1 244,0
Öffentlich	10,7	17,8	7,7	2,7	3,7	3,7	7,6	245,7
Staaten	102,0	147,3	58,0	54,0	23,0	12,3	86,4	1 196,6
Internationale Organisationen	20,9	23,2	9,6	15,3	2,4	-4,2	10,1	515,7
<i>Nachrichtlich: CP Inland²</i>	-102,9	-45,9	13,3	-27,2	-37,0	5,0	33,0	1 913,0
<i> darunter: USA</i>	-91,4	-81,3	-15,7	-41,9	-22,3	-1,5	47,8	1 336,5

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

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

Tabelle 3.1

Quartal 2004 erneut einen Rekordstand. Mit \$ 517,9 Mrd. verzeichnete der Nettoabsatz im zweiten Quartal in Folge ein bis dato unerreichtes Volumen (Tabelle 3.1). Der angekündigte Absatz von Anleihen und Notes wurde durch den Refinanzierungsbedarf für ein hohes Volumen fällig werdender Schuldtitel aufgebläht und überstieg zum ersten Mal die 1-Billionen-Marke (Tabelle 3.2). Besonders in Europa und Lateinamerika zählte der öffentliche Sektor zu den aktivsten Emittenten, aber auch der Absatz der Finanzinstitute in den USA und Europa war weiterhin stark. Anders bei den Wirtschaftsunternehmen: Ihr Bruttoabsatz lag nur unwesentlich über dem Betrag der Tilgungen. Die Schuldner bevorzugten in der Regel festverzinsliche Papiere und griffen seltener auf eigenkapitalbezogene Instrumente zurück.

Die lebhafte Emissionstätigkeit war u.a. auf das historisch tiefe Niveau der Renditenaufschläge über praktisch das gesamte Bonitätsspektrum zurückzuführen. Selbst nach einem leichten Anstieg im ersten Quartal waren die

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2002	2003	2003				2004
	Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Angekündigte Emissionen insgesamt	2 099,3	2 884,4	759,1	755,9	657,2	712,3	1 018,0
Anleiheemissionen	1 164,9	1 610,0	436,5	424,6	343,9	405,0	606,5
Emissionen von Notes	934,5	1,274,4	322,6	331,3	313,3	307,3	411,5
Zinsvariable Emissionen	602,5	963,9	231,5	233,6	241,2	257,6	355,6
Festverzinsliche Emissionen	1 454,1	1 832,5	509,4	505,8	389,1	428,2	645,6
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	42,8	88,1	18,2	16,6	26,8	26,6	16,8
US-Dollar	985,0	1 169,5	332,8	282,2	285,8	268,7	368,5
Euro	806,3	1 289,1	330,4	369,7	272,0	317,0	495,3
Yen	88,3	102,9	23,4	26,0	24,5	29,0	29,3
Sonstige Währungen	219,7	322,9	72,4	78,0	74,8	97,7	125,0
Finanzinstitute	1 631,8	2 281,9	581,7	569,9	536,4	593,8	815,3
Privat	1 361,2	1 920,0	488,6	467,7	455,3	508,5	688,3
Öffentlich	270,6	361,8	93,1	102,2	81,1	85,4	127,0
Unternehmen	211,4	270,7	56,7	78,1	67,0	68,8	63,1
darunter: Telekom-Branche	46,0	54,8	23,3	9,5	8,0	14,1	11,6
Privat	187,0	220,7	40,8	69,9	53,6	56,5	52,9
Öffentlich	24,5	50,0	15,9	8,3	13,4	12,3	10,1
Staaten	171,8	239,4	81,6	79,2	39,0	39,6	109,6
Internationale Organisationen	84,3	92,5	39,1	28,6	14,7	10,1	30,1
Bruttoabsatz	2 098,4	2 865,5	717,8	728,0	684,2	735,5	929,9
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	<i>1 088,7</i>	<i>1 470,4</i>	<i>415,5</i>	<i>382,1</i>	<i>347,9</i>	<i>324,9</i>	<i>445,4</i>

¹ Wandel- und Optionsanleihen.

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

Tabelle 3.2

Renditenaufschläge im Vergleich der letzten fünf Jahre immer noch ungewöhnlich klein (s. „Überblick“). Die geringen Renditenaufschläge waren wiederum eine Folge des „Renditenstrebens“ der Anleger, die angesichts der aussergewöhnlich tiefen Nominalrenditen auf risikofreien Anlagen eine grössere Risikobereitschaft zeigten.

Im April verlangsamte sich der Absatz in den meisten Sektoren, da sich die Renditenaufschläge wieder ausweiteten und die Unsicherheit über den Zeitpunkt und die Folgen des Übergangs der US-Geldpolitik zu einem weniger akkommodierenden Kurs wuchs. Erste Zahlen deuten darauf hin, dass die Ankündigungen neuer Emissionen im April 38% unter dem monatlichen Durchschnitt des ersten Quartals 2004 lagen. Der Absatz der Wirtschaftsunternehmen mit niedrigerem Rating und der aufstrebenden Volkswirtschaften Europas schien jedoch sein hohes Niveau zu halten.

Aktive Finanzinstitute und Emittenten mit niedrigerem Rating

Wachsende
Mittelaufnahme der
Finanzinstitute

Der Nettoabsatz der Finanzinstitute erreichte im ersten Quartal 2004 erneut ein Rekordniveau. Die Emissionen überstiegen die Tilgungen um \$ 414 Mrd., verglichen mit \$ 411 Mrd. im vierten Quartal 2003 und einem Quartalsdurchschnitt von \$ 297 Mrd. für das Gesamtjahr 2003. Infolge einer rasanten Zunahme der planmässigen Tilgungen stieg der Bruttoabsatz der Finanzinstitute sprunghaft an, und die angekündigten Emissionen von Anleihen und Notes stiegen von \$ 594 Mrd. im Vorquartal nun auf \$ 815 Mrd. Die US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften und die europäischen Banken gehörten zu den aktivsten Emittenten.

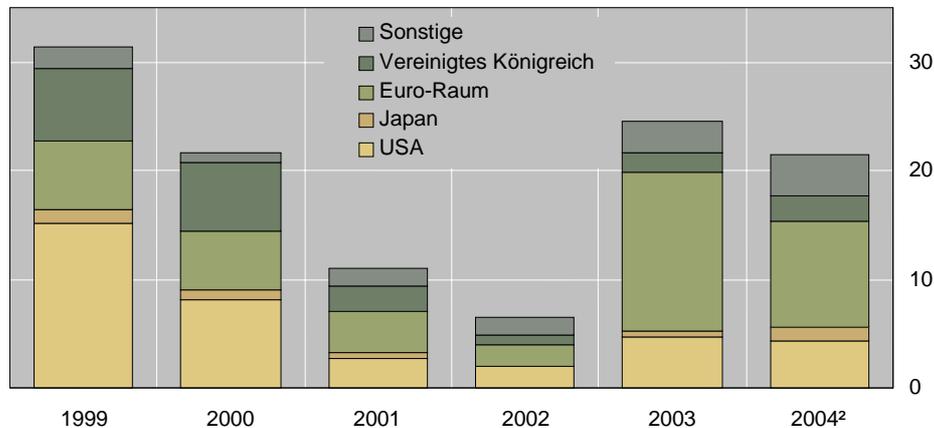
Die Wirtschaftsunternehmen hingegen nahmen im ersten Quartal vergleichsweise wenig Mittel am internationalen Anleihemarkt auf: Ihr Nettoabsatz belief sich auf lediglich \$ 7 Mrd., nach knapp \$ 41 Mrd. im Vorquartal und einem Quartalsdurchschnitt von \$ 28 Mrd. für das Gesamtjahr 2003. Auch die angekündigten Neuemissionen von Anleihen und Notes waren rückläufig und sanken von \$ 69 Mrd. auf \$ 63 Mrd., obwohl bei den planmässigen Tilgungen ein starker Anstieg verzeichnet wurde.

Bei den
erstklassigen
Unternehmen
Verlagerung hin zu
inländischem CP ...

Der geringe Nettoabsatz der Wirtschaftsunternehmen am internationalen Markt wurde durch einen Zuwachs beim Absatz von inländischem Commercial Paper (durch Finanzinstitute und Wirtschaftsunternehmen) ausgeglichen. So stieg die Nettomittelaufnahme insgesamt von \$ 5 Mrd. im vierten Quartal 2003 auf \$ 33 Mrd. im ersten Quartal 2004, was ausschliesslich auf den plötzlichen Anstieg des Nettoabsatzes von CP in den USA auf fast \$ 48 Mrd. zurückzuführen war, nachdem der Umlauf mehrere Quartale lang rückläufig gewesen war. Die verhaltene Entwicklung beim Absatz internationaler Anleihen könnte ein Zeichen dafür sein, dass die Unternehmen in der Anfangsphase eines globalen Aufschwungs ihren Fremdkapitalanteil nur ungern mit langfristigen Schuldtiteln erhöhen und stattdessen einen relativ hohen Anteil von Investitionen durch kurzfristige Schuldtitel und Eigenmittel finanzieren.

Absatz internationaler Anleihen aus entwickelten Ländern mit Rating unterhalb „investment grade“¹

Mrd. US-Dollar, nach Nationalität des Schuldners



¹ Rating BB oder darunter. ² Daten für 2004 anhand der Emissionen im 1. Quartal aufs Jahr hochgerechnet.

Quellen: Dealogic; BIZ.

Grafik 3.1

Im Gegensatz dazu nahmen Wirtschaftsunternehmen mit niedrigerem Rating weiterhin die internationalen Wertpapiermärkte in Anspruch. Die Ankündigungen neuer hoch rentierender Anleihen durch Emittenten aus entwickelten Ländern beliefen sich im ersten Quartal auf insgesamt \$ 5,4 Mrd., womit sich die rasante Entwicklung von 2003 fortsetzte (Grafik 3.1). Wie in den Vorjahren entfielen etwa 70% des Absatzes im Hochzinsbereich auf Wirtschaftsunternehmen. Überraschenderweise scheint hier das Volumen trotz der Ausweitung der Renditenaufschläge im April nicht zurückgegangen zu sein. Die in diesem Jahr bisher grösste Emission hoch rentierender Euro-Anleihen war die im April angekündigte und mit B3/B bewertete 10-jährige Anleihe von SEAT Pagine Gialle, einem italienischen Herausgeber von Branchenverzeichnissen, über € 1,3 Mrd.

Der Nettoabsatz von Schuldtiteln durch japanische Emittenten war zum ersten Mal seit 1999 in zwei aufeinander folgenden Quartalen positiv, worin sich die Erholung der japanischen Wirtschaft widerspiegelte. Er betrug \$ 6,3 Mrd. und umfasste Schuldtitel von Finanzinstituten über \$ 3,8 Mrd. und von Wirtschaftsunternehmen über \$ 2,5 Mrd., jeweils in etwa gleichmässig auf den Dollar, den Euro und den Yen verteilt.

Im Kontext einer langsamen, aber stetigen Erholung der weltweiten Konjunktur zeichnen die Zahlen zusammengenommen ein Bild, in dem die Mittel im ersten Quartal an Schuldner gingen, die in den letzten Jahren erschwerten Zugang zu Kapital gehabt hatten, so z.B. Emittenten mit einem niedrigen Rating, Wohneigentümer in Europa, bankfinanzierte Unternehmen sowie japanische Unternehmen. Gleichzeitig konzentrierten sich die Emittenten, die 2003 die rückläufigen langfristigen Zinssätze und sich verengenden Renditenaufschläge genutzt hatten – auch die erstklassigen Unternehmen –, auf die Refinanzierung fällig werdender Schuldtitel und die Anpassung der

... bei tiefer eingestuftem Unternehmen jedoch zunehmende Mittelaufnahme eher am internationalen Markt

Fälligkeitsprofile ihrer Verbindlichkeiten. Als im April die Unruhe an den Märkten wuchs, zogen sich die erstklassigen Emittenten zurück, während die Schuldner mit niedrigerem Rating ihre Finanzierungstätigkeit beibehielten oder beschleunigten, um sich gegen eine mögliche unmittelbare Verschlechterung ihres Marktzugangs abzusichern.

Zunehmende Nutzung zinsvariabler Instrumente durch Dollar-Emittenten

Die Währungszusammensetzung der Mittelaufnahme an den internationalen Märkten blieb zwar im ersten Quartal 2004 im Grossen und Ganzen gegenüber dem Vorquartal konstant (Tabelle 3.3), doch die Dollar-Emittenten begaben vermehrt variabel verzinsliche Titel, während die Emittenten aus dem Euro-Raum festverzinsliche Produkte bevorzugten. Die Ankündigungen neuer auf Dollar lautender Anleihen und Notes hatten sich in den letzten Jahren in der Regel etwa zu 25% auf variabel verzinsliche Titel und zu 75% auf festverzinsliche Papiere verteilt, im jüngsten Quartal jedoch entfielen 35% des Gesamtvolumens auf zinsvariable Instrumente. Infolgedessen war der Anteil des Absatzes zinsvariabler Titel in Dollar praktisch gleich hoch wie der Anteil in Euro (36% im ersten Quartal, nachdem er seit 2000 immer durchschnittlich 39% betragen hatte).

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region ¹								
Mrd. US-Dollar								
		2002	2003	2003				2004
		Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Nordamerika	US-Dollar	297,1	218,9	38,0	26,2	73,8	81,0	97,4
	Euro	40,2	52,0	16,3	6,3	14,9	14,6	14,3
	Yen	-7,0	-1,9	0,6	-1,8	-1,2	0,6	1,3
	Sonstige Währungen	12,3	25,1	1,9	7,6	6,0	9,6	11,8
Europäische Union	US-Dollar	68,3	149,9	39,7	31,1	42,4	36,7	41,1
	Euro	462,6	742,2	203,5	212,4	116,6	209,7	221,3
	Yen	-26,2	-9,0	-4,5	-3,2	-3,5	2,2	1,9
	Sonstige Währungen	86,1	117,2	28,7	27,4	17,6	43,6	32,8
Sonstige	US-Dollar	53,8	97,4	20,2	19,4	25,7	32,2	33,9
	Euro	20,1	39,6	8,1	14,5	8,9	8,1	41,2
	Yen	-10,1	6,9	-2,1	1,9	-2,2	9,2	1,8
	Sonstige Währungen	14,2	32,2	7,4	7,8	4,6	12,4	19,1
Insgesamt	US-Dollar	419,2	466,2	97,9	76,7	141,8	149,8	172,4
	Euro	522,9	833,8	227,8	233,2	140,3	232,4	276,8
	Yen	-43,3	-4,1	-6,0	-3,1	-6,9	12,0	5,0
	Sonstige Währungen	112,5	174,5	38,0	42,8	28,1	65,5	63,7

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.

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

Tabelle 3.3

Es ist nicht klar, warum sich die Dollar-Emittenten just dann vermehrt zinsvariablen Instrumenten zuwandten, als die Renditen langfristiger Unternehmensanleihen allgemein niedrig waren, begünstigt durch allmählich sinkende langfristige risikofreie Zinssätze und niedrige Renditenaufschläge. Der wachsende Anteil der Finanzinstitute am Schuldnerpool spielte hier sicherlich eine Rolle, obwohl die Finanzinstitute selbst im ersten Quartal 2004 die Begebung variabel verzinslicher Anleihen und Notes in Dollar auf 39% der angekündigten Emissionen erhöhten, verglichen mit 31% in den vier Jahren davor. Die Renditenstrukturkurve für US-Dollar war in dem Zeitraum steiler als die Kurve für den Euro, wobei die Sätze für 10-jährige Staatsanleihen die 3-Monats-Sätze in Dollar um etwa 300 Basispunkte überstiegen, verglichen mit 200 Basispunkten bei Euro-Anleihen. Doch in Bezug auf die relativ steile Neigung der beiden Kurven ergaben sich kaum Änderungen gegenüber dem überwiegenden Teil des Jahres 2003. Es ist denkbar, dass die Dollar-Emittenten die variabel verzinslichen Schuldtitel als einen Weg ansahen, günstige kurzfristige Finanzierungsmöglichkeiten zu nutzen, bevor die Federal Reserve die kurzfristigen Zinssätze erhöhte, in der Erwartung, dass nach Ende der Zinserhöhungsrunde immer noch nicht allzu teure langfristige Finanzierungen zur Verfügung stünden.

Umfangreicher internationaler Anleihenabsatz durch Staaten des Euro-Raums

Die Staaten des Euro-Raums allein waren vollumfänglich für den Anstieg des Gesamtnettoabsatzes im Quartal verantwortlich. So betrug der Nettoabsatz der staatlichen Schuldner im Euro-Raum im ersten Quartal 2004 insgesamt \$ 75,6 Mrd., im Vergleich zu \$ 6,8 Mrd. im vierten Quartal 2003. Die Ankündigungen dieser Gruppe stiegen im gleichen Zeitraum sprunghaft an: von \$ 26 Mrd. auf \$ 91 Mrd. Bis zu einem gewissen Grad war die Höhe des Absatzes ein saisonal bedingtes Phänomen: Seit dem Jahr 2000 hat sich der Absatz von in Euro denominierten Staatsschuldtiteln jedes Jahr im ersten Quartal konzentriert. Allerdings nahmen die Beträge von Jahr zu Jahr kontinuierlich zu: nach einem Nettoabsatz von \$ 23 Mrd. im ersten Quartal der Jahre 2000 und 2001 auf \$ 43 Mrd. im ersten Quartal 2002 und auf \$ 55 Mrd. im ersten Quartal 2003. In jedem Quartal bestanden die neuen Emissionen überwiegend aus festverzinslichen, auf Euro lautenden Eurobonds. Zu den aktivsten Emittenten von Schuldtiteln im jüngsten Berichtsquartal zählten Italien (mit einem Nettoabsatz von \$ 29 Mrd.), Deutschland (\$ 16 Mrd., hauptsächlich Bundesländer) und Griechenland (\$ 14 Mrd.). Die einzelnen Emissionen waren in der Regel von beträchtlichem Umfang; dahinter stand die Absicht, die Liquidität zu fördern. Italien z.B. legte im Januar 30-jährige Staatsanleihen über insgesamt € 4 Mrd. auf, im Februar 10-jährige Notes im Gesamtwert von € 5 Mrd. und im März 16-jährige Anleihen über insgesamt € 8 Mrd.

Diese Zahlen spiegeln weitgehend die anhaltende Weiterentwicklung der europäischen Kapitalmärkte wider; die Staaten wollen die gemeinsame Währung nutzen, um ihre Finanzierungsbasis über ihre jeweiligen inländischen

Staaten des Euro-Raums massgebend beim Gesamtanstieg des Nettoabsatzes ...

... ein Zeichen für die anhaltende Integration der europäischen Kapitalmärkte

Märkte hinaus zu verbreitern. Ende 2003 waren an den internationalen Märkten Anleihen von Staaten des Euro-Raums über \$ 608 Mrd. in Umlauf; an den heimischen Märkten dieser Länder erreichte das Volumen der Staatspapiere rund \$ 4,9 Bio. Da die Anleger mit Basiswährung Euro ihre Portfolios stärker geografisch diversifizieren, sahen sich die staatlichen Schuldner, und unter ihnen besonders die kleineren Länder des Euro-Raums, veranlasst, ihre Finanzierungsbasis ebenfalls zu diversifizieren. Die sinkenden Gebühren im Wertpapier- und Emissionsgeschäft in den letzten Jahren waren ein weiterer Grund, warum es zunehmend attraktiv wurde, Schuldtitel über Emissionsinstitute am internationalen Markt zu platzieren, anstatt sie durch direkte Auktionen am Inlandsmarkt anzubieten. Die Tatsache, dass sich die Nutzung des internationalen Absatzkanals auf eine relativ kleine Zahl von Staatsschuldnern im Euro-Raum konzentriert, lässt vermuten, dass diese Entwicklung noch in den Anfängen steckt.

Anhaltende Expansion des Commercial-Paper-Euromarktes

Der Bruttoabsatz am Commercial-Paper-Euromarkt (d.h. der Absatz von Commercial Paper ausserhalb des Inlandsmarktes des Schuldners) erhöhte sich im ersten Quartal auf \$ 360 Mrd. gegenüber \$ 333 Mrd. im Vorquartal und einem Quartalsdurchschnitt von \$ 300 Mrd. im Jahr 2003. Ein Grossteil der Neubegabungen wurde zur Prolongation ausstehender Papiere verwendet, so dass netto lediglich \$ 9 Mrd. neu aufgenommen wurden. Etwa 11% des Bruttoabsatzes entfielen auf Wirtschaftsunternehmen – nur wenig mehr als am US-Inlandsmarkt, an dem diese Schuldner 9% des Absatzes ausmachten.

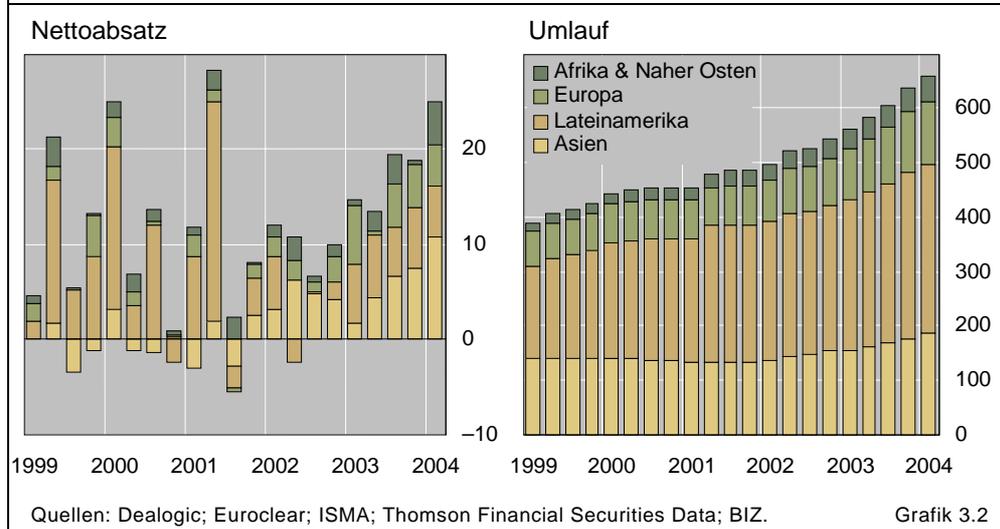
Trotz des verhältnismässig kleinen Anteils des am Euromarkt begebenen CP am Gesamtnettoabsatz ist das Wachstum dieses Marktes als Finanzierungsvehikel für Betriebskapital und als Ziel für kurzfristige Anlagen bemerkenswert. Commercial Paper bietet den Schuldnern eine Alternative zu kurzfristigen Bankkrediten, wodurch das Finanzsystem vorübergehenden Schocks, die den Bankensektor treffen können, weniger ausgesetzt ist. Am Markt dominieren zunehmend europäische Schuldner: Etwa 75% des Bruttoabsatzes im ersten Quartal entfielen auf Emittenten aus den entwickelten europäischen Ländern, verglichen mit 66% im ersten Quartal 1999. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich der Anteil des Absatzes in Euro oder Pfund Sterling von 38% auf 66%. Wie der oben beschriebene Anstieg des Absatzes von europäischen Staatsschuldtiteln an den internationalen Märkten stellt auch das Wachstum des CP-Euromarktes einen bedeutenden Entwicklungsschritt für die europäischen Kapitalmärkte dar.

Weiterhin lebhaftere Entwicklung der Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften

Bei der Mittelaufnahme an den internationalen Anleihemärkten durch Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften setzte sich der Aufwärtstrend im ersten Quartal 2004 fort. Der Gesamtnettoabsatz erreichte \$ 24,9 Mrd., nach

Internationale Anleihen von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Mrd. US-Dollar



\$ 18,8 Mrd. im Vorquartal (Grafik 3.2). Die Emittenten profitierten von günstigen Finanzierungskosten, da die Renditenaufschläge für Schuldtitel der aufstrebenden Volkswirtschaften im Januar historische Tiefstände erreichten (s. Grafik 1.8 im „Überblick“). Zwar weiteten sich die Renditenaufschläge im Februar und März etwas aus, teilweise bedingt durch den starken Absatz, doch im Vergleich zu den in jüngster Zeit verzeichneten Werten waren sie nach wie vor sehr klein.

Günstige Finanzierungsbedingungen fördern Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften

Allerdings führte die im April einsetzende Verkaufswelle bei Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften zu einem Rückgang des Absatzes, wobei die vorläufigen Zahlen erkennen lassen, dass die neu angekündigten Emissionen in diesem Monat 25% unter dem Durchschnitt des ersten Quartals lagen. Der Rückgang bei den Ankündigungen war gleichmässig auf Lateinamerika, Asien, Afrika und den Nahen Osten verteilt. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas verzeichnete die Mittelaufnahme weiterhin ein kräftiges Wachstum – ein Zeichen der positiven Stimmung unter den Anlegern im Vorfeld der Erweiterung der Europäischen Union im Mai.

Asiatische Emittenten waren im ersten Quartal besonders aktiv. Der Gesamtnettoabsatz belief sich auf \$ 10,7 Mrd., den höchsten Stand seit 1997. Davon entfielen \$ 4,6 Mrd. auf Schuldner des privaten Sektors – hauptsächlich Finanzinstitute – in Korea und weitere \$ 2,1 Mrd. auf Wirtschaftsunternehmen in Taiwan. Eine Reihe asiatischer Staaten nahmen ebenfalls Mittel in beträchtlicher Höhe auf. So legten die Philippinen am internationalen Markt Staatsanleihen im Gesamtwert von \$ 2 Mrd. auf, wobei mehr als die Hälfte dieses Betrags (\$ 1,18 Mrd.) zur Ablösung verschiedener ausstehender Anleihen (viele mit Fälligkeit in den Jahren 2007 bis 2009) durch eine neue festverzinsliche Anleihe mit Fälligkeit im Jahr 2011 diente. Indonesiens Rückkehr an den internationalen Anleihemarkt war bemerkenswert erfolgreich; Standard &

Rückkehr Indonesiens an den Markt

Poor's hatte im Oktober 2003 das Rating des Landes auf B erhöht, nachdem es nur ein Jahr zuvor noch bei CCC+ gelegen hatte. Nach sieben Jahren Abwesenheit vom Markt nahm Indonesien mittels Begebung einer festverzinslichen 10-jährigen Staatsanleihe am 10. März \$ 1 Mrd. auf. Ungeachtet der niedrigen Bonitätseinstufung des Staates wurde die Emission mit einem Aufschlag von lediglich 277 Basispunkten über 10-jährigen US-Schatzpapieren versehen, d.h. mit einem geringeren Aufschlag als vergleichbare Emissionen von Staaten mit höherem Rating, z.B. der Philippinen oder der Türkei. Ein weiteres Land, das erfolgreich an den Markt zurückkehrte, war Pakistan: Nach mehr als 6-jähriger Abwesenheit platzierte das Land am 19. Februar eine festverzinsliche 5-jährige Staatsanleihe im Nominalwert von \$ 500 Mio. Marktteilnehmer meldeten eine ungewöhnlich starke Nachfrage von US-Anlegern nach asiatischen Schuldtiteln; ein unverhältnismässig grosser Teil asiatischer Emissionen endete allerdings nach wie vor in regionalen Portfolios (s. Kasten auf S. 25).

Niedrige Finanzierungskosten Anfang 2004 attraktiv für lateinamerikanische Staaten ...

In Lateinamerika wurde die Nettomittelaufnahme ausschliesslich durch die staatlichen Emittenten vorangetrieben, welche die günstigen Finanzierungsbedingungen Anfang des Jahres nutzten. So platzierten einige staatliche Schuldner Anfang 2004 beachtliche Emissionen am Markt – häufig Wertpapiere mit einer Laufzeit von 20 oder 30 Jahren. Der Markt wurde sowohl von Staaten, die sich durch eine rege Teilnahme an den internationalen Märkten auszeichnen (z.B. Brasilien, Mexiko und Venezuela), als auch von Staaten, deren Präsenz eher sporadischer Natur ist, in Anspruch genommen. Zur letztgenannten Gruppe zählen Chile, Costa Rica und Jamaika, die alle die Gelegenheit nutzten, ihren gesamten geschätzten Bedarf an externer Finanzierung für 2004 im Januar bzw. Anfang Februar zu decken.

... und für die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas

Die Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften Europas entfiel ebenfalls überwiegend auf staatliche Schuldner. Der grösste Schuldner war Polen, das einen Betrag von \$ 3,1 Mrd. aufnahm. Eine neue, Anfang Januar platzierte 5-jährige Staatsanleihe über € 1,5 Mrd. war die bisher bedeutendste Anleihe des Landes. Danach wurde im März das bestehende Benchmark-Papier im 10-Jahres-Segment um € 700 Mio. auf € 3 Mrd. aufgestockt, die grösste Staatsanleihe in dieser Region. Hinzu kam, dass Polen seit mehr als fünf Jahren der erste Staat unter den aufstrebenden Volkswirtschaften war, der in Schweizer Franken denominateden Schuldtitel an den Markt brachte: eine 5-jährige Note im Nominalwert von CHF 400 Mio. Im privaten Sektor nahmen die russischen Finanzinstitute mit einem Nettoabsatz von \$ 1,2 Mrd. eine besondere Stellung unter den Schuldnern ein. Bis dahin hatten grosse Wirtschaftsunternehmen, insbesondere in den Bereichen Bergbau und Telekommunikation, den Absatz des russischen privaten Sektors an den internationalen Märkten dominiert. Der kräftige Absatz der Finanzinstitute, der zu den \$ 4,2 Mrd. Nettoabsatz dieser Gruppe von Emittenten im Jahr 2003 hinzukam, stellt daher einen weiteren Schritt bei der Rückkehr Russlands an die internationalen Kapitalmärkte nach der Krise von 1998 dar.

Auch andere aufstrebende Volkswirtschaften Europas waren im ersten Quartal am Markt präsent. Zu Jahresbeginn sicherte sich die Türkei die

niedrigen Finanzierungskosten, indem sie innerhalb weniger Wochen eine 30-jährige Staatsanleihe über \$ 1,5 Mrd. und eine 10-jährige Staatsanleihe über € 1 Mrd. begab. Ungarn ging ähnlich vor und deckte durch Begebung einer 10-jährigen Staatsanleihe über € 1 Mrd. Anfang Januar ein Drittel seiner für 2004 geplanten Mittelaufnahme an den internationalen Märkten. Weitere bedeutende Platzierungen im ersten Quartal kamen von Lettland (10-jährige Staatsanleihe über € 400 Mio.), Litauen (9-jährige Staatsanleihe über € 600 Mio.) und der Ukraine (7-jährige Staatsanleihe über \$ 600 Mio.). Dank dieser lebhaften Emissionstätigkeit staatlicher Schuldner erreichte der Bruttoabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften in Europa im ersten Quartal ein Allzeithoch von \$ 11,8 Mrd.

Ein erhöhter Absatz der Finanzinstitute in Israel, Südafrika und den Vereinigten Arabischen Emiraten liess die Mittelaufnahme der Schuldner in Afrika und im Nahen Osten auf ein Rekordniveau steigen. Das israelische Unternehmen Teva Pharmaceutical Industries Ltd. nahm mit zwei Wandelanleihen im Wert von insgesamt \$ 1,1 Mrd. den grössten Betrag auf (über ein Finanzvehikel in den USA). Die umfangreichste Platzierung durch einen staatlichen Schuldner in der Region nahm die Zentralbank Tunesiens vor (die für den Staat Mittel in Fremdwährungen aufnimmt): Sie begab ein festverzinsliches Papier über € 450 Mio. mit sieben Jahren Laufzeit – die bisher grösste Euro-Emission des Landes.