

### 3. Der internationale Anleihemarkt

Auch im dritten Quartal 2004 hielt sich der Absatz von internationalen Schuldtiteln auf hohem Niveau, dank der stetig sinkenden langfristigen Zinssätze,

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Schuldtitel								
Mrd. US-Dollar								
	2002	2003	2003		2004			Stand Ende Sept. 2004
	Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Nettoabsatz insgesamt	1 010,4	1 472,3	303,6	458,9	520,9	351,9	324,6	12 778,7
Geldmarktinstrumente <sup>1</sup>	1,7	75,3	-33,0	49,2	34,9	4,4	17,5	621,2
Commercial Paper (CP)	23,7	83,3	-25,5	48,7	8,8	-3,4	25,8	445,3
Anleihen und Notes <sup>1</sup>	1 008,7	1 397,0	336,5	409,7	486,0	347,5	307,1	12 157,5
Zinsvariable Emissionen	197,9	392,1	98,0	153,4	154,5	167,4	132,8	3 278,3
Festverzinsliche Emissionen	800,7	983,9	234,2	240,6	338,4	172,4	177,0	8 523,4
Eigenkapitalbezogene Emissionen	10,2	20,9	4,3	15,7	-6,8	7,7	-2,7	355,8
Entwickelte Länder	944,5	1 365,3	281,3	434,9	485,3	321,1	293,3	11 408,8
USA	328,5	274,3	90,4	97,7	125,6	6,8	41,7	3 245,8
Euro-Raum	479,1	768,7	124,6	223,4	231,7	216,1	139,2	5 531,2
Japan	-22,7	-1,0	-3,7	7,9	6,5	11,0	0,7	282,5
Offshore-Finanzplätze	8,1	16,3	0,4	9,1	0,9	5,1	9,8	147,9
Aufstrebende Volkswirtschaften	36,9	67,4	19,5	19,0	24,6	18,6	14,5	694,3
Finanzinstitute	832,4	1 188,2	256,4	409,6	418,2	285,9	295,8	9 469,1
Privat	697,1	983,3	209,8	349,2	340,7	237,5	233,6	7 982,2
Öffentlich	135,4	204,9	46,6	60,4	77,5	48,4	62,2	1 486,9
Unternehmen	55,1	113,1	21,7	40,9	7,2	11,3	10,5	1 517,6
Privat	44,3	94,9	18,0	37,2	-0,4	7,8	10,2	1 267,7
Öffentlich	10,8	18,2	3,7	3,7	7,6	3,5	0,2	249,9
Staaten	102,0	147,8	23,0	12,5	85,5	47,6	11,3	1 264,2
Internationale Organisationen	20,9	23,2	2,4	-4,2	10,0	7,0	7,1	527,8
<i>Nachrichtlich: CP Inland<sup>2</sup></i>	-99,1	-41,0	-36,6	8,2	57,9	-21,7	0,8	1 927,1
<i>  darunter: USA</i>	-91,4	-81,3	-22,3	-1,5	47,8	-26,8	6,7	1 316,4

<sup>1</sup> Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. <sup>2</sup> Daten für 3. Quartal 2004 teilweise geschätzt.

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

Tabelle 3.1

einer allmählichen Erholung der weltweiten Konjunktur und eines Marktumfelds, das sich gegenüber einem breiten Spektrum an Kreditengagements aufgeschlossen zeigte. Der Nettoabsatz von kurz- und langfristigen Instrumenten belief sich auf insgesamt \$ 325 Mrd., nachdem er im zweiten Quartal \$ 352 Mrd. betragen hatte (Tabelle 3.1). Der geringfügige Rückgang erklärt sich durch die nachlassende Aktivität der Schuldner im Euro-Raum, in Japan und den aufstrebenden Volkswirtschaften – eine Entwicklung, die durch den vermehrten Absatz von Emittenten in den USA und an Offshore-Finanzplätzen nicht ganz ausgeglichen wurde. Beim Bruttoabsatz zeichnete sich ein ähnliches Bild ab (Tabelle 3.2). So überstiegen sowohl der Nettoabsatz als auch

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2002	2003	2003		2004		
	Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Angekündigte Emissionen insgesamt	2 099,2	2 887,3	656,9	712,3	983,1	770,8	754,7
Anleiheemissionen	1 164,7	1 612,9	343,6	405,0	570,3	404,4	409,5
Emissionen von Notes	934,5	1 274,4	313,3	307,3	412,8	366,4	345,2
Zinsvariable Emissionen	602,4	963,8	241,2	257,6	338,0	307,8	302,9
Festverzinsliche Emissionen	1 454,0	1 835,4	388,9	428,1	627,7	444,7	440,6
Eigenkapitalbezogene Emissionen <sup>1</sup>	42,8	88,1	26,8	26,6	17,4	18,3	11,2
US-Dollar	985,0	1 172,4	285,8	268,6	357,2	257,4	260,6
Euro	806,3	1 289,1	271,8	316,9	478,8	379,6	370,6
Yen	88,3	102,9	24,5	29,0	29,3	33,8	23,6
Sonstige Währungen	219,7	322,9	74,8	97,7	117,8	100,0	99,9
Entwickelte Länder	1 891,9	2 623,4	602,8	657,4	907,4	696,2	683,3
USA	648,2	739,6	184,7	173,7	249,4	167,8	172,5
Euro-Raum	866,1	1 294,5	275,5	326,1	439,3	356,3	324,4
Japan	40,3	48,3	10,2	18,5	20,4	19,8	12,9
Offshore-Finanzplätze	22,1	31,6	6,2	11,0	7,1	7,8	13,8
Aufstrebende Volkswirtschaften	100,9	139,7	33,1	33,8	44,9	36,5	35,4
Finanzinstitute	1 631,6	2 281,0	536,2	593,8	788,4	604,3	633,9
Privat	1 361,3	1 913,8	451,1	506,5	660,9	515,4	519,7
Öffentlich	270,3	367,2	85,1	87,3	127,5	88,9	114,1
Unternehmen	211,5	271,2	67,0	68,8	62,0	72,3	62,6
Privat	187,3	220,7	53,6	56,5	52,4	60,6	57,5
Öffentlich	24,2	50,5	13,4	12,3	9,5	11,7	5,1
Staaten	171,8	242,6	39,0	39,6	109,1	63,9	36,1
Internationale Organisationen	84,3	92,5	14,7	10,1	23,7	30,3	22,2
Bruttoabsatz	2 098,3	2 868,4	684,1	735,3	934,0	797,7	706,5
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	<i>1 089,6</i>	<i>1 471,4</i>	<i>347,6</i>	<i>325,6</i>	<i>448,0</i>	<i>450,2</i>	<i>399,4</i>

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

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

Tabelle 3.2

der Bruttoabsatz im siebten Quartal in Folge das jeweilige Volumen des entsprechenden Vorjahresquartals. Vorläufige Zahlen deuten darauf hin, dass die Emissionstätigkeit auch im Oktober 2004 lebhaft war und sich der Bruttoabsatz in den europäischen Ländern und aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens erholte. Die allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen verschafften auch den Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften, die den Markt nur selten in Anspruch nehmen, Zugang zu Krediten und begünstigten eine Fortsetzung des jüngsten Trends zu längeren Laufzeiten.

### Verlangsamung des Emissionsgeschäfts in Europa bei anhaltend kräftigem Euro-Absatz

Rückgang des Emissionsgeschäfts in Europa ...

Bei den Emittenten aus den westeuropäischen Volkswirtschaften sank der Nettoabsatz um 26% (von \$ 295 Mrd. im zweiten auf \$ 220 Mrd. im dritten Quartal). Darin kamen sowohl eine Abnahme neuer Emissionen als auch eine Zunahme der Tilgungen zum Ausdruck, wobei der geringere Absatz von Schuldern im Euro-Raum, insbesondere in Italien und Spanien, ausschlaggebend war. Zum Teil hing die Abschwächung des Geschäfts mit dem Rückgang des Absatzes von Staatsanleihen zusammen, der im zweiten Halbjahr

Nettoabsatz internationaler Schuldtitel nach Währung und Region <sup>1</sup>		Mrd. US-Dollar						
		2002	2003	2003		2004		
		Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
USA	US-Dollar	291,4	215,5	75,8	75,4	102,9	-26,0	8,5
	Euro	39,8	47,5	14,1	14,5	13,6	21,5	16,2
	Pfund Sterling	2,3	11,7	1,8	7,2	3,5	5,1	10,7
	Yen	-6,2	-1,5	-1,7	0,8	1,3	1,5	0,8
	Sonstige Währungen	1,2	1,0	0,4	-0,1	4,3	4,7	5,6
Euro-Raum	US-Dollar	36,1	87,9	23,0	24,9	18,2	34,8	10,0
	Euro	416,5	646,1	97,8	180,8	191,9	159,0	116,5
	Pfund Sterling	18,4	17,5	3,5	5,4	6,6	15,6	5,4
	Yen	-16,1	-12,1	-3,2	0,4	1,5	3,3	0,5
	Sonstige Währungen	24,2	29,4	3,6	12,1	13,7	3,3	6,7
Sonstige	US-Dollar	90,9	165,2	43,6	49,3	53,9	47,4	45,3
	Euro	66,4	140,2	28,1	37,0	71,3	40,8	66,7
	Pfund Sterling	41,8	70,9	11,7	26,2	21,6	22,6	12,7
	Yen	-20,9	9,4	-2,0	10,6	2,5	10,7	3,1
	Sonstige Währungen	24,6	43,6	7,1	14,6	14,3	7,5	15,9
Insgesamt	US-Dollar	418,4	468,6	142,4	149,5	175,0	56,1	63,8
	Euro	522,8	833,8	140,0	232,2	276,8	221,3	199,4
	Pfund Sterling	62,5	100,1	17,0	38,8	31,7	43,3	28,8
	Yen	-43,3	-4,3	-6,9	11,8	5,2	15,5	4,4
	Sonstige Währungen	50,0	74,0	11,2	26,6	32,3	15,6	28,1

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

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

Tabelle 3.3

traditionell niedriger ausfällt. Die Wirtschaftsunternehmen und Finanzinstitute im Euro-Raum kürzten jedoch ihre Mittelaufnahme ebenfalls. So ging der Nettoabsatz der Wirtschaftsunternehmen von \$ 16 Mrd. im zweiten Quartal auf unter \$ 3 Mrd. zurück, und ihr Bruttoabsatz rutschte auf den niedrigsten Stand seit dem vierten Quartal 2002 ab, wengleich dies durch die wachsende Mittelaufnahme an den inländischen Märkten teilweise ausgeglichen wurde. Für Oktober 2004 deuten vorläufige Daten jedoch auf eine Erholung des Bruttoabsatzes von Emittenten im Euro-Raum hin, der um etwa 13% zunahm.

Trotz des im dritten Quartal rückläufigen Absatzes im Euro-Raum blieb der Anteil des Euro am internationalen Anleihegeschäft im Wesentlichen unverändert (Tabelle 3.3). So erfolgten 48% der im dritten Quartal abgeschlossenen Emissionen in Euro, gegenüber 49% im zweiten Quartal; der Anteil des Nettoabsatzes in Euro ging nach 63% im Vorquartal auf 61% zurück. Diese Zahlen zeigen einerseits, dass der Absatz in US-Dollar von Emittenten mit Sitz in den USA immer noch verhältnismässig niedrig war (s. unten); andererseits sind sie ein Hinweis auf die stärkere Verwendung des Euro durch Schuldner ausserhalb der Europäischen Union, insbesondere Finanzinstitute mit Sitz in der Schweiz und in Australien.

... bei  
unverändertem  
Anteil der  
Emissionen in Euro

## Geringfügige Erholung des US-Absatzes

Die Aufnahme neuer Mittel am internationalen Anleihemarkt durch US-Schuldner nahm zwar im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal zu, blieb jedoch deutlich unter dem Niveau, das Ende 2003 und Anfang 2004 erreicht worden war. Der effektive Bruttoabsatz internationaler Schuldtitel durch US-Emittenten entsprach mit \$ 240 Mrd. im Wesentlichen dem Niveau des zweiten Quartals. Nach Bereinigung um die Annullierung von notleidenden Schuldtiteln von WorldCom im Wert von \$ 20 Mrd. im zweiten Quartal<sup>1</sup> erhöhte sich der Nettoabsatz aufgrund rückläufiger Tilgungen von \$ 27 Mrd. auf \$ 42 Mrd. Der Nettobetrag belief sich auf etwa ein Drittel des Volumens im ersten Quartal 2004 und lag deutlich unter dem durchschnittlichen Nettoabsatz von \$ 69 Mrd. pro Quartal, der 2003 verzeichnet wurde.

Die verhaltene Entwicklung beim Absatz von US-Schuldtiteln im zweiten und dritten Quartal war primär auf die geringere Mittelaufnahme der grossen Wohnbaufinanzierungsgesellschaften Fannie Mae und Freddie Mac an den ausländischen Märkten zurückzuführen. Der Bruttoabsatz dieser beiden Institute sank von \$ 63 Mrd. im zweiten auf \$ 35 Mrd. im dritten Quartal. Zusammen verzeichneten sie im dritten Quartal einen negativen Nettoabsatz: Mit \$ 12 Mrd. überstieg der von Freddie Mac erzielte negative Nettoabsatz Fannie Maes positiven Nettoabsatz von \$ 4 Mrd. Im zweiten Quartal hingegen hatte der Nettoabsatz zusammengenommen \$ 14 Mrd. betragen (und war fast vollständig durch Fannie Mae erzielt worden). Diese Abschwächung des internationalen Geschäfts der beiden Institute entspricht dem Rückgang ihres Netto-

Niedrigere  
Mittelaufnahme der  
US-Wohnbau-  
finanzierungs-  
gesellschaften ...

<sup>1</sup> In den BIZ-Statistiken zu den Wertpapiermärkten wird die Annullierung eines notleidenden Schuldtitels als vorzeitige Tilgung behandelt. Infolgedessen wird in Tabelle 3.1 im zweiten Quartal ein Nettoabsatz von \$ 6,8 Mrd. für US-Emittenten ausgewiesen.

... doch wachsender  
Absatz von  
Wirtschafts-  
unternehmen

absatzes von Schuldtiteln am inländischen Markt. Der Schritt hin zu einem gemässigten Bilanzwachstum erfolgte einige Zeit vor der Übereinkunft, die Ende September zwischen Fannie Mae und ihrer wichtigsten Aufsichtsbehörde getroffen wurde und in der sich Fannie Mae zu einer Aufstockung ihrer Eigenkapitalquote in den darauffolgenden Monaten verpflichtete.

Bei den Wirtschaftsunternehmen in den USA war die Mittelaufnahme an den internationalen Märkten im dritten Quartal weiterhin robust. Ihr Nettoabsatz erhöhte sich auf \$ 8 Mrd., nach einem um den Effekt der Annullierung der WorldCom-Schuldtitel bereinigten Betrag von \$ 5 Mrd. im zweiten und \$ 4,5 Mrd. im ersten Quartal. Der Bruttoabsatz stieg im dritten Quartal sprunghaft an und erreichte mit \$ 28 Mrd. (\$ 18 Mrd. im Vorquartal) das höchste Volumen, das seit dem zweiten Quartal 2002 verzeichnet worden war. Verantwortlich dafür war der Anstieg des inländischen Bruttoabsatzes von \$ 121 Mrd. im zweiten auf \$ 161 Mrd. im dritten Quartal.

### Kräftiger Absatz von spekulativen Titeln

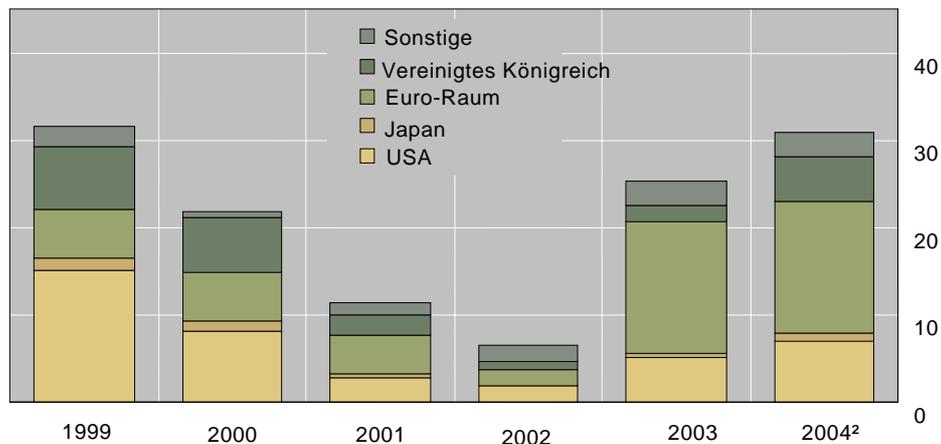
Wie in den Quartalen zuvor beeilten sich Schuldner niedriger Bonität, die günstigen Finanzierungsbedingungen zu nutzen. Sie profitierten von geringen Renditeaufschlägen und insgesamt abnehmenden Ausfallquoten sowie von der grösseren Bereitschaft der Anleger, in einem Umfeld niedriger Nominalrenditen auf sicherere Anlagen höhere Kreditrisiken einzugehen. Die von Schuldnern aus entwickelten Ländern mit einem Rating unterhalb von „investment grade“ angekündigten internationalen Emissionen nahmen im Vergleich zum Vorquartal leicht zu und erreichten im dritten Quartal mit beinahe \$ 13 Mrd. einen neuen Höchststand. Infolgedessen war der Bruttoabsatz solcher Schuldtitel in den ersten drei Quartalen 2004 bereits höher als das Gesamtvolumen des Vorjahres (Grafik 3.1).

Der hohe Betrag im dritten Quartal verdeckt einen gegenüber dem zweiten Quartal rückläufigen Absatz des privaten Sektors, da er auf Euro und US-Dollar lautende Schuldtitel im Wert von \$ 6 Mrd. einschliesst, die im Rahmen der Verbriefung deutscher Kreditforderungen an den russischen Staat im Juli emittiert wurden. Wenn das Volumen der Ankündigungen nach Abzug dieser Transaktion auch unter dem im zweiten Quartal angekündigten Absatz liegt, so übersteigt es doch sowohl die im ersten Quartal angekündigten Emissionen als auch den für 2003 ermittelten durchschnittlichen Quartalsabsatz.

Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2004 zeigten sich die Telekommunikations- und Technologieunternehmen im dritten Quartal verhältnismässig zurückhaltend. Als bedeutendster Schuldner des privaten Sektors ist Enterprise Products Partners zu nennen, ein im Bereich Erdgastransport und -lagerung tätiges US-Unternehmen, das Ende September vier auf US-Dollar lautende Emissionen über insgesamt \$ 2 Mrd. mit Laufzeiten von 3 bis 30 Jahren ankündigte. Wie in den vorangegangenen Quartalen erhöhten auch fremdfinanzierte Übernahmen das Angebot an Schuldtiteln, wie z.B. eine von der deutschen Firma Grohe Anfang September aufgelegte 10-jährige Anleihe im Wert von € 335 Mio.

## Absatz internationaler Anleihen aus entwickelten Ländern mit Rating unterhalb „investment grade“<sup>1</sup>

Mrd. US-Dollar, nach Nationalität des Schuldners



<sup>1</sup> Rating BB oder darunter. <sup>2</sup> Absatz bis September 2004.

Quellen: Dealogic; BIZ.

Grafik 3.1

## Festverzinsliche Instrumente durch stabiles Zinsniveau gestützt

Der Anteil der angekündigten Emissionen von nicht wandelbaren US-Dollar-Anleihen und -Notes mit festverzinslichen Strukturen stieg im dritten Quartal auf 72%, verglichen mit 67% im zweiten bzw. 66% im ersten Quartal. Eine wahrscheinliche Erklärung dafür ist das stabilere Zinsniveau, das sich im dritten Quartal einstellte, als die Märkte ihre Erwartung, die Federal Reserve würde ihre Geldpolitik rasch straffen, korrigierten und nunmehr von einem massvolleren Tempo ausgingen (s. „Überblick“). Die Anleger waren demnach eher bereit, die aktuellen Zinssätze festzuschreiben, und versuchten weniger, über zinsvariable Titel an möglichen Renditesteigerungen am Geldmarkt zu partizipieren. Die Emittenten, die im Vergleich zu Anlegern grundsätzlich über einen besseren Zugang zu Swaps und anderen Möglichkeiten der Absicherung gegen Zinsbewegungen verfügen, waren ihrerseits mehr als gewillt, dieser Entwicklung Rechnung zu tragen.

Am Markt für Euro-Titel ergibt sich ein komplexeres Bild. Bei den Wirtschaftsunternehmen, die auf Euro lautende Papiere emittierten, erhöhte sich der Anteil der festverzinslichen Instrumente bei nicht wandelbaren Anleihen und Notes von 64% im zweiten auf 69% im dritten Quartal. Am gesamten Markt für Euro-Titel jedoch ging der Anteil der festverzinslichen Instrumente auf 47% zurück, verglichen mit 50% im zweiten bzw. 64% im ersten Quartal. Dies war zum Teil die Folge eines saisonalen Rückgangs des Absatzes staatlicher Schuldner, der in der Regel überwiegend aus festverzinslichen Schuldtiteln besteht, und spiegelte ausserdem eine Zunahme der Emissionen variabel verzinslicher Instrumente durch Finanzinstitute, insbesondere Banken des öffentlichen Sektors, wider. So war in den vergangenen Jahren regelmässig zu beo-

Vermeht festverzinsliche Strukturen bei Emissionen in US-Dollar ...

... und bei auf Euro lautenden Emissionen von Unternehmen

bachten, dass die Finanzinstitute im Euro-Raum ihren Absatz von zinsvariablen Titeln in der zweiten Jahreshälfte ankurbelten, wobei die Gründe dafür unklar sind.

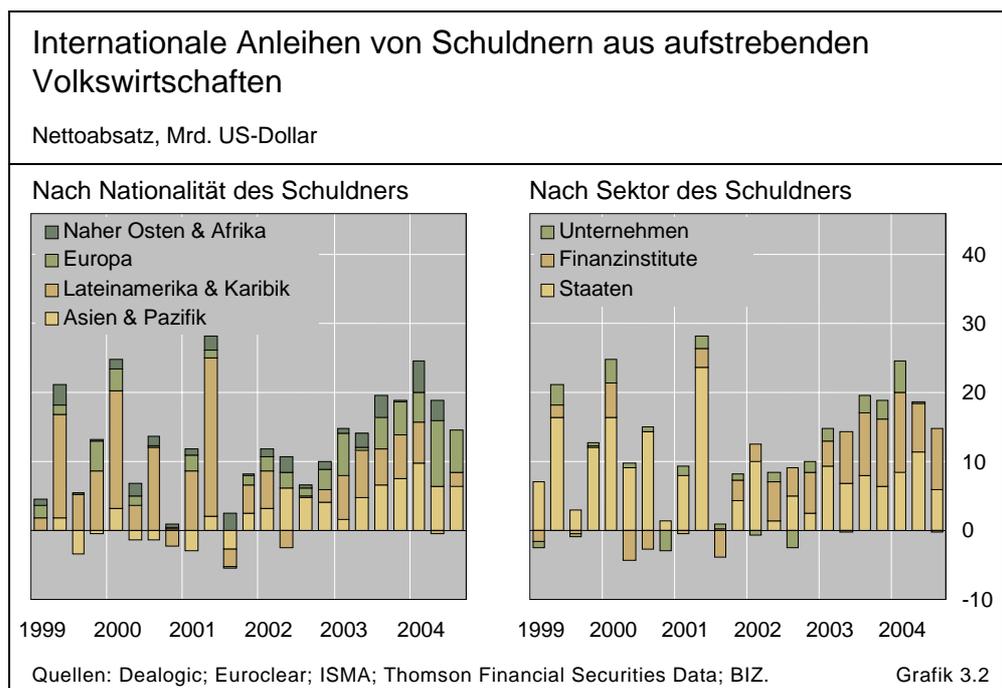
## Anleger bleiben aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber aufgeschlossen

Kräftiger Absatz von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften ...

Die Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften hielt im dritten Quartal ihr hohes Niveau, unterstützt durch einen allmählichen Rückgang der Renditenaufschläge, die Ende September beinahe die historischen Tiefstände von Januar 2004 erreicht hatten. Mit insgesamt \$ 38,7 Mrd. an angekündigten Neuemissionen befindet sich der Bruttoabsatz auf gutem Wege, den 1997 erzielten Rekord zu egalisieren.

Die Neuemissionen überstiegen die Tilgungen um \$ 14,5 Mrd., verglichen mit \$ 18,6 Mrd. im zweiten Quartal und einem Quartalsdurchschnitt von \$ 16,9 Mrd. für das gesamte Jahr 2003 (Grafik 3.2). Dieser Rückgang des Nettoabsatzes war jedoch von geringen Renditenaufschlägen und einer anhaltenden Aufgeschlossenheit der Anleger gegenüber Titeln mit niedrigem Rating begleitet. Dies lässt vermuten, dass nicht ein erschwerter Marktzugang Ursache für den Rückgang war, sondern vielmehr ein geringerer Bedarf an Auslandsfinanzierung, da die Mehrheit der Länder nach wie vor von einem stabilen Haushalts- und Leistungsbilanzsaldo profitierten.

Für die Mittelaufnahme in Asien waren überwiegend Finanzinstitute verantwortlich. Ihr Nettoabsatz belief sich auf \$ 3,9 Mrd. (von insgesamt \$ 6,4 Mrd.), wozu Schuldner des öffentlichen Sektors in China und Korea in hohem Masse beitrugen. Einige staatliche Schuldner nahmen ebenfalls Mittel in beträchtlicher Höhe auf. Nach mehr als 1-jähriger Abwesenheit vom Markt



legte Korea im September eine 10-jährige Anleihe über \$ 1 Mrd. auf. Mit Blick auf die umfangreichen Währungsreserven des Landes ist hier weniger von einem Bedarf an Fremdwährungsfinanzierung auszugehen, sondern vielmehr von der Absicht der Regierung, anderen koreanischen Schuldnern eine Referenz für die Preisgestaltung zu geben. Die Philippinen, die den internationalen Anleihemarkt häufiger in Anspruch nehmen, beschafften sich mit der Emission zweier US-Dollar-Anleihen und einer Euro-Anleihe Mittel in Höhe von insgesamt \$ 1,4 Mrd. Allerdings sah sich dieses Land aufgrund wachsender Bedenken der Anleger hinsichtlich der steigenden Staatsschuld höheren Finanzierungskosten gegenüber als im Vorjahr. So wurde beispielsweise im September eine 10½-jährige Anleihe im Wert von \$ 300 Mio. aufgelegt, deren jährliche Endfälligkeitsrendite 9,37% betrug und somit 497 Basispunkte über der Rendite eines vergleichbaren US-Schatzpapiers lag. Im Gegensatz dazu wurde ein im Oktober 2003 platzierter vergleichbarer Titel mit einem Renditenaufschlag von nur 401 Basispunkten bewertet. Dieser Anstieg hebt sich von dem allgemein vorherrschenden Trend sinkender Renditenaufschläge in den aufstrebenden Volkswirtschaften ab; der Spread für den EMBI-Global-Index von JPMorgan beispielsweise sank in demselben Zeitraum von 442 auf 418 Basispunkte. Mit einem Gesamtumsatz von bisher \$ 4,1 Mrd. für das Jahr 2004 sind die Philippinen mit Abstand der aktivste staatliche Emittent der Region.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas wurde der Nettoumsatz grösstenteils durch die russischen Finanzinstitute und durch staatliche Schuldner angetrieben. Ungeachtet der jüngsten Bankenkrise und der Probleme des Ölkonzerns Yukos zeigten die Anleger nach wie vor Interesse an den Emittenten des russischen Finanzsektors – hauptsächlich Banken und Finanzvehikeln, die mit Unternehmen aus der Erdöl-, Erdgas- und Bergbauindustrie verbunden sind. Auf diese Schuldner entfielen \$ 2,6 Mrd. des gesamten Nettoumsatzes der Region (\$ 6,1 Mrd.). Die starke Präsenz der russischen Finanzinstitute ist seit nunmehr zwei Jahren ein beständiges Phänomen am internationalen Anleihemarkt. Zwar waren staatliche Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas ebenfalls am Markt vertreten, doch ihr Umsatz blieb hinter den ungewöhnlich hohen Volumina der beiden vorangegangenen Quartale zurück, in denen der EU-Beitritt von 10 Ländern am 1. Mai den Umsatz angekurbelt hatte. Die Türkei, in den letzten Jahren der aktivste staatliche Emittent der Region, nahm auch in diesem Quartal den internationalen Anleihemarkt in Anspruch. Dabei profitierte das Land von relativ niedrigen Finanzierungskosten, denn neben der jüngst erfolgten Heraufsetzung seines Ratings durch Standard & Poor's (auf BB-) machten sich auch die besseren wirtschaftlichen Fundamentaldaten bemerkbar, und zudem wurden die Anleger durch die Aussicht auf eine zukünftige EU-Mitgliedschaft angezogen. Die im September aufgelegte 5-jährige Anleihe im Wert von € 600 Mio. wies eine jährliche Endfälligkeitsrendite von 5,75% auf, was einem Renditenaufschlag von lediglich 238 Basispunkten gegenüber der Rendite einer vergleichbaren deutschen Staatsanleihe entsprach. Der Aufschlag bei einer ähnlichen Platzierung im Januar 2003 hingegen hatte noch 680 Basispunkte betragen. Etwas später im

... russischen  
Finanzinstituten ...

September wurde eine 10½-jährige Anleihe im Wert von \$ 1 Mrd. und mit einer Endfälligkeitsrendite von 7,58% am Markt platziert. Mit einem Renditeaufschlag von 333 Basispunkten gegenüber einem vergleichbaren US-Schatz-papier wies diese Anleihe einen um 117 Basispunkte geringeren Aufschlag auf als eine ähnliche Anleihe, die ein Jahr zuvor aufgelegt worden war. Zypern begab im Juli eine 10-jährige Note über €500 Mio., die von den Anlegern ebenfalls freundlich aufgenommen wurde. Dem Land kam nicht nur sein neuer Status als EU-Mitglied zugute, sondern auch die Tatsache, dass es mit seinem A2/A-Rating zu den am höchsten bewerteten neuen Mitgliedsländern zählt, sodass die Note mit einem Renditeaufschlag von nur etwa 20 Basispunkten gegenüber einer vergleichbaren deutschen Staatsanleihe versehen wurde. Die Ukraine schliesslich platzierte ebenfalls eine grosse Emission am Markt, nämlich eine 5-jährige Anleihe im Wert von \$ 500 Mio.

Nachdem der Nettoabsatz in Lateinamerika im zweiten Quartal in den negativen Bereich gefallen war, wurde im dritten Quartal wieder ein positives Ergebnis erreicht: der Anstieg von \$ -0,4 Mrd. auf \$ 2,0 Mrd. erklärt sich durch die Aktivität von mexikanischen und brasilianischen Finanzinstituten sowie von einigen wenigen staatlichen Emittenten. Der Nettoabsatz des Unternehmens-sektors in der Region blieb das zweite Quartal in Folge negativ, da die Tilgun-gen – vor allem durch brasilianische Schuldner – nach wie vor umfangreicher waren als der Absatz neuer Titel. Die anhaltende Aufgeschlossenheit der An-leger gegenüber einem breiten Spektrum an Kreditengagements zeigte sich an der Liste der staatlichen Schuldner, auf der nicht nur bekannte Namen zu finden waren wie z.B. Brasilien und Mexiko (die Neuemissionen im Wert von jeweils \$ 2 Mrd. ankündigten), Venezuela (\$ 1,5 Mrd.) oder Kolumbien (\$ 500 Mio., an den kolumbianischen Peso gekoppelt), sondern auch eine Reihe selten vertretener Emittenten. Jamaika begab im Juli eine Anleihe im Wert von €200 Mio. mit einer Laufzeit von acht Jahren – die bisher längste Laufzeit eines auf Euro lautenden Instruments dieses Landes. Mit einer jährli-chen Endfälligkeitsrendite, die bei Begebung der Anleihe auf 11,1% festgesetzt wurde und somit rund 700 Basispunkte über einer vergleichbaren deutschen Staatsanleihe lag, bot Jamaika den Anlegern eine höhere Rendite als andere lateinamerikanische Staaten mit B-Rating wie z.B. Uruguay oder Venezuela. Etwas später im Juli legte Uruguay eine an den US-Dollar gekoppelte Anleihe im Wert von 7,4 Mrd. Uruguay-Pesos (\$ 250 Mio.) auf, deren Laufzeit 1½ Jahre beträgt. Guatemala platzierte Ende September eine 30-jährige Anleihe über \$ 330 Mio. am Markt, kurz nachdem El Salvador eine ähnliche Platzierung im Wert von \$ 286 Mio. vorgenommen hatte.

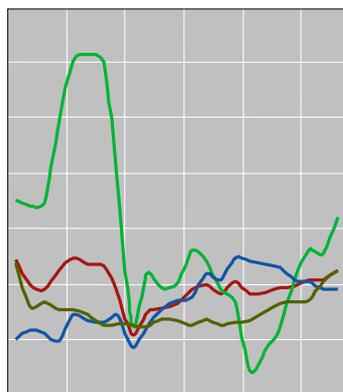
### Aufstrebende Volkswirtschaften verlängern Fälligkeit

Dank der im Jahr 2004 zumeist günstigen Finanzierungsbedingungen konnten die aufstrebenden Volkswirtschaften nicht nur beträchtliche Summen am inter-nationalen Anleihemarkt aufnehmen, sondern waren zudem in der Lage, die Fälligkeit ihrer Schuldtitel zu verlängern (Grafik 3.3).

## Durchschnittliche Laufzeit von Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften

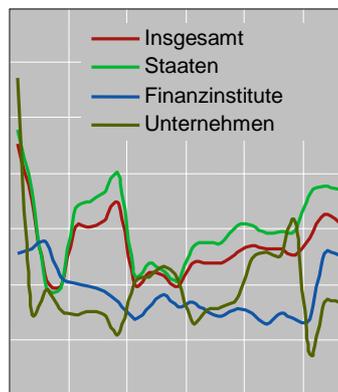
Anzahl Jahre; gleitender 4-Quartals-Durchschnitt

Asien und Pazifik



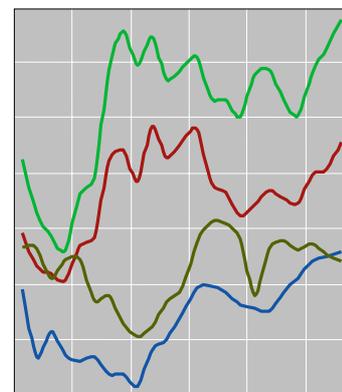
1999 2000 2001 2002 2003 2004

Europa



1999 2000 2001 2002 2003 2004

Lateinamerika und Karibik



1999 2000 2001 2002 2003 2004

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

Grafik 3.3

Obwohl die durchschnittliche Laufzeit der internationalen Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften bereits im ersten Quartal 2004 ihren Jahreshöchstwert von 9,4 Jahren erreichte, waren die Laufzeiten auch in den beiden nachfolgenden Quartalen immer noch länger als in den Quartalen davor. Insgesamt betrug die Laufzeit bei den angekündigten Emissionen der aufstrebenden Volkswirtschaften (Geldmarktinstrumente eingeschlossen) in den ersten drei Quartalen 2004 durchschnittlich 9 Jahre, verglichen mit einem Durchschnitt von 7,8 Jahren im Jahr 2003 und 7,2 Jahren im Jahr davor. Diese Verlängerung der Fälligkeit ist grösstenteils auf Anleihen des öffentlichen Sektors (vor allem Staatsanleihen) zurückzuführen. So wiesen die von staatlichen Emittenten vorgenommenen Platzierungen in den ersten drei Quartalen 2004 eine durchschnittliche Laufzeit von 12,2 Jahren auf, gegenüber 9,8 Jahren im Jahr 2003.

Längere Laufzeiten sind in den meisten Regionen und Sektoren erkennbar, am deutlichsten jedoch in Lateinamerika und dort bei den Emissionen staatlicher Schuldner. Diese konnten mehrere 30-jährige Anleihen mit Erfolg an den Markt bringen. Aufgrund dieser Entwicklung verlängerte sich die durchschnittliche Laufzeit lateinamerikanischer Staatsanleihen von 12,1 Jahren im Jahr 2003 auf einen Rekordwert von 16,5 Jahren in den ersten drei Quartalen 2004. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas war im selben Zeitraum eine Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit aller Schuldner von 7,0 auf 8,8 Jahre zu beobachten, bedingt sowohl durch staatliche Emittenten als auch durch Emittenten des Finanzsektors, insbesondere russische Finanzinstitute, die mit Unternehmen der Erdöl- und Erdgasindustrie verbunden sind. Der Trend zu längeren Laufzeiten im asiatisch-pazifischen Raum wurde zum grossen Teil durch Anleihen des koreanischen Unternehmenssektors und des philippinischen Staates ausgelöst.

Längere Laufzeiten bei Emissionen von aufstrebenden Volkswirtschaften ...

... insbesondere staatlichen Schuldner Lateinamerikas