

3. Der internationale Anleihemarkt

Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes am internationalen Anleihemarkt betrug im ersten Quartal 2005 \$ 1 055 Mrd., 7,3% mehr als im entsprechenden Vorjahresquartal (Tabelle 3.1). Nach dem Rekordabsatz im Jahr 2004 hatten die Schuldner auch in den ersten drei Monaten 2005 leichten Zugang zu den internationalen Kreditmärkten und profitierten von günstigen Finanzierungsbedingungen, da die Renditenaufschläge trotz eines Anstiegs gegen Ende März im historischen Vergleich niedrig blieben. Der Bruttoabsatz der staatlichen und anderen Schuldner aus dem Euro-Raum war besonders hoch. Beim weltweiten Nettoabsatz war ebenfalls ein Anstieg zu verzeichnen, von \$ 426,1 Mrd. auf \$ 492,4 Mrd. (Tabelle 3.2). Während er sich im Euro-Raum und in den aufstrebenden Volkswirtschaften positiv entwickelte, war er in den USA und an den Offshore-Finanzplätzen rückläufig.

Erneut höherer Absatz im Euro-Raum

Im Euro-Raum
höherer Absatz
im dritten Quartal
in Folge

Bei den Emittenten des Euro-Raums nahm der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes am internationalen Markt das dritte Quartal in Folge zu, und zwar um 48,8% im Vergleich zum Vorquartal. Dieses Wachstum erstreckte sich auf alle Volkswirtschaften des Euro-Raums, mit Ausnahme von Irland und Luxemburg. Der rasche Anstieg der Mittelaufnahme lässt sich nicht durch saisonale oder währungsbedingte Effekte erklären. Der Bruttoabsatz im Euro-Raum ist im ersten Quartal generell verhältnismässig hoch, doch dieses Jahr war der Anstieg besonders ausgeprägt (22% über dem des ersten Quartals 2004). Ausserdem ist – mit Blick auf die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar um 4,8% im ersten Quartal – eine sprunghafte Erhöhung des Euro-Absatzes der im Euro-Raum ansässigen Emittenten und nicht ein umrechnungsbedingter Anstieg für den höheren Absatz verantwortlich. Der Bruttoabsatz aller Schuldtitel (Anleihen und Notes sowie Geldmarktpapiere) erhöhte sich ebenfalls und erreichte insgesamt \$ 814 Mrd.

Trotz Konjunkturschwäche auch
höherer
Nettoabsatz

Auch der Nettoabsatz von Anleihen und Notes im Euro-Raum verzeichnete im ersten Quartal mit einem Anstieg um 27,1% ein rasches Wachstum, während der Nettoabsatz aller Schuldtitel um 39% zulegen. Solche Wachstumsraten mögen angesichts der anhaltenden Konjunkturschwäche im Euro-Raum als Ganzes überraschen, doch die Absatzentwicklung in den verschiedenen

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2003	2004	2004				2005
	Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Angekündigte Emissionen insgesamt	2 885,3	3 300,9	983,1	768,8	726,1	822,9	1 054,5
Anleiheemissionen	1 610,9	1 786,6	570,5	402,5	378,2	435,5	575,1
Emissionen von Notes	1 274,4	1 514,3	412,7	366,4	347,9	387,4	479,5
Zinsvariable Emissionen	962,7	1 257,3	337,4	306,4	285,2	328,2	346,9
Festverzinsliche Emissionen	1 834,5	1 986,2	628,3	444,1	430,3	483,4	693,6
Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹	88,1	57,4	17,4	18,3	10,5	11,2	14,1
US-Dollar	1 171,8	1 154,4	357,2	257,3	255,5	284,4	305,7
Euro	1 287,9	1 597,9	478,8	379,0	350,2	389,8	571,5
Yen	102,8	111,5	29,3	33,8	22,4	26,0	30,4
Sonstige Währungen	322,9	437,1	117,8	98,7	98,0	122,6	146,9
Entwickelte Länder	2 620,6	3 010,4	907,2	694,8	655,8	752,7	967,2
USA	739,5	771,9	249,8	167,9	169,6	184,6	216,1
Euro-Raum	1 302,3	1 470,3	442,8	358,3	306,1	363,1	540,4
Japan	48,3	62,1	20,3	19,8	12,1	10,0	13,6
Offshore-Finanzplätze	31,7	41,7	7,2	7,0	13,9	13,5	11,6
Aufstrebende Volkswirtschaften	140,5	151,7	45,1	36,7	35,0	34,9	46,3
Finanzinstitute	2 280,4	2 687,3	788,5	603,5	606,5	688,9	854,5
Privat	1 913,2	2 276,7	667,9	515,5	500,4	592,9	707,5
Öffentlich	367,1	410,7	120,6	88,0	106,1	96,0	147,0
Wirtschaftsunternehmen	269,8	271,3	61,9	72,2	62,3	75,0	58,5
Privat	217,7	231,4	52,8	60,6	57,0	60,9	55,1
Öffentlich	52,1	39,9	9,0	11,5	5,3	14,0	3,4
Staaten	242,6	245,2	109,1	62,9	35,9	37,3	112,0
Internationale Organisationen	92,5	97,1	23,7	30,3	21,3	21,8	29,5
Bruttoabsatz	2 866,5	3 304,5	934,4	796,5	708,9	864,8	1 009,5
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	<i>1 478,1</i>	<i>1 744,5</i>	<i>449,6</i>	<i>453,1</i>	<i>403,0</i>	<i>438,7</i>	<i>517,1</i>

¹ Wandel- und Optionsanleihen.
Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle 3.1

Ländern spiegelt weitgehend die Leistung des jeweiligen Landes im ersten Quartal 2005 wider. So erhöhte sich der Nettoabsatz am stärksten in Deutschland, das ein kräftiges Wachstum erlebte, während in Italien und Portugal der Rückgang des Nettoabsatzes mit einem langsameren Wirtschaftswachstum zusammenfiel. Der Erlös aus den Neuemissionen dürfte in einigen Fällen auch zur Bilanzsanierung verwendet worden sein, denn im Laufe des Quartals nahmen Aktionen zugunsten der Anteilseigner zu.

Der Anteil der auf Euro lautenden Nettomittelaufnahme aller Nationalitäten stieg im ersten Quartal von 59% auf 63% (Tabelle 3.3). Dies ist vor allem auf

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Anleihen und Notes

Mrd. US-Dollar

	2003	2004	2004				2005	Stand Ende März 2005
	Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
Nettoabsatz insgesamt	1 388,4	1 560,1	484,7	343,3	305,9	426,1	492,4	13 380,1
Zinsvariable Emissionen	384,3	639,5	152,4	163,5	129,7	193,9	99,5	3 646,3
Festverzinsliche Emissionen	983,2	926,6	339,2	172,2	178,8	236,5	397,3	9 377,5
Eigenkapitalbezogene Emissionen	20,9	-6,1	-6,8	7,7	-2,7	-4,3	-4,4	356,2
Entwickelte Länder	1 283,2	1 432,8	447,5	311,4	276,6	397,3	456,9	11 936,1
USA	258,5	218,6	115,4	4,2	34,9	64,0	62,2	3 300,7
Euro-Raum	733,1	781,7	215,8	205,6	139,8	220,5	280,9	5 940,7
Japan	-1,6	17,5	5,2	10,0	1,9	0,5	4,7	279,4
Offshore-Finanzplätze	16,3	22,2	0,4	4,4	8,5	8,9	2,5	154,5
Aufstrebende Volkswirtschaften	66,3	82,2	25,8	18,8	15,0	22,6	30,8	751,3
Finanzinstitute	1 104,0	1 303,9	385,0	275,0	278,0	365,8	389,6	9 888,0
Privat	908,0	1 088,1	315,4	235,3	220,3	317,1	315,7	8 345,8
Öffentlich	196,0	215,8	69,6	39,8	57,7	48,7	73,9	1 542,2
Wirtschaftsunternehmen	110,3	74,7	8,9	11,6	11,3	42,9	14,3	1 559,6
Privat	90,3	55,9	2,6	5,9	12,6	34,8	22,3	1 310,5
Öffentlich	20,0	18,8	6,3	5,7	-1,3	8,1	-8,1	249,1
Staaten	151,5	158,7	79,9	47,9	10,8	20,1	86,3	1 394,3
Internationale Organisationen	22,6	22,9	11,0	8,8	5,8	-2,7	2,1	538,1

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

Tabelle 3.2

Euro-Anteil am weltweiten Nettoabsatz steigt auf 63%

das relativ kräftige Wachstum der Mittelaufnahme von Schuldnern im Euro-Raum zurückzuführen, obwohl auch in anderen Regionen einige umfangreiche Euro-Emissionen angekündigt wurden, so z.B. in Polen (s. unten).

In der Vergangenheit bestand in der Regel eine positive Beziehung zwischen der Stärke einer Währung und ihrem Anteil am Absatz von internationalen Schuldtiteln (s. Feature „Wahl der Währung bei internationalen Anleiheemissionen“ auf S. 61). Beispielsweise war eine Aufwertung des Euro um 10% bei sonst gleichen Gegebenheiten meist mit einem Anstieg des Absatzes von auf Euro lautenden Papieren um 0,9 Prozentpunkte verbunden. In Anbetracht der Tatsache, dass der effektive Wechselkurs des Euro in letzter Zeit im Verhältnis zu seinem historischen Durchschnitt hoch war, ist die Zunahme des Absatzes von Euro-Papieren daher vielleicht nicht überraschend.

Angebot reagiert auf Nachfrage nach längeren Laufzeiten

Sprunghafter Anstieg der Nachfrage nach längerfristigen Papieren

Bei der Nachfrage nach langfristigen Wertpapieren war in den letzten Monaten ein Aufschwung zu verzeichnen, der zum Teil auf aufsichtsrechtliche Massnahmen einiger Länder zurückzuführen war, die geringere Laufzeitinkongruenzen der Aktiva und Passiva von Finanzinstituten vorschreiben. Insbesondere

Nettoabsatz internationaler Anleihen und Notes nach Währung und Region ¹								
Mrd. US-Dollar								
		2003	2004	2004				2005
		Jahr	Jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
USA	US-Dollar	203,5	131,1	102,1	-27,0	4,9	51,1	41,0
	Euro	41,0	48,5	6,0	20,2	14,9	7,4	12,8
	Pfund Sterling	11,8	22,5	1,7	5,4	10,6	4,7	5,2
	Yen	1,2	4,8	1,3	1,7	1,5	0,3	-1,2
	Sonstige Währungen	1,0	11,7	4,3	3,9	3,0	0,5	4,5
Euro-Raum	US-Dollar	75,8	57,6	6,4	25,5	9,8	15,9	15,4
	Euro	627,6	656,5	188,2	157,5	115,4	195,3	235,2
	Pfund Sterling	13,5	32,6	6,4	12,6	8,2	5,3	12,0
	Yen	-9,5	3,1	1,7	3,8	0,6	-3,0	5,0
	Sonstige Währungen	25,7	31,9	12,9	6,1	5,8	6,9	13,2
Sonstige	US-Dollar	162,6	191,0	48,5	54,1	41,1	47,4	41,0
	Euro	116,7	218,5	65,1	43,0	62,6	47,8	62,1
	Pfund Sterling	60,4	79,2	22,9	19,1	8,2	29,0	30,4
	Yen	12,1	19,3	3,6	9,5	5,2	1,0	0,0
	Sonstige Währungen	45,0	51,8	13,4	7,8	14,1	16,5	15,7
Insgesamt	US-Dollar	442,0	379,7	157,0	52,5	55,8	114,4	97,4
	Euro	785,2	923,5	259,4	220,8	192,9	250,5	310,1
	Pfund Sterling	85,8	134,2	31,1	37,1	27,0	39,0	47,6
	Yen	3,7	27,3	6,6	15,0	7,3	-1,7	3,8
	Sonstige Währungen	71,7	95,4	30,7	17,9	22,9	23,9	33,4

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

Tabelle 3.3

die Pensionsfonds waren bestrebt, Schuldtitel mit langen Laufzeiten zu erwerben. In der gestiegenen Nachfrage nach längerfristigen Instrumenten – trotz der höheren Risiken bei sehr langen Laufzeiten – zeigt sich bis zu einem gewissen Grad auch das Renditestreben vieler Anleger, da am kürzeren Ende des Laufzeitenspektrums die Renditen von Schuldtiteln (mit oder ohne Ausfallrisiko) vielfach niedrig ausfielen. Insgesamt liess diese neu erwachte Nachfrage nach längeren Laufzeiten die Renditen langfristiger Papiere im ersten Quartal gegen historische Tiefstände oder sogar darunter sinken. Infolgedessen nutzten einige Schuldner das günstige Umfeld und begannen längerfristige Schuldtitel zu begeben.

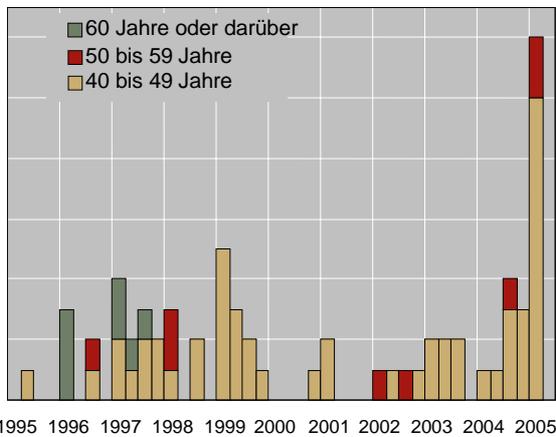
Zahlenmässig erreichten die im ersten Quartal am internationalen Markt platzierten Emissionen mit Laufzeiten von 40 Jahren oder darüber Rekordhöhe. Allerdings lag der Nominalwert der Anleihen (in US-Dollar gerechnet) insgesamt immer noch unter den Ende 1997 und Anfang 1998 verzeichneten Beträgen (Grafik 3.1). Viele der längerfristigen Anleihen wurden von Emittenten aus dem Euro-Raum aufgelegt. Die staatliche Finanzagentur Agence France Tresor nahm die grösste Transaktion vor: Die ursprünglich mit einem Umfang von € 3 Mrd. geplante Emission wurde vom Markt mit € 19,5 Mrd. weit

Mehrere Emissionen langfristiger Titel von Schuldner des Euro-Raums ...

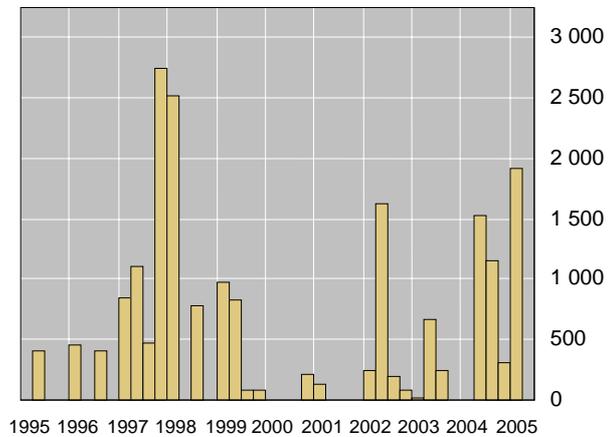
Langfristige internationale Anleihen

Festverzinslich, Laufzeit 40 Jahre oder darüber¹

Anzahl Emissionen



Angekündigte Emissionen insgesamt²



¹ Ohne forderungsunterlegte („asset-backed“) oder besicherte Emissionen. ² Alle Laufzeiten von 40 und mehr Jahren, Mio. US-Dollar.

Quellen: Dealogic; BIZ.

Grafik 3.1

überzeichnet. Schliesslich wurden die 50-jährigen mittelfristigen Notes am 28. Februar im Umfang von € 6 Mrd. (\$ 7,9 Mrd.) mit einem Renditenaufschlag von 3 Basispunkten über den Referenzpapieren, den 30-jährigen Obligations Assimilables du Trésor (OAT), begeben. Es handelte sich dabei um die grösste einzelne Emission im gesamten Laufzeitenspektrum, die im Berichtszeitraum am internationalen Anleihemarkt platziert wurde.

... wie Telecom Italia

Es gab jedoch in diesem Quartal noch weitere grosse Anleihen mit Laufzeiten von mehr als 40 Jahren. Am auffälligsten war vielleicht die 45-jährige mittelfristige Note der Telecom Italia mit einem Nominalwert von € 850 Mio. Sie wurde mit einem Renditenaufschlag von 106,4 Basispunkten über der 50-jährigen OAT bewertet. Die Emission stach aus zwei Gründen hervor: Zum einen gab es in Europa und den USA im letzten Jahrzehnt nur vereinzelte langfristige Anleihen grosser Unternehmen, und die vorangegangenen Emissionen waren im Allgemeinen auch weit weniger umfangreich. Langfristige Unternehmensanleihen stiessen in der Vergangenheit teilweise deshalb auf Ablehnung, weil kaum langfristige Staatsschuldtitel zur Absicherung des Zinsrisikos zur Verfügung standen. Zum anderen weist Telecom Italia im Vergleich zu den typischen Emittenten sehr langfristiger Schuldtitel eine relativ niedrige Bonitätseinstufung (Baa2 von Moody's) auf. Da sich die Schätzung des langfristigen Kreditrisikos bei Unternehmen mit mittlerer Bonität potenziell besonders schwierig gestaltet, ist der Abschluss dieser Emission ein weiterer Beweis für die erhöhte Risikobereitschaft der Anleger im ersten Quartal.

Uneinheitliches Bild in den USA und Japan

Im ersten Quartal 2005 erhöhte sich die Bruttomittelaufnahme der US-Emittenten am Markt für internationale Anleihen und Notes gegenüber dem Vorquartal, sie lag jedoch immer noch unter dem im ersten Quartal 2004

verzeichneten Niveau. Etwa 138% des Anstiegs des Bruttoabsatzes entfielen auf die Finanzinstitute. Fannie Mae und Federal Home Loan Banks zählten weiterhin zu den grössten US-Emittenten und begaben mehrere Anleihen und Notes mit einem Nominalwert von über \$ 3 Mrd. Andere Finanzinstitute wie Wells Fargo & Co. oder Goldman Sachs Group Inc. schlossen in diesem Quartal ebenfalls umfangreiche Emissionen ab.

Steiler Anstieg des Absatzes der US-Finanzinstitute und Rückgang bei den Wirtschaftsunternehmen

Der Nettoabsatz von Anleihen und Notes der US-Schuldner ging im ersten Quartal 2005 um \$ 1,8 Mrd. zurück. Die beträchtliche Zunahme des Absatzes von Geldmarktinstrumenten durch die US-Finanzinstitute führte allerdings zu einer Erhöhung der Nettomittelaufnahme bei allen internationalen Schuldtiteln um 50% gegenüber dem Vorquartal. Im Gegensatz dazu fiel der Nettoabsatz der Nichtfinanzunternehmen um 81%.

Wie bei den US-Emittenten nahm auch bei den japanischen Schuldner der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes im ersten Quartal 2005 zu (36%), ging aber im Vergleich zum Vorjahresquartal zurück (-33%). Mit \$ 4,7 Mrd. lag der Nettoabsatz von Anleihen und Notes im Berichtszeitraum nur knapp unter den ein Jahr zuvor verzeichneten \$ 5,2 Mrd. Zusammen mit dem Anstieg des Nettoabsatzes der japanischen Schuldner lag der Anteil der auf Yen lautenden Nettoemissionen wieder im positiven Bereich, machte jedoch immer noch einen zu vernachlässigenden Teil (0,8%) des Gesamtabsatzes am Markt für internationale Anleihen und Notes aus. Der Anstieg des Brutto- und Nettoabsatzes kann nicht auf Währungseffekte zurückgeführt werden, denn in der Zeit vom 1. Januar bis zum 31. März 2005 erlebte der Yen eine Abwertung gegenüber dem Dollar um 4%.

Anhaltend niedriger Absatz japanischer Emittenten

Wie zuvor zählten Banken und Automobilhersteller auch im vergangenen Quartal zu den aktivsten japanischen Schuldner am internationalen Markt. Bemerkenswert war insbesondere die 10-jährige Anleihe von Resona Bank Ltd. über € 1 Mrd. Es handelte sich hierbei um die erste Anleihe der fünftgrössten Bank Japans, die sich an Euro-Anleger richtete. Da die Ankündigung bereits Mitte Februar erfolgte, konnte der Emittent von der anhaltend kräftigen Nachfrage des Euro-Marktes nach Titeln mit einem BBB-Rating profitieren und die Anleihe mit einem Renditenaufschlag von 63 Basispunkten gegenüber dem Mid-Swap-Satz platzieren.

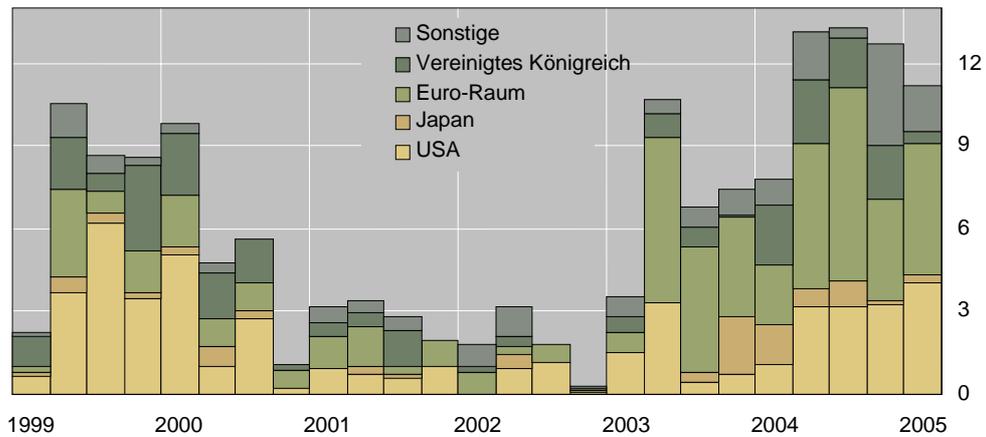
Ausgeprägte Risikobereitschaft weiterhin massgebend für den Absatz im Hochzinsbereich

Der Absatz hochverzinslicher Titel durch Emittenten aus entwickelten Volkswirtschaften hielt sich im ersten Quartal auf hohem Niveau. Im Januar und Februar waren die Finanzierungsbedingungen für Schuldner günstig: Die Renditenaufschläge auf hochverzinsliche Anleihen sanken auf ein sehr niedriges Niveau und lagen bei 271 Basispunkten über dem US-High-Yield-Index bzw. bei 234 Basispunkten über dem European-High-Yield-Index von Merrill Lynch. Im März, als es mehrere negative Meldungen aus der Automobilindustrie gab und eine Herabstufung von General Motors und Ford auf „Junk“-Status drohte, erhöhten sich die Renditenaufschläge um etwa

Nach wie vor günstiges Umfeld für hochverzinsliche Titel

Angekündigte Emissionen internationaler Anleihen von Schuldern aus entwickelten Ländern mit Rating unterhalb „investment grade“¹

Mrd. US-Dollar, nach Nationalität des Schuldners



¹ Rating BB oder darunter.

Quellen: Dealogic; BIZ.

Grafik 3.2

80–90 Basispunkte, da die Stimmung an den Kreditmärkten sich deutlich verschlechterte (s. „Überblick“). Letztlich blieb der Bruttoabsatz mit \$ 11,2 Mrd. aber nur leicht hinter den drei vorangegangenen Quartalen zurück und lag immer noch höher als in jedem Quartal von 1999 bis 2003 (Grafik 3.2).

Unternehmen aus verschiedenen Branchen – Bergbau, Forstwirtschaft, Telekommunikation, Luft- und Raumfahrt, Textilien u.a. – platzierten die umfangreichsten Emissionen in diesem Quartal. In regionaler Hinsicht entfiel mit insgesamt \$ 4,7 Mrd. der Hauptanteil auf Schuldner im Euro-Raum. Hierzu zählten drei grosse Emissionen französischer Unternehmen, von denen zwei über das Rating CCC+ von Standard & Poor's verfügen: Ray Acquisition SCA, ein Elektronikunternehmen, legte eine Anleihe über € 600 Mio. (\$ 795 Mio.) auf, und der Chemiekonzern Rhodia SA platzierte eine 5-jährige Anleihe über € 500 Mio. (\$ 650 Mio.). Die grösste Emission in Nordamerika wurde Ende Januar von Novelis Inc. platziert, einem in Kanada ansässigen US-Unternehmen aus der Metallbranche; es handelte sich um eine US-Dollar-Anleihe über \$ 1,4 Mrd. mit einem Rating von B/B1, einer Laufzeit von 10 Jahren und einem Renditenaufschlag von 309 Basispunkten über 10-jährigen US-Schatzpapieren.

Mehrere umfangreiche Emissionen französischer Unternehmen

Sprunghafter Anstieg der Mittelaufnahme aufstrebender Volkswirtschaften in einer Phase von Rating-Heraufstufungen

Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes durch Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften am internationalen Markt stieg gegenüber dem Vorquartal um 32,7%. Der Bruttoabsatz war im Berichtszeitraum somit sehr hoch, selbst bei Berücksichtigung saisonaler Einflüsse, und das kräftige Wachstum erstaunt umso mehr angesichts des Rekordniveaus der Mittelaufnahme am internationalen Markt, das die aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2004 erreicht

Höchster Bruttoabsatz aufstrebender Volkswirtschaften seit 1997

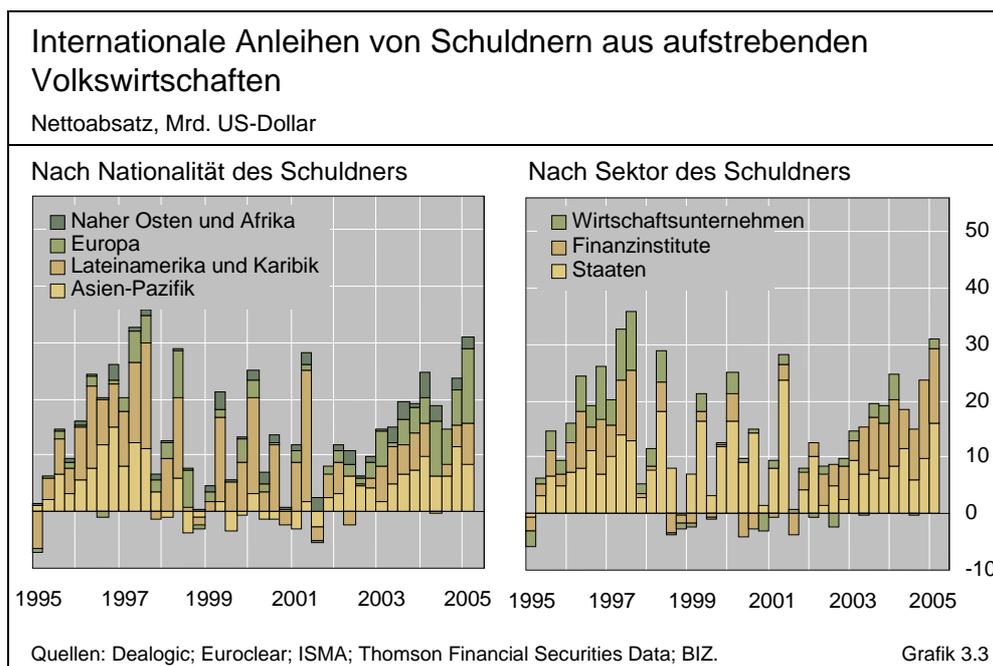
hatten. Offensichtlich hatte das starke Interesse der Anleger an Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften nicht nachgelassen, obwohl sich die Entwicklung an den Kreditmärkten gegen Ende des Quartals weltweit zu verlangsamen begann. Das Zusammenspiel von besseren gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten in den aufstrebenden Volkswirtschaften und einer niedrigen Risikoaversion bei den Anlegern, die in Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften investieren, führte dazu, dass die Renditenaufschläge des EMBI+ von JPMorgan Chase am 8. März auf einen historischen Tiefststand sanken. Zudem befanden sich die Renditenaufschläge zum Quartalsende – trotz einer Steigerung um 54 Basispunkte im späteren Verlauf des Monats März – immer noch in etwa auf dem vor der Asien-Krise verzeichneten Niveau.

Der Nettoabsatz von Anleihen und Notes aufstrebender Volkswirtschaften nahm ebenfalls zu (36,3%), auch im Vergleich zum Vorjahresquartal. Das Wachstum des Nettoabsatzes war überwiegend auf Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas und, in geringerem Masse, Lateinamerikas zurückzuführen (Grafik 3.3). In Asien hingegen war der Nettoabsatz rückläufig. Staatliche Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen netto mehr Mittel auf als Finanzinstitute, ein im Vergleich zum Vorquartal umgekehrtes Bild.

Die im ersten Quartal aktivsten asiatischen Schuldner am internationalen Markt stammten zum grössten Teil aus Korea. Dabei ist bemerkenswert, dass zwei der Emissionen auf Euro lauteten und zwei weitere umfangreiche Emissionen auf US-Dollar. Vereinzelt lassen Hinweise vermuten, dass die Euro-Anleger bei den koreanischen Schuldtiteln im Vergleich zu den Dollar-Anlegern schwach vertreten waren. Die Korea Development Bank, von Standard & Poor's mit A- und von Moody's mit A3 bewertet, legte eine auf Euro lautende variabel verzinsliche Note mit fünf Jahren Laufzeit auf. Die Note im Wert von € 500 Mio. (\$ 655 Mio.) wurde am 7. Februar mit einem

Nettoabsatz bei aufstrebenden Volkswirtschaften Europas am höchsten

Viele umfangreiche Emissionen koreanischer Schuldner



Renditenaufschlag von 30 Basispunkten über dem 3-Monats-EURIBOR platziert. Korea First Mortgage No 4 Plc. legte ebenfalls eine in Euro denomierte, durch Wohneigentum besicherte Note über € 500 Mio. auf.

Die grösste einzelne Emission aus Asien wurde vom philippinischen Staat aufgelegt. Da die Marktstimmung im Hinblick auf die Haushaltslage dieses Landes in den letzten Quartalen schwankte, hat sich die Regierung am internationalen Markt weniger aktiv gezeigt. Es gelang ihr jedoch, am 2. Februar und somit vor der noch im gleichen Monat folgenden Herabsetzung des Ratings des Landes um zwei Stufen durch Moody's eine Dollar-Emission über \$ 1,5 Mrd. mit 25 Jahren Laufzeit abzuschliessen.

Im ersten Quartal 2005 erzielten die mexikanischen und brasilianischen Schuldner mit \$ 3,6 Mrd. bzw. \$ 2,6 Mrd. den grössten Nettoabsatz in Lateinamerika. Darüber hinaus waren die mexikanischen Unternehmen die einzigen privaten Schuldner in dieser Region, deren Nettoabsatz im Betrachtungszeitraum positiv ausfiel. Wie in Asien waren zwei der grössten Emissionen in Lateinamerika in Euro denominiert; die eine wurde von staatlicher Seite platziert, die andere von einer staatlichen Erdölgesellschaft. Im ersteren Fall handelte es sich um eine 10-jährige mit 7% verzinsliche Anleihe Venezuelas mit einem Nominalwert von € 1 Mrd. (\$ 1,33 Mrd.). Die zweite Emission war ebenfalls eine mittelfristige Note über € 1 Mrd. (\$ 1,31 Mrd.), die von Pemex Project Funding Master Trust begeben (und von Petroleos Mexicanos-PEMEX besichert) wurde. Brasilien begab zwei US-Dollar-Anleihen mit einem Nominalwert von \$ 1,25 Mrd. (am 4. Februar) bzw. \$ 1 Mrd. (am 7. März). Die mexikanische Regierung kündigte am 4. Januar eine 10-jährige Dollar-Anleihe an, im Wert von \$ 1 Mrd. und mit einem Renditenaufschlag von 145 Basispunkten gegenüber 10-jährigen US-Schatzpapieren. Kurz danach wurde die Bonitätseinstufung Mexikos von zwei der wichtigsten Rating-Agenturen heraufgesetzt: Am 6. Januar erhöhte Moody's ihr Rating für Mexiko von Baa2 auf Baa1, und am 31. Januar stufte Standard & Poor's das Land von BBB- auf BBB herauf.

Polen, die Türkei und Ungarn waren die grössten Emittenten unter den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas. Am 18. Januar begab Polen eine in Euro denomierte mittelfristige Note über € 3 Mrd. – die grösste einzelne Anleihe oder Note, die das Land jemals am internationalen Markt platziert hat (in der Vergangenheit bestanden ähnlich umfangreiche Ankündigungen immer aus mehreren Tranchen). Ein möglicher Grund für eine internationale Emission in dieser Grössenordnung ist das Bestreben, die Auswahlkriterien für die Zulassung von Wertpapieren zum regulären EuroMTS-Markt, der elektronischen Handelsplattform für Staatstitel, zu erfüllen, an dem die polnischen Emittenten teilnehmen dürfen, sobald Polen Mitglied der Europäischen Währungsunion wird. Die Türkei legte eine US-Dollar-Anleihe über \$ 2 Mrd. auf, und auch Ungarn platzierte eine Dollar-Anleihe im Wert von \$ 1,5 Mrd. Beide Staaten kündigten ausserdem auf Euro lautende Emissionen über jeweils € 1 Mrd. an.

Neben Mexiko verzeichneten auch Argentinien, Chile, Indien, Indonesien, Russland, Südafrika, die Türkei und Venezuela im ersten Quartal eine Bonitätsheraufstufung durch mindestens eine der grossen Rating-Agenturen

Aktive staatliche Schuldner in Venezuela, Mexiko und Brasilien

Rekordemission Polens über € 3 Mrd.

Höhere Ratings für mehrere staatliche Emittenten

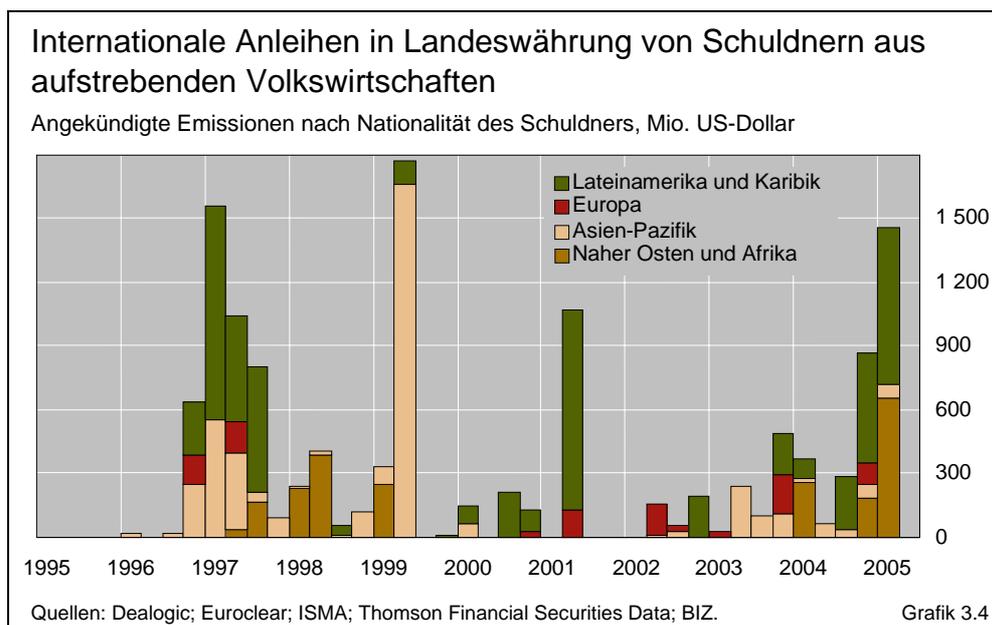
– ein weiteres Zeichen für das positive Marktumfeld, in dem viele Schuldner aufstrebender Volkswirtschaften operierten. Insbesondere am 31. Januar wurde das Länder-Rating Russlands von Standard & Poor's von BB+ auf BBB–heraufgestuft und wechselte damit in den „investment grade“-Bereich. In der Vergangenheit war das Überschreiten dieser Schwelle von den Kreditmärkten zumeist vorausgesehen worden (s. Kasten). Im Falle Russlands waren die Renditenaufschläge zum Emissionszeitpunkt während des gesamten Jahres 2004 jäh gesunken, worin sich bereits die spätere Anhebung des Ratings durch Standard & Poor's ankündigte.

Erholung der auf Landeswährung lautenden Emissionen aufstrebender Volkswirtschaften

Der Absatz von auf Landeswährung lautenden internationalen Emissionen von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften stieg im ersten Quartal markant und erreichte (in US-Dollar gerechnet) den höchsten Stand seit dem zweiten Quartal 1999 (Grafik 3.4). Der Absatz in Landeswährung ist seit Ende 2003 kontinuierlich gestiegen, da die Renditen der meisten Staats- und Unternehmensschuldtitle in dieser Zeit auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau sanken und die Anleger in der Folge immer grössere Bereitschaft zum Erwerb unkonventionellerer Wertpapiere zeigten.

Der Anstieg von in Landeswährung denominierten Emissionen war im asiatisch-pazifischen Raum, in Lateinamerika, im Nahen Osten und in Afrika gleichermassen zu beobachten. Für den in Afrika verzeichneten starken Anstieg des Absatzes in Landeswährung auf \$ 653 Mio. (gegenüber \$ 186,7 Mio. im Vorquartal) waren zwei südafrikanische Emittenten verantwortlich: Aveng Ltd., eine Holdinggesellschaft im Industriesektor, legte eine Wandelanleihe auf, und The Thekwini Fund 5 (Pty) Ltd. begab durch Wohnimmobilien besicherte Wertpapiere in mehreren Tranchen. In Lateinamerika

Anhaltender Aufwärtstrend des Absatzes in Landeswährung



Renditeaufschläge auf Staatsanleihen als Frühindikator für Änderung des Länder-Ratings

Blaise Gadanecz

Die in den jeweils aktuellen Renditeaufschlägen auf Unternehmensanleihen antizipierten zukünftigen Änderungen des Ratings von *Unternehmen* sind in der Vergangenheit untersucht worden, doch der Bonitätsbewertung *staatlicher* Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften ist in diesem Zusammenhang deutlich weniger Aufmerksamkeit zuteil geworden. Darüber hinaus befasst sich die zu diesem Thema verfügbare Literatur überwiegend mit den Renditeaufschlägen an den Sekundärmärkten, während die Primärmärkte meist ausser Acht gelassen werden. In diesem Kasten wird die Beziehung zwischen den zum Emissionszeitpunkt geltenden Renditeaufschlägen auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften und den anschliessenden Änderungen des Länder-Ratings für diese Staaten durch Standard & Poor's untersucht. Es wird gezeigt, dass ein signifikanter Zusammenhang empirisch nachweisbar ist, der belegt, dass Änderungen der Länder-Ratings aufstrebender Volkswirtschaften in den Renditeaufschlägen antizipiert werden. Ein solcher Zusammenhang ist jedoch nur erkennbar, wenn eine Rating-Änderung mit einem Überschreiten der „investment grade“-Schwelle verbunden ist.

Der von Carey und Nini (2004)^① für Unternehmenskredite verwendete Ansatz dient als Grundlage, um abschätzen zu können, in welchem Masse zukünftige Änderungen des Länder-Ratings aufstrebender Volkswirtschaften in den Renditeaufschlägen mitberücksichtigt werden. Dabei wird die Beziehung zwischen mehreren in der Literatur verwendeten Preisbildungsfaktoren sowie Variablen, die etwaige Änderungen eines Länder-Ratings in dem auf die Emission folgenden Jahr abbilden, einerseits und den am Primärmarkt verzeichneten Renditeaufschlägen auf einzelne Staatsanleihen andererseits untersucht. Es wird gezielt zwischen Rating-Änderungen, bei denen es zu einem Überschreiten der „investment grade“-Schwelle kommt (d.h. das Schuldnerland wird von „spekulativ“ auf „investment grade“ heraufgestuft oder umgekehrt), und einfachen Rating-Änderungen ohne ein Überschreiten dieser Schwelle unterschieden, da dieser Unterschied für die Anleger von Bedeutung ist. Diese zwei Arten von Rating-Änderungen werden durch gesonderte binäre Variablen auf der rechten Seite berücksichtigt. Aufgrund der in der Literatur beschriebenen unterschiedlichen Marktreaktionen^② werden Rating-Heraufstufungen und -Herabstufungen getrennt betrachtet.

^① „Is the corporate loan market globally integrated? A pricing puzzle“, Board of Governors des Federal Reserve System, *International Finance Discussion Paper*, Nr. 813, August. ^② S. beispielsweise M. Micu, E.M. Remolona und P.D. Wooldridge, „Preiseffekte von Rating-Meldungen: Untersuchungen am Markt für Credit Default Swaps“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2004.

Renditeaufschläge auf Staatsanleihen zum Emissionszeitpunkt und anschliessende Rating-Änderungen

Abhängige Variable: Aufschläge auf Staatsanleihen (Basispunkte)	Effekt auf Aufschlag		Anzahl der Fälle
	Koeffizient	(Standardfehler)	
Einfache Heraufstufung	26,1	(17,4)	136
Einfache Herabstufung	31,9*	(16,4)	148
Heraufstufung von „hochverzinslich“ auf „investment grade“	-141,9***	(32,0)	20
Herabstufung von „investment grade“ auf „hochverzinslich“	89,7**	(39,6)	25
Gesamtzahl der beobachteten Fälle			482
R ² bereinigt		0,59	
R ² bereinigt (ohne Berücksichtigung der Rating-Änderungen)		0,57	

Anmerkung: Die Schätzungen basieren auf einer KQ-Regression, unter Verwendung von Daten aus dem Zeitraum 1993-2003. ***, ** bzw. * entsprechen einem Signifikanz-Niveau von 1%, 5% bzw. 10%. In 153 Fällen kam es in dem auf die Emission folgenden Jahr zu keiner Änderung des Ratings. Neben den binären Variablen zur Abbildung nachfolgender Änderungen des Länder-Ratings wurden mehrere Erklärungsvariablen, die in der Literatur allgemein üblich sind, in die Regression mit einbezogen: Volumen der Anleihe, Laufzeit, Garantien, Sicherheiten, Währungsrisiko, Renditeaufschlag gemäss EMBI-Index sowie Indikatoren für Solvenz und Liquidität des Schuldnerlandes zum Zeitpunkt der Emission.

Dieser Rahmen für die Regressionsanalyse ermöglicht Rückschlüsse auf die Antizipierung der Veränderungen von Länder-Ratings in den zum Emissionszeitpunkt geltenden Renditenaufschlägen (s. Tabelle). Aus den Daten geht hervor, dass eine spätere Herabstufung (bzw. Heraufstufung) des Ratings, aufgrund der es zu einem Überschreiten der „investment grade“-Schwelle kommt, systematisch mit um rund 90 Basispunkte höheren (140 Basispunkte niedrigeren) Renditenaufschlägen zum Emissionszeitpunkt verbunden ist. Es ist daher anzunehmen, dass die Anleger noch vor der Rating-Änderung Bonitätsdaten in ihre Preisanalysen mit einbeziehen, indem sie eine höhere (niedrigere) Kompensation für das erwartete höhere (niedrigere) zukünftige Ausfallrisiko verlangen.⁹ Im Gegensatz dazu scheinen einfache Rating-Änderungen (ohne Wechsel zwischen den Bereichen „spekulativ“ und „investment grade“) in den Renditenaufschlägen der Anleihen nicht antizipiert zu werden. Die Bedeutung einer Überschreitung der „investment grade“-Schwelle könnte damit zusammenhängen, dass sie sich auch darauf auswirkt, ob der Schuldner in einen Index oder eine Anlagekategorie aufgenommen wird, worauf Positionen eingegangen werden können.

⁹ In den Ergebnissen könnte sich natürlich auch die Ankündigung einer Rating-Änderung seitens einer anderen Rating-Agentur (z.B. Moody's) widerspiegeln, die in etwa zum Emissionszeitpunkt erfolgt, bzw. die von einer Agentur gemeldete Änderung des Ausblicks. Diese Möglichkeiten waren jedoch nicht Gegenstand der vorliegenden Untersuchung.

wandte sich der kolumbianische Staat mit zwei Anleihen in Landeswährung an den Markt, wobei die Kuponzahlungen in US-Dollar erfolgen. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas dagegen platzierten im Berichtszeitraum keine auf Landeswährung lautenden Schuldtitel am internationalen Markt. Allerdings investierten ausländische Anleger in beträchtlichem Umfang an den inländischen Anleihemärkten dieser Region.

Insgesamt ist der auf Schuldner aufstrebender Volkswirtschaften entfallende Anteil des Absatzes in Landeswährung am internationalen Markt immer noch recht gering. Es bleibt abzuwarten, ob die jüngste Erholung von Dauer ist, insbesondere angesichts der wachsenden Risikoaversion unter den globalen Anlegern.