

3. Der internationale Anleihemarkt

Am internationalen Anleihemarkt verlangsamte sich das Emissionstempo im dritten Quartal 2005, und der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes sank gegenüber dem Vorquartal um 19%. Da jedoch der Absatz in der ersten Jahreshälfte aussergewöhnlich hoch gewesen war, lag der Bruttoabsatz gegenüber dem Vorjahresquartal dennoch um fast 10% höher (Tabelle 3.1). In den USA erholte sich der Absatz deutlich, während die Emissionen von Gebietsansässigen des Euro-Raums zurückgingen. Im hochrentierenden Bereich wurde der internationale Markt erneut stark in Anspruch genommen, da die Emittenten das schwache zweite Quartal mit seinen Turbulenzen im US-Automobilsektor hinter sich zurückliessen. Der weltweite Nettoabsatz von Anleihen und Notes ging sowohl im Quartals- als auch im Jahresvergleich stark zurück (Tabelle 3.2).

Die Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften blieb im dritten Quartal hoch, im Einklang mit einem Rekordtief der Sekundärmarktsreads auf Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften. Der Absatz von internationalen Anleihen in Landeswährung durch Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften war erneut besonders kräftig, sodass 2005 zu einem Rekordjahr für dieses Marktsegment werden dürfte. Wieder entfiel der Absatz in Landeswährung grösstenteils auf lateinamerikanische Schuldner, wobei Brasilien mit einer Staatsanleihe über \$ 1,5 Mrd. im September den Hauptbeitrag leistete.

Sprunghafter Anstieg des US-Absatzes

Nach mehreren Quartalen mit geringer Aktivität am Markt für internationale Anleihen und Notes steigerten im dritten Quartal US-Schuldner ihren Bruttoabsatz kräftig: von \$ 175 Mrd. auf \$ 219 Mrd. Im Vergleich zum Vorjahresquartal war dies eine Zunahme von 29%. Wie schon in der Vergangenheit waren die staatlich unterstützten Wohnbaufinanzierungsgesellschaften („Agencies“) die aktivsten US-Emittenten: Fannie Mae legte im Berichtszeitraum 5- und 10-jährige Anleihen im Nominalwert von jeweils \$ 3 Mrd. auf, Freddie Mac und die Federal Home Loan Banks je zwei mittelfristige Notes über \$ 4 Mrd. und drei Emissionen über \$ 3 Mrd. Die Emissionen wurden an unterschiedlichen Punkten der Renditenstrukturkurve platziert: Die grösseren Emissionen von Freddie Mac haben Laufzeiten von 5 und 10 Jahren, während die der Federal Home Loan Banks im Kurzfristbereich liegen.

Erholung des
US-Absatzes dank
„Agencies“

Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes							
Mrd. US-Dollar							
	2003	2004	2004		2005		
	Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Angekündigte Emissionen insgesamt	2 885,0	3 300,1	726,0	822,5	1 077,6	977,0	795,9
Anleihen	1 610,6	1 785,9	378,1	435,1	596,6	514,4	460,6
Notes	1 274,4	1 514,2	347,9	387,4	481,0	462,6	335,3
Zinsvariabel	962,4	1 256,8	285,2	327,9	337,7	410,9	272,7
Festverzinslich	1 834,5	1 985,9	430,3	483,3	723,7	559,7	517,0
Eigenkapitalbezogen ¹	88,1	57,4	10,5	11,2	16,3	6,4	6,2
US-Dollar	1 171,8	1 154,1	255,5	284,1	314,1	300,0	326,7
Euro	1 287,6	1 597,5	350,2	389,8	571,9	532,5	304,4
Yen	102,7	111,4	22,4	25,9	30,5	27,0	30,6
Sonstige Währungen	322,9	437,1	97,9	122,6	161,1	117,5	134,2
Entwickelte Länder	2 620,7	3 009,4	655,8	752,1	954,8	885,7	704,3
USA	740,3	774,2	169,7	184,4	215,5	175,1	219,4
Euro-Raum	1 301,9	1 469,4	306,1	362,9	532,8	510,8	286,0
Japan	48,3	62,0	12,1	9,9	13,9	13,3	18,7
Offshore-Finanzplätze	32,0	41,1	13,8	13,5	11,4	13,3	11,0
Aufstrebende Volkswirtschaften	139,7	152,4	35,0	35,1	83,1	49,8	46,3
Finanzinstitute	2 280,2	2 687,7	607,3	688,2	842,9	813,2	677,3
Privat	1 913,4	2 282,3	506,6	592,2	697,8	681,3	602,7
Öffentlich	366,8	405,4	100,6	95,9	145,1	132,0	74,6
Wirtschaftsunternehmen	270,2	270,2	61,5	75,3	58,1	56,2	46,6
Privat	218,9	232,7	56,8	60,9	54,7	43,4	38,6
Öffentlich	51,3	37,5	4,7	14,3	3,4	12,9	8,0
Staaten	242,1	245,0	35,9	37,3	148,3	79,3	37,7
Internationale Organisationen	92,5	97,1	21,3	21,8	28,3	28,2	34,3
Bruttoabsatz	2 866,1	3 303,7	708,8	864,4	1 017,3	1 019,8	739,6
<i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>	<i>1 503,0</i>	<i>1 750,1</i>	<i>405,0</i>	<i>439,8</i>	<i>521,8</i>	<i>516,0</i>	<i>527,8</i>

¹ Wandel- und Optionsanleihen.

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

Tabelle 3.1

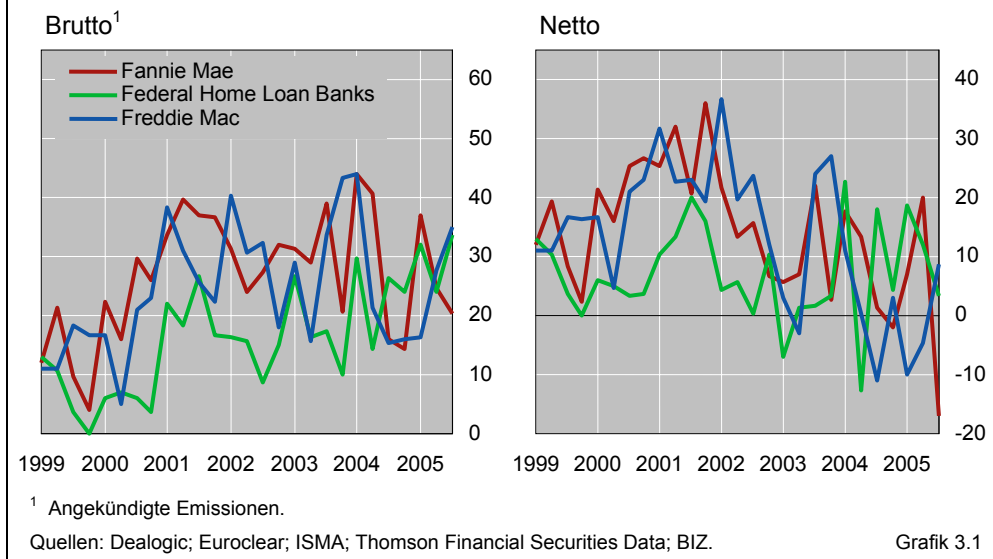
Der beträchtliche, sprunghafte Anstieg des Bruttoabsatzes von Freddie Mac war begleitet von einem positiven Nettoabsatz – eine abrupte Trendumkehr nach dem zweiten Quartal mit einem Nettoabsatz von –\$ 4,6 Mrd. (Grafik 3.1). Insgesamt verzeichnete der von der Wohnbaufinanzierungsgesellschaft erzielte Nettoabsatz langfristiger Schuldtitel (inländische und internationale Titel) dieses Jahr einen Aufwärtstrend. Mithilfe des erhöhten Absatzes im dritten Quartal konnte Freddie Mac ihren Hypothekenbestand um \$ 20 Mrd. erhöhen. Im Gegensatz dazu lag der gesamte Nettoabsatz langfristiger Schuldtitel von Fannie Mae im Berichtsjahr bisher im negativen Bereich; insbesondere fiel ein Rückgang um \$ 20,3 Mrd. im dritten Quartal mit einem

Sprunghafter Anstieg des Nettoabsatzes von Freddie Mac ...

... aber starker Rückgang bei Fannie Mae wegen geforderter Eigenkapitalbildung

Internationale Anleihe- und Notes-Emissionen von US-Wohnbaufinanzierungsinstituten

Mrd. US-Dollar



starken Rückgang des Hypothekenbestands zusammen. Dies ist auf die Anstrengungen der Gesellschaft zurückzuführen, bis Ende September der Anordnung des Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) nachzukommen, sein Mindestkapital um 30% zu erhöhen.¹

Insgesamt wurden von US-Emittenten im dritten Quartal netto 22% weniger internationale Anleihen und Notes begeben. Dieser Rückgang entsprach nicht dem saisonalen Verlauf der vergangenen Jahre – bisher nämlich fiel der Nettoabsatz der US-Schuldner, anders als in zahlreichen anderen Ländern, im dritten Quartal meist überdurchschnittlich hoch aus (s. dieses Kapitel im *BIZ-Quartalsbericht* September 2005).

Starker Absatzrückgang im Euro-Raum

Bei den Emittenten des Euro-Raums sank der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes am internationalen Markt das zweite Quartal in Folge, wobei der Rückgang gegenüber dem Vorquartal – um 44% auf \$ 286 Mrd. – sehr viel stärker war als im Quartal davor. Zum Teil lässt sich der sinkende Absatz durch saisonale Einflüsse erklären: Emissionen des Euro-Raums am internationalen Markt sind im dritten Quartal generell etwa 18% niedriger als im zweiten Quartal. Währungseffekte können nicht als Erklärung für den Absatzrückgang herangezogen werden, da der Euro in dem Quartal gegenüber dem Dollar nicht einmal 0,5% einbüsste.

Der Nettoabsatz internationaler Anleihen und Notes im Euro-Raum ging im dritten Quartal stark zurück, nämlich von \$ 310 Mrd. auf \$ 33 Mrd. Nach einem sehr lebhaften ersten Halbjahr lag die Nettomittelaufnahme deutscher Schuldner im dritten Quartal mit –\$ 13,4 Mrd. im negativen Bereich. Rückläufig

Rückgang des Absatzes im Euro-Raum ...

... vor allem wegen negativen Nettoabsatzes deutscher Schuldner

¹ Das OFHEO bestätigte später, dass Fannie Mae dieses Eigenkapitalziel erreicht hat.

war der Absatz sowohl von Finanzinstituten als auch von Unternehmen; der öffentliche Sektor hingegen nahm im Berichtszeitraum sogar geringfügig mehr Mittel auf. In Italien war der Nettoabsatz ebenfalls negativ, während die spanischen und niederländischen Schuldner ihre Nettomittelaufnahme um \$ 21,4 Mrd. bzw. \$ 15,4 Mrd. erhöhten.

Trotz des Einbruchs beim Bruttoabsatz waren im Berichtszeitraum einige bemerkenswerte Transaktionen von Emittenten des Euro-Raums zu verzeichnen. Zum einen platzierte die Europäische Investitionsbank zwei grosse Emissionen am Markt: eine 10-jährige Euro-Anleihe im Nominalwert von € 5 Mrd. (\$ 6,1 Mrd.) sowie eine 5-jährige US-Dollar-Anleihe über \$ 3 Mrd. Die grössere der beiden Anleihen weist einen Kupon von 3,125% auf und wurde mit einem Aufschlag von 8,1 Basispunkten gegenüber der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe begeben. Dabei handelte es sich um die erste 10-jährige Benchmark-Anleihe seit zwei Jahren, die von der EIB platziert wurde und mit der sie eine Lücke in ihrer Benchmark-Kurve von 1–30 Jahren schliessen konnte.

Des Weiteren herrschte offenbar eine starke Nachfrage nach kurzfristigen, variabel verzinslichen Papieren, und mehrere umfangreiche Emissionen dieses Typs wurden am Markt platziert. So begab die Eurohypo AG, eine Hypothekenbank mit einem Rating von A, am 8. September einen 3-jährigen variabel

Starke Nachfrage
nach kurzfristigeren
Papieren

Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Anleihen und Notes								
Mrd. US-Dollar								
	2003	2004	2004		2005			Stand Ende Sept. 2005
	Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
Nettoabsatz insgesamt	1 363,1	1 553,6	303,9	424,6	495,5	503,9	211,8	13 588,2
Zinsvariabel	383,6	636,8	129,8	193,6	100,5	242,2	32,2	3 736,6
Festverzinslich	958,5	922,9	176,8	235,4	397,4	266,8	188,4	9 521,1
Eigenkapitalbezogen	20,9	-6,2	-2,7	-4,4	-2,4	-5,2	-8,8	330,4
Entwickelte Länder	1 282,2	1 433,2	276,6	396,6	462,1	474,1	167,8	12 044,0
USA	260,5	223,2	34,8	63,9	65,1	53,9	42,3	3 356,4
Euro-Raum	731,8	779,7	139,8	220,2	283,8	309,6	32,7	5 902,1
Japan	-1,7	17,4	1,9	0,4	4,9	-2,4	4,6	269,4
Offshore-Finanzplätze	16,3	21,4	8,5	9,0	2,6	8,6	7,1	168,5
Aufstrebende Volkswirtschaften	42,1	76,1	13,0	21,6	28,8	15,6	15,3	831,5
Finanzinstitute	1 101,9	1 305,4	277,7	364,8	395,2	445,8	195,3	10 121,3
Privat	907,3	1 095,5	226,4	316,4	319,2	369,4	186,3	8 562,8
Öffentlich	194,5	209,9	51,3	48,4	76,1	76,4	9,0	1 558,5
Wirtschaftsunternehmen	110,2	73,8	11,7	43,0	13,8	13,6	-4,6	1 494,1
Privat	90,9	55,9	12,5	34,7	21,9	6,8	-6,2	1 260,2
Öffentlich	19,3	17,9	-0,9	8,4	-8,1	6,8	1,6	233,9
Staaten	128,5	151,4	8,8	19,4	84,5	39,0	-0,6	1 428,5
Internationale Organisationen	22,5	22,9	5,8	-2,7	2,0	5,4	21,7	544,3

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

Tabelle 3.2

verzinslichen Eurobond im Wert von € 3 Mrd. (\$ 3,64 Mrd.), mit einem Aufschlag von 5 Basispunkten gegenüber dem 3-Monats-EURIBOR. Diese Anleihe war Teil eines Emissionsprogramms über € 20 Mrd. Am 30. September wurde von der spanischen Geschäftsbank BBVA Senior Finance SA Unipersonal ein 2-jähriger Eurobond über € 3 Mrd. (\$ 3,73 Mrd.) mit einem Aufschlag von 2 Basispunkten gegenüber dem 3-Monats-EURIBOR aufgelegt.

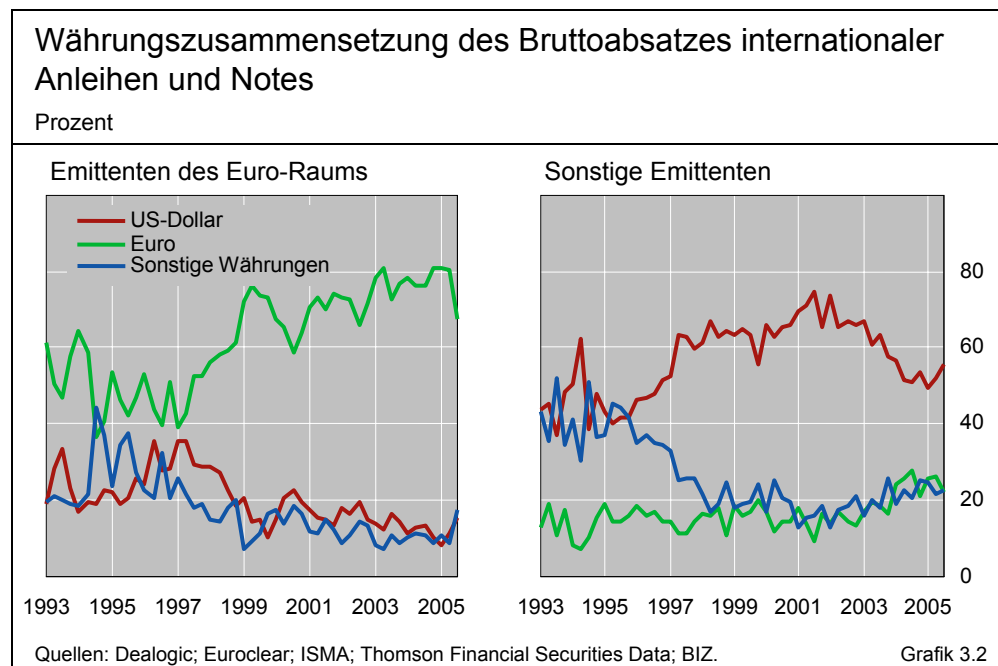
Signifikante Änderung der Währungsanteile

Tendenzieller Anstieg des Euro-Absatzes ...

Rückblickend lässt sich seit Ende 2000 ein anhaltender Trend zu einem stärkeren Euro-Absatz durch die Emittenten des Euro-Raums erkennen. Im Vorlauf zur europäischen Währungsunion nahm der Anteil der auf Währungen des Euro-Raums lautenden Emissionen von Schuldern des Euro-Raums am internationalen Markt bedeutend zu – von etwa 40% auf 75% innerhalb von zwei Jahren (Grafik 3.2). Mitte 2000 sank er kurzzeitig auf 60% ab, um dann im ersten Halbjahr 2005 nach einem stetigen Anstieg etwa 80% zu erreichen. Dagegen war beim Euro-Absatz durch Emittenten von ausserhalb des Euro-Raums kein nennenswerter Zuwachs zu verzeichnen. Wie in der Grafik dargestellt, hat der Anteil des Bruttoabsatzes in Euro und anderen Währungen im Vergleich zum US-Dollar-Absatz seit 2003 zugenommen, doch bisher waren die Veränderungen nicht sehr ausgeprägt.

... und Trendumkehr im dritten Quartal

Von diesen Trends einmal abgesehen war der Anteil der Euro-Emissionen von Schuldern des Euro-Raums im dritten Quartal ebenso wie ihr Bruttoabsatz stark rückläufig. Auch der Anteil des Euro am Brutto- und Nettoabsatz internationaler Schuldtitel von Emittenten ausserhalb des Euro-Raums nahm ab (Tabelle 3.3). Tatsächlich blieb der Nettoabsatz in Euro (\$ 60,5 Mrd.) zum ersten Mal seit dem dritten Quartal 2002 hinter dem US-Dollar-Absatz (\$ 78,8 Mrd.) zurück.



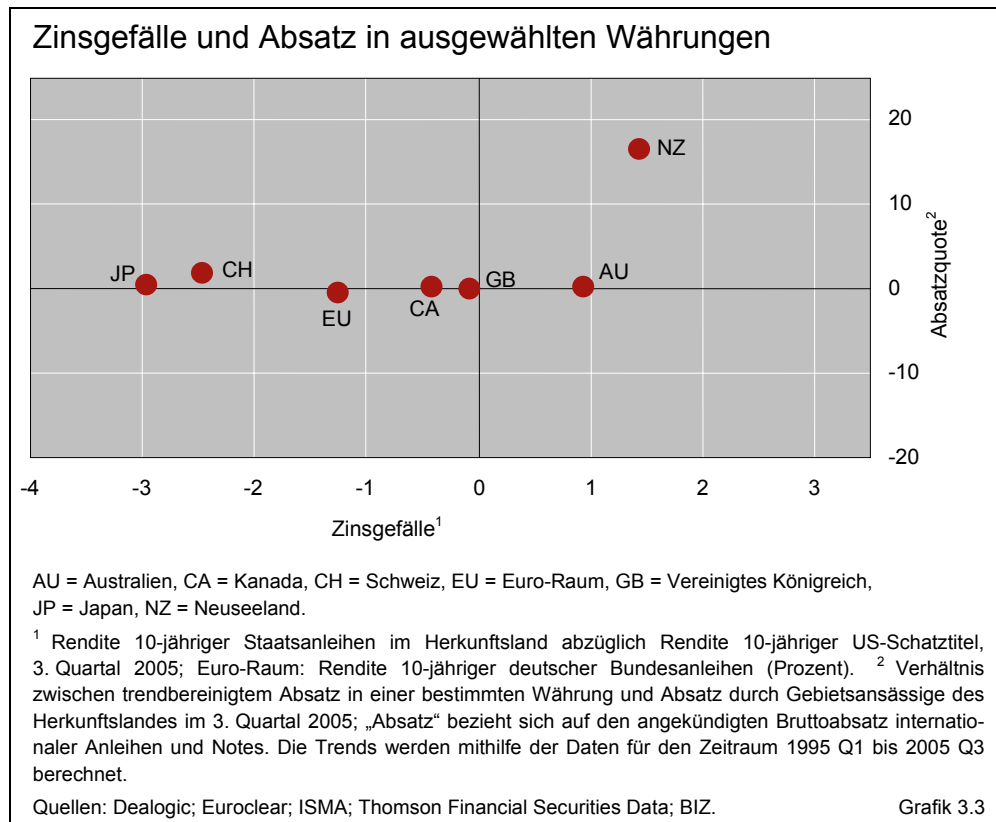
Nettoabsatz internationaler Anleihen und Notes nach Währung und Region ¹								
Mrd. US-Dollar								
		2003	2004	2004		2005		
		Jahr	Jahr	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
USA	US-Dollar	204,9	134,8	5,0	51,0	42,6	56,3	14,0
	Euro	41,4	48,9	14,7	7,4	13,7	-3,2	12,1
	Pfund Sterling	12,0	22,9	10,6	4,7	5,5	1,1	6,9
	Yen	1,2	4,8	1,5	0,3	-1,1	-0,3	3,4
	Sonstige Währungen	1,0	11,7	3,0	0,5	4,5	-0,1	6,0
Euro-Raum	US-Dollar	74,7	56,8	9,7	15,7	15,2	15,0	14,9
	Euro	627,1	655,4	115,4	195,3	238,3	279,2	3,2
	Pfund Sterling	13,9	32,6	8,2	5,3	12,0	6,9	9,4
	Yen	-9,5	3,1	0,6	-3,0	5,0	0,4	-0,4
	Sonstige Währungen	25,6	31,8	5,8	6,9	13,3	8,0	5,6
Sonstige	US-Dollar	139,9	182,5	39,2	46,3	37,9	28,2	49,9
	Euro	115,0	218,5	62,6	47,8	61,1	56,0	45,2
	Pfund Sterling	58,9	78,7	8,2	29,1	31,4	25,7	27,5
	Yen	12,0	19,2	5,2	0,9	0,1	-6,5	-3,0
	Sonstige Währungen	45,0	51,8	14,0	16,5	16,2	37,1	17,1
Insgesamt	US-Dollar	419,4	374,0	53,9	113,0	95,6	99,5	78,8
	Euro	783,5	922,9	192,8	250,5	313,0	332,0	60,5
	Pfund Sterling	84,8	134,2	27,0	39,0	48,9	33,7	43,8
	Yen	3,7	27,2	7,3	-1,8	4,0	-6,4	0,0
	Sonstige Währungen	71,7	95,3	22,9	23,9	34,0	45,0	28,6

¹ Basis: Nationalität des Schuldners.
Quellen: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle 3.3

Nicht nur der Anteil des US-Dollar-Absatzes erhohnte sich im Laufe des Quartals, sondern auch der Absatz in ausgewählten anderen Währungen stieg sprunghaft an, insbesondere der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes in australischen und neuseeländischen Dollar (um 39% bzw. 88%). Frühere Studien haben gezeigt, dass der Anteil des Bruttoabsatzes in einer Währung generell grösser wird, wenn der Inlandsabsatz im betreffenden Land steigt und die Differenz zwischen den langfristigen Zinssätzen des Landes und den Renditen für US-Schatzanleihen zunimmt.² Im Einklang mit dieser These waren die langfristigen Zinssätze sowohl in Australien als auch in Neuseeland in den letzten Quartalen um einiges höher als in den USA (Grafik 3.3). Bei näherer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass das Verhältnis zwischen Absatz und Zinsgefalle im dritten Quartal nicht so eindeutig war. So hatte z.B. der Absatz in

Grosse Absatzsteigerung in AUD und NZD

² S. B. Cohen, „Wahl der Währung bei internationalen Anleiheemissionen“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2005, 61–75. Der Anteil des Absatzes in einer Währung nimmt in der Regel auch zu, wenn die Währung gegenüber dem Dollar aufgewertet wird. Im dritten Quartal waren die Wechselkurse der in Grafik 3.3 dargestellten Währungen verglichen mit ihrem Durchschnitt seit 1995 alle verhältnismässig hoch (gemessen in US-Dollar je Einheit der Landeswährung).



kanadischen Dollar und Schweizer Franken auch im historischen Vergleich ein hohes Niveau, obwohl die langfristigen Zinssätze in diesen Ländern niedriger waren als in den USA.

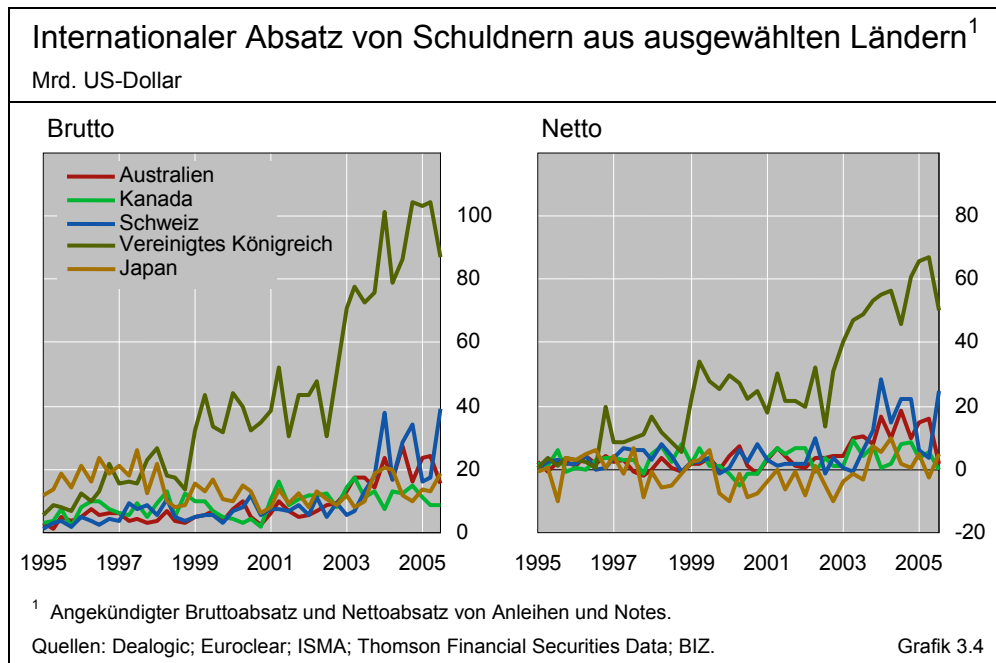
Anhaltend kräftiger Absatz in den anderen entwickelten Volkswirtschaften

Emittenten aus mehreren anderen entwickelten Volkswirtschaften waren im dritten Quartal am internationalen Markt aktiv. Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes erhöhte sich in der Schweiz um 128%, in Japan um 40% und in Kanada um 6% (Grafik 3.4). Freilich stellen diese Länder ein verhältnismässig kleines Segment des internationalen Marktes dar, sodass sie nur begrenzt Einfluss auf das Gesamtgeschäft haben. Zum Beispiel betrug der Umlauf internationaler Anleihen und Notes von britischen, kanadischen und japanischen Schuldern im September 2005 \$ 1,4 Bio., \$ 300 Mrd. bzw. \$ 269 Mrd., was einem Umlauf von \$ 5,9 Bio. für Emittenten des Euro-Raums und von \$ 3,4 Bio. für US-Emittenten gegenüberzustellen ist.

Eine der grössten internationalen Transaktionen im dritten Quartal wurde von der Zweckgesellschaft Canada Housing Trust No. 1 vorgenommen: Sie begab eine festverzinsliche Anleihe über CAD 4,35 Mrd. (US-\$ 3,7 Mrd.) mit einer Garantie der Canada Mortgage and Housing Corporation. Die Anleihe hat eine Laufzeit von fünf Jahren und wurde mit einem Zinsaufschlag von 8 Basispunkten gegenüber der im Januar 2010 fälligen kanadischen Staatsanleihe aufgelegt. Aufgrund des sinkenden Angebots an kanadischen

Anhaltend hohe Mittelaufnahme in den entwickelten Ländern ...

... einschliesslich einer grossen Transaktion aus Kanada



Staatsschuldtiteln hat die Nachfrage nach Emissionen staatlich geförderter Unternehmen mit hohem Rating zugenommen. Im Vereinigten Königreich tätigte The Royal Bank of Scotland ebenfalls eine grosse Emission, nämlich eine US-Dollar-Anleihe über \$ 3 Mrd. mit drei Jahren Laufzeit. In den letzten Jahren war The Royal Bank of Scotland einer der bedeutendsten Emittenten an den internationalen Anleihemärkten: Ihr Bruttoabsatz von Schuldtiteln liegt seit 2003 bei durchschnittlich \$ 21 Mrd. im Jahr.

Nach den Turbulenzen im Frühjahr, Erholung des Absatzes im hochrentierenden Bereich

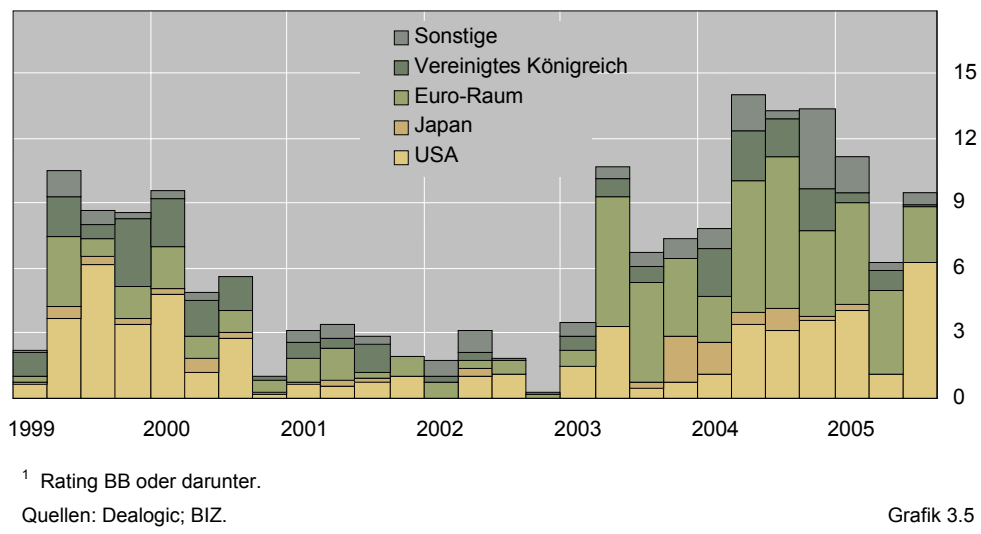
Der Bruttoabsatz hochrentierender Anleihen und Notes durch Emittenten aus entwickelten Volkswirtschaften nahm im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal um mehr als 50% zu und erreichte \$ 9,5 Mrd. (Grafik 3.5). Prozentual gesehen wurde dadurch der starke Absatzzrückgang im Vorquartal grösstenteils ausgeglichen, als der Markt für hochrentierende Schuldtitel die Ratingherabstufungen von General Motors und Ford auf Junk-Status verarbeiten musste und die Renditenaufschläge am Sekundärmarkt beträchtlich gestiegen waren. Anfang Juli jedoch waren die Renditenaufschläge auf den High-Yield-Index von Merrill Lynch bereits wieder auf das Niveau von Ende März zurückgegangen, und am 29. Juli waren sie sogar auf 325 Basispunkte gesunken. Allgemein nahm die Nachfrage nach höher verzinslichen und risikoreicheren Schuldtiteln am Markt wieder zu, und die niedriger bewerteten Schuldner nutzten die besseren Finanzierungsbedingungen, auch wenn der Absatz noch nicht wieder das Niveau von 2004 erreichte.

Die steigende Zahl fremdfinanzierter Übernahmen trug zu dem stark wachsenden Absatz im hochrentierenden Bereich im Berichtsquartal bei. Insbesondere das Unternehmen Sungard Data Systems Inc. ging mit einem aus

Steigender Absatz im hochrentierenden Bereich ...

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

Mrd. US-Dollar, nach Nationalität des Schuldners



Grafik 3.5

... zum Teil aufgrund einer wachsenden Zahl von fremdfinanzierten Übernahmen

zwei Anleihen bestehenden Paket an den Markt, und zwar im Rahmen einer Übernahme im Wert von \$ 11,3 Mrd. durch Private-Equity-Anleger. Die Transaktion war die bisher grösste fremdfinanzierte Übernahme seit derjenigen von RJR Nabisco im Jahr 1989. \$ 5 Mrd. wurden über Darlehen finanziert, \$ 3 Mrd. über Anleihen und der Restbetrag durch Barmittel. Beide Anleihen wurden von Standard & Poor's mit B- bewertet.

Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften auf Weg zu Rekordjahr

Absatz der aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor hoch ...

Die Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften konnten ein weiteres Quartal mit einem kräftigen Absatz am internationalen Anleihemarkt verbuchen. Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes verzeichnete gemessen an den ersten beiden Quartalen dieses Jahres einen leichten Rückgang, lag jedoch immer noch über den Niveaus der letzten Jahre, einschliesslich des Rekordjahres 2004 (Grafik 3.6).³ Bei den Schuldnern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften ist die Mittelaufnahme am internationalen Anleihemarkt stark saisonal geprägt, und im dritten Quartal liegt der Absatz in der Regel 14% unter dem Jahresdurchschnitt. Im Vergleich zum Vorjahresquartal war der Bruttoabsatz im dritten Quartal sogar 32% höher.

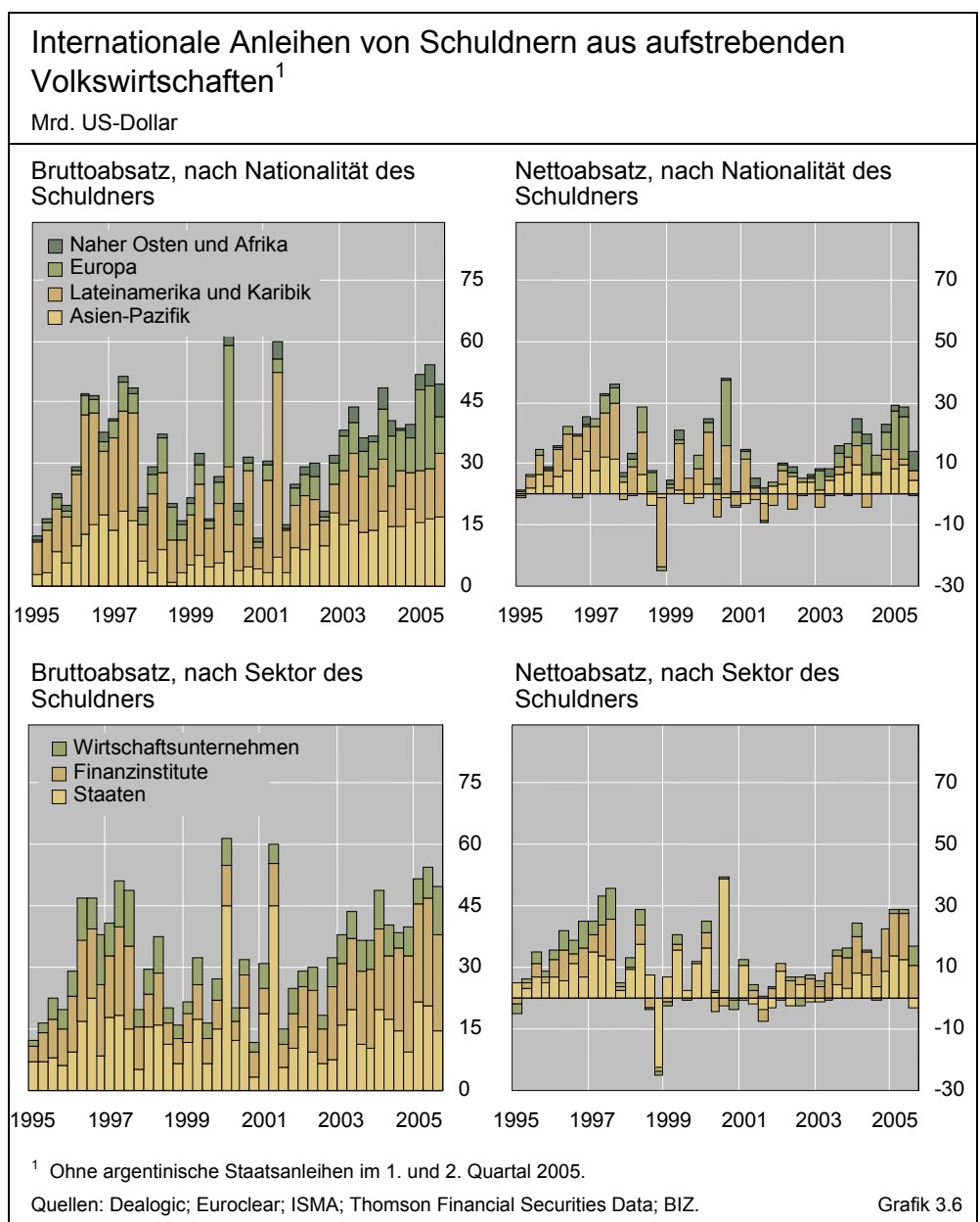
... dank günstiger Finanzierungsbedingungen

Die Turbulenzen an den US-Kreditmärkten im Frühjahr wirkten sich nur wenig auf die aufstrebenden Volkswirtschaften aus; es war daher kaum damit zu rechnen, dass deren Absatz mit der Erholung des Absatzes von hochrentierenden US-Schuldtiteln im dritten Quartal ebenfalls stark anziehen würde. Gewiss waren die Finanzierungsbedingungen äusserst günstig: Die Renditen-

³ Ohne die von Argentinien umgeschuldeten Staatsanleihen über insgesamt \$ 35,6 Mrd. aus dem ersten Quartal 2005. Für mehr Informationen über Argentinien's Umschuldungsangebot s. das gleiche Kapitel im *BIZ-Quartalsbericht*, September 2005.

aufschläge am Sekundärmarkt sanken im Betrachtungszeitraum stetig. Am 3. Oktober erreichten die Renditeaufschläge auf den EMBI+ (ohne Argentinien) von JPMorgan Chase den historischen Tiefstand von 235 Basispunkten, 69 Basispunkte weniger als am Anfang des dritten Quartals. Da jedoch viele Emittenten einen Grossteil ihres Finanzierungsbedarfs für das Jahr noch vor Beginn des dritten Quartals gedeckt hatten, bestand weniger die Notwendigkeit, Mittel am Markt bereitzustellen. Wie im „Überblick“ angemerkt, kam es dann auch zu Beginn des vierten Quartals zu einem markanten Rückgang der Mittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften.

Werden die Regionen und Sektoren im Einzelnen betrachtet, ragen im letzten Quartal zwei Entwicklungen heraus: Erstens nahm im Quartalsvergleich der Bruttoabsatz internationaler Schultitel im Asien-Pazifik-Raum, in



Lateinamerika sowie im Nahen Osten und Afrika zu, ging jedoch in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas signifikant zurück (um 55% auf \$ 8,9 Mrd.). Der Nettoabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt sank lediglich um 1,9% auf 15,3 Mrd., allerdings lag er in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas bei fast Null und war somit im Vergleich zum Vorquartal (\$ 14,9) stark rückläufig. Zweitens schraubten die staatlichen Schuldner und Finanzinstitute, auf die normalerweise der Grossteil des Absatzes der aufstrebenden Volkswirtschaften entfällt, ihre Mittelaufnahme im dritten Quartal zurück. Netto tilgten die staatlichen Schuldner sogar Schulden: Ihr Nettoabsatz betrug –\$ 2,9 Mrd. Anders die Unternehmen – sie verstärkten ihre Präsenz am internationalen Anleihemarkt mit einem Bruttoabsatz von \$ 11,6 Mrd. und einem Nettoabsatz von \$ 6,1 Mrd.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften schnellstes Wachstum im Unternehmenssektor

In Lateinamerika konzentrierte sich die Marktaktivität auf Brasilien. Insbesondere der Zentralstaat zeigte sich im dritten Quartal sehr aktiv. Zum einen kündigte die Regierung Ende Juli einen Austausch sämtlicher ausstehender Brady-Anleihen gegen in US-Dollar denominierte Eurobonds an. Der Nominalwert der neuen Wertpapiere beträgt \$ 4,5 Mrd. und ihre Laufzeit rund 12 Jahre. Anfang September folgte die Ankündigung einer weiteren US-Dollar-Staatsanleihe über \$ 1 Mrd. mit einer Laufzeit von beinahe 20 Jahren. Wenig später begab Brasilien eine umfangreiche, auf Real lautende Staatsanleihe am globalen Anleihemarkt (s. unten).

Brasilien sehr aktiv am Markt ...

Auch mehrere mexikanische Schuldner waren im dritten Quartal am internationalen Anleihemarkt präsent. Ihr Bruttoabsatz von Anleihen und Notes (\$ 1,6 Mrd.) lag zwar deutlich unter dem der brasilianischen Schuldner, doch ihr Nettoabsatz war mit rund \$ 1 Mrd. verhältnismässig hoch. Southern Peru Copper Corp., ein in den USA tätiges mexikanisches Unternehmen, legte zwei US-Dollar-Anleihen auf: eine 10-jährige über \$ 200 Mio. und eine 30-jährige über \$ 600 Mio. Die relativ lange Laufzeit der letzteren Anleihe war ein Beispiel dafür, dass die Laufzeiten von Emissionen lateinamerikanischer Schuldner im Berichtszeitraum allgemein länger wurden; z.B. verlängerte sich die durchschnittliche Laufzeit der festverzinslichen Anleihen lateinamerikanischer Unternehmen von 10,5 auf 13,2 Jahre. Die zweitgrösste mexikanische Transaktion im Berichtszeitraum war ein auf Peso lautender Eurobond, der vom Telekommunikationsunternehmen América Móvil SA de CV aufgelegt wurde. Diese Anleihe im Nominalwert von 5 Milliarden mexikanischen Pesos (\$ 466 Mio.) hat eine Laufzeit von 10¼ Jahren.

... ebenso mehrere mexikanische Schuldner

Unter den Ländern im Asien-Pazifik-Raum waren es China und Korea, die am meisten Mittel am internationalen Anleihemarkt aufnahmen. Zum Rating der Staatsanleihen beider Länder gab es im Berichtsquartal positive Meldungen: Standard & Poor's erhöhte das Rating Chinas am 20. Juli von BBB+ auf A– und das Rating Koreas am 27. Juli von A– auf A; Fitch setzte am 19. September Korea auf die Beobachtungsliste mit Blick auf eine Ratingheraufstufung. Die grössten Emissionen kamen jedoch nicht von den zentralen Staatshaushalten. Die Export-Import Bank of China und die China Development Bank legten je eine 10-jährige US-Dollar-Anleihe über \$ 1 Mrd. auf. Die letztere begab im Berichtsquartal zudem eine Anleihe über \$ 500 Mio. Die umfangreichste

Umfangreiche Anleihen chinesischer und koreanischer Finanzinstitute

koreanische Emission war eine 5-jährige US-Dollar-Anleihe über \$ 750 Mio. der Korea Development Bank.

Mitte September begaben die Philippinen eine auf US-Dollar lautende Staatsanleihe über \$ 1 Mrd. mit einer Laufzeit von 10½ Jahren und schlossen damit das staatliche Finanzierungsprogramm für 2005 ab. Offensichtlich erhielt der philippinische Staat in diesem Jahr trotz politischer Probleme, einer schwachen Haushaltslage und mehrerer negativer Ratingmeldungen ohne grosse Schwierigkeiten Zugang zu den globalen Kapitalmärkten. Die Renditenaufschläge auf die Staatsschuldtitel der Philippinen am Sekundärmarkt sanken im Berichtszeitraum sogar. Die zuvor erwähnte Anleihe wurde mit einem Aufschlag von 430 Basispunkten gegenüber der 10-jährigen US-Schatzanleihe begeben, d.h. in etwa innerhalb der Spanne, in der die philippinischen Staatsschuldtitel laut dem EMBI+ von JPMorgan Chase unmittelbar vor der Emission gehandelt worden waren.

Erneutes Auftreten der Philippinen am globalen Anleihemarkt ...

In den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas ist ein grosser Teil des Absatzrückgangs Polen und der Türkei zuzuschreiben. In den letzten Quartalen war Polen am internationalen Anleihemarkt sehr stark präsent gewesen. Im dritten Quartal wurde jedoch vom Staat nur eine auf Euro lautende mittelfristige Note-Emission im Nominalwert von € 750 Mio. aufgelegt. Drei der fünf grössten Transaktionen in der Region entfielen auf russische Unternehmen; zwei davon waren US-Dollar-Anleihen des Finanzunternehmens Gazstream SA.

... aber Reduzierung der Mittelaufnahme Polens

Im Nahen Osten und Afrika stieg der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes von \$ 4,9 Mrd. im zweiten auf \$ 7,1 Mrd. im dritten Quartal. Zudem überstieg der Nettoabsatz bereits im September den gesamten Nettoabsatz des vergangenen Jahres um \$ 1,3 Mrd. Ägypten und Katar waren für jeweils etwa ein Drittel des Bruttoabsatzes in ihrer Region verantwortlich, wobei es sich im Falle von Katar nur gerade um zwei US-Dollar-Anleihen der Ras Laffan Liquefied Natural Gas Co Ltd. handelte.

Weitere Zunahme der Emissionen in Landeswährung

Der Absatz internationaler Schuldtitel in Landeswährung von Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften nahm im dritten Quartal weiter – um 10% – zu und erreichte \$ 2,1 Mrd. (Grafik 3.7). Damit belief sich 2005 der gesamte Bruttoabsatz in Landeswährung auf \$ 5,5 Mrd., und das Jahr dürfte in diesem Segment ein Rekordhoch erreichen, das den bisherigen Rekord bei Weitem übertrifft.⁴

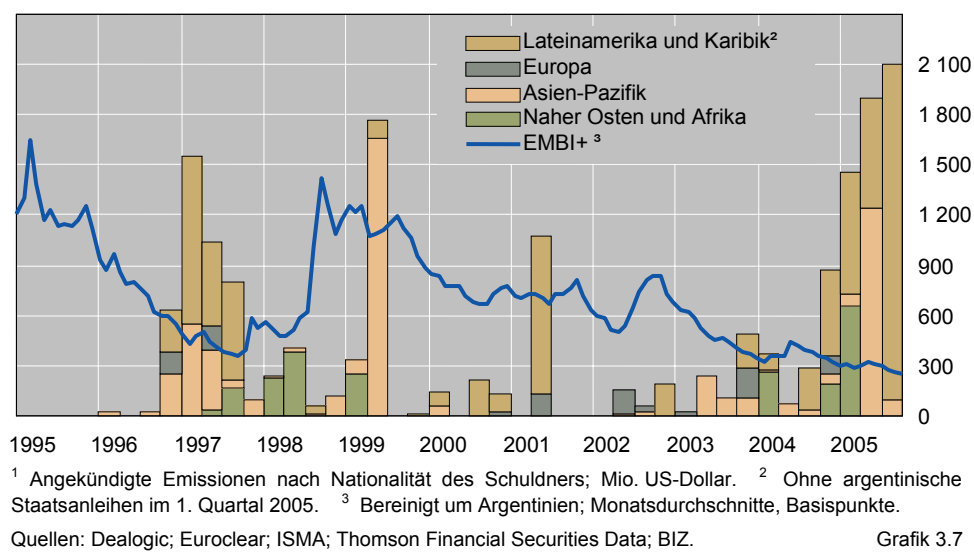
Zunahme der Landeswährungsemissionen aufstrebender Volkswirtschaften ...

In der Gruppe der Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften setzten lateinamerikanische Emittenten in den letzten Jahren am internationalen Markt am meisten Schuldtitel in Landeswährung ab.⁵ Den jüngsten

⁴ Ohne die von Argentinien umgeschuldeten Anleihen über insgesamt \$ 15,7 Mrd. aus dem ersten Quartal 2005.

⁵ Für eine weitergehende Analyse der Emission von internationalen Schuldtiteln in Landeswährung durch lateinamerikanische Länder s. das Feature „Internationale Staatsanleihen in Landeswährung: jüngste Entwicklungen in Lateinamerika“.

Internationale Landeswährungsanleihen von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften¹



Zahlen zufolge entfiel der Grossteil der Landeswährungsemissionen (\$ 2 Mrd.) erneut auf Lateinamerika. Dies ist in erster Linie auf eine brasilianische Staatsanleihe zurückzuführen, die Ende September aufgelegt wurde und deren Nominalwert 3,4 Milliarden Reais (\$ 1,48 Mrd.) beträgt.⁶

... hauptsächlich dank grosser Real-Staatsanleihe Brasiliens

Bei der Anleihe Brasiliens kann man wohl von einem wichtigen Durchbruch für das Landeswährungssegment des internationalen Marktes im Allgemeinen und für den brasilianischen Staat im Besonderen sprechen. Erwähnenswert ist, dass es sich um eine umfangreiche festverzinsliche Anleihe (Kupon 12,5%) mit einer langen Laufzeit (Verfall 5. Januar 2016) handelt. Zum Auflagezeitpunkt wurde die Anleihe von Moody's mit B1 und von Fitch mit BB- bewertet. Etwa zwei Drittel der Emission wurden bei Anlegern in Nordamerika platziert, der verbleibende Teil ging in erster Linie an europäische Anleger. Zuvor am internationalen Markt aufgelegte Real-Emissionen hatten einen wesentlich geringeren Umfang, oder aber es handelte sich um komplexere Instrumente (d.h. strukturierte Notes). Aufgrund des neuartigen Charakters der Anleihe gab es keine auf der Hand liegenden Referenzwerte für die Preisbildung. Die bis dahin längste Laufzeit für eine festverzinsliche brasilianische Staatsanleihe am Inlandsmarkt hatte rund sieben Jahre betragen, und Märkte für Termininstrumente auf lange Sicht haben sich bisher nicht entwickelt. Die brasilianischen Zinssätze waren knapp vor der Transaktion gefallen, da die Zentralbank am 14. September, d.h. sechs Tage vor Ankündigung der Emission, die Zinssätze gesenkt hatte. Schliesslich wurde die Emission mehrfach überzeichnet, und sie wurde mit einer Rendite von 13,1% bewertet. Meldungen zufolge war ausserdem die Geld-Brief-Spanne im Handel anfänglich recht eng, verglichen mit strukturierten Notes oder kleineren Anleihen in Real, die am globalen Markt gehandelt werden.

⁶ Die übrigen Landeswährungsemissionen in Lateinamerika entfielen auf zwei brasilianische Banken und ein mexikanisches Telekommunikationsunternehmen.

