

### 3. Der internationale Anleihemarkt

Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes am internationalen Markt für Schuldtitel nahm im ersten Quartal 2006 um 24% zu und belief sich auf \$ 1 221 Mrd. (Tabelle 3.1). Damit wurde ein historischer Höchststand erreicht, was auf immer noch leicht zugängliche internationale Kreditmärkte und günstige Finanzierungsbedingungen schliessen lässt. In geografischer Hinsicht waren es vor allem die US-Emittenten, die zu diesem Wachstum im ersten Quartal beitrugen, gegliedert nach Sektoren waren es die Unternehmen. Der Bruttoabsatz japanischer Schuldner erholte sich im ersten Quartal deutlich – auch wenn er im Vergleich zu anderen wichtigen Industrieländern nach wie vor gering ausfiel – und erreichte beinahe den zuvor verzeichneten historischen Höchststand. In den aufstrebenden Volkswirtschaften nahm der Bruttoabsatz unvermindert zu (im ersten Quartal um 19%), da die Schuldner aus diesen Ländern die weiterhin rückläufigen Renditenaufschläge nutzten.

Der globale Nettoabsatz von Anleihen und Notes stieg im ersten Quartal um 9% auf \$ 622 Mrd. und erreichte damit den höchsten Stand, der jemals verzeichnet wurde (Tabelle 3.2). Über das gesamte Jahr betrachtet war weltweit ein Zuwachs von 25% zu beobachten, wobei die USA und die aufstrebenden Volkswirtschaften im Vergleich zum Vorjahr besonders hohe Wachstumsraten auswiesen (126% bzw. 45%). Auch bei den japanischen Schuldnern nahm der Nettoabsatz von Anleihen und Notes beträchtlich zu und war mit \$ 10,7 Mrd. im ersten Quartal höher als für die vorangegangenen sechs Quartale zusammengekommen. Im Euro-Raum war das Wachstum des Nettoabsatzes mit 4% mässiger, obwohl dieses Quartal angesichts des hohen Wachstums im vierten Quartal 2005 immer noch als sehr lebhaft zu bezeichnen ist.

#### Kräftiger US-Absatz

Ungeachtet eines ungewöhnlich dynamischen vierten Quartals für die US-Schuldner (s. *BIZ-Quartalsbericht* vom März 2006) wurde im ersten Quartal 2006 ein Anstieg des US-Bruttoabsatzes von internationalen Anleihen und Notes um 34% auf \$ 327 Mrd. verzeichnet. Auch der Nettoabsatz erhöhte sich beträchtlich, und zwar um 25% auf \$ 144 Mrd. Selbst nach einer Saisonbereinigung sind dies hohe Wachstumsraten. Ein Faktor, der wahrscheinlich

Unvermindertes  
Wachstum des  
US-Absatzes bei  
anhaltend  
günstigen Finanzie-  
rungsbedingungen

| Bruttoabsatz am Markt für internationale Anleihen und Notes |                |                |              |              |              |              |              |
|---|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Mrd. US-Dollar  |                |                |              |              |              |              |              |
|   | 2004           | 2005           | 2005         |              |              |              | 2006         |
|   | Jahr           | Jahr           | Q1           | Q2           | Q3           | Q4           | Q1           |
| Angekündigte Emissionen insgesamt                           | 3 289,0        | 3 839,4        | 1 077,3      | 978,7        | 798,0        | 985,5        | 1 220,8      |
| Anleihen  | 1 779,5        | 2 045,4        | 596,6        | 516,7        | 434,1        | 498,1        | 704,8        |
| Notes   | 1 509,5        | 1 794,0        | 480,7        | 462,0        | 363,9        | 487,4        | 516,0        |
| Zinsvariabel  | 1 248,9        | 1 465,2        | 335,2        | 411,8        | 273,5        | 444,6        | 444,1        |
| Festverzinslich   | 1 982,8        | 2 331,6        | 725,5        | 560,4        | 518,0        | 527,7        | 759,8        |
| Eigenkapitalbezogen <sup>1</sup>                            | 57,3           | 42,7           | 16,5         | 6,5          | 6,5          | 13,1         | 16,8         |
| US-Dollar   | 1 146,1        | 1 318,1        | 315,5        | 300,2        | 328,7        | 373,8        | 455,1        |
| Euro  | 1 595,7        | 1 838,3        | 568,9        | 533,7        | 307,1        | 428,5        | 567,4        |
| Yen   | 111,2          | 114,6          | 30,6         | 27,0         | 30,7         | 26,3         | 24,6         |
| Sonstige Währungen  | 436,0          | 568,5          | 162,3        | 117,9        | 131,5        | 156,8        | 173,7        |
| Entwickelte Länder  | 3 001,5        | 3 453,5        | 954,5        | 888,1        | 708,5        | 902,5        | 1 117,8      |
| USA   | 772,4          | 836,7          | 214,6        | 169,1        | 209,1        | 243,9        | 327,0        |
| Euro-Raum   | 1 471,6        | 1 796,7        | 534,6        | 520,4        | 297,7        | 444,0        | 544,9        |
| Japan   | 62,0           | 53,7           | 13,8         | 12,4         | 17,2         | 10,3         | 23,9         |
| Offshore-Finanzplätze                                       | 38,7           | 50,2           | 11,2         | 13,3         | 12,6         | 13,0         | 10,2         |
| Aufstrebende Volkswirtschaften                              | 151,7          | 229,8          | 83,3         | 49,1         | 47,2         | 50,2         | 59,6         |
| Finanzinstitute   | 2 678,4        | 3 176,9        | 842,1        | 814,6        | 684,0        | 836,1        | 978,6        |
| Privat  | 2 273,6        | 2 748,8        | 696,6        | 682,2        | 612,5        | 757,6        | 865,0        |
| Öffentlich  | 404,8          | 428,0          | 145,5        | 132,5        | 71,6         | 78,5         | 113,6        |
| Wirtschaftsunternehmen                                      | 269,8          | 233,5          | 51,9         | 56,6         | 48,2         | 76,8         | 117,6        |
| Privat  | 232,6          | 203,1          | 48,5         | 44,2         | 40,2         | 70,1         | 113,6        |
| Öffentlich  | 37,1           | 30,4           | 3,4          | 12,4         | 7,9          | 6,6          | 4,0          |
| Staaten   | 243,8          | 323,2          | 155,0        | 79,3         | 36,1         | 52,8         | 91,4         |
| Internationale Organisationen                               | 97,0           | 106,0          | 28,3         | 28,2         | 29,7         | 19,8         | 33,1         |
| Bruttoabsatz  | 3 292,6        | 3 826,1        | 1 017,0      | 1 021,2      | 775,5        | 1 012,3      | 1 148,6      |
| <i>Nachrichtlich: Tilgungen</i>                             | <i>1 747,2</i> | <i>2 005,6</i> | <i>521,3</i> | <i>512,6</i> | <i>531,4</i> | <i>440,3</i> | <i>526,4</i> |

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

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

Tabelle 3.1

zu diesem hohen Absatz beigetragen hat, war das Bestreben der Emittenten, in einem Umfeld weltweit reichlich verfügbarer Liquidität die verhältnismässig niedrigen Finanzierungskosten vor dem erwarteten Zinsanstieg festzuschreiben.

Wie in vorangegangenen Perioden spielten die staatlich unterstützten Wohnbaufinanzierungsgesellschaften („Agencies“) in der Gruppe der US-Emittenten von internationalen Anleihen und Notes eine entscheidende Rolle. Auf sie entfielen 28% des US-Bruttoabsatzes, aber anders als in jüngster Zeit waren keine markanten Unterschiede zwischen den Agencies zu beobachten: Freddie Mac begab internationale Anleihen und Notes im Wert von

Agencies bleiben wichtige Akteure am US-Markt

| Hauptmerkmale des Nettoabsatzes am Markt für internationale Anleihen und Notes |         |         |       |       |       |       |       |                            |
|--|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------------|
| Mrd. US-Dollar   |         |         |       |       |       |       |       |                            |
|  | 2004    | 2005    | 2005  |       |       |       | 2006  | Stand<br>Ende<br>März 2006 |
|  | Jahr    | Jahr    | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    | Q1    |                            |
| Nettoabsatz insgesamt  | 1 545,4 | 1 820,5 | 495,7 | 508,6 | 244,1 | 572,1 | 622,2 | 14 778,0                   |
| Zinsvariabel   | 629,0   | 672,7   | 98,4  | 242,1 | 44,9  | 287,3 | 240,2 | 4 264,3                    |
| Festverzinslich  | 922,6   | 1 167,4 | 399,5 | 271,6 | 207,7 | 288,6 | 379,9 | 10 185,6                   |
| Eigenkapitalbezogen  | -6,2    | -19,6   | -2,2  | -5,1  | -8,5  | -3,8  | 2,0   | 328,1                      |
| Entwickelte Länder   | 1 427,8 | 1 671,8 | 461,7 | 475,9 | 199,6 | 534,6 | 569,9 | 13 153,8                   |
| USA  | 224,4   | 273,9   | 64,0  | 48,9  | 45,4  | 115,6 | 144,4 | 3 602,2                    |
| Euro-Raum  | 781,0   | 943,9   | 285,4 | 317,7 | 55,8  | 285,1 | 295,2 | 6 528,0                    |
| Japan  | 17,4    | 5,9     | 4,8   | -3,2  | 3,1   | 1,3   | 10,7  | 273,2                      |
| Offshore-Finanzplätze  | 19,0    | 26,9    | 2,8   | 8,4   | 8,8   | 6,9   | 5,2   | 179,3                      |
| Aufstrebende Volkswirtschaften   | 75,8    | 94,0    | 29,2  | 15,0  | 17,8  | 32,0  | 42,4  | 902,7                      |
| Finanzinstitute  | 1 298,8 | 1 584,0 | 394,8 | 446,1 | 230,2 | 512,9 | 495,2 | 11 135,4                   |
| Privat   | 1 089,6 | 1 393,4 | 318,1 | 369,1 | 219,6 | 486,6 | 445,8 | 9 502,8                    |
| Öffentlich   | 209,2   | 190,5   | 76,7  | 76,9  | 10,7  | 26,3  | 49,4  | 1 632,6                    |
| Wirtschaftsunternehmen   | 73,6    | 58,3    | 7,8   | 13,6  | -3,4  | 40,3  | 62,3  | 1 587,0                    |
| Privat   | 55,8    | 57,2    | 15,9  | 6,7   | -5,0  | 39,6  | 61,8  | 1 354,5                    |
| Öffentlich   | 17,8    | 1,1     | -8,1  | 6,8   | 1,6   | 0,8   | 0,5   | 232,5                      |
| Staaten  | 150,2   | 150,4   | 91,1  | 39,7  | -0,7  | 20,3  | 60,0  | 1 513,5                    |
| Internationale Organisationen  | 22,8    | 27,8    | 2,0   | 9,3   | 17,9  | -1,4  | 4,7   | 542,1                      |

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

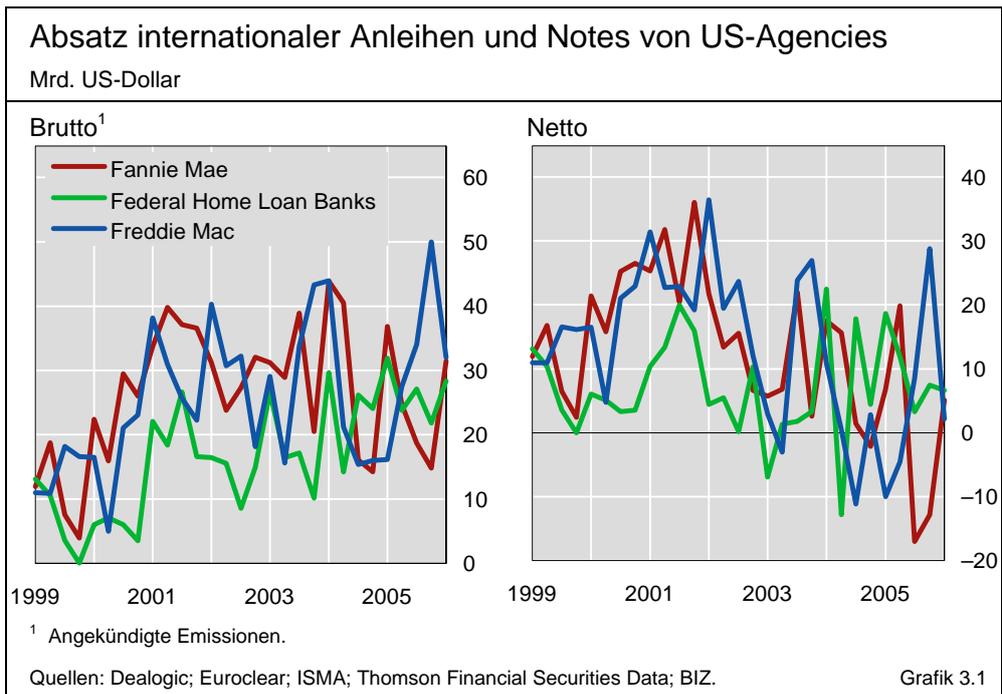
Tabelle 3.2

insgesamt \$ 32 Mrd., während sich der Gesamtabsatz von Fannie Mae auf \$ 31 Mrd. belief (Grafik 3.1). Hinter diesen vergleichbaren Dollarbeträgen verbirgt sich jedoch ein gegenüber dem Vorquartal um 36% geringerer Absatz für Freddie Mac, während der Absatz von Fannie Mae um 112% zulegte. Ein ähnliches Bild ergab sich für den Nettoabsatz, der bei Freddie Mac um 92% auf \$ 2,2 Mrd. zurückging, während Fannie Mae einen Anstieg von -\$ 12,8 Mrd. auf \$ 5,1 Mrd. verbuchte. Fannie Mae kehrte im ersten Quartal als Nettoschuldner an den Markt zurück, da ihr Mindestkapital weiter zunahm und den vom Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) geforderten Betrag überstieg.

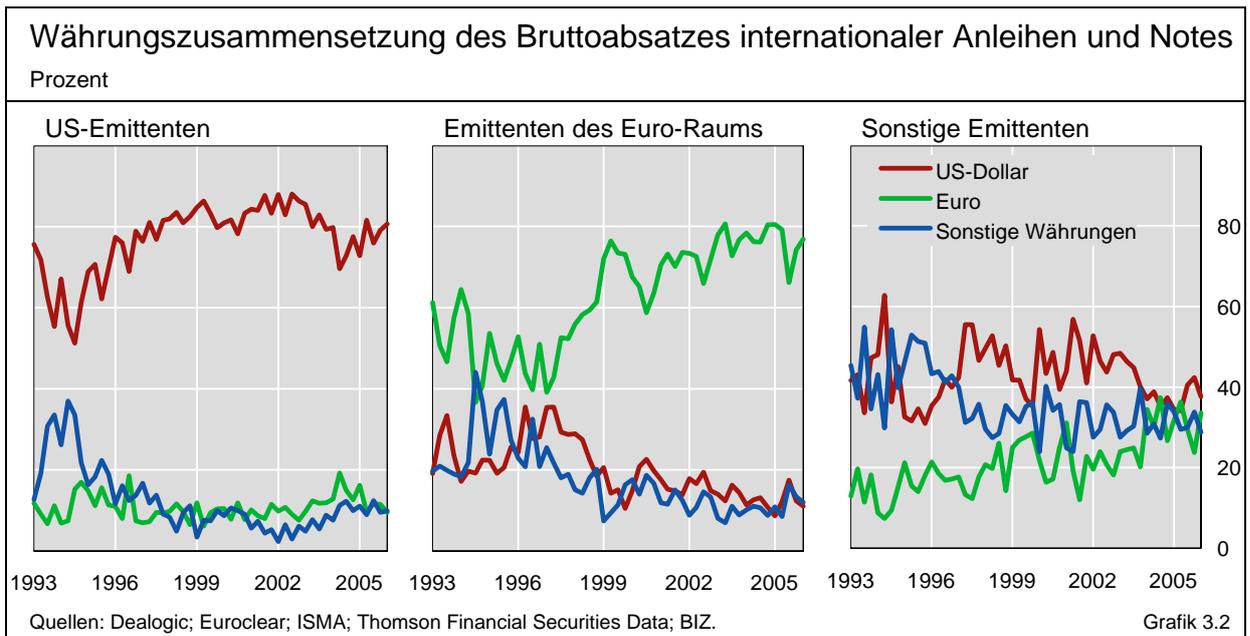
Die beiden Agencies nahmen im ersten Quartal 2006 erneut mehrere sehr umfangreiche Transaktionen vor. Freddie Mac z.B. begab drei mittelfristige Notes im Nominalwert von jeweils \$ 5 Mrd. sowie eine Note, die mit \$ 4 Mrd. bewertet wurde. Bei Fannie Mae ging der Anstieg der Mittelaufnahme im ersten Quartal auch mit einer höheren Anzahl Transaktionen einher.

Trotz gewisser Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich des Risikos einer Kurskorrektur des US-Dollars veränderte sich der Anteil der auf Dollar lautenden Mittelaufnahme am internationalen Anleihemarkt nur geringfügig. Bei den US-Schuldnern erhöhte sich der Anteil des US-Dollar-Absatzes leicht von 79% auf 81%, hauptsächlich auf Kosten der Mittelaufnahme in Euro

US-Dollar-Absatz  
stabil trotz  
Bedenken wegen  
Kurskorrektur des  
Dollars



(Grafik 3.2). Bei den Schuldnern aus anderen Ländern war jedoch ein gegenläufiger Trend erkennbar. Die Folge war, dass der Anteil des US-Dollar-Absatzes am Markt für internationale Anleihen und Notes insgesamt kaum zurückging (von 38% auf 37%) und der Anteil der Mittelaufnahme in Euro von 43% auf 46% stieg. Bei den auf Yen lautenden Emissionen setzte sich der rückläufige Trend fort, und mit einem Anteil von 2% wurde der bisher niedrigste Wert überhaupt erreicht.



## Sprunghafter Anstieg der Mittelaufnahme von Unternehmen

Rekordmittelaufnahme der Unternehmen ...

Nachdem der Bruttoabsatz internationaler Anleihen und Notes durch Nichtfinanzunternehmen im vierten Quartal 2005 bereits um 59% gestiegen war, kam es im ersten Quartal 2006 zu einem weiteren Anstieg (53%), womit der Absatz mit \$ 118 Mrd. einen neuen Höchststand erreichte. Auf Nettobasis war das Wachstum des Absatzes der Nichtfinanzunternehmen ähnlich beeindruckend (um 54% auf \$ 62 Mrd.). Angesichts der saisonalen Entwicklung der vergangenen Jahre ist dieser hohe Absatz beachtenswert, denn in der Regel liegt die Nettomittelaufnahme der Unternehmen im ersten Quartal unter dem Durchschnitt.<sup>1</sup> Ein Faktor, der zu dem sprunghaften Anstieg des Absatzes beitrug, war die grössere Zahl von Fusionen und Übernahmen. Das Bestreben der Schuldner, günstige Konditionen festzuschreiben, spielte ebenfalls eine Rolle.<sup>2</sup>

... bei vermehrten Fusionen und Übernahmen

Es gab mehrere bedeutende Transaktionen, u.a. die Begebung von zwei Anleihen von Cisco Systems über jeweils \$ 3 Mrd. (mit 5 bzw. 10 Jahren Laufzeit) sowie einer Anleihe von Home Depot über \$ 3 Mrd. Erwähnenswert unter den grossen Transaktionen von nicht in den USA ansässigen Emittenten ist die auf Euro und Sterling lautende mittelfristige Note des spanischen Unternehmens Telefónica Emisiones, die in vier Tranchen begeben wurde und deren Nominalwert sich auf \$ 7 Mrd. belief. Diese Transaktion ist vielleicht ein gutes Beispiel dafür, welche Bedeutung Fusionen und Übernahmen für die Emission von Unternehmensanleihen haben, denn die Transaktion von Telefónica war Teil eines fortlaufenden Programms für die Aufnahme von Fremdkapital in Höhe von € 15 Mrd., mit dem ein Teil der Akquisition des britischen Telekommunikationsbetreibers O<sub>2</sub> (Übernahmewert £ 17,8 Mrd.) refinanziert werden soll. Ganz allgemein waren Hochtechnologieunternehmen in der Telekommunikations- und Computerbranche am internationalen Markt aktiv: Einige Unternehmen führten Transaktionen über jeweils mehr als \$ 1 Mrd. durch, und das Transaktionsvolumen insgesamt lag bei fast \$ 30 Mrd.

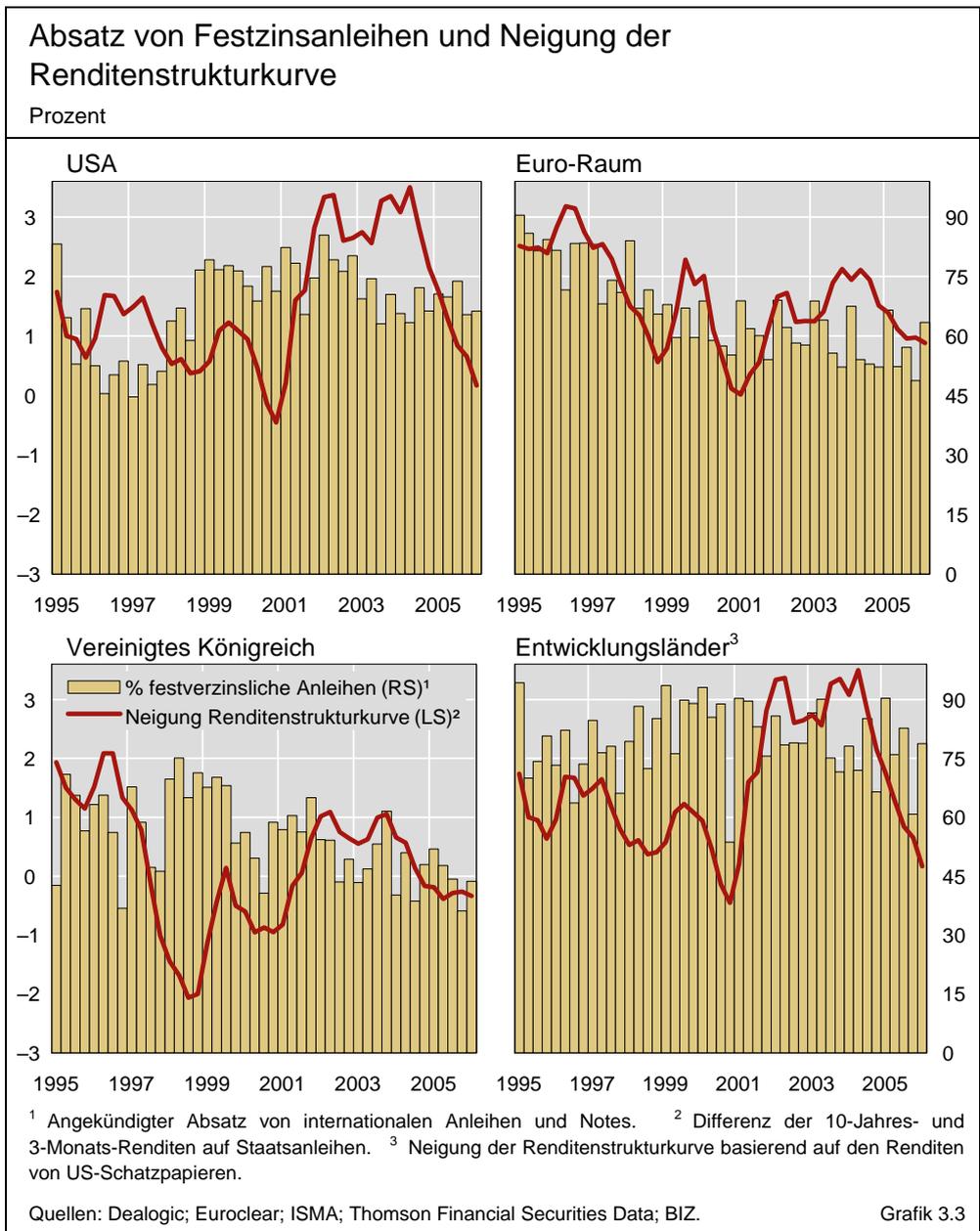
## Anhaltend lebhafte Aktivität im Euro-Raum

Anhaltend kräftiger Absatz im Euro-Raum ...

Der Bruttoabsatz internationaler Anleihen und Notes von Schuldern des Euro-Raums erhöhte sich im ersten Quartal um 23% auf \$ 545 Mrd. Die Nettomittelaufnahme im Euro-Raum stieg um 4% auf \$ 295 Mrd. Diese lebhafte Emissionstätigkeit entwickelte sich in einem Umfeld, in dem der Markt zunehmend mit Leitzinserhöhungen der EZB rechnete und die Renditenstrukturkurve des Euro-Raums sich nicht weiter verflachte. Unter diesen Bedingungen verstärkten die Schuldner des Euro-Raums anscheinend ihre Anstrengungen, sich günstige Finanzierungen zu sichern. Der sprunghafte Anstieg des Anteils der festverzinslichen Anleihen an den Gesamtemissionen von 49% auf 63% verdeutlicht dies, obwohl saisonale Einflüsse durchaus auch eine Rolle gespielt haben dürften (Grafik 3.3).

<sup>1</sup> S. Kasten „Saisonfaktoren am internationalen Anleihemarkt“ im Kapitel über den internationalen Anleihemarkt des *BIZ-Quartalsberichts* vom September 2005.

<sup>2</sup> S. „Überblick“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom März 2006.



Unter den einzelnen Ländern verzeichnete Deutschland das grösste absolute Wachstum des Bruttoabsatzes (+\$ 51 Mrd.), gefolgt von Spanien (+\$ 32 Mrd.). Die rasante Zunahme des deutschen Absatzes wurde u.a. durch einige sehr umfangreiche Transaktionen des öffentlichen Sektors ausgelöst. Die KfW Bankengruppe, ein staatliches Finanzinstitut, sowie die Bundesrepublik Deutschland begaben im ersten Quartal Anleihen mit einem Nominalwert von jeweils € 5 Mrd. Die KfW platzierte im Berichtszeitraum eine Reihe weiterer Schuldtitel am internationalen Markt, deren Gesamtbetrag \$ 21 Mrd. überstieg und etwa 40% ihres Finanzierungsziels für 2006 entsprach. Unter den spanischen Emittenten waren hauptsächlich Schuldner des privaten Sektors aktiv: Von Privatbanken wurden vier Anleihen im Wert von jeweils über \$ 3 Mrd. begeben. Trotz dieser Marktdominanz der Finanzinstitute spielte das Nichtfinanzunternehmen Telefónica Emisiones mit seiner zuvor erwähnten

... hauptsächlich aufgrund des öffentlichen Sektors in Deutschland ...

... und des privaten Sektors in Spanien

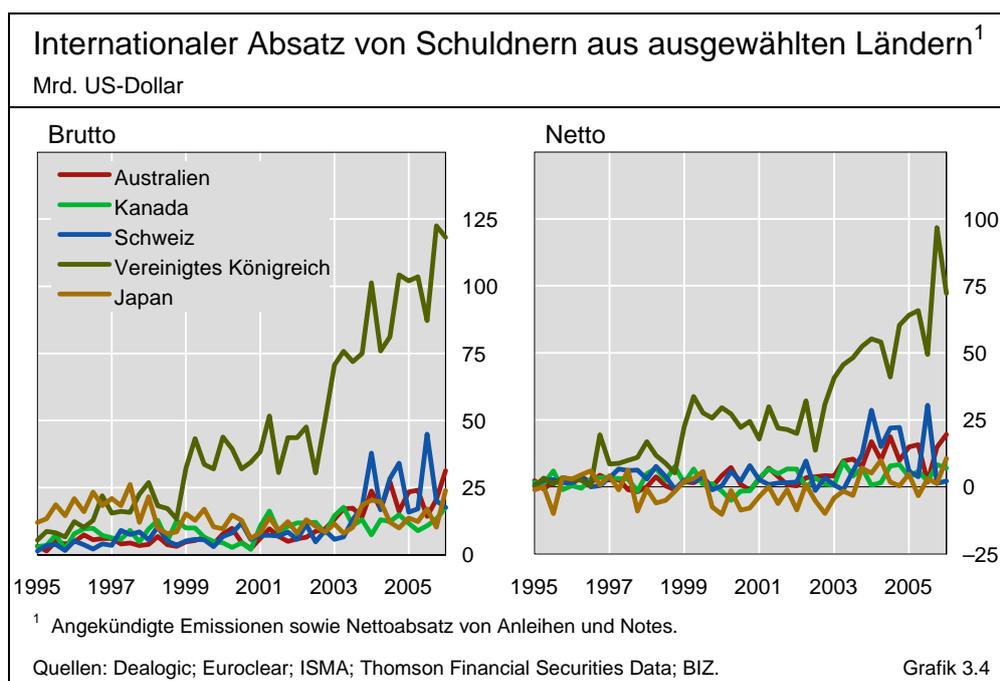
Transaktion über \$ 7 Mrd. ebenfalls eine wichtige Rolle in der Gruppe der spanischen Emittenten.

## Erholung des japanischen Absatzes

Erholung des japanischen Absatzes bei besseren Konjunkturaussichten

Nach einer Phase sehr schwacher japanischer Präsenz am Markt für internationale Anleihen und Notes zeigte sich im ersten Quartal 2006 eine merkliche Erholung des Brutto- und Nettoabsatzes japanischer Emittenten. Im Vergleich zum Vorquartal stieg die Bruttomittelaufnahme um 133% auf \$ 23,9 Mrd., während bei der Nettomittelaufnahme ein sprunghafter Anstieg um das Achtfache auf \$ 10,7 Mrd. erfolgte (Grafik 3.4). Die Erholung des japanischen Absatzes fiel in eine Zeit, in der die Wirtschaft des Landes für überwiegend positive Meldungen sorgte und die Bank of Japan das Ende ihrer Politik der quantitativen Lockerung ankündigte.

Wie in den Quartalen zuvor waren die Finanzinstitute im ersten Quartal 2006 mit 91% des Bruttoabsatzes für nahezu die gesamte Aktivität verantwortlich; der verbleibende Absatz entfiel auf den Unternehmenssektor. Die japanischen Finanzinstitute führten zudem einige sehr umfangreiche Transaktionen durch. Mit dem grössten Abschluss wurden Mittel in Höhe von insgesamt \$ 4,2 Mrd. aufgenommen. Eine bedeutende Transaktion eines Nichtfinanzunternehmens war die Emission von vier Wandelanleihen über jeweils ¥ 50 Mrd. (umgerechnet insgesamt \$ 1,7 Mrd.) von Keystone Capital Corporation, einem Finanzvehikel der Fuji Photo Film Co. Der Emissionserlös war für Massnahmen zur Steigerung von Fujis Produktionskapazität bestimmt – womöglich ein Beispiel für die Erholung der Unternehmensinvestitionen in Japan.



Mit der zunehmenden Aktivität der japanischen Schuldner am internationalen Anleihemarkt ging deren Anteil an der Mittelaufnahme in Yen deutlich zurück – von 43% auf 32% im ersten Quartal, nahe den Tiefständen der letzten 10 Jahre. Stattdessen entschieden sich mehr und mehr japanische Schuldner für auf Euro lautende Wertpapiere. Zum Teil ist diese Entwicklung vielleicht symptomatisch für Veränderungen der relativen Stärke des Euro gegenüber dem Yen, denn in der Regel nimmt der Absatz in aufwertenden Währungen zu.<sup>3</sup>

Rückgang der Finanzierung japanischer Schuldner in Yen ...

... zugunsten auf Euro lautender Schuldtitel

Mit Blick auf andere entwickelte Volkswirtschaften wurde die Mittelaufnahme im Vereinigten Königreich nach einem besonders aktiven vierten Quartal etwas gedrosselt (Grafik 3.4). Australische Schuldner waren an den internationalen Anleihemärkten bedeutend aktiver und stockten ihre Mittelaufnahme auf Bruttobasis um 51% auf. Eine wichtige Rolle spielte hierbei der rasant wachsende Absatz von durch Wohnimmobilien besicherten Wertpapieren („residential mortgage-backed securities“, RMBS) durch australische Banken angesichts rückläufiger Renditeaufschläge für diese Produkte. Es gab einige sehr umfangreiche Transaktionen dieser Art, so z.B. einen Abschluss über \$ 4,1 Mrd., den die Commonwealth Bank of Australia über ihr Finanzvehikel tätigte.

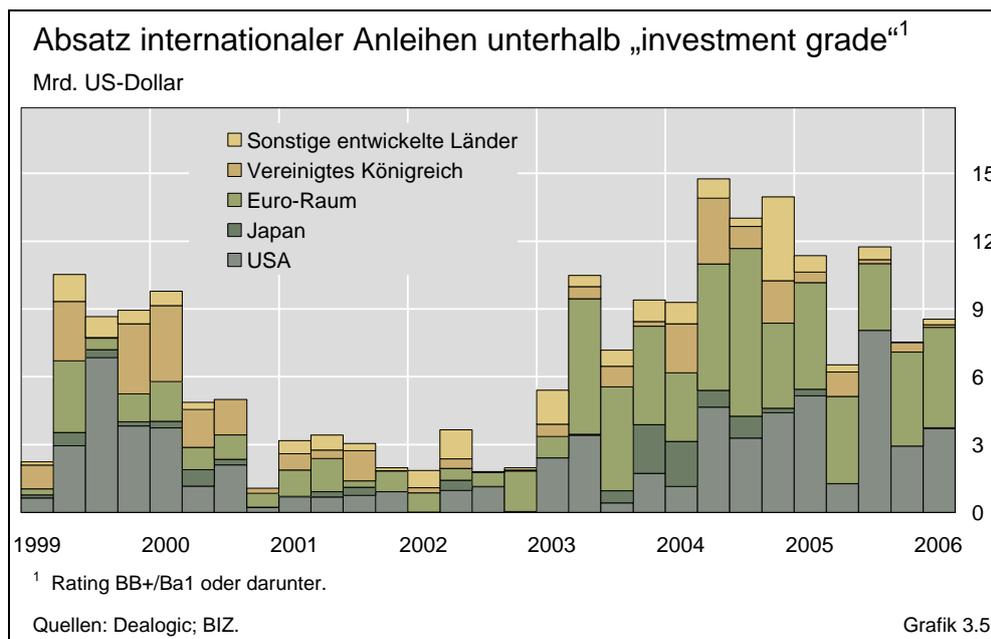
## Wiederanstieg der Mittelaufnahme im hochrentierenden Bereich

Der Bruttoabsatz hochverzinslicher internationaler Anleihen und Notes durch Schuldner aus entwickelten Volkswirtschaften nahm im ersten Quartal 2006 um 13% zu, nachdem er im Vorquartal zurückgegangen war. Dahinter stand vor allem der Anstieg um 27% der Mittelaufnahme von US-Emittenten unterhalb „investment grade“ (Grafik 3.5). Im Euro-Raum stieg der Absatz im hochrentierenden Bereich um 6%, im Vereinigten Königreich ging er um 72% zurück. Die japanischen Emittenten waren diesem Segment zwei Quartale in Folge ferngeblieben, kehrten aber im Berichtszeitraum – in mässigem Umfang – an den Markt zurück.

US-Schuldner verantwortlich für Erholung im hochrentierenden Bereich

Obwohl die USA im ersten Quartal den stärksten Anstieg der Mittelaufnahme im „non-investment grade“-Bereich verzeichneten, entfielen immer noch mehr als 50% des gesamten Emissionsvolumens in diesem Segment auf Schuldner des Euro-Raums. Eine bedeutende Transaktion wurde z.B. vom italienischen Automobilhersteller Fiat vorgenommen, der eine Anleihe über € 1 Mrd. auflegte, und auch der in US-Eigentum stehende deutsche Kabelfernsehnetzbetreiber iesy Hessen GmbH nahm eine umfangreiche Emission vor und brachte zinsvariable Notes im Wert von € 1,35 Mrd. zur Refinanzierung seiner Schulden an den Markt.

<sup>3</sup> S. Feature „Wahl der Währung bei internationalen Anleiheemissionen“ von Benjamin H. Cohen im *BIZ-Quartalsbericht* vom Juni 2005.



## Erneut steigender Absatz in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Absatz der aufstrebenden Volkswirtschaften auf Rekordniveau ...

Nach ihrem Rekordabsatz von internationalen Anleihen und Notes im letzten Jahr waren die Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften im ersten Quartal 2006 weiterhin aktiv. Die Bruttomittelaufnahme der aufstrebenden Volkswirtschaften nahm gegenüber dem vierten Quartal 2005 um 19% zu und erreichte mit knapp \$ 60 Mrd. einen neuen Höchststand. Die Nettomittelaufnahme verzeichnete einen sprunghaften Anstieg um 33% auf \$ 42 Mrd., auch dies ein bisher unerreichtes Niveau (Grafik 3.6).

... bei anhaltendem Renditestreben der Anleger

Dieser Dynamik lagen schon seit Längerem bessere Fundamentaldaten zugrunde, in jüngster Zeit spielte bis zu einem gewissen Grad auch das Renditestreben der internationalen Anleger eine Rolle. Dementsprechend erreichten die Renditenaufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften im ersten Quartal 2006 neue Tiefststände, während Investmentfonds Mittelzuflüsse in Rekordhöhe verbuchten (s. „Überblick“). Die wachsende Risikobereitschaft der Anleger hatte möglicherweise sogar zur Folge, dass die Spreads auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften auf ein niedrigeres Niveau sanken, als angesichts langjähriger Erfahrungswerte gerechtfertigt erschien.<sup>4</sup>

Lebhafter Absatz in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas, in Afrika und im Nahen Osten ...

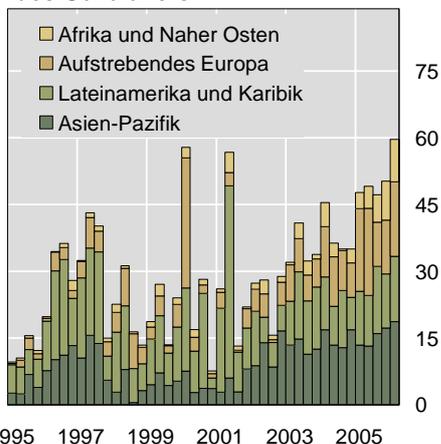
In allen Regionen war eine Zunahme der Bruttomittelaufnahme zu beobachten, wobei die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas das Feld mit einem Zuwachs von 39% anführten. Auf Nettobasis wiesen Afrika und der Nahe Osten mit 240% den grössten Anstieg aus; der Gesamtabsatz dieser Region betrug \$ 11,6 Mrd. Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas und im asiatisch-pazifischen Raum nahm die Nettomittelaufnahme zu, in Lateinamerika hingegen war sie rückläufig.

<sup>4</sup> S. „Überblick“ im *BIZ-Quartalsbericht* vom März 2006.

## Internationale Anleihen und Notes von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften<sup>1</sup>

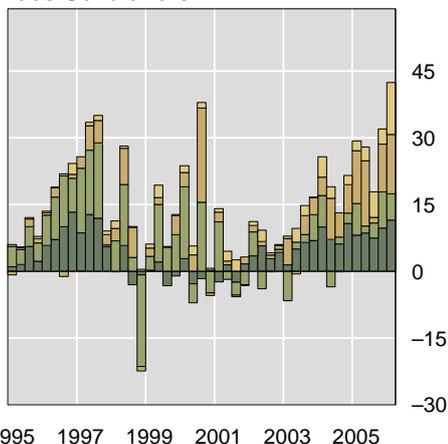
Mrd. US-Dollar

Bruttoabsatz, nach Nationalität des Schuldners



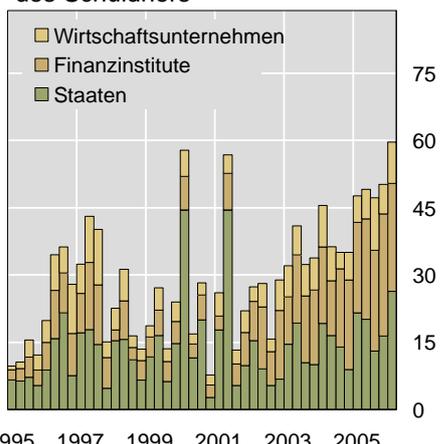
1995 1997 1999 2001 2003 2005

Nettoabsatz, nach Nationalität des Schuldners



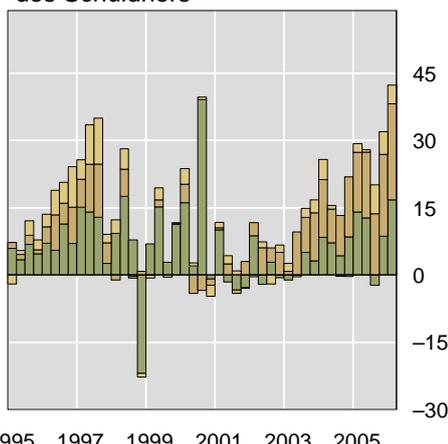
1995 1997 1999 2001 2003 2005

Bruttoabsatz, nach Sektor des Schuldners



1995 1997 1999 2001 2003 2005

Nettoabsatz, nach Sektor des Schuldners



1995 1997 1999 2001 2003 2005

<sup>1</sup> Ohne argentinische Staatsanleihen im 1. und 2. Quartal 2005.

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

Grafik 3.6

Bei sektoraler Betrachtung entfällt der Löwenanteil des Zuwachses auf die staatlichen Schuldner. Ihre Mittelaufnahme bewirkte einen Anstieg des Bruttoabsatzes in allen Regionen, insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas (+130%) sowie in der Region Afrika und Naher Osten (+107%). In der letztgenannten Region spielten die Unternehmensschuldner ebenfalls eine wichtige Rolle, in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas und Asiens jedoch schraubten die Unternehmen ihre Mittelaufnahme zurück. Gleichzeitig hatten die Finanzinstitute wenig Einfluss auf die allgemeinen Finanzierungstrends der aufstrebenden Volkswirtschaften.

Die Mittelaufnahme in Afrika und dem Nahen Osten wurde durch die Umschuldung der Verbindlichkeiten des Irak angekurbelt, in deren Rahmen eine 22-jährige US-Dollar-Anleihe über \$ 2,7 Mrd. am Markt platziert wurde. Wie in vielen anderen Regionen trugen die Fusionen und Übernahmen zu einer

... hauptsächlich aufgrund der Mittelaufnahme staatlicher Schuldner

verstärkten Mittelaufnahme im ersten Quartal bei. Das israelische Unternehmen Teva Pharmaceutical Industries z.B. nahm den Markt für insgesamt \$ 2,9 Mrd. in Anspruch, um die Übernahme eines US-Pharmaunternehmens zu finanzieren.

In der Gruppe der Emittenten aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas wurden mehrere umfangreiche Transaktionen durch staatliche Schuldner getätigt. Polen legte eine mittelfristige Note über €3 Mrd. mit 10 Jahren Laufzeit auf, und die Slowakei, die Türkei und Ungarn führten Transaktionen über jeweils mehr als \$ 1 Mrd. durch. Auch in Lateinamerika waren die staatlichen Emittenten aktiv: Unter anderem begab Mexiko eine 11-jährige Anleihe über \$ 3 Mrd. und Brasilien eine 31-jährige Anleihe über \$ 1 Mrd. Beachtliche Präsenz in dieser Region zeigte auch das mexikanische Erdölunternehmen Pemex, das Mittel in Höhe von insgesamt \$ 1,5 Mrd. aufnahm.

Bedeutende Transaktionen Indonesiens und der Philippinen ...

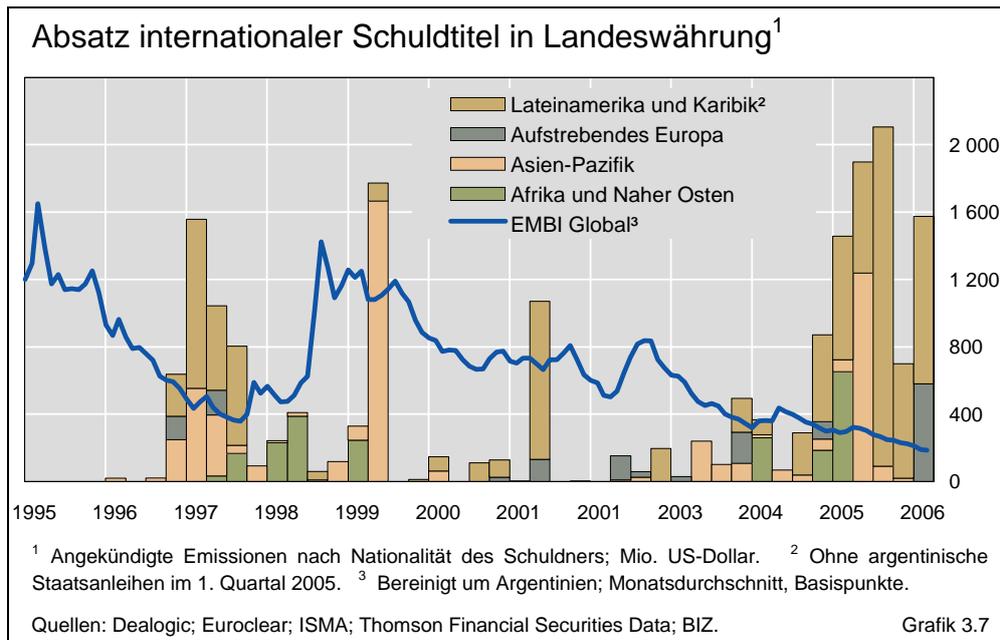
Die grössten Transaktionen Asiens wurden von den Philippinen und von Indonesien abgeschlossen. Gleich zu Jahresbeginn – d.h. vor den politischen Spannungen im späteren Jahresverlauf – legten die Philippinen eine 25-jährige Anleihe über \$ 1,5 Mrd. sowie eine 10-jährige Anleihe über €500 Mio. auf, deren Renditen 7,875% bzw. 6,375% betragen. Damit hatten die Philippinen bereits zwei Drittel ihres Finanzierungsziels am internationalen Anleihemarkt für 2006 abgedeckt. Indonesien begab zwei Anleihen über je \$ 1 Mrd. mit Laufzeiten von 11 bzw. 29,5 Jahren, und dies inmitten einer Phase wachsender politischer Instabilität in Thailand und auf den Philippinen. Trotz dieser regionalen Spannungen wurde die Transaktion erfolgreich abgeschlossen, wie an der Bewertung der Anleihen und an der Tatsache, dass die Emission mehrfach überzeichnet war, zu erkennen ist. Die 11-jährige Anleihe wurde mit 235 Basispunkten gegenüber US-Schatzpapieren bewertet, bei der längerfristigen Anleihe betrug der Renditenaufschlag 264 Basispunkte, d.h. etwa 140 Basispunkte weniger als bei der 30-jährigen Anleihe, die Indonesien im vierten Quartal 2005 begeben hatte. Ein Grund dafür war die starke Nachfrage der Investmentfonds, die Anteile für über zwei Drittel der Anleihebeträge erwarben.

... trotz politischer Spannungen in der Region

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften bevorzugen langfristige Finanzierung zu günstigen Konditionen

Die Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften verlängerten die durchschnittliche Laufzeit ihrer internationalen Anleihen und Notes beträchtlich – von 8,5 Jahren im Vorquartal auf 13,5 Jahre. An den Märkten in den entwickelten Volkswirtschaften hingegen verringerte sich die durchschnittliche Laufzeit geringfügig. Dieser Trend der Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften hin zu längeren Laufzeiten war in allen Regionen und bei allen Arten von Emittenten zu beobachten.<sup>5</sup> Möglicherweise waren die Schuldner bestrebt, die günstigen Finanzierungsbedingungen festzuschreiben, da sie wohl zunehmend von höheren Zinssätzen an den entwickelten Märkten und steigenden Renditenaufschlägen ausgingen. Gleichzeitig war dieser Trend Ausdruck einer

<sup>5</sup> Zur Ausweitung der Laufzeitenstruktur von Staatsschuldtiteln in Lateinamerika s. das Feature „Inländische Anleihemärkte in Lateinamerika: Erfolge und Herausforderungen“ von Serge Jeanneau und Camilo Tovar in diesem *BIZ-Quartalsbericht*.



hohen Nachfrage der Anleger nach längerfristigen Titeln von Schuldern aus aufstrebenden Volkswirtschaften, was wiederum auf eine grosse Risikobereitschaft schliessen lässt.

Nach einer vorübergehenden Flaute im Vorquartal erholte sich der Absatz internationaler Schuldtitel in Landeswährung durch Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften im ersten Quartal 2006 (Grafik 3.7). Verantwortlich für die Erholung dieses Marktsegments war zum einen der Anstieg der Mittelaufnahme in Landeswährung durch lateinamerikanische Schuldner (+46%). Zum anderen waren die Emittenten aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas nach vier aufeinanderfolgenden Quartalen erstmals wieder in diesem Segment aktiv. Insgesamt nahmen die europäischen Marktteilnehmer Mittel in Höhe von \$ 580 Mio. in Landeswährung auf. Der überwiegende Teil entfiel auf die russische Zweckgesellschaft Red Arrow International Leasing PLC, die eine auf Rubel lautende Anleihe über \$ 488 Mio. platzierte. Der Erlös aus der Emission war für den Erwerb von rollendem Material bestimmt, das an die russische Eisenbahngesellschaft Russian Railways geleast würde. In Lateinamerika verteilte sich im ersten Quartal nahezu die gesamte Mittelaufnahme in Landeswährung auf folgende Emittenten: den kolumbianischen Staat, das Unternehmen Telefonos de México SA de CV und verschiedene brasilianische Finanzinstitute, wobei Mittel in kolumbianischen Peso, in mexikanischen Peso bzw. in Real aufgenommen wurden.

Erneut sprunghaft steigender Absatz in Landeswährung ...

... aufgrund der Rückkehr der Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas