

# Internationale Unternehmensschuldtitle aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Agustín Villar

Die Kapitalströme, die im Zusammenhang mit Portfolioinvestitionen privater Anleger in aufstrebende Volkswirtschaften fließen, weiten sich rasch aus. Dem Institute of International Finance zufolge erhöhten sich die Mittelströme privater Nichtbanken in diese Länder von \$ 155 Mrd. im Jahr 2009 auf \$ 365 Mrd. im Jahr 2012 und verharren seither in der Nähe des 2011 verzeichneten historischen Höchststands. Während die Zuflüsse privater Mittel über die Fremdkapitalmärkte sprunghaft anstiegen, gaben die Mittelströme aus dem Bankensektor im gleichen Zeitraum leicht nach und verringerten sich von \$ 154 Mrd. auf \$ 147 Mrd.<sup>1</sup> Vor allem die Märkte für Unternehmensanleihen aus aufstrebenden Volkswirtschaften erhielten 2012 und Anfang 2013 durch die rege Nachfrage ausländischer Anleger Auftrieb. Der vorliegende Kasten erörtert einige Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Aufschwung an den Märkten für internationale Schuldverschreibungen von Finanz- und Nichtfinanzunternehmen in den aufstrebenden Volkswirtschaften und untersucht dabei eine Reihe struktureller Aspekte.

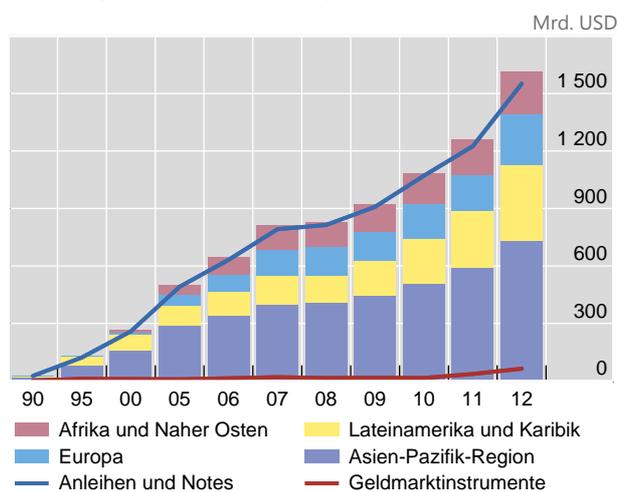
Investorenbefragungen zufolge wuchs das verwaltete Vermögen, das an den Index für Unternehmensanleihen aus aufstrebenden Volkswirtschaften gekoppelt ist, im Jahr 2012 um 60,5%. Damit entwickelte es sich dynamischer als alle anderen Vermögenskategorien, die in solchen Erhebungen untersucht werden. Im Vergleich dazu erhöhten sich sämtliche Vermögenswerte, die anhand marktbreiter Indizes für Papiere aufstrebender Volkswirtschaften – die internationale Staats- und Unternehmensanleihen sowie Staatsanleihen in Landeswährung erfassen – verwaltet werden, im vergangenen Jahr um knapp 30% auf \$ 560 Mrd.<sup>2</sup> Die Nachfrage nach Unternehmensanleihen aus aufstrebenden Volkswirtschaften wurde massgeblich von vermögenden Privatanlegern bestimmt. Institutionelle Anleger spielten zwar mit einem Anteil von unter 10% an den internationalen Unternehmensanleihen aus aufstrebenden Volkswirtschaften (verglichen mit etwa 50% bei den internationalen Staatsanleihen) eine untergeordnete Rolle, doch ihr Anteil könnte durchaus weiter steigen. Durch die vermehrte Aktivität globaler Vermögensverwalter dürfte dieser Markt künftig an Tiefe gewinnen.

## Unternehmensschuldtitle aus aufstrebenden Volkswirtschaften<sup>1</sup>

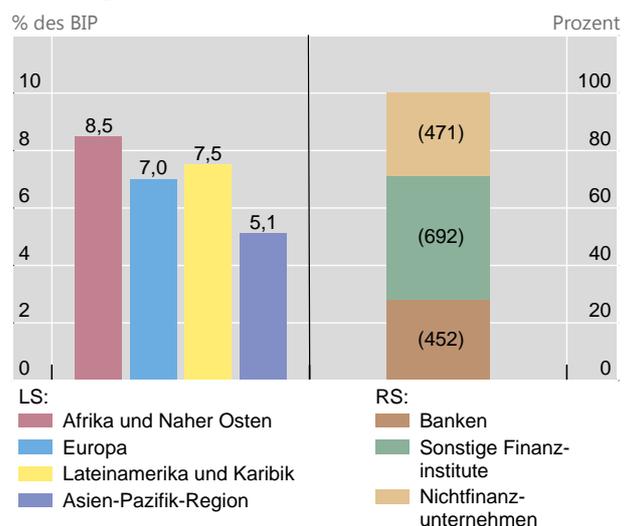
Ausstehende Beträge

Grafik A

Nach Region und Instrumenttyp



Nach Region und Sektor des Emittenten, Ende 2012



<sup>1</sup> Die Emittenten sind Finanz- und Nichtfinanzunternehmen, deren Eigentümer in ausgewählten aufstrebenden Volkswirtschaften ansässig sind. Die ausgewählten aufstrebenden Volkswirtschaften sind nach Regionen gruppiert: Afrika und Naher Osten (Ägypten, Bahrain, Israel, Katar, Kuwait, Nigeria, Oman, Saudi-Arabien, Südafrika, Vereinigte Arabische Emirate); Europa (Kroatien, Polen, Russland, Tschechische Republik, Türkei, Ukraine, Ungarn); Lateinamerika und Karibik (Argentinien, Barbados, Brasilien, Chile, Dominikanische Republik, El Salvador, Jamaika, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela); Asien-Pazifik-Region (China, Chinesisch-Taipeh, SVR Hongkong, Indien, Indonesien, Kasachstan, Korea, SVR Macau, Malaysia, Mongolei, Philippinen, Singapur, Thailand).

Quellen: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd.; Berechnungen der BIZ.

Der BIZ-Statistik über den Absatz internationaler Schuldtitel<sup>®</sup> zufolge belief sich der Bestand an Schuldverschreibungen, die von Finanzinstituten und Nichtfinanzunternehmen mit Hauptsitz in den aufstrebenden Volkswirtschaften begeben wurden, Ende 2012 auf mehr als \$ 1,6 Bio. (Grafik A links). Davon entfielen etwa 95% auf ausländische und internationale Anleihen und Notes, während Geldmarktinstrumente den Rest ausmachten.

Der Grossteil des Bestands an internationalen Unternehmensschuldtiteln aus aufstrebenden Volkswirtschaften wurde von Banken und anderen Finanzinstituten begeben (Grafik A rechts). Ende 2012 hatten Finanzinstitute ausstehende Schuldverschreibungen im Wert von über \$ 1,1 Bio., was etwa zwei Drittel des Gesamtbestands entsprach. Damit fällt der Anteil von Finanzwerten geringer aus als in den entwickelten Ländern (84%), in denen eine zehnmal breitere Spanne an Schuldtiteln gehandelt wird.

Asiatische Unternehmen sind am internationalen Markt für Unternehmensschuldtitel aus aufstrebenden Volkswirtschaften am aktivsten; an zweiter Stelle stehen lateinamerikanische Unternehmen. Der Bestand an Papieren aus aufstrebenden Volkswirtschaften Europas sowie dem Nahen Osten und Afrika ist kleiner, hat sich aber in den letzten Jahren stark ausgeweitet. Allerdings ergeben sich ganz andere Relationen, wenn man die Schuldtitelemision im Verhältnis zur wirtschaftlichen Leistung der betreffenden Region betrachtet. Dann nämlich stehen Emittenten aus dem Nahen Osten und Afrika an erster Stelle, während auf Asien der kleinste Anteil entfällt (Grafik A rechts).

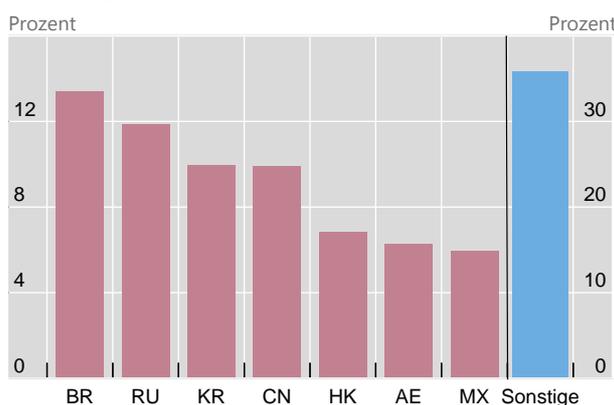
Innerhalb dieser regionalen Verteilung konzentriert sich die Emissionstätigkeit von Unternehmen auf einige wenige Volkswirtschaften. Auf Länderebene betrachtet, entfallen die grössten Anteile am Bestand ausstehender Schuldtitel auf Unternehmen aus Brasilien, China, der SVR Hongkong, Korea, Mexiko, Russland und den Vereinigten Arabischen Emiraten. Der Rest verteilt sich auf eine Gruppe von etwa 30 weiteren aufstrebenden Volkswirtschaften (Grafik B links).

Allerdings ist der investierbare Anteil internationaler Unternehmensschuldtitel, der internationalen Anlegern tatsächlich zur Verfügung steht, aufgrund von Grössen-, Liquiditäts- und Risikofaktoren eher kleiner. Der breiteste Referenzindex für Unternehmensanleihen aus aufstrebenden Volkswirtschaften ist der CEMBI, der Anleihen im Wert von etwa \$ 620 Mrd. erfasst. Dabei handelt es sich zu 36% um Finanzwerte, deren Gewicht im investierbaren Index somit deutlich geringer ausfällt als ihr Anteil am Gesamtbestand. Der investierbare Index ermöglicht es globalen Anlegern, sich in aufstrebenden Volkswirtschaften in Sektoren wie Öl und Gas (13,5%), Telekommunikation, Medien und Technologie (11,1%) sowie Rohstoffe (10,5%) zu engagieren. Im Immobilien- sowie im Konsumgüterbereich, zwei Sektoren, die in diesen Ländern in der Regel von einer rasant anziehenden Binnennachfrage bestimmt werden, sind die Anlagemöglichkeiten hingegen beschränkter (5% bzw. 6%).

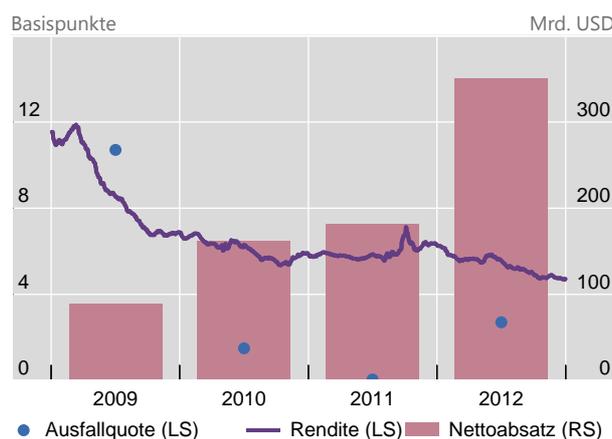
## Unternehmensschuldtitel aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Grafik B

Verteilung nach Ländern, Ende 2012<sup>1</sup>



Ausfallquote, Rendite und Nettoabsatz<sup>2</sup>



AE = Vereinigte Arabische Emirate; BR = Brasilien; CN = China; HK = SVR Hongkong; KR = Korea; MX = Mexiko; RU = Russland; Sonstige = sonstige aufstrebende Volkswirtschaften.

<sup>1</sup> Ausstehende Beträge. <sup>2</sup> Ausfallquote gemäss JPMorgan, *Emerging Markets Corporate Outlook & Strategy*, Dezember 2012. Endfälligkeitrendite basierend auf CEMBI BROAD Yield to Maturity.

Quellen: Dealogic; Euroclear; JPMorgan Chase; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd.; Berechnungen der BIZ.

Die wahrgenommene Bonität von Unternehmensanleihen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften wird nach wie vor stark von der Kreditwürdigkeit des betreffenden Landes bestimmt, die eine Obergrenze für das Rating vorgibt. Zudem verändert sich die Risiko- und Volatilitätseinschätzung, wenn die gesamtwirtschaftliche Volatilität ansteigt. Verbesserungen des wahrgenommenen Kreditrisikos äussern sich derzeit in rückläufigen Renditen und engeren Spreads (Grafik B rechts). Im Gefolge der Finanzkrise sind die Ausfallquoten niedrig geblieben (einer Schätzung zufolge bei rund 2,7%). Bei historischer Betrachtung sind jedoch im Zeitverlauf erhebliche Schwankungen mit sprunghaften Anstiegen in gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Krisenphasen erkennbar. So kletterte die Ausfallquote im Jahr 2002 auf 15,4%, und 2009 erreichte sie eine Spitze von gut 10,7%. In gesamtwirtschaftlich weniger angespannten Phasen der vergangenen Jahre haben sich die Unternehmensausfälle zwischen 0% und 2,7% bewegt.

<sup>①</sup> Siehe „Capital flows to emerging market economies“, *IIF Research Note*, 22. Januar 2013. <sup>②</sup> Siehe G. Kim, „2012 Index Review“, *JPMorgan Fixed Index Product Guide*, Januar 2013. <sup>③</sup> Einzelheiten zur Spanne der erfassten Wertpapiere finden sich in B. Gruić und P. Wooldridge, „Verbesserungen der BIZ-Statistiken über den Absatz von Schuldtiteln“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2012.