

3. Die internationalen Märkte für Schuldtitle

Bei enger werdenden Kreditzinsspannen und allgemein günstigen Bedingungen an den Schuldtitlemärkten stieg der Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und mittelfristiger Notes im ersten Quartal 2001 sprunghaft an (Tabelle 3.1). Während desselben Zeitraums fiel jedoch der Gesamtnettoabsatz am internationalen Schuldtitlemarkt von \$ 323 Mrd. auf \$ 298 Mrd.; der Grund dafür war ein massiver Rückgang des Absatzes bei Geldmarktinstrumenten. Der angekündigte Bruttoabsatz bei Anleihen und Notes stieg im ersten Quartal 2001 auf \$ 578 Mrd. im Vergleich zu \$ 438 Mrd. im Vorquartal, aber auch die Tilgungen erhöhten sich im selben Zeitraum von \$ 197 Mrd. auf \$ 269 Mrd. (Tabelle 3.2).

Die Verlagerung von kurz- zu langfristigen Mitteln entsprach einer Rückkehr zur Normalität. Der Nettoabsatz bei den Geldmarktinstrumenten gab nach den ungewöhnlich hohen Beträgen des Vorquartals wieder nach, da die Schuldner die günstigen Marktbedingungen zum Anlass nahmen, die Laufzeiten ihrer Schuldtitle zu verlängern. Die aufstrebenden Volkswirtschaften kehrten an den Anleihemarkt zurück, und der öffentliche Sektor setzte ein erhöhtes Titelvolumen ab. Auch der Absatz von Schuldtitlen von Unternehmen stieg im ersten Quartal, was möglicherweise auf eine Abkehr von Aktienemissionen aufgrund der sinkenden Nachfrage nach Erstzeichnungen (IPO) zurückzuführen ist. In einigen Fällen wandten sich niedriger bewertete Schuldner dem internationalen Anleihemarkt zu, weil sie wegen Bonitätsrückstufungen kein Commercial Paper mehr absetzen konnten und die Banken nicht mehr bereit waren, Backup-Fazilitäten bereitzustellen.

Bessere Marktbedingungen begünstigen langfristige Mittelaufnahme

Auf Grund der verbesserten Marktsituation kam es im ersten Quartal 2001 zu einem starken Wiederanstieg bei der Ausgabe langfristiger Schuldtitle. Wie im „Überblick“ (Kapitel 1) bereits erwähnt, ging mit den enger werdenden Kreditzinsspannen an den Märkten für langfristige Schuldtitle ein allgemeiner Zinsrückgang einher, so dass die Emittenten an den Markt zurückkehrten. Der Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und mittelfristiger Notes stieg von

Nettoabsatz festverzinslicher Anleihen und Notes in Rekordhöhe ...

| Hauptmerkmale des Nettoabsatzes an den Märkten für internationale Schuldtitel | | | | | | | | |
|---|---------|---------|--------|-------|-------|-------|--------|----------------------|
| Mrd. US-Dollar | | | | | | | | |
| | 1999 | 2000 | 2000 | | | | 2001 | Stand Ende März 2001 |
| | Jahr | Jahr | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | |
| Nettoabsatz insgesamt | 1 230,3 | 1 234,6 | 286,7 | 319,8 | 304,8 | 323,4 | 298,4 | 6 514,7 |
| Geldmarktinstrumente ¹ | 66,4 | 86,5 | 1,3 | 24,4 | 14,9 | 45,9 | 14,6 | 346,1 |
| <i>Commercial Paper</i> | 44,3 | 49,3 | – 0,6 | 10,6 | 12,1 | 27,1 | 16,1 | 238,5 |
| Anleihen und Notes ¹ | 1 163,9 | 1 148,2 | 285,4 | 295,4 | 289,9 | 277,4 | 283,8 | 6 168,7 |
| <i>Zinsvariable Emissionen</i> | 334,1 | 386,6 | 84,0 | 110,1 | 90,0 | 102,6 | 73,8 | 1 607,9 |
| <i>Festverzinsliche Emissionen</i> | 798,7 | 743,9 | 198,6 | 181,5 | 199,0 | 164,9 | 204,4 | 4 317,5 |
| <i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i> | 31,1 | 17,6 | 2,8 | 3,8 | 1,0 | 10,0 | 5,6 | 243,3 |
| Entwickelte Länder | 1 152,9 | 1 151,7 | 257,1 | 303,2 | 282,2 | 309,1 | 283,9 | 5 602,7 |
| <i>Euro-Raum</i> | 507,9 | 555,0 | 131,1 | 149,2 | 129,7 | 144,9 | 133,4 | 2 288,6 |
| <i>Japan</i> | 2,7 | – 29,9 | – 13,2 | – 1,3 | – 9,1 | – 6,3 | – 6,5 | 268,0 |
| <i>USA</i> | 482,2 | 465,7 | 91,4 | 111,8 | 138,5 | 124,0 | 145,7 | 1 894,2 |
| Offshore-Finanzplätze | 12,0 | 19,1 | 1,4 | 3,7 | 6,8 | 7,2 | 7,3 | 83,0 |
| Entwicklungsländer | 40,8 | 42,1 | 23,3 | 6,3 | 13,4 | – 0,9 | 6,0 | 458,5 |
| Internationale Organisationen | 24,6 | 21,7 | 4,9 | 6,7 | 2,2 | 7,9 | 1,3 | 370,6 |
| Privater Sektor | 1 010,4 | 970,3 | 203,2 | 276,6 | 228,7 | 261,8 | 237,8 | 4 849,3 |
| <i>Finanzinstitute²</i> | 656,7 | 670,7 | 164,7 | 185,3 | 136,1 | 184,6 | 146,5 | 3 189,6 |
| <i>Unternehmen</i> | 353,7 | 299,6 | 38,5 | 91,3 | 92,6 | 77,2 | 91,3 | 1 659,7 |
| Öffentlicher Sektor ³ | 195,3 | 242,6 | 78,6 | 36,6 | 73,8 | 53,6 | 59,3 | 1 294,8 |
| <i>Zentralstaatl. Stellen</i> | 37,2 | 50,5 | 33,1 | 12,7 | 8,3 | – 3,5 | 6,4 | 483,3 |
| <i>Andere staatl. Stellen</i> | 158,1 | 192,0 | 45,5 | 23,9 | 65,5 | 57,2 | 52,9 | 811,5 |
| Nachrichtlich: CP Inland ⁴ | 341,2 | 254,3 | 29,8 | 72,1 | 40,2 | 112,2 | – 56,5 | 1 983,0 |
| <i>darunter: USA</i> | 232,8 | 208,3 | 75,3 | 54,9 | 35,6 | 42,5 | – 63,1 | 1 539,0 |

¹ Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. ³ Ohne internationale Organisationen. ⁴ Vorläufige Daten für 1. Quartal 2001.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.1

\$ 165 Mrd. im vierten Quartal 2000 auf den Rekordbetrag von \$ 204 Mrd. im ersten Quartal 2001. Gleichzeitig stieg auch der Bruttoabsatz um 60 % auf \$ 422 Mrd. (Tabelle 3.2).

Die Zunahme des Absatzes langfristiger Schuldtitel war ausschliesslich auf die Aktivitäten niedrig und mittel eingestufter Schuldner zurückzuführen. Bei den Emissionen mit Rating stieg der Bruttoabsatz in den Bonitätsklassen ausserhalb der Triple-A-Kategorie von \$ 64 Mrd. im letzten Quartal 2000 auf \$ 126 Mrd. im ersten Quartal 2001 (Grafik 3.1, rechtes Feld), wodurch der zuvor von Quartal zu Quartal verzeichnete Rückgang mehr als aufgeholt wurde. Ein grosser Teil des Gesamtanstiegs der Emissionen ausserhalb der Triple-A-Kategorie entfiel auf Aktivitäten der Telekommunikationsbranche, deren

... infolge Rückkehr von Schuldern mit niedrigem und mittlerem Rating an den Markt ...

Bruttoabsatz im selben Zeitraum von \$ 19 Mrd. auf \$ 49 Mrd. hochschnellte. In dieser Summe ist auch die grösste je ausgegebene Unternehmensanleihe enthalten: eine in sechs Tranchen ausgegebene Emission der France Telecom in Höhe von \$ 16 Mrd. Einigen Unternehmen, deren Zugang zum Commercial-Paper-Markt erschwert war (s. unten), konnten am Markt für langfristige Schuldtitel Mittel aufnehmen. DaimlerChrysler beispielsweise, ein Schuldner der Kategorie Single-A, legte im ersten Quartal eine längerfristige Anleihe von \$ 7,5 Mrd. auf. Eine Belebung der Emissionstätigkeit war auch bei den als spekulativ geltenden Kategorien zu verzeichnen, bei denen im ersten Quartal 2001 die Ankündigungen gegenüber dem Vorquartal (\$ 3 Mrd.) auf \$ 7 Mrd. stiegen. Dagegen ging der Bruttoabsatz in der Triple-A-Kategorie von \$ 100 Mrd. auf \$ 94 Mrd. zurück, und dies trotz eines massiven Anstiegs des Bruttoabsatzes der öffentlichen Hand auf \$ 128 Mrd., eine Zunahme von 70 %, die grössten Teils auf den Rekordabsatz der staatlich geförderten US-Körperschaften in Höhe von \$ 98,5 Mrd. zurückzuführen ist.

| Bruttoabsatz an den Märkten für internationale Anleihen und Notes | | | | | | | |
|---|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Mrd. US-Dollar | | | | | | | |
| | 1999 | 2000 | 2000 | | | | 2001 |
| | Jahr | Jahr | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. |
| Angekündigte Emissionen insgesamt | 1 766,8 | 1 933,5 | 508,3 | 484,6 | 502,4 | 438,3 | 578,2 |
| Zinsvariable Emissionen | 483,8 | 624,3 | 138,0 | 157,0 | 168,3 | 161,0 | 142,6 |
| Festverzinsliche Emissionen | 1 230,9 | 1 252,7 | 356,0 | 315,7 | 317,6 | 263,5 | 421,7 |
| Eigenkapitalbezogene Emissionen ¹ | 52,1 | 56,5 | 14,3 | 11,9 | 16,5 | 13,8 | 13,8 |
| US-Dollar | 775,4 | 859,3 | 216,9 | 206,6 | 240,8 | 194,9 | 264,8 |
| Euro | 677,9 | 647,8 | 186,8 | 153,1 | 150,7 | 157,2 | 221,2 |
| Yen | 118,9 | 204,6 | 49,2 | 76,1 | 51,2 | 28,1 | 34,8 |
| Sonstige Währungen | 194,6 | 221,8 | 55,3 | 48,7 | 59,8 | 58,1 | 57,4 |
| Privater Sektor | 1 374,3 | 1 499,9 | 374,4 | 397,5 | 380,3 | 347,8 | 429,2 |
| <i>Finanzinstitute²</i> | 897,7 | 1 021,4 | 276,0 | 251,5 | 249,8 | 244,1 | 278,1 |
| <i>Unternehmen</i> | 476,6 | 478,5 | 98,3 | 146,0 | 130,5 | 103,7 | 151,2 |
| <i>davon: Telekommunikation</i> | 84,3 | 115,7 | 24,7 | 46,7 | 25,0 | 19,3 | 48,7 |
| Öffentlicher Sektor | 314,7 | 363,0 | 113,4 | 66,7 | 107,7 | 75,2 | 127,6 |
| <i>Zentralstaatliche Stellen</i> | 94,2 | 93,0 | 46,0 | 18,7 | 23,7 | 4,7 | 29,1 |
| <i>Andere staatliche Stellen</i> | 220,5 | 269,9 | 67,5 | 48,0 | 84,0 | 70,5 | 98,5 |
| Internationale Organisationen | 77,8 | 70,7 | 20,5 | 20,4 | 14,5 | 15,3 | 21,3 |
| Bruttoabsatz | 1 771,2 | 1 935,3 | 474,9 | 485,2 | 501,0 | 474,2 | 552,9 |
| Tilgungen | 607,3 | 787,2 | 189,5 | 189,8 | 211,1 | 196,7 | 269,1 |

¹ Wandel- und Optionsanleihen. ² Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute.

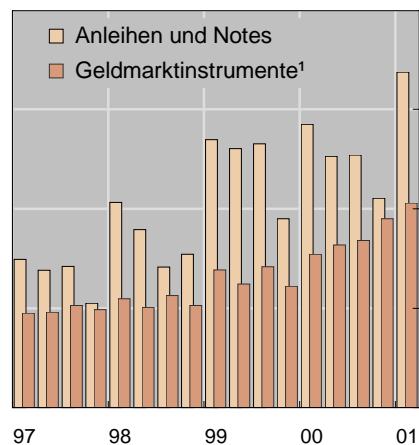
Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.2

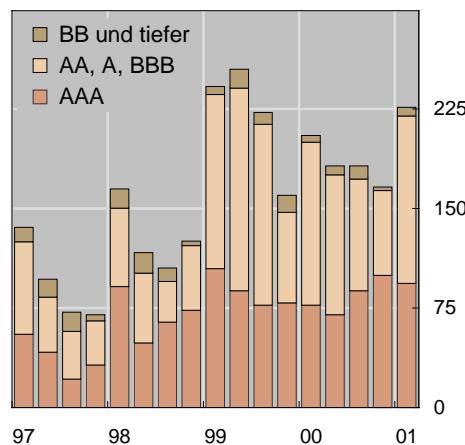
Angekündigte Emissionen nach Laufzeit und Rating

Internationale Emissionen; Mrd. US-Dollar

Festverzinsliche Emissionen



Anleihen mit Rating²



¹ Ohne im selben Quartal glattgestellte Instrumente. ² Einschl. Anleihen mit EMTN-Dokumentation.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Grafik 3.1

... und wegen des rückläufigen Nettoabsatzes von Geldmarktinstrumenten

Gleichzeitig sank bei den Geldmarktinstrumenten der Nettoabsatz an den internationalen Schuldtitelmärkten vom aussergewöhnlichen Betrag von \$ 46 Mrd. auf \$ 15 Mrd., wobei der Absatz von Commercial Paper, dem bedeutendsten Segment der Geldmarktinstrumente, einen Rückgang von \$ 27 Mrd. auf \$ 16 Mrd. erlebte. Diese Entwicklungen waren von einem noch bedeutenderen Rückgang des Nettoabsatzes an den inländischen CP-Märkten begleitet. Nach mehreren Jahren schnellen Wachstums nahm der inländische Nettoabsatz in den drei grössten Märkten (USA, Japan und Kanada) im ersten Quartal 2001 abrupt einen negativen Verlauf. Zum rückläufigen CP-Absatz trugen verschiedene Faktoren bei, u.a. die Herabsetzung einzelner Kreditratings und die schwindende Bereitschaft der Banken, neue Emissionen zu übernehmen. Geldmarktfonds sind die Hauptabnehmer für CP, doch der Anteil solcher Papiere mit niedrigen Bonitätseinstufungen, den sie halten dürfen, unterliegt Beschränkungen der Securities Exchange Commission (SEC). Durch Bonitätsrückstufungen unter einen bestimmten Schwellenwert geht die Nachfrage nach dem Commercial Paper eines bestimmten Emittenten unter Umständen massiv zurück. Bonitätsrückstufungen dieser Art haben Meldungen zufolge manchen Unternehmen den Zugang zum CP-Markt erschwert. Die Kurzfristeinstufung von DaimlerChrysler beispielsweise fiel Ende Februar auf A2/P2. Gleichzeitig zogen die Gläubigerbanken Kreditverlängerungen zurück (s. den Kasten über Konsortialkredite auf S. 24f.), und gewährten keine Backup-Fazilitäten mehr.

Im ersten Quartal 2001 war auch ein Rückgang beim Nettoabsatz der Finanzinstitute zu verzeichnen. Ein denkbarer Grund dafür war das im Vergleich zum ersten Quartal 2001 grosse Absatzvolumen vonforderungsunter-

legten Wertpapieren im vierten Quartal 2000. ABN AMRO beispielsweise führte im letzten Quartal 2000 eineforderungsunterlegte Wertpapieremission in Höhe von € 7,8 Mrd. durch.

Rückkehr der Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften

Die allgemein günstigeren Bedingungen an den Märkten für festverzinsliche Instrumente übertrugen sich auch auf die Nachfrage nach Emissionen der aufstrebenden Volkswirtschaften, obwohl die Marktteilnehmer klar nach Kreditrisiken differenzierten. Wie im „Überblick“ (Kapitel 1) bereits angesprochen, sanken die Sekundärmarktspannen bei den Emissionen erstklassiger Schuldner wie Mexiko, Korea und China im ersten Quartal 2001, während sie bei den niedriger eingestuften Emissionen der Türkei, Brasiliens und Argentiniens stiegen. Dabei erholte sich der Gesamtnettoabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften am internationalen Schuldertitelmarkt während des ersten Quartals 2001 und stieg auf \$ 6 Mrd., gegenüber dem gedrückten Geschäft im Vorquartal mit einem Rückgang um \$ 1 Mrd. Der Nettoabsatz stieg, obwohl gleichzeitig auch die Tilgungen von \$ 15,1 Mrd. im vierten Quartal 2000 auf \$ 17 Mrd. im ersten Quartal 2001, den höchsten Betrag seit zwei Jahren, zunahmen.

Erholung des Nettoabsatzes vom gedrücktem Niveau des 4. Quartals 2000

Die Erholung des Nettoabsatzes verteilte sich nicht gleichmäßig auf alle Regionen. Der Nettoabsatz in Lateinamerika erhöhte sich von -\$ 2,5 Mrd. im Vorquartal auf \$ 6,3 Mrd. im ersten Quartal 2001; auch in den europäischen Ländern, die nicht zu den Industrieländern zählen, stieg der Nettoabsatz von \$ 1,1 Mrd. auf \$ 2,3 Mrd. In der letztgenannten Zahl enthalten sind neue Ankündigungen der Türkei in Höhe von € 750 Mio. Dagegen sank der Nettoabsatz in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens von \$ 0,3 Mrd. auf -\$ 3,4 Mrd. infolge eines kräftigen Rückgangs des Bruttotabsatzes von \$ 4,9 Mrd. auf \$ 1,9 Mrd. Dieser war teilweise auf rückläufige Neuankündigungen in der Telekommunikationsbranche zurückzuführen, die im vierten Quartal 2000 namentlich für China und Malaysia besonders hoch waren.

Wie bereits im letzten *BIZ-Quartalsbericht* erwähnt, besteht für Länder, die mit hohen Zinsspannen konfrontiert sind, eine Möglichkeit zur Senkung ihrer Finanzierungskosten darin, die Mittel in einer Währung mit niedrigen Zinsen aufzunehmen, zum Beispiel dem Yen. Im ersten Quartal 2001 wurden am Samurai-Markt laufend Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften aufgelegt. Brasilien begab in diesem Zeitraum Yen-Wertpapiere im Wert von \$ 669 Mio.; Tunesien und Uruguay legten Yen-Papiere im Wert von \$ 294 Mio. bzw. \$ 260 Mio. auf.

Wachsende Bedeutung von Euro-Emissionen

Im ersten Quartal 2001 wurde im internationalen Markt für Schuldertitel vermehrt der Euro als Emissionswährung eingesetzt. Der Nettoabsatz von Euro-Papieren kletterte in dieser Zeit von \$ 128 Mrd. auf \$ 141 Mrd. (Tabelle 3.3).

| Nettoabsatz internationaler Schuldtitle nach Währung und Region ¹ | | | | | | | |
|--|--------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Mrd. US-Dollar | | | | | | | |
| | | 1999 | 2000 | 2000 | | | 2001 |
| | | Jahr | Jahr | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. |
| Europa | US-Dollar | 58,2 | 174,5 | 37,9 | 39,3 | 42,9 | 54,4 |
| | Euro | 503,0 | 406,7 | 113,3 | 106,8 | 74,2 | 112,5 |
| | Yen | 6,4 | 39,0 | 4,0 | 31,0 | 7,5 | – 3,5 |
| | Sonstige Währungen | 75,2 | 87,3 | 20,8 | 16,0 | 24,5 | 25,9 |
| Nordamerika | US-Dollar | 434,5 | 380,7 | 73,1 | 91,1 | 116,4 | 100,1 |
| | Euro | 46,3 | 45,3 | 7,9 | 8,7 | 16,0 | 12,7 |
| | Yen | – 1,3 | 16,7 | 5,4 | 4,9 | 3,4 | 3,0 |
| | Sonstige Währungen | 16,5 | 15,4 | 2,5 | 1,0 | 3,5 | 8,4 |
| Sonstige | US-Dollar | 53,3 | 63,7 | 23,7 | 17,5 | 14,2 | 8,3 |
| | Euro | 38,1 | 14,0 | 5,5 | 4,6 | 1,6 | 2,3 |
| | Yen | – 12,2 | – 22,4 | – 10,3 | – 3,8 | – 2,9 | – 5,4 |
| | Sonstige Währungen | 12,3 | 13,7 | 2,9 | 2,7 | 3,4 | 4,6 |
| Insgesamt | US-Dollar | 546,0 | 618,9 | 134,7 | 147,9 | 173,5 | 162,7 |
| | Euro | 587,4 | 466,1 | 126,6 | 120,1 | 91,8 | 127,5 |
| | Yen | – 7,0 | 33,3 | – 0,9 | 32,1 | 8,0 | – 5,9 |
| | Sonstige Währungen | 104,0 | 116,4 | 26,3 | 19,8 | 31,4 | 39,0 |

¹ Gestützt auf Nationalität des Schuldners.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ.

Tabelle 3.3

Euro-Emissionen in allen Weltregionen

Zunahmen von Euro-Emissionen waren in allen Regionen zu verzeichnen. Mit \$ 19 Mrd., einem Rekordbetrag, war der Nettoabsatz auf Euro lautender Wertpapiere in Nordamerika besonders hoch. Gleichzeitig nahm der Nettoabsatz in US-Dollar ab, und der Yen-Nettoabsatz gab von –\$ 6 Mrd. auf –\$ 11 Mrd. nach, ein ungewöhnlich starker Rückgang. Sowohl Dollar- als auch Yen-Emissionen waren in Europa besonders schwach.

Längerfristig betrachtet war der Aufschwung bei den Emissionen im ersten Quartal eine Fortsetzung der Erholung, die bereits im vierten Quartal 2000 begonnen hatte. Dort schon hatte sich die rückläufige Tendenz der ersten drei Quartale 2000 umgedreht, die nach einem aussergewöhnlich positiven Jahr 1999 eingetreten war. Wie schon 1999 und im Gegensatz zum Vorquartal setzte die Erholung zu einem Zeitpunkt ein, als der Euro gegenüber dem Dollar an Wert verlor. Dies weicht von dem seit langem beobachteten Verhaltensmuster ab, wonach bei Emissionen stets die stärkere Währung bevorzugt wurde.