

»» Lokale Anleihemärkte als Bestandteil eines entwickelten Finanzsystems

Nr. 231, 1. November 2018

Autoren: Dr. Carmen Colla, Telefon 069 7431-4740, carmen.colla@kfw.de
Dr. Katrin Ullrich, Telefon 069 7431-9791, katrin.ullrich@kfw.de

Ein funktionierendes Finanzsystem ist für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes unabdingbar. Dazu gehört auch ein lokaler Anleihemarkt, über den sich Staat und Unternehmen in lokaler Währung finanzieren können. In vielen Ländern ist der lokale Anleihemarkt ausbaufähig. Staat und private Unternehmen würden davon profitieren, sich stärker langfristig und in heimischer Währung verschulden zu können. Der Stabilität des Finanzsystems ist dabei hinreichend Aufmerksamkeit zu schenken, damit es nicht selbst zum Ausgangspunkt und Verstärkungsmechanismus für Krisen wird.

Die Entwicklung eines lokalen Anleihemarktes unterscheidet sich von Volkswirtschaft zu Volkswirtschaft und Maßnahmen zur Verbesserung der Rahmenbedingungen und der Regulierung müssen dem Entwicklungsstand und den Bedarfen des jeweiligen Landes entsprechen. Auch Fördermaßnahmen, von der Unterstützung des Kapazitätsausbaus des Systems bis hin zur Begleitung einzelner Transaktionen, müssen auf das einzelne Finanzsystem zugeschnitten sein und der Stabilität des Finanzsystems Rechnung tragen.

Ein funktionierendes Finanzsystem ist für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes wichtig: Entwickelt sich das Finanzsystem, kann die Wirtschaft schneller wachsen und ist widerstandsfähiger gegenüber Schocks. Denn das eigene Finanzsystem kann die Volatilität internationaler Kapitalflüsse ausgleichen und Finanzierungsbeschränkungen für Haushalte und Unternehmen reduzieren. Zu einem voll entwickelten Finanzsystem gehören auf der einen Seite Finanzinstitutionen wie Banken und Versicherungen und auf der anderen Seite die Finanzmärkte einschließlich eines lokalen Kapitalmarkts. Letzterer eröffnet insbesondere langfristige Finanzierungsmöglichkeiten für den Staat und Unternehmen und bietet zugleich Anlagemöglichkeiten für institutionelle und private Investoren.

Passgenaue Entwicklung funktionierender Finanzsysteme in Entwicklungs- und Schwellenländern wichtig

Für die meisten Schwellen- und Entwicklungsländer wird erwartet, dass der Ausbau ihres Finanzsystems – größere und liquidere Märkte, besserer Zugang zu Finanzdienstleistungen, effizientere Finanzinstitutionen und Kapitalmärkte – positive Impulse liefert.¹ Die zusätzliche Mobilisierung von Kapital über lokale Finanzmärkte würde wichtige finanzielle Mittel bereitstellen, um Investitionen zu finanzieren, die für die Nachhaltigen Entwicklungsziele (SDGs) Voraussetzung

sind. Darüber hinaus sind durch den Ausbau lokaler Finanzsysteme zu erwarten:

- eine verbesserte Finanzstabilität durch geringere Währungsinkongruenzen und längere Laufzeiten der Finanzierung (u.a. über Anleihen), denn dadurch wird die Schulden-tragfähigkeit verbessert
- eine verbesserte ökonomische Effizienz durch qualifizierte Allokationsentscheidungen von Ressourcen bei der Kreditvergabe und eine marktbasiertere Bepreisung, die zudem als Referenz für die Kapitalkosten und langfristige Bankkredite dient
- eine Entlastung des Bankensystems bei Kredit- und Fälligkeitsrisiken, Diversifizierung der Kapitalzuflüsse und dadurch Abfederung von internationalen Finanzmarkt-turbulenzen.

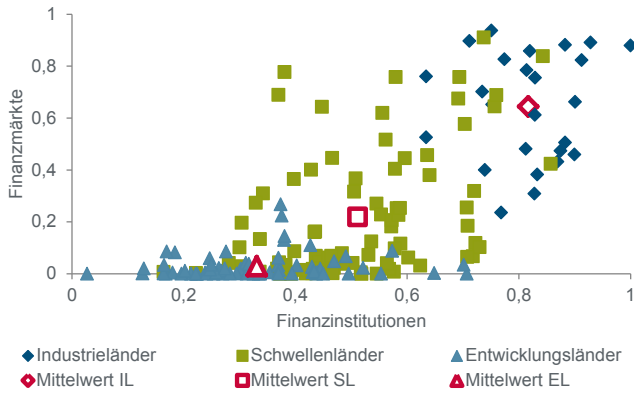
Eine zu schnelle Entwicklung kann Finanzinstitutionen, Regulierung und Aufsicht jedoch auch überfordern. Wie die Finanzkrise 2008 insbesondere für die Industrieländer gezeigt hat, können Finanzmärkte auch Risiken für die Finanz- und makroökonomische Stabilität generieren. Wichtig ist, dass Maßnahmen zur Entwicklung von Finanzsystemen – und darunter auch Anleihemärkten – den Entwicklungsstand des lokalen Marktes berücksichtigen und der Wille zur Entwicklung und die Akzeptanz solcher Vorhaben – einschließlich der Unterstützung von Maßnahmen der Entwicklungsfinanzierer – bei der lokalen Regierung verankert sind.

Die Finanzsysteme von Industrie-, Schwellen- und Entwicklungsländern unterscheiden sich in ihrem durchschnittlichen Entwicklungsstand recht deutlich (siehe Grafik 1).² Der Abstand zwischen Industrie- und Schwellenländern ist dabei für Finanzmärkte ausgeprägter als für Finanzinstitutionen. In Niedrigeinkommensländern sind die Finanzmärkte besonders schwach entwickelt. Ihre Finanzinstitutionen sind hingegen vergleichsweise effizient, wenn auch weniger tief³ als die der Industrieländer. Die Finanzsysteme der Industrieländer erhielten zwischen Mitte der 1990er-Jahre und den frühen 2000er-Jahren einen Entwicklungsschub, bedingt durch den Ausbau grenzübergreifenden Bankgeschäfts in Europa sowie der Entwicklung von Investment- und Internetbanking. Der Ausbau der Finanzsysteme in Schwellenländern hingegen ging nur moderat vonstatten, während die Finanzsysteme der Niedrigeinkommensländer stagnierten. Nach der globalen Finanzkrise 2008 wurden in den Industrieländern Verbindlich-

keiten abgebaut (deleveraging), was die Tiefe des Finanzsystems verringerte, sodass sich der Abstand zu den Schwellenländern etwas reduzierte.

Grafik 1: Entwicklungsstand von Finanzsystemen

Index, 0 – Minimum, 1 – Maximum



Anmerkung: In die Indexbildung gehen sowohl für Finanzinstitutionen (Banken, Versicherungen, Investmentfonds, Pensionsfonds und andere Nichtbankinstitute) als auch für Finanzmärkte (Aktien- und Anleihemärkte) jeweils Maße für Tiefe, Zugang und Effizienz ein. Abgedeckt werden 176 Länder im Zeitraum von 1980 bis 2013, verwendet werden die Werte für 2013.

Quelle: Sahay et al. (2015), Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets, p. 16.

Finanzierung in heimischer Währung über lokale Kapitalmärkte ausbauen

In den Schwellenländern ist der Anteil heimischer Währung an der Verschuldung von Staaten und Unternehmen bereits seit Mitte der 1990er-Jahre parallel zur finanziellen Entwicklung angestiegen. Insbesondere der Unternehmenssektor von Schwellenländern hat seine Verschuldung in heimischer Währung in den letzten Jahren ausbauen können.⁴ Allerdings erfolgt die zunehmende Mittelaufnahme in Lokalwährung nicht in allen Ländern gleichmäßig. Vielmehr sind es insbesondere die großen Länder, die Fortschritte erzielen konnten.⁵

Grafik 2: Anleihemarkt von Schwellenländern

(in Bio. USD)



Quellen: IMF (2016), Development of Local Currency Bond Markets, Staff Note, IMF (2018), Recent Developments on Local Currency Bond Markets in Emerging Economies, Staff Note for the G20 IFAWG.

Dass die Notwendigkeit zur Entwicklung lokaler Anleihemärkte besteht, beruht auf der Beobachtung, dass die Verschuldungsmöglichkeiten v. a. von Entwicklungsländern in eigener

Währung immer noch begrenzt sind. Die dadurch notwendige Mittelaufnahme in fremder Währung bürdet diesen Schuldnern Wechselkursrisiken auf und erhöht das Risiko für Währungs- und Schuldenkrisen. Um die Wahrscheinlichkeit für Krisen, die sich aus einer Fremdwährungsverschuldung ergeben, zu reduzieren, muss an den Ursachen angesetzt werden:

- Schlechte institutionelle Rahmenbedingungen wie auch eine Historie von Zahlungsausfällen und hoher Inflation führen dazu, dass Entwicklungsländer schon bei geringerer Auslandsverschuldung als Industrieländer unter Druck geraten können.⁶ Hier sind die Länder selbst gefordert, ihre Schuldentoleranz durch Reformen und eine geeignete Wirtschaftspolitik zu verbessern. Dies schafft gleichzeitig positive Rahmenbedingungen für die Entwicklung heimischer Kapitalmärkte.
- Wenn hohe Transaktionskosten verhindern, dass internationale Investoren ihre Finanzinvestitionen – über wenige Währungen großer Länder und Finanzzentren hinaus – diversifizieren, können sich Entwicklungsländer nur in diesen, für sie fremden Währungen am internationalen Kapitalmarkt verschulden (original sin). Dieser Effekt verstärkt sich ggf. dadurch, dass für Staaten und Unternehmen in Entwicklungsländern auch im heimischen Kapitalmarkt langfristige Verschuldungsmöglichkeiten in heimischer Währung begrenzt sind oder nicht existieren.⁷ Die gezielte Entwicklung lokaler Kapitalmärkte kann hier Transaktionskosten senken und langfristige Verschuldungsmöglichkeiten auch in heimischer Währung schaffen.

Potenzielle Risiken lokaler Anleihemärkte

Mit der Entwicklung lokaler Kapitalmärkte nimmt die Finanzierung von Entwicklungsländern in heimischer Währung zu. Da lokale Anleihen in der Regel in lokaler Währung begeben werden, entfällt das Wechselkursrisiko für den Schuldner. Dies ist aus Sicht von Staaten genauso wichtig wie für Unternehmen und Banken oder das einzelne Infrastrukturprojekt. Allerdings ist die Laufzeit heimischer Anleihen in der Regel kürzer als die von Anleihen in ausländischen Märkten, was das Zins- und Refinanzierungsrisiko erhöht. Das Committee on the Global Financial System schätzt dieses jedoch als weniger schwerwiegend ein als das Risiko aus ausgeprägten Währungsinkongruenzen.⁸ Außerdem verbessert sich die Situation hinsichtlich der Laufzeiten, der größte Anstieg in der durchschnittlichen Laufzeit von 2,4 im Jahr 2010 auf 4,2 Jahren im Jahr 2016 war bei Staatsanleihen von Ländern der unteren mittleren Einkommensstufe zu verzeichnen.⁹

Empirische Untersuchungen kommen zu dem Schluss, dass ein höherer Anteil ausländischer Investoren mit geringeren Anleiherenditen in den Schwellenländermärkten einhergeht. Statt des Wechselkursrisikos müssen die Staaten allerdings das Risiko in Kauf nehmen, dass ausländische private Investoren bei einem Stimmungsumschwung die Titel verkaufen und damit für einen sprunghaften Anstieg der Volatilität an den Anleihemärkten sorgen können. Untersuchungen deuten

jedoch darauf hin, dass eine stärkere Präsenz ausländischer Investoren nicht notwendigerweise die Volatilität in den lokalen Anleihemärkten erhöht.¹⁰ Denn ausländische Investoren halten lokale Anleihen i. d. R. als Teil ihres diversifizierten Portfolios, was eine höhere Risikotoleranz impliziert und das oben genannte Risiko abmildert.¹¹

Eine breite Investorenbasis einschließlich ausländischer Investoren ist wichtig, denn sie trägt u. a. zu höherer Liquidität und einem verbesserten Preisfindungsprozess bei. Trotzdem bleibt eine steigende globale Risikoaversion ein Anlass, das Verhalten ausländischer Investoren in lokalen Märkten genau zu beobachten. Vor allem Volkswirtschaften mit makroökonomischen Ungleichgewichten und großen Budgetdefiziten können sich durch Kapitalabflüsse und anziehende internationale Finanzierungsbedingungen Refinanzierungsrisiken ausgesetzt sehen. Im Jahr 2017 wurden bereits durchschnittlich rd. 1/5 der Staatsanleihen der Schwellenländer, die in heimischer Währung notieren, durch ausländische Investoren gehalten.¹²

Ansätze zur Förderung lokaler Anleihemärkte

Die Anforderungen an die Entwicklung lokaler Anleihemärkte sind hoch. Sie verlangen eine konsistente und glaubwürdige politische Unterstützung des Prozesses, stabile makroökonomische Rahmenbedingungen, insbesondere eine stabilitätsorientierte Geldpolitik sowie Finanzstabilität und einen gesunden Bankensektor mit entsprechend entwickelter Regulierung und Aufsicht des Finanzsystems. Investoren verlangen liquide Märkte, Investorenschutz, Regeln für Insolvenzverfahren und eine entwickelte Marktinfrastruktur. Für Entwicklungsfinanzierer steht klassischerweise der Zugang zu Finanzdienstleistungen beispielsweise über bankdurchgeleitete Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen im Zentrum ihrer Förderung. Die Förderung des Aufbaus lokaler Kapitalmärkte gewinnt jedoch an Bedeutung, nicht zuletzt seit die G20 im Jahr 2011 eine Initiative gestartet hat, die die Entwicklung von Anleihemärkten in heimischer Währung in Schwellenländern unterstützt. Aber auch bei internationalen Organisationen und multi- und bilateralen Entwicklungsfinanzierern wird dieses Thema stärker verfolgt, u. a. als entwicklungspolitisches Rahmenkonzept, durch technische Unterstützung oder durch die Ausgabe von Schuldtiteln in Landeswährung durch internationale Finanzinstitute (IFIs).

Für die finanzielle Zusammenarbeit relevante – investive – Ansätze zur Unterstützung der Entwicklung lokaler Anleihemärkte lassen sich grundlegend in zwei Kategorien einordnen: (1) Finanzierung für den Aufbau von Rahmenbedingungen und Kapitalmarktinfrastruktur (beispielsweise dem Aufbau eines Ratingsystems) und (2) die direkte Unterstützung von Kapitalmarkttransaktionen (siehe Grafik 3). Letztere Fördermöglichkeiten lassen sich weiter unterteilen in:

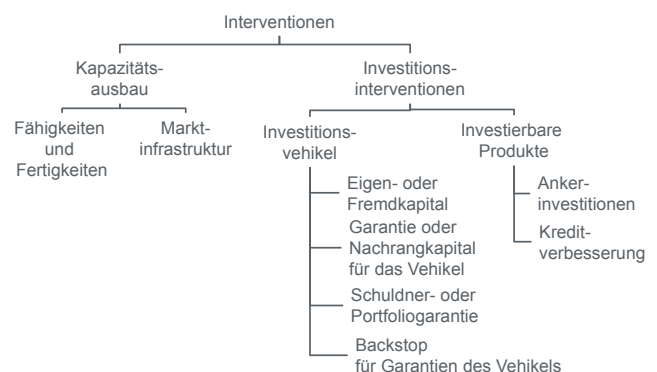
- Ankerinvestitionen oder Kreditverbesserungen (credit enhancements) zur Unterstützung von Wertpapieremissionen. Interessant ist dies insbesondere auch bei der Emission von Spezialanleihen, wie z. B. Green Bonds. Zu den Kreditverbesserungen zählen sowohl Garantien als auch Wertpapiere

mit Nachrangcharakter.

- den Aufbau und die Finanzierung von Investment Vehikeln. Diese setzen als Intermediäre für die Marktentwicklung langfristig(er) an verschiedenen Defiziten im Kapitalmarkt an, z. B. durch: (i) (Anker-)Investitionen in Lokalwährungsemissionen, (ii) Emission von pooled bonds verschiedener kleinerer Emittenten oder (iii) Bereitstellung von Liquiditätsfazilitäten zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen im Markt.

Die Art der Förderung und der Entwicklungsstand des lokalen Anleihemarktes bestimmen zusammen, ob eher spezifische oder systemische Wirkungen erreicht werden. In der Regel werden sowohl Maßnahmen zum Kapazitätsausbau als auch Investitionsinterventionen (investible interventions) in weniger entwickelten Märkten stärkere systemische Effekte generieren. In solchen Märkten kann z. B. die Unterstützung der ersten Bankanleihe schon einen substantziellen Effekt erzeugen. Gegebenenfalls ist der Markt aber auch so wenig entwickelt, dass Investitionsinterventionen nur in Kombination mit Maßnahmen zum Kapazitätsaufbau sinnvoll sind. Oder der Markt ist schon so weit entwickelt, dass Maßnahmen dieser Art nur dann nennenswerte Effekte zeigen, wenn innovative, für kommerzielle Investoren noch wenig bekannte Produkte in den Markt eingeführt werden sollen. Eine Ankerinvestition in eine einzelne Anleihe oder eine entsprechende Kreditverbesserung (Bereitstellung von Garantien oder Nachranginstrumenten) wird in diesem Fall eher weniger systemische Effekte generieren, sondern den direkten Teilnehmern an der Transaktion den größten Nutzen bringen.

Grafik 3: Ansatzpunkte für die Förderung lokaler Anleihemärkte durch Entwicklungsbanken



Quelle: Eigene Darstellung.

Ausblick

Das globale Finanzsicherheitsnetz ist in seiner aktuellen Ausgestaltung vor allem darauf ausgelegt, die Wirkungen globaler Finanzkrisen abzumildern. Allerdings ist es ausbaubedürftig, denn v. a. systemisch relevante Schwellenländer sind zu wenig abgesichert.¹³ Anstatt Krisen abzumildern, wäre es noch besser diesen vorzubeugen. Hier können lokale Anleihemärkte helfen. Denn sie ermöglichen eine Finanzierung von Staat und Unternehmen in heimischer Währung und können so das Wechselkursrisiko reduzieren und die Finanzstabilität erhöhen. Anleihemärkte können jedoch auch Risiken bergen, wenn sie zu groß werden oder zu schnell

wachsen, sodass Aufsicht und Rahmenbedingungen nicht mit der Entwicklung Schritt halten.

Neben dem Stabilisierungsaspekt sind lokale Anleihemärkte integraler Bestandteil eines entwickelten Finanzsystems, das in der Lage ist, das Wachstum einer Volkswirtschaft zu unterstützen. Voraussetzung ist dabei ein hinreichend großer Finanzierungsbedarf bei Staat und Unternehmen und ein langer Atem bei der Marktentwicklung. Daher wird nicht jedes Land willens und in der Lage sein, seinen eigenen lokalen Anleihemarkt auf- und auszubauen.

Der Entwicklungsstand lokaler Anleihemärkte in Entwicklungs- und Schwellenländern ist sehr unterschiedlich, vor allem die größeren Länder und Länder in Asien sind in der Lage, Mittel in lokalen Finanzmärkten in heimischer Währung aufzunehmen. Bei einer Förderung von lokalen Anleihemärkten durch Entwicklungsfinanzierer sind die Maßnahmen auf diesen Entwicklungsstand abzustimmen. Je nach Rahmenbedingungen und Markt können unterschiedliche Instrumente von der Unterstützung einzelner Transaktionen bis zum Kapazitätsausbau und der Verbesserung von Rahmenbedingungen wie der Finanzmarktregulierung zum Einsatz kommen. ■

Wenn Sie keine Publikation von KfW Research verpassen wollen, abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter.

Zur Anmeldung

¹ Sahay et al. (2015), Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets.

² Sahay et al. (2015), Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets.

³ Die Tiefe der Finanzinstitutionen wird bestimmt über die Privatsektorsverschuldung, die Assets der Pensionsfonds, die Assets der Anlagefonds und die Versicherungsprämien von Lebens- und anderen Versicherungen, jeweils im Verhältnis zum BIP. Siehe Sahay et al. (2015), Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets, S. 34.

⁴ Nach der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 haben Unternehmen in Schwellenländern auch verstärkt Mittel am internationalen Kapitalmarkt in USD aufgenommen, sodass sie unter entsprechender Beobachtung hinsichtlich der Risiken für die Finanzstabilität stehen (siehe **Verschuldung des Unternehmenssektors in Schwellenländern unter Beobachtung**, Volkswirtschaft Kompakt Nr. 117, KfW Research).

⁵ IMF (2016), Too slow for too long, World Economic Outlook.

⁶ Reinhart, C., Rogoff, K. und M. Savastano (2003), Debt Intolerance, Brookings Papers on Economic Activity 1, pp.1–74.

⁷ Eichengreen, B., Hausmann, R. und U. Panizza (2003), The Pain of Original Sin, in Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann (eds.), Debt Denomination and Financial Instability in Emerging-Market Economies, Chicago: University of Chicago Press. Eichengreen, B.; Hausmann, R. und U. Panizza (2007). "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters". Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences. University of Chicago Press. pp. 121–170.

⁸ Committee on the Global Financial System (2007), Financial stability and local currency bond markets, CGFS Papers No. 28.

⁹ IMF (2018), Recent Developments on Local Currency Bond Markets in Emerging Economies, Staff Note for the G20 IFAWG.

¹⁰ U. a. Hyung-sok M. L. (2014), Effects of Foreign Investor Participation on Emerging Market Sovereign Bond Yields and Volatility, MMSS Senior Thesis; Peiris, S.J. (2013), Foreign participation in local currency bond markets of emerging economies, Journal of International Commerce, Economics and Policy 4 (3); Ebeke, C. H. and Y. Lu (2014), Emerging Market Local Currency Bond Yields and Foreign Holdings in the Post-Lehman Period - a Fortune or Misfortune?, IMF Working Paper No. 14/29.

¹¹ Committee on the Global Financial System (2007), Financial stability and local currency bond markets, CGFS Papers No. 28.

¹² IMF (2018), Recent Developments on Local Currency Bond Markets in Emerging Economies, Staff Note for the G20 IFAWG.

¹³ Hackemann, L. und K. Ullrich (2016), **Dezentrales globales monetäres System verlangt effizientes Sicherheitsnetz**, Fokus No. 147, KfW Research.