

---

## „Korbflechten“: Erfahrungen mit Korbwährungsanleihen am Euromarkt<sup>2</sup>

*Internationale Anleihen in ECU verdankten ihren – begrenzten – Erfolg in den 1980er und 1990er Jahren vorwiegend der eingeschränkten Internationalisierung der D-Mark und spekulativen Anlagen und nicht einfach den Vorteilen der Diversifizierung. Der Absatz von Korbwährungsanleihen könnte auf Kosten der Liquidität des inländischen Anleihemarktes gehen.*

*JEL-Klassifizierung: E42, E58, F02, F31, F33, F36, G15.*

In Asien ist die Entwicklung der inländischen Anleihemärkte ein vorrangiges politisches Ziel geworden. Die asiatische Finanzkrise von 1997/98 legte den Schluss nahe, dass besser entwickelte lokale Anleihemärkte riskante Inkongruenzen zwischen Verbindlichkeiten in Fremdwährungen und Vermögenswerten in Landeswährung hätten begrenzen können. Seit der Krise haben Zentralbanken darüber hinaus ein Netz von Swapvereinbarungen geschaffen, um zu verhindern, dass erneut Spekulanten erst eine und dann die nächste Währung angreifen. Die Entkoppelung der chinesischen Währung vom US-Dollar hat als drittes Element regionaler Zusammenarbeit neben der Entwicklung der Anleihemärkte und der gemeinsamen Verwaltung von Devisenreserven ein konzertiertes Wechselkursmanagement möglich gemacht.

In diesem Kontext wird der Eurobond-Markt als Präzedenzfall für die Entwicklung von Regionalmärkten im Dienst finanz-, währungs- und geldpolitischer Zusammenarbeit gesehen. Insbesondere dass Marktteilnehmer mit einem Korb europäischer Währungen operierten, aus dem schliesslich der Euro hervorging, erscheint vielen als ein Beispiel, dem man auch in Asien folgen sollte. Führende Vertreter dieser Meinung in Asien sind u.a. Chaipravat et al. (2003) und

---

<sup>1</sup> Ehemaliger Leiter Aufsichtspolitik der International Capital Market Association und ehemaliger Generalsekretär der International Primary Market Association.

<sup>2</sup> Die Autoren danken Claudio Borio, Chris Golden, Jacob Gyntelberg, Louis de Montpellier und Charles Wyplosz für ihre Kommentare sowie Stephan Arthur, Sansau Fung, Denis Pêtre und Swapan-Kumar Pradhan für ihre Forschungsassistenz. Eine frühe Fassung dieses Artikels wurde am 30. September 2005 anlässlich des Workshops „Global Imbalances and Asian Financial Markets“ in der University of California (Berkeley) präsentiert. Der Artikel gibt die Ansichten der Autoren wieder, die nicht notwendigerweise mit denen der IPMA, ICMA oder BIZ übereinstimmen.

Ito (2004).<sup>3</sup> Der Letztere verknüpft die Emission von auf mehrere Währungen lautenden Anleihen mit der Möglichkeit eines auf einen gemeinsamen Korb abgestimmten Währungsmanagements, wie es schon Williamson (1999) vorgeschlagen hatte. Jüngerem Datums ist der Hinweis von ASEAN+3 (2005) auf eine mögliche Emission von auf einen asiatischen Währungskorb lautenden Anleihen (s. auch Jung et al., 2002).

Welches waren die Erfahrungen des Euromarktes mit auf mehrere Währungen oder einen Währungskorb lautenden Anleihen? Verwendeten die Marktteilnehmer offiziell definierte Körbe, oder „flochten“ sie ihre eigenen? Dienten die Körbe der Diversifizierung oder anderen Zwecken?

Diese Fragen greift das vorliegende Feature auf. Der nächste Abschnitt untersucht die Geschichte der Korbwährungsanleihen am Euromarkt bis zur Einführung des Euro im Jahr 1999. Die nachfolgenden Abschnitte beleuchten die theoretischen und praktischen Vorteile und Nachteile von Korbwährungsanleihen. Der letzte Abschnitt enthält die Zusammenfassung.

## Korbwährungsanleihen am internationalen Anleihemarkt

Eine Korbwährung ist der gewichtete Durchschnitt mehrerer Währungen. Im einfachsten Fall besteht sie aus nur zwei Währungen, z.B. 50 US-Cent und 60 japanischen Yen pro Einheit. Der Emittent einer so denominierten Anleihe verspricht Zins- und Tilgungszahlungen, deren Betrag am Tag der Zahlung berechnet wird, indem man den jeweiligen Devisenkassakurs der im Korb enthaltenen Währungen gegenüber der Abrechnungswährung zugrunde legt und die Beträge summiert.

In der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts wurden internationale Anleihen in vier Körben denominiert. Drei von ihnen zeigten kein sonderliches Beharrungsvermögen. Der vierte war am erfolgreichsten, kurz bevor er im Jahr 1999 in den Euro umgewandelt wurde. In allen Fällen ausser diesem übernahmen private Marktteilnehmer bestehende offizielle Rechnungseinheiten und mussten mit der Möglichkeit leben, dass der Korb von offizieller Seite verändert oder nicht weiter verwendet werden könnte.<sup>4</sup>

Die Korbwährungen waren generell virtuelle Währungen, d.h. sie waren nicht für Zahlungen verwendbar. Die Anleger kauften die Anleihen mit einer realen Währung und erhielten Zins- und Tilgungszahlungen in einer realen

Vier Währungskörbe für Anleihen am Euromarkt:

---

<sup>3</sup> S. auch Mori et al. (2002), Plummer/Click (2005) und Eichengreen (2006).

<sup>4</sup> Es gab Präzedenzfälle von Anleihen, die auf eine Kombination von Währungen lauteten. Vor dem Ersten Weltkrieg waren internationale Anleihen, die in Europa aufgelegt wurden, nicht selten in mehreren Währungen oder in Goldfranken denominiert. Eine auf mehrere Währungen lautende Anleihe, wie sie u.a. von russischen Eisenbahngesellschaften verwendet wurde, gab den Anlegern das Recht, sich in einer Auswahl von Währungen – meist französischen Franc, Reichsmark oder Pfund Sterling – zum Devisenkassakurs des Ausgabetales auszahlen zu lassen. Solche Kontrakte waren keine echten Körbe, sondern eigentlich (wie auch die weit verbreiteten Goldklauseln) eingebettete Währungsoptionen, die die Anleger gegen Währungsabwertungen absicherten. Nach dem Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse von Bretton Woods gab es eine kurze Blüte von Doppelwährungsanleihen, z.B. in D-Mark/US-Dollar. Diese Titel gaben den Anlegern eigentlich eine normale Anleihe und eine langfristige Währungsoption; somit waren auch sie keine echten Korbwährungsanleihen.

Währung – gewöhnlich US-Dollar. Es hiess, die Benelux-Banken hätten nicht so sehr an der Vermarktung von Korbwährungsanleihen verdient als am jährlichen Umtausch der Kupons in Landeswährung an ihren Luxemburger Schaltern. Nur der letzte Korb, die unten definierte ECU, profitierte in den frühen 1980er Jahren von der Initiative einer belgischen Bank, Clearingstellen einzurichten, sodass auf ECU lautende Schuldendienstzahlungen in ECU abgerechnet werden konnten.

#### *Europäische Rechnungseinheit (ERE)*

– Europäische  
Rechnungseinheit

Die erste Korbwährung, die in Europa nach dem Zweiten Weltkrieg verwendet wurde, war die Europäische Rechnungseinheit (ERE). Sie basierte auf den Währungen der Europäischen Zahlungsunion und sollte den Goldwert einer Anlage sichern. Der erste Eurobond, aufgelegt von einem portugiesischen Emittenten, lautete auf ERE. ERE waren komplexe Instrumente, deren Wert sich nach einer Zusammensetzung aus 17 Währungen und dem Goldpreis richtete (Gallant 1988, S. 77). Der Empfänger einer Zahlung in ERE, zunächst der Emittent und dann der Anleger, konnte die Zahlungswährung wählen (Fisher 1981, S. 140). Von 1963 bis 1982 gab es 96 Emissionen im Gesamtwert von rund \$ 2 Mrd. (Gallant, *ibid.*). Nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods änderte sich ihre Definition: Ab 1972, als das System fester Paritäten gegenüber dem Gold zumindest für die Währungen der EWG-Mitgliedstaaten durch ein System von Leitkursen ersetzt wurde, kam eine neue ERE auf, basierend auf den Leitkursen der neun EWG-Währungen (De Beckker 1984, S. 129). Die ERE war weder bei Anlegern noch bei Emittenten je wirklich beliebt.

#### *EURCO*

– EURCO

Die nächste und kurzlebigste Korbwährung war die Rechnungseinheit European Composite Unit (EURCO) – ein rein abstraktes Konstrukt, das als gewichteter Durchschnitt der neun Währungen der EWG definiert war. Offenbar hatte sie keinen Bezug zu irgendetwas, das irgendjemand tatsächlich verwendete. Die Anleger mussten vorab mitteilen, in welcher Währung Zahlungen erfolgen sollten. Im Zeitraum 1972/73 wurden drei Anleihen im Gesamtwert von \$ 130 Mio. aufgelegt (Fisher 1981, S. 139). Es waren echte Korbwährungsanleihen, doch ihre rein private Definition war kein Erfolg. Wahrscheinlich wurde die EURCO u.a. aus diesem Grund im Jahr 1975 vom SZR abgelöst.

#### *Sonderziehungsrecht (SZR)*

– SZR

Das private SZR war die genaue Entsprechung des Sonderziehungsrechts (SZR) des IWF, und sein Tageswert war jeweils der Preis in Dollar oder anderen Währungen, der täglich vom IWF in Washington berechnet und um 12 Uhr mittags bekannt gegeben wurde. Ursprünglich wurden der Definition des SZR 16 Hauptwährungen zugrunde gelegt, doch 1981 wurde der Korb auf fünf Währungen reduziert – US-Dollar, D-Mark, Yen, französischer Franc und Pfund Sterling –, deren Gewichtung der Grösse und dem Aussenhandel der jeweiligen Volkswirtschaft entsprach. Für den Fall, dass der IWF das SZR nicht

mehr verwenden oder seinen Wert nicht mehr bekannt geben würde, sahen die Vertragsbedingungen von SZR-Anleihen vor, dass eine vom Emittenten beauftragte Berechnungsstelle dies tun würde. Zahlungen wurden im Allgemeinen in Dollar geleistet, doch wurde vielleicht damit gerechnet, dass Zahlungen auch in anderen Währungen erfolgen würden. Die Daten der BIZ über den Absatz internationaler Anleihen zeigen 13 SZR-Emissionen – die ersten beiden von der schwedischen Stadt Malmö und vom Schweizer Unternehmen Sandoz – im Gesamtwert von nur gerade \$ 594 Mio. an. Da nur wenige Länder das SZR bei ihrem Währungsmanagement berücksichtigten und keine Regierung sich politisch an sie band, hatten die privaten SZR-Anleihen lediglich einen Kurzauftritt.<sup>5</sup>

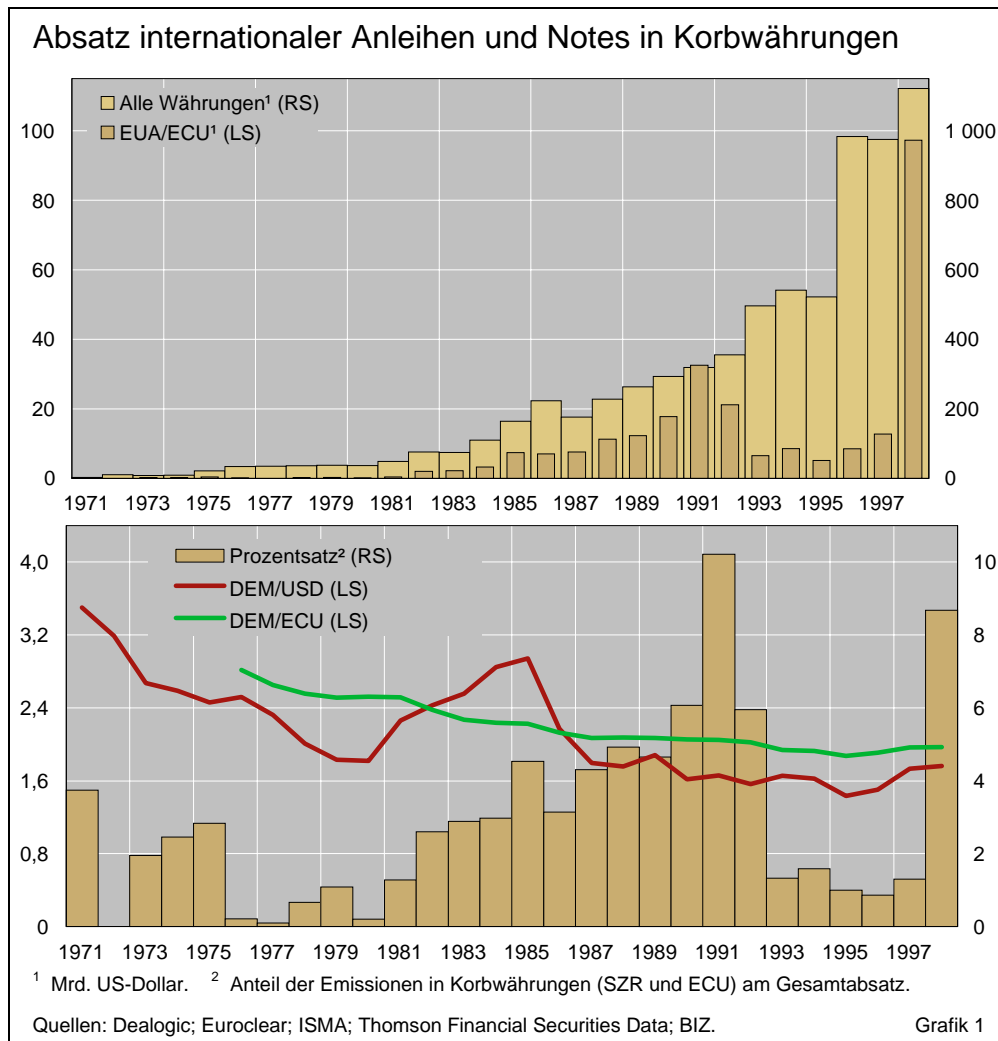
#### *Europäische Währungseinheit (ECU)*

Als sich der Dollar Anfang der 1980er Jahre festigte und für die Anleger wieder interessanter wurde, kehrten die Banken, die sich als Konsortialführer bei Emissionen in ERE oder SZR betätigt hatten, zur Konsortialführung oder -beteiligung bei Dollaremissionen zurück. Doch als die Grossbanken begannen, den Markt zu beherrschen, besannen sich die kleineren kontinentalen Banken wieder auf das Korbwährungskonzept, bei dem sie im Privatkundengeschäft eine treue Anlegerbasis und Kompetenz entwickelt hatten. – ECU

Zusammensetzung der ECU			
	13. März 1979	17. September 1984	21. September 1989
Belgischer Franc	3,66	3,71	3,301
Dänische Krone	0,217	0,219	0,1976
D-Mark	0,828	0,719	0,6242
Griechische Drachme	–	1,15	1,44
Spanische Peseta	–	–	6,885
Französischer Franc	1,15	1,31	1,332
Irishes Pfund	0,00759	0,008781	0,008552
Italienische Lira	109,0	140,0	151,8
Luxemburgischer Franc	0,14	0,14	0,13
Holländischer Gulden	0,286	0,256	0,2198
Portugiesischer Escudo	–	–	1,393
Pfund Sterling	0,0885	0,0878	0,08784

Tabelle 1

<sup>5</sup> Eichengreen/Frankel (1996, S. 366): „Wenn der Dollar das Englisch des weltweiten Währungssystems ist, so ist das SZR das Esperanto des Systems. Das SZR wurde vom IWF geschaffen, um eine ideale internationale Währung zu sein. Seine Definition macht es intrinsisch nützlicher als den Dollar, so wie Esperanto dem Englischen intrinsisch überlegen ist. Wenn heute noch weniger mit dem SZR operiert wird als vor zehn Jahren, liegt das daran, dass ihm wie dem Esperanto die natürliche Basis von Nutzern fehlt, die es selbst dann verwenden würden, wenn es nicht international in Gebrauch wäre.“ S. auch Kindleberger (2000).



Die kontinentalen Banken griffen die erfolgreichste der Korbwährungen auf – die einzige, die wirkliches Beharrungsvermögen hatte: die Europäische Währungseinheit ECU. Wie die ERE und das SZR war sie ein privater Korb, der eine Rechnungseinheit einer Körperschaft des öffentlichen Sektors nachahmte, in diesem Fall der Europäischen Gemeinschaft. Die ECU wurde in Hundertsteln von D-Mark, französischen Francs, belgischen Francs usw. definiert (Tabelle 1).

Als sich die Europäische Gemeinschaft ausweitete, wurden natürlich die Währungen der neuen Mitgliedstaaten in die Zusammensetzung der ECU einbezogen. Dementsprechend änderten sich, mit sehr wenigen Ausnahmen, auch Zahlungen in privater ECU bei neuen, aber auch bei bereits umlaufenden Emissionen. Die Änderungen führten jedoch nicht zu einer nennenswerten Volatilität im Wert der ECU gegenüber dem Dollar oder der D-Mark. Dies lag u.a. an der geringen Gewichtung der neu hinzugekommenen Währungen, von denen ohnehin erwartet wurde, dass sie die Bewegungen der europäischen Hauptwährungen nachvollziehen würden.

Vielleicht erklärt die Kombination aus der Bindung an eine offizielle europäische Rechnungseinheit, der gegenüber die Währungen stabilisiert wurden, und der Stabilität ihres Wertes gegenüber der D-Mark, warum die private ECU

vergleichsweise erfolgreich war. Bis Ende 1997 wurden laut BIZ-Daten 1 218 Emissionen mit einem Kapitalbetrag im Gegenwert von insgesamt \$ 168 Mrd. abgeschlossen (Grafik 1). Im Jahr 1991 lautete ein Zehntel aller internationalen Anleihen auf ECU. Darüber hinaus vergaben Geschäftsbanken auf ECU lautende Darlehen, in Italien und dem Vereinigten Königreich auch Hypothekarkredite für Wohneigentum. Auch wurde die ECU in manche auf mehrere Währungen lautende Darlehen einbezogen (BIZ 1991, S. 157–160; EWI 1996, S. 39f).

Die ECU Banking Association schuf ein Clearingsystem für ECU, und einige Benelux-Banken boten ihren Kunden ECU-Konten an, auf denen Kupon- und Tilgungszahlungen gutgeschrieben werden konnten, sodass Zahlungen in Dollar und die entsprechenden Wechselkosten vermieden wurden. Die BIZ bot einen ECU-Clearingdienst an (BIZ 1986, S. 189f; 1987, S. 196f; 1999, S. 183). So kann die ECU als eine Form von privatem Geld angesehen werden, im Gegensatz zu den anderen Körben, die in Hauptwährungen oder im Korb enthaltenen Währungen abgerechnet wurden.

Die getrennte Existenz der privaten ECU bedeutete, dass ihr tatsächlicher Wert wie bei einem geschlossenen Investmentfonds im Verhältnis zu ihrem inneren oder theoretischen Wert variieren konnte. Arbitragemechanismen blieben zwar begrenzt, hielten diesen Auf- oder Abschlag zum theoretischen Wert jedoch in einer engeren Schwankungsbreite, als sie bei geschlossenen Fonds zu beobachten ist. Dennoch impliziert dieser Auf- oder Abschlag, dass der Erfolg der ECU als Absicherung zusätzlichen Schwankungen unterlag.

ECU als einzige Korbwährung privat und getrennt von den darin enthaltenen Währungen gehandelt

## Vorteile von Korbwährungsanleihen

Ein offensichtlicher Vorteil von Korbwährungsanleihen ist die Diversifizierung des Währungsrisikos. In der Praxis spielte zudem die regulatorische Arbitrage, nämlich die Umgehung der deutschen Beschränkungen für die Internationalisierung der D-Mark, eine bedeutende Rolle bei der Verwendung der ECU am Eurobond-Markt. Im Vorfeld der Krise des Europäischen Wechselkursmechanismus (EWM) von 1992 trat auch Spekulation als Motiv zutage.

Drei Vorteile von Korbwährungsanleihen:

### *Diversifizierung*

Korbwährungsanleihen versprechen den Investoren eine Anlage, die dank der Diversifizierung der im Korb enthaltenen Währungen weniger volatil ist. Verliert eine der Währungen gegen den Dollar oder die Basiswährung des Anlegers an Wert, bleibt der Verlust auf ihren Anteil am Korb beschränkt.<sup>6</sup> Theoretisch könnte ein Anleger ein Portfolio aus Anleihen in allen Währungen des Korbs kaufen.

– vorgegebene Diversifizierung ...

---

<sup>6</sup> Im asiatischen Kontext sind die Vorteile der Diversifizierung offenbar erheblich. Ogawa/Shimuzu (2004) und McCauley/Jiang (2004) finden hier Vorteile, während Park/Park (2005) Vorbehalte anbringen. Die Vorteile der Diversifizierung sind jedoch zum Teil darauf zurückzuführen, dass wichtige Anleihemärkte in Asien geschlossen sind, nicht zuletzt in China mit seinen Kapitalverkehrskontrollen, aber auch in Indonesien oder den Philippinen, wo spezifische politische Risiken die Korrelation der Renditen mit den Renditen der Hauptmärkte tendenziell schwächen.

... besonders für  
Privatanleger

In der Praxis sind private und institutionelle Anleger in unterschiedlichem Masse in der Lage, sich einen eigenen Währungskorb zusammenzustellen. Privatanleger profitieren von der vorgegebenen Diversifizierung. Andernfalls müssten sie eine grosse Zahl von Anleihen kaufen, und angesichts der Marktkonvention der Mindeststückelung könnten ihre verfügbaren Mittel dafür nicht ausreichen. Zudem dürften die Anleihen kaum erhältlich sein, da es unwahrscheinlich ist, dass ein Emittent Titel in allen Währungen des Korbs aufgelegt hat; und erhältliche Anleihen hätten in jedem Fall unterschiedliche Laufzeiten. Bei institutionellen Anlegern hingegen ist es unwahrscheinlich, dass die Gewichtungen im Korb der Verteilung ihrer Verbindlichkeiten auf die Währungen (im Fall eines multinationalen Finanzunternehmens) oder ihrer bevorzugten Streuung eingegangener Devisenrisiken entsprechen.

Auch den Emittenten versprechen Korbwährungsanleihen ein geringeres Wechselkursrisiko. Korbwährungen wurden bereits verwendet, als Währungsswaps noch lange nicht erfunden waren, sodass Verbindlichkeiten in einer Währung nicht ohne Weiteres in Verbindlichkeiten in einer anderen umgewandelt werden konnten. Investmentbanker priesen Emittenten Korbwährungsanleihen als natürliche Verbindlichkeiten an, um Anlagevermögen multinationaler US-Konzerne in Europa abzusichern. Nach der Änderung der US-Rechnungslegungsvorschriften im Jahr 1982 trachteten US-Unternehmen danach, Positionen ihres Anlagevermögens jeweils langfristige Verbindlichkeiten in derselben Währung gegenüberzustellen (Andrews 1983/84). Für die europäischen Staaten, deren Währung im Verhältnis zur ECU gesteuert wurde, machte die Verheissung eines begrenzten Wechselkursrisikos die Emission von ECU-Staatsanleihen attraktiv.<sup>7</sup>

### *Regulatorische Arbitrage*

– Ersatz für die  
D-Mark angesichts  
deren eingeschränkter  
Verwendung

Korbwährungsanleihen erleichterten nicht nur die Diversifizierung, sondern auch die regulatorische Arbitrage. Es wird wenig gewürdigt, in welchem Masse der Erfolg der ECU und ihrer Vorgänger am Euromarkt den deutschen Beschränkungen für die Denominierung von Anleihen Gebietsfremder in D-Mark zu verdanken war. Zwar ermöglichte das Konstrukt ECU die internationale Vermarktung auch anderer Währungen, deren Verwendung für die Denominierung internationaler Anleihen zunächst nicht legal war. Doch viel wichtiger war, dass die Denominierung in ECU es nicht deutschen Marktteilnehmern ermöglichte, einen Ersatz für die D-Mark zu vermarkten.

Besonders die Bemühungen der Bundesbank, die Internationalisierung der D-Mark zu bremsen, waren eine Chance für die ECU. Im Jahr 1968 schloss die Bundesbank mit den führenden deutschen Banken ein Gentlemen's Agreement ab. Darin wurde das *Verankerungsprinzip* vereinbart, wonach ein deutsches Kreditinstitut die Konsortialführung bei der Emission von DM-Anleihen

---

<sup>7</sup> Laut Kenen (2006) kam der ECU zugute, dass sie ein interner Korb für viele Volkswirtschaften war, während das SZR darunter litt, dass es ein externer Korb für wenige war.

Gebietsfremder übernehmen sollte.<sup>8</sup> 1985 wurde das Verankerungsprinzip dahingehend erweitert, dass deutsche Tochtergesellschaften ausländischer Banken als Konsortialführer bei DM-Auslandsanleihen zugelassen wurden. Erst das Projekt Europäischer Binnenmarkt machte es im August 1992 unumgänglich, neben Tochtergesellschaften auch Zweigstellen ausländischer Banken als Konsortialführer für DM-Auslandsanleihen zuzulassen.<sup>9</sup>

Wegen dieser Regulierung nahm die Attraktivität eines Korbs zu, wenn der Dollar an Reiz verlor. In den Schwächephase des Dollars in den frühen 1970er Jahren, 1977/78 und in den späten 1980er Jahren verlagerte sich die Nachfrage der Anleger vom Dollar auf die D-Mark (Cohen 2005). Im Emissionsgeschäft gewannen deutsche Banken tendenziell Marktanteile von Banken der USA, der Benelux-Länder, Frankreichs und der Schweiz.<sup>10</sup> Unter diesen Umständen suchten die Letzteren eine Alternative zum US-Dollar, und je ähnlicher sie der D-Mark war, desto besser. Tatsächlich enthielten alle Korbwährungen die D-Mark.

Die Nationalität der Emissionsinstitute von DM- und ECU-Anleihen macht den Vorteil der ECU für französische, Benelux- und andere kontinental-europäische Banken sehr deutlich. Mit den verfügbaren Daten lassen sich die Erfahrungen in der Zeit vor 1985 nicht herauskristalisieren, doch in einem 7-Jahres-Zeitraum bis Mitte 1987 zeigt sich die Dominanz deutscher Banken als Konsortialführer bei DM-Anleihen (Tabelle 2, oberstes Feld). Die Liberalisierung von 1985 ist jedoch bereits erkennbar: Zwei deutsche Tochtergesellschaften ausländischer Institute dienten als Konsortialführer.

Die volle Wirkung der Marktliberalisierung von 1985 im DM-Segment zeigt sich im Bedeutungsverlust der deutschen Banken in den frühen 1990er Jahren (Tabelle 2, mittleres Feld). In dieser Zeit hatten Banken mit Hauptsitz ausser-

---

<sup>8</sup> Im gleichen Jahr wurde ein Mechanismus der *Rationierung* eingeführt, um den Absatz zu begrenzen. Zudem wurde die Praxis, von ausländischen Emittenten aufgenommene D-Mark in Dollar zu *konvertieren* und ins Ausland zu transferieren, inoffiziell gefördert. „Diese Vereinbarungen machten es für die Bundesbank leichter, die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes zu stabilisieren. ... Deutsche Kreditinstitute ... waren gegen den Wettbewerb mit ausländischen Instituten abgeschirmt und somit in der Lage, im Emissionsgeschäft höhere Gewinne zu erzielen.“ Eine Emission von DM-Anleihen im Ausland verhinderte die Bundesbank durch Absprachen mit ausländischen Notenbanken. (Franke 1999, S. 247).

<sup>9</sup> Die Bundesbank blieb bei dem Verankerungsprinzip, sodass sie ihren Einfluss auf DM-Emissionen, insbesondere auf innovative Formen, behielt. Dass ausländische Banken nur zur Konsortialführung zugelassen wurden, wenn sie über eine ausgebaute Konsortialabteilung in Deutschland verfügten, schützte Deutschland als Finanzzentrum vor der Abwanderung des Emissionsgeschäfts, bis im Jahr 1999 der Euro eingeführt wurde (ibid., S. 248).

<sup>10</sup> Damals war nur Schweizer Banken die Federführung oder Mitführung von Anleiheemissionen in Schweizer Franken erlaubt, und die Schweizer Banken betrieben ein Kartell, das ausländische Banken in der Schweiz von Anleiheemissionen in Schweizer Franken ausschloss. Zudem hatten die deutschen und die schweizerischen Banken eine Zeitlang einen Nichtangriffspakt, gemäss welchem sie im Partnerland keine Zweigstellen oder Tochtergesellschaften eröffneten. Eine weitere Methode bestand darin, Anleihen in den kleineren, eng mit der D-Mark verbundenen Währungen aufzulegen, doch dies brachte gegenüber Korbwährungsanleihen Nachteile mit sich. Der österreichische Schilling und die dänische Krone profitierten zwar von Erwartungen, dass sie die Bewegungen der D-Mark weiterhin mitvollziehen würden, doch die Inlandsmärkte für diese Währungen waren für die meisten ausländischen Banken zu klein, um eine Präsenz vor Ort zu rechtfertigen; diese war jedoch Voraussetzung für die Konsortialführung bei der Emission einer Kronen- oder Schilling-Anleihe.



Konsortialführer bei D-Mark- und ECU-Eurobond-Emissionen			
Anzahl			
Nationalität des Konsortialführers	Währung des Eurobond		
	D-Mark	ECU	Insgesamt
Januar 1980 – Juli 1987			
Deutsch	622	0	622
Andere	32 <sup>1</sup>	277	309
Insgesamt	654	277	931
Januar 1991 – August 1992			
Deutsch	116	14	130
Andere	207	132	339
Insgesamt	323	146	469
September 1992 – Dezember 1998			
Deutsch	440	0	440
Andere	1 292	56	1 348
Insgesamt	1 732	56	1 788
Anmerkung: Die $X^2$ -Test-Statistik für die Unabhängigkeit der Währungsdenominierung und der Nationalität ist 793,7 für das oberste Feld, 34,8 für das mittlere Feld und 18,9 für das unterste Feld; der kritische Wert für das Signifikanzniveau 1% ist 6,6. <sup>1</sup> Deutsche Töchter von Credit Suisse First Boston und Morgan Guaranty. Quellen: Dealogic; Gallant (1988, S. 89 und S. 104); BIZ.			

Tabelle 2

halb Deutschlands bei der Federführung für DM-Auslandsanleihen bereits einen Marktanteil von fast drei Vierteln erobert. Gleichzeitig wurden deutsche Banken nur mit etwa einem Zehntel der ECU-Emissionen beauftragt. Die gelockerte Regulierung bewirkte, dass die Spezialisierung in beiden Segmenten gegenüber den 1980er Jahren nachliess.

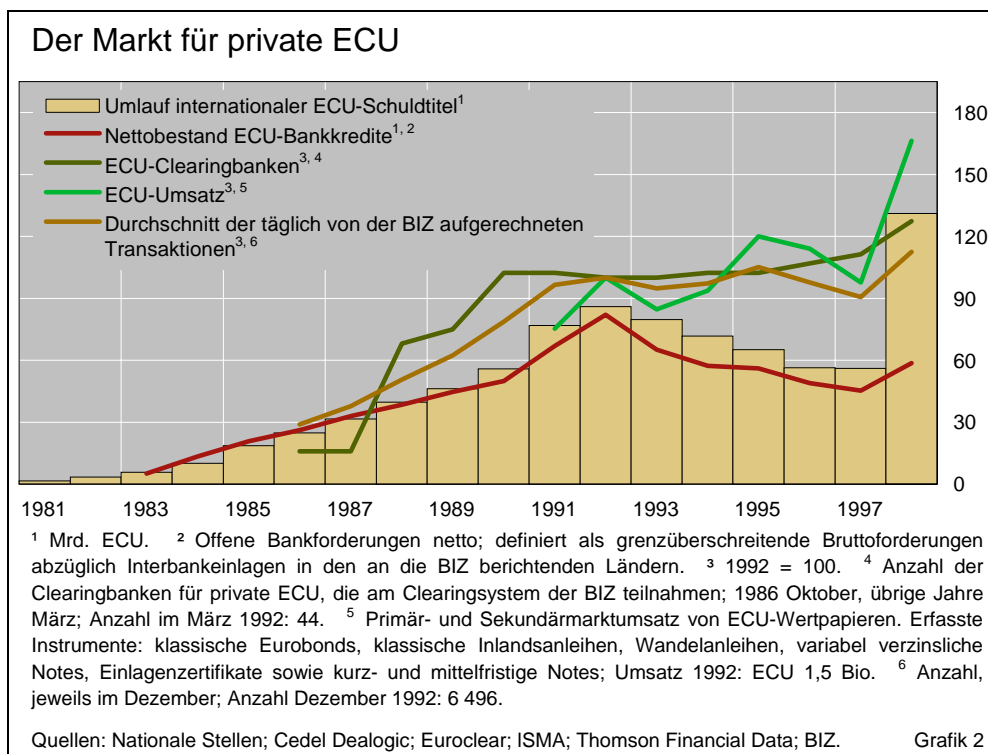
Nach der für das Projekt Binnenmarkt erforderlichen Liberalisierung verloren deutsche Banken weitere Marktanteile im DM-Segment, während sie das moribunde ECU-Segment aufgaben (Tabelle 2, unterstes Feld). Als der Schutz durch die vorgeschriebene Errichtung einer deutschen Tochtergesellschaft wegfiel, konnten ausländischen Banken zwei Drittel der DM-Mandate an sich ziehen. Indessen ging das ECU-Segment zurück, sowohl weil das DM-Segment für den Wettbewerb geöffnet wurde als auch infolge der Krisen von 1992/93.

#### „Konvergenzhandel“

Das theoretische Argument für Korbwährungsanleihen konzentriert sich auf die Diversifizierung des Währungsrisikos. In der Praxis spiegelte ein grosser Teil der Nachfrage nach ECU-Anleihen ein Renditestreben wider, das auf Währungsstabilität setzte („Konvergenzhandel“).

Im Zusammenhang mit dem Absatz von ECU-Anleihen deuten zwei stilisierte Fakten darauf hin, dass die Anleger sie als Instrument nutzten, um mit Spekulationen auf die Währungsstabilität höhere Renditen als in D-Mark zu erzielen. Erstens stieg der Absatz bis Anfang des Jahres 1992, in dem der Europäische Wechselkursmechanismus (EWM) seine erste Krise erfuhr.

– hohe Kupons, die Überschussrenditen verhieszen



Danach stellte eine Folge von Ereignissen – vom dänischen Referendum im Juni 1992, Abwertungen im Herbst bis zur Vereinbarung von Schwankungsbreiten Ende 1993 – die ECU-Anleihemärkte auf eine harte Probe (BIZ 1993, S. 133–136). Zweitens brach der Absatz ein, nachdem Inhaber von ECU-Anleihen in den Beneluxländern und Deutschland infolge der Abkoppelung wichtiger Währungen vom EWM Verluste erlitten hatten, und der Umlauf an ECU-Anleihen schrumpfte während der fünf darauf folgenden Jahre (Grafik 2). Auch der Bestand an Bankforderungen in ECU und die in ECU gemessenen Umsätze wurden rückläufig oder tendenziell flacher.<sup>11</sup> Der Bestand an ECU-Anleihen ging parallel zu den Beständen Gebietsfremder an Inlandsanleihen in europäischen Hochzinswährungen zurück.

Erst am Vorabend der Einführung des Euro Anfang 1999 erholte sich der Absatz der ECU-Anleihen (BIZ 1998, S. 171f). Allerdings war der Reiz der ECU hier schon der eines Proto-Euro. Der Absatz spiegelte die zuversichtliche Erwartung wider, dass der Euro im Verhältnis 1 EUR = 1 ECU eingeführt werden würde. Dieser Beschluss der europäischen Währungsbehörden öffnete den ECU-Anleihen den direkten Weg zum Euroanleihemarkt, während Anleihen in den Vorgängerwährungen den Umweg der „Redenominierung“ einschlagen mussten.

<sup>11</sup> De Boissieu (1996, S. 125) vermerkt, dass ein signifikanter Rückgang der Marktanteile der privaten ECU nach zwei Krisen im europäischen Währungssystem 1992/93 und dem daraus folgenden Glaubwürdigkeitsverlust eintrat. Seither sei die Erholung nur langsam vorangegangen. Die Marktteilnehmer seien während einer gewissen Zeit durch das Fehlen sowohl wirtschaftlicher Konvergenz in Europa als auch politischer Glaubwürdigkeit der europäischen Integration negativ beeindruckt worden. Infolgedessen sei die Prämie – d.h. der Abstand zwischen dem theoretischen Wert des ECU-Korbs und dem tatsächlichen Wert der ECU – dramatisch angestiegen und sei noch immer recht hoch.

## Nachteile von Körben

Zwei Faktoren belasten Korbwährungsanleihen:

Diesen Vorteilen von Korbwährungen standen mehrere Nachteile gegenüber. Sie ergeben sich im Wesentlichen aus Komplexität und Illiquidität.

### *Komplexität*

– Rechtsunsicherheit und Komplexität

Jede auf mehrere Währungen lautende Anleihe benötigt Kriterien zur Auswahl und Gewichtung der Währungen. Im Allgemeinen verwendeten die Emittenten offiziell definierte Währungskörbe, um Anleihen am Euromarkt zu denominieren. Diese Wahl machte es jedoch erforderlich, die Anleiheverträge von Rechtsexperten so formulieren zu lassen, dass sie Änderungen der offiziellen Definitionen angepasst werden konnten.

Bei Korbwährungsanleihen verstanden daher nur wenige, wie die Formeln funktionierten, und es bedurfte zusätzlicher Anstrengungen, um Emittenten und Anlegern das Produkt zu erläutern. Die Anleger waren besorgt, dass sich die Definition als unzureichend erweisen könnte, wenn sich das internationale Wechselkurssystem veränderte. Bei Verwendung eines offiziell definierten Korbs liess sich dieses Problem nicht umgehen. Auf SZR oder ECU basierende Anleihen wurden z.B. bisweilen als private SZR oder ECU bezeichnet, um sie von den so denominierten offiziellen Forderungen und Verbindlichkeiten zu unterscheiden. Wenn der IWF oder die Europäische Gemeinschaft die Publikation des Wertes des SZR bzw. der ECU einstellte, was würde dann mit einer auf den betreffenden Korb lautenden Anleihe geschehen? Natürlich trugen die Vertragsbedingungen der Anleihen einer solchen Möglichkeit Rechnung, doch es war ungewiss, ob die Rechtsexperten alle Eventualitäten bedacht hatten.

Wenn verschiedene Banken und Rechtsexperten Korbwährungsanleihen vorbereiteten, bestand immer die Möglichkeit, dass die Definitionen oder Formeln leicht voneinander abwichen. Wenn die Abweichungen wesentlich waren, bestand das Risiko, dass die Anleihen als nicht auf dieselbe Währung lautend behandelt wurden. Das Königreich Belgien legte z.B. zwei ECU-Anleihen auf, bei denen die ECU bewusst nicht gemäss dem Standard definiert war. Damals stand Portugal kurz vor dem Beitritt zur Europäischen Gemeinschaft, und der portugiesische Escudo galt als schwache Währung. Man fürchtete, die ECU könnte weniger attraktiv für die Anleger werden, wenn man den Escudo in den Korb aufnahm. Letztlich wurden beide Anleihen getilgt, ehe der Euro als europäische Gemeinschaftswährung eingeführt wurde und noch laufende ECU-Anleihen zu Euro-Anleihen wurden.

### *Illiquidität*

– Illiquidität

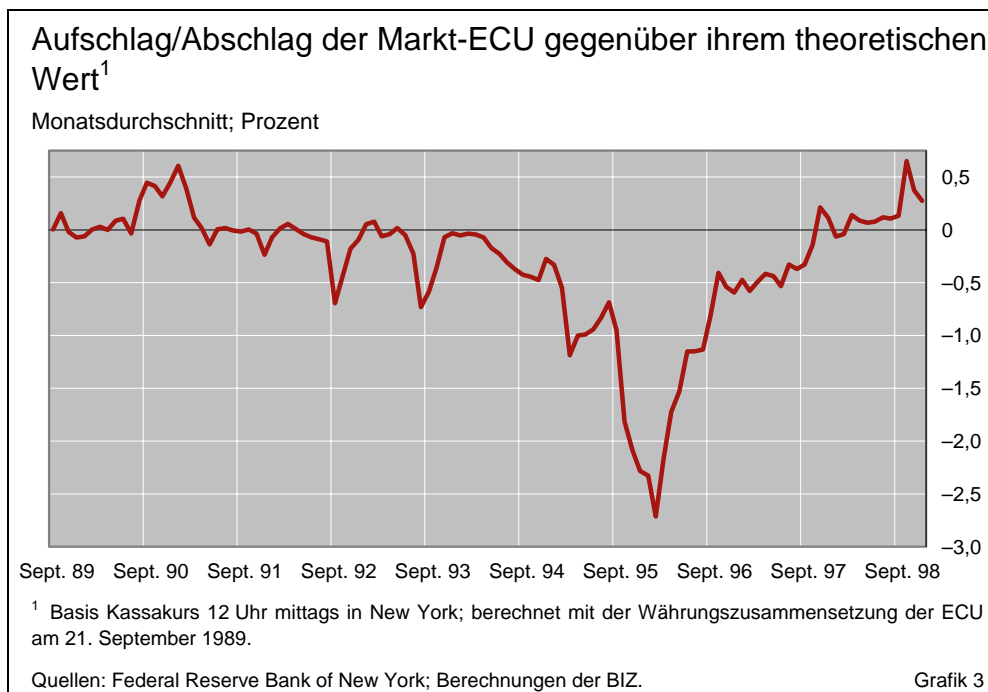
Korbwährungsanleihen wirken direkt und indirekt gegen die Liquidität des Anleihemarktes. Korbwährungsanleihen sind selbst tendenziell nicht sehr liquide, da sie Privatanleger mit „buy-and-hold“-Strategie anziehen, denen sie den Vorteil der vorgegebenen Diversifizierung bieten. Wie bereits angemerkt,

sind Korbwährungsanleihen für institutionelle Anleger, die eher am Sekundärmarkt operieren, weniger attraktiv.<sup>12</sup>

Eine Kategorie institutioneller Anleger, die für einen Korbwährungsanleihemarkt interessiert werden kann, sind Banken und Spezialfonds, da sie die Möglichkeit der Arbitrage zwischen dem Korb und den darin enthaltenen Währungen haben. Insbesondere kaufen solche Arbitrageure einen Korb tendenziell dann, wenn er billig wird, gegen Short-Positionen in den enthaltenen Währungen. Als private Banken die ECU nicht mehr im Verhältnis zu ihrem theoretischen Wert stabilisierten,<sup>13</sup> bildete der übliche Abschlag auf diesen theoretischen Wert einen Kaufanreiz für Arbitrageure, der sonst vielleicht gefehlt hätte (Grafik 3).

Auch von Staaten aufgelegte Korbwährungsanleihen wirken im Sinn von Opportunitätskosten gegen die Liquidität nationaler Anleihemärkte. Wenn ein Staat eine Korbwährungsanleihe oder ganz generell eine Fremdwährungsanleihe verkauft, bleiben weniger Titel am Markt der Landeswährung. Ein kleinerer Markt für Staatsanleihen hat tendenziell weniger Umsatz und eine schwächere Liquidität, z.B. gemessen an der Geld-Brief-Spanne (CGFS 1999a, b, McCauley/Remolona 2000, Mohanty 2002, Jiang/McCauley 2004).

So begaben europäische Staaten, die ECU-Anleihen auflegten, tendenziell weniger auf Landeswährung lautende Titel, wodurch ihre Inlandsmärkte letztlich Liquidität verloren. Diese Opportunitätskosten entstanden nicht in erster Linie durch den Absatz von ECU-Titeln am internationalen Markt. Zu einem gewissen Teil wurden mit ihnen einfach bestehende Auslandsschulden



<sup>12</sup> Eine bedeutende Ausnahme waren japanische Lebensversicherer (McCauley/Yeaple 1994).

<sup>13</sup> S. Folkerts-Landau/Garber (1992).

refinanziert – bei der belgischen Anleihe von 1,25 Mrd. ECU im März 1991 waren es fällig werdende Anleihen in D-Mark und Schweizer Franken (BIZ 1991, S. 160). Die höheren Kosten entstanden vielmehr durch den Absatz von ECU-Staatsanleihen an den inländischen Anleihemärkten Frankreichs, Italiens, Spaniens und des Vereinigten Königreichs. Ende 1991 hatte der Umlauf an inländischen ECU-Anleihen und -Schatzwechseln den Gegenwert von \$ 63 Mrd. erreicht (BIZ 1992, S. 203).<sup>14</sup> Solche ECU-Emissionen spalteten den Inlandsmarkt für Staatsanleihen in zwei Währungssegmente und verringerten dadurch seine Liquidität.<sup>15</sup> Sicher dürften diese Kosten angesichts des damaligen Entwicklungsstands der europäischen Märkte für Staatsanleihen gering gewesen sein. An weniger entwickelten Anleihemärkten hingegen könnte eine solche Schuldenpolitik wohl grösseren Schaden anrichten.

## Zusammenfassung

Man könnte sich ohne Weiteres vorstellen, dass Korbwährungsanleihen den Weg zur Währungsunion in Europa ebneten. Dieser Ansicht zufolge hätten europäische Anleger, die Korbwährungsanleihen kauften, ihren Anlagehorizont über ihren heimischen Markt hinaus erweitert und wären dabei nur ein begrenztes, diversifiziertes Währungsrisiko eingegangen. Der Absatz von Korbwährungsanleihen wäre gleichförmig angestiegen, bis aus dem ECU-Korb der Euro wurde. Dieser Sichtweise zufolge könnte ein wenig offizielle Starthilfe für Korbwährungsanleihen in Asien einen Marktprozess in Gang setzen, der die asiatischen Anleihemärkte zu einer asiatischen Währungsunion triebe.

Der vorliegende Artikel kommt zu dem Schluss, dass die Fakten nicht gut mit dieser Rekonstruktion der europäischen Erfahrung harmonieren. Währungskörbe dienten in gewissem Masse als Ersatz für die D-Mark, als die Bundesbank darauf bedacht war, die Kontrolle über ihre Schöpfung zu behalten. Diese Deutung wird durch die Nationalität der Konsortialführer bei internationalen Anleihen in ECU und D-Mark gestützt. Dieser Sichtweise zufolge hätten Korbwährungsanleihen in Asien die besten Erfolgsaussichten, wenn die Währungsbehörde der Leitwährung der Region deren Internationalisierung entgegenwirkte.

Darüber hinaus lassen die Fakten erkennen, dass der Absatz von ECU-Anleihen auch einem spekulativen Streben nach Renditen bei europäischen Währungen entsprach. Als im Jahr 1992 die Wechselkursrisiken manifest wurden, die den relativ hohen Kupons der ECU-Anleihen zugrunde lagen, brach der Absatz von ECU-Anleihen zusammen. Infolge der Liberalisierung des

---

<sup>14</sup> Im Jahr 1990 bestand der Umlauf an internationalen ECU-Anleihen im Gegenwert von \$ 75 Mrd. zu 40% aus Titeln von nationalen und supranationalen Emittenten des öffentlichen Sektors (BIZ 1991, S. 158).

<sup>15</sup> Einige dieser Länder profitierten von der Verwendung der offiziellen ECU für die Denominierung von Forderungen aus kurzfristigen intraeuropäischen Swaps; hierdurch wurde das Wechselkursrisiko zwischen der ziehenden und der bezogenen Zentralbank geteilt. Diese Verwendungsmöglichkeit der offiziellen ECU war allerdings nicht davon abhängig, dass diese Staaten inländische Schuldtitel in ECU begaben.

Marktes für DM-Auslandsanleihen mussten nichtdeutsche Banken dann auch nicht mehr die ECU als Ersatzwährung verwenden. Der ECU-Anleihemarkt lebte erst 1998 wieder auf, nachdem beschlossen wurde, dass aus diesem Korb der Euro werden sollte. Somit trifft eher zu, dass die Aussicht auf den Euro den ECU-Anleihemarkt wiederbelebte, als dass der Euroanleihemarkt aus dem ECU-Anleihemarkt hervorgegangen ist.

Bedeutet dies, dass es falsch wäre, einen Markt für asiatische Währungskorbanleihen entwickeln zu wollen? Nicht unbedingt. Doch die europäische Erfahrung zeigt den Zusammenhang zwischen privater und offizieller Verwendung eines Korbs sowie das Problem der Liquidität auf.

Es hat den Anschein, dass die offizielle Verwendung eines Korbs eine notwendige, aber nicht hinreichende Voraussetzung für eine verbreitete private Verwendung ist. Der am wenigsten erfolgreiche Währungskorb in der Geschichte des Eurobond-Marktes war die EURCO, die nicht von einer offiziellen Definition profitierte. Dieser Präzedenzfall könnte darauf hindeuten, dass die Denominierung von Anleihen in einem asiatischen Korb, der allein für diesen Zweck definiert würde, wohl kaum Anklang fände. Dem SZR sicherte selbst seine offizielle Verwendung nicht die Akzeptanz im privaten Segment.

Liquiditätsüberlegungen legen nahe, dass öffentliche Emittenten gut daran täten, die Folgen zu bedenken, bevor sie Korbwährungsanleihen auflegen. Internationale Finanzinstitute – ob in Europa vor dem Euro oder in Asien heute –, die Korbwährungsanleihen verkaufen, müssen entscheiden, ob sie die Korbwährungsrisiken an die Schuldner weitergeben oder durch Absicherungsgeschäfte ganz oder teilweise auslagern sollen. Beide Vorgehensweisen könnten Mehrkosten gegenüber anderen Finanzierungswegen verursachen, denn für einen Korb muss eine höhere Rendite geboten werden, um Arbitrageure statt normaler Käufer anzuziehen. Solche Institute müssen die möglichen politischen Vorteile der Emission von Korbwährungsanleihen gegen die möglichen Opportunitätsverluste abwägen, die ihre Schuldner oder Anteilseigner zu tragen hätten.

Für Staaten, deren Schuldtitel in der Landeswährung als Benchmarks dienen, stellt sich das Entscheidungsproblem anders. Wichtiger als enge Kostenüberlegungen wäre die Überlegung, dass der Absatz vom Inlandsmarkt abgelenkt wird, dem dadurch die Vorteile grösserer Benchmarks verloren gehen. Unter bestimmten Umständen kann eine Finanzierung in Fremdwährung und somit eine Emission in einem Währungskorb sinnvoll sein. Andernfalls kann eine Aufteilung des Absatzes auf mehrere Währungen die Liquidität und die Entwicklung des inländischen Anleihemarktes beeinträchtigen. Wenn eine Regierung einen politischen Grund für die Emission von Staatstiteln in einem Währungskorb hat, muss dieser schwerer wiegen als die Opportunitätskosten des geringeren Absatzes von Anleihen in Landeswährung.

## Bibliografie

Andrews, M.D. (1983/84): „FASB 52: Corporate response and related foreign exchange market effects“, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter, S. 69f.

ASEAN+3 Finanzminister (2005): *Progress report*, 4. Mai, Istanbul.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1986–99): *Jahresbericht*.

Chaipravat, O., B.B. Supaphol und K. Sangsubahn (2003): „Regional self-help and support mechanisms: beyond the CMI“, beim ASEAN-Sekretariat eingereichtes Papier.

Cohen, B.H. (2005): „Wahl der Währung bei internationalen Anleiheemissionen“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 61–75.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999a): „Market liquidity: research findings and selected policy implications“, *CGFS Working Group Report Nr. 11*, Mai.

——— (1999b): „How should we design deep and liquid markets? The case of government securities“, *CGFS Publication Nr. 13*, Oktober.

De Beckker, R. (1984): „The EUA sector“, in I.M. Kerr (Hrsg.), *A history of the eurobond market: the first 21 years*, Euromoney Publications, London, S. 128f.

De Boissieu, C. (1996): „The SDR in the light of the multicurrency system“, in M. Mussa, J.M. Boughton und P. Isard (Hrsg.), *The future of the SDR in light of changes in the international financial system*, IMF, Washington D.C., S. 122–144.

Eichengreen, B. (2006): „The parallel currency approach to Asian monetary integration“, in Panel on Asian currency matters at the American Economic Association, Boston, Massachusetts, 7. Januar 2006.

Eichengreen, B. und J. Frankel (1996): „The SDR, reserve currencies and the future of the international financial system“, in M. Mussa, J.M. Boughton und P. Isard (Hrsg.), *The future of the SDR in light of changes in the international financial system*, IMF, Washington D.C., S. 337–378.

Europäisches Währungsinstitut (1996): *Annual Report*, „Private ECU markets“, S. 39f.

Fisher, F. (1981): *International bonds*, Euromoney Publications, London.

Folkerts-Landau, D. und P.M. Garber (1992): „The private ECU: a currency floating on gossamer wings“, *NBER Working Papers*, Nr. 4017.

Franke, G. (1999): „The Bundesbank and the markets“, in *Fifty years of the Deutsche mark*, Oxford University Press, Oxford, S. 219–266.

Gallant, P. (1988): *The eurobond market*, Woodhead-Faulkner, New York.

- Ito, T. (2004): „Promoting Asian basket currency (ABC) bonds“, in T. Ito and Y.-C. Park (Hrsg.), *Developing Asian bond markets*, Asia Pacific Press.
- Jiang, G. und R. McCauley (2004): „Asiatische Märkte für Anleihen in Landeswährung“, *BIZ Quartalsbericht*, Juni, S. 77–91.
- Jung, W., C. Kim, S. Lee und H. Park (2002): „The creation of the ACU and its application to the bond market“, in H.G. Choo und Y. Wang (Hrsg.), *Currency union in East Asia*, Korean Institute for International Economic Policy, Seoul, S. 201–219.
- Kenen, P.B. (2006): „Comment on ‘The parallel currency approach to Asian monetary unification’ by B. Eichengreen“, in Panel on Asian currency matters at the American Economic Association, Boston, Massachusetts, 7. Januar 2006, Princeton University (in Bearbeitung).
- Kindleberger, C.P. (2000): „The politics of international money and world language“, in *Comparative political economy: a retrospective*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- McCauley, R. und G. Jiang (2004): „Diversifizierung mit asiatischen Anleihen in Landeswährung“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2004, S. 55–72.
- McCauley, R. und E. Remolona (2000): „Umfang und Liquidität der Märkte für Staatsanleihen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 56–65.
- McCauley, R. und S. Yeaple (1994): „How lower Japanese asset prices affect Pacific financial markets“, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Vol. 19, Nr. 1, Frühjahr, S. 15–33.
- Mohanty, M.S. (2002): „Improving liquidity in government bond markets: what can be done?“, in „The development of bond markets in emerging economies“, *BIS Papers*, Nr. 11, Juni, S. 49–80.
- Mori, J., N. Kinukawa, H. Nukaya und M. Hashimoto (2002): „Integration of East Asian economies and a step-by-step approach towards a currency basket regime“, *IIMA Research Report No 2*, November.
- Ogawa, E. und J. Shimizu (2004): „Bond issuers’ trade-off for common currency denominated bonds in East Asia“, *Journal of Asian Economics*, Vol. 15.
- Park, D. und Y.-C. Park (2005): „Toward developing regional bond markets in East Asia“, *Asian Economic Papers*, 3:2.
- Plummer, M.G. und R.W. Click (2005): „Bond market development and integration in ASEAN“, *International Journal of Finance and Economics*, 10, S. 133–142.
- Williamson, J. (1999): „The case for a common basket peg for East Asian currencies“, in S. Collignon, J. Pisani-Ferry, und Y.-C. Park (Hrsg.), *Exchange rate policies in emerging Asian countries*, Routledge, London.