

Inländische Anleihemärkte in Lateinamerika: Erfolge und Herausforderungen¹

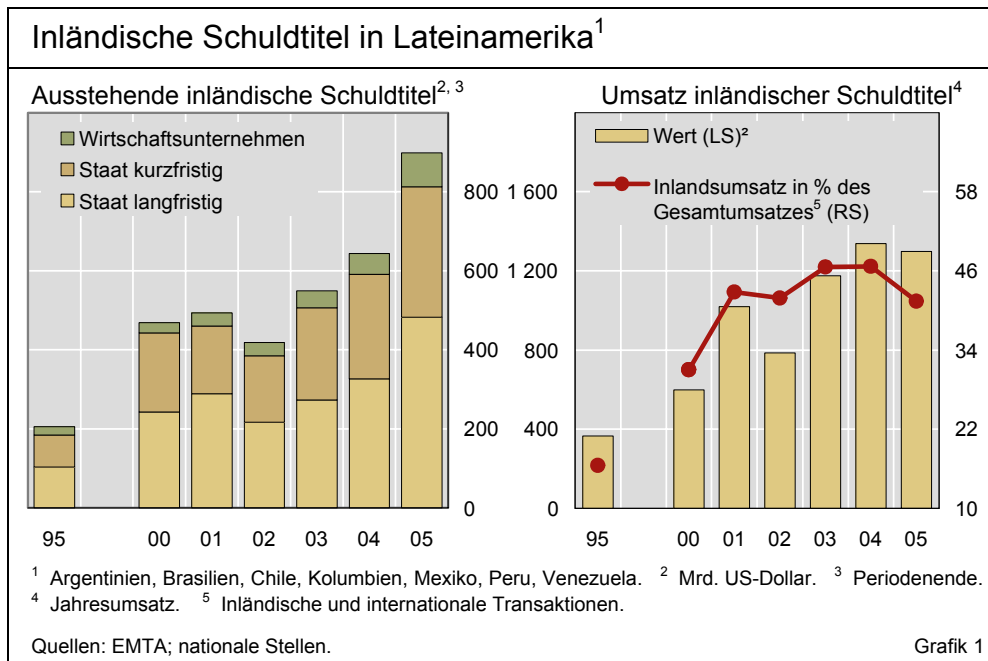
Die inländischen Anleihemärkte in Lateinamerika sind in den vergangenen Jahren erheblich gewachsen. Diese Entwicklung dürfte dazu beitragen, die historische Abhängigkeit der Region von der Auslandsfinanzierung zu verringern. Obwohl beträchtliche Fortschritte erzielt wurden, bleiben Schwächen in Zusammenhang mit dem Refinanzierungsrisiko bestehen, und die Liquidität an den Sekundärmärkten ist nach wie vor gering.

JEL-Klassifizierung: E440, F340, G150, G180, H630, O160.

Nahezu während der gesamten jüngeren Geschichte Lateinamerikas blieben die inländischen Anleihemärkte aufgrund von politischen und strukturellen Hindernissen unterentwickelt. Dazu gehörten eine mangelhafte Wirtschaftspolitik, das Fehlen einer breiten, diversifizierten Anlegerbasis, aufsichtsrechtliche Einschränkungen, die die Entwicklung von Primär- und Sekundärmärkten behinderten, und eine unzureichende Infrastruktur für die Emission von Schuldtiteln des privaten Sektors. Die sich hieraus ergebende Struktur der staatlichen und privaten Inlandsschulden mit ihrer Konzentration auf kurzfristige und/oder dollarindexierte Verbindlichkeiten trug in der Region zur Verschärfung der Finanzkrisen in den 1990er Jahren wie auch zu Beginn der laufenden Dekade bei.

In den letzten Jahren jedoch haben sich die inländischen Anleihemärkte zunehmend zu einer Finanzierungsquelle für die lateinamerikanischen Volkswirtschaften und zu einer Diversifizierungsmöglichkeit für globale Anleger entwickelt (Grafik 1). Hierdurch wird die These in Frage gestellt, wonach sich die Länder der Region nicht über längere Laufzeiten in Landeswährung verschulden können – gelegentlich auch als „Sündenfall“-Hypothese bezeichnet. Das Wachstum der inländischen Anleihemärkte spiegelt gezielte

¹ Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt. Die Autoren danken Claudio Borio, Andrew Filardo, Már Gudmundsson, Gregor Heinrich, Frank Packer und Agustín Villar für ihre Kommentare sowie Thomas Jans, Denis Pêtre, Gert Schnabel und Jhuvesh Sobrun für ihre Unterstützung bei den Recherchen. Ausserdem danken die Autoren José Oriol Bosch von JPMorgan Chase Mexico für die Bereitstellung marktrelevanter Daten.



wirtschaftspolitische Anstrengungen in den meisten Ländern wider, ihre Anfälligkeit gegenüber negativen externen Schocks zu verringern. Eines der zentralen Ziele in diesem Zusammenhang war die Verbesserung der Nachfragebedingungen für inländische Schuldtitel. Erreicht wurde dieses Ziel u.a. durch den Übergang zu einer stabileren Wirtschaftspolitik, die Errichtung privat finanzierter und verwalteter Pensionssysteme und die Aufhebung von Beschränkungen für ausländische Investoren. Auch auf der Angebotsseite gab es wirtschaftspolitische Initiativen, darunter eine allmähliche Verlagerung der Staatsverschuldung an den Inlandsmarkt, Massnahmen mit Blick auf berechenbarere und transparentere Anleiheemissionen sowie Versuche, liquide Benchmark-Titel zu schaffen. Diese Initiativen wurden durch besonders günstige aussenwirtschaftliche Bedingungen unterstützt, z.B. hohe Rohstoffpreise mit ihren positiven Auswirkungen auf Haushaltslage und Leistungsbilanz sowie die Suche internationaler Anleger nach höheren Renditen.

Dieses Feature kommt auf der Grundlage von hauptsächlich aus den einzelnen Ländern selbst stammenden statistischen Daten zu dem Schluss, dass die Länder der Region erhebliche Fortschritte bei der Entwicklung ihrer inländischen Anleihemärkte erzielt haben, dass jedoch noch eine Reihe von Schwächen bestehen bleiben. Die Umschichtung von Auslandsverschuldung zu Inlandsverschuldung hat dazu beigetragen, das Risiko aus Währungsinkongruenzen zu verringern, doch dürfte sie gleichzeitig die Risiken aufgrund von Laufzeiteninkongruenzen erhöht haben. Die Anleger sind nach wie vor zurückhaltend, wenn es darum geht, ihre Mittel über längere Zeiträume zu festen Zinsen anzulegen. Hierdurch könnten sich die lateinamerikanischen Schuldner einem erheblichen Refinanzierungsrisiko gegenübersehen, falls sich die Bedingungen an den lokalen oder globalen Finanzmärkten verschlechtern. Zudem ist die Anlegerbasis weiterhin schmal, was den Aufbau der Liquidität am Sekundärmarkt hemmt.

Die wichtigsten Eigenschaften der Inlandsmärkte für festverzinsliche Anleihen

Das Emissionsvolumen inländischer Schuldtitel hat in Lateinamerika in den letzten zehn Jahren rapide zugenommen (Grafik 1).² Das Volumen der vom Zentralstaat und von Wirtschaftsunternehmen in den sieben grössten Ländern Lateinamerikas begebenen inländischen Anleihen stieg von Ende 1995 bis Ende 2005 um 337% auf \$ 895 Mrd., was etwa 40% des aggregierten BIP dieser Länder entspricht. Zum Vergleich: Der Gesamtbestand an umlaufenden Anleihen dieser Schuldner an den internationalen Anleihemärkten stieg im gleichen Zeitraum um 65% auf \$ 264 Mrd. Aufgrund dieses Wachstums sind die inländischen Märkte für festverzinsliche Instrumente inzwischen die Hauptfinanzierungsquelle im öffentlichen wie im privaten Sektor (s. Mathieson et al. 2004).

Die inländischen Anleihemärkte in Lateinamerika sind derzeit durch sechs wichtige Merkmale gekennzeichnet:

Erstens sind die inländischen Anleihemärkte von sehr unterschiedlicher Grösse (Tabelle 1). Brasilien besitzt mit Abstand den grössten inländischen Anleihemarkt mit einem Anleiheumlauf von \$ 583 Mrd. Ende 2005 (das entspricht nach Marktwert 74% des brasilianischen BIP). Der inländische Anleihemarkt in Mexiko rangiert in absoluten Zahlen mit \$ 159 Mrd. an umlaufenden Anleihen auf Platz zwei, doch ist er gemessen am BIP wesentlich

Inländische Anleihemärkte unterschiedlich gross ...

Grösse der inländischen Märkte für Festzinsanleihen in Lateinamerika					
	Umlaufende Festzinsanleihen		Davon:		
			Staat kurzfristig	Staat langfristig	Unternehmen langfristig
	USD Mrd.	% des BIP	USD Mrd.	USD Mrd.	USD Mrd.
Argentinien	59,7	33	5,1	43,8	10,8
Brasilien	583,4	74	226,7	318,2	38,5
Chile	39,8	35	9,2	17,3	13,3
Kolumbien	38,7	32	0,9	33,2	4,6
Mexiko	158,5	21	52,0	89,1	17,4
Peru	7,9	10	1,4	4,3	2,2
Venezuela	7,2	5	3,4	3,7	0,1
Insgesamt	895,2	41	298,7	509,6	86,9
<i>Nachrichtlich:</i>					
USA	9 043,5	72	1 474,5	4 873,3	2 695,7

Anmerkung: Emissionen von Finanzinstituten werden bei den Festzinsanleihen des Unternehmenssektors nicht berücksichtigt.
 Quellen: Fedesarrollo; Angaben der einzelnen Länder; BIZ. Tabelle 1

² Vollständig kompatible grenzüberschreitende Daten zu den inländischen Anleihemärkten in Lateinamerika gibt es nicht. In diesem Feature wurde der Versuch unternommen, einigermaßen vergleichbare Daten für den Zentralstaat und die Wirtschaftsunternehmen in Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru und Venezuela zusammenzutragen. Inländische Emissionen umfassen Anleihen, die in Landes- oder in Fremdwährung am inländischen Markt begeben werden. Emissionen von Finanzinstituten werden wegen des unzulänglichen Erfassungsbereichs der Daten in dieser Analyse nicht berücksichtigt.

kleiner als der von Brasilien (21%). Die Anleihemärkte anderer Länder sind absolut gesehen deutlich kleiner, wenn auch einige davon gemessen am jeweiligen BIP recht stattlich sind.

Zweitens dominieren Emittenten des öffentlichen Sektors die inländischen Wertpapiermärkte (Grafik 1). Ende 2005 hatten die Zentralregierungen der sieben grössten Länder marktfähige Schuldtitel im Wert von \$ 808 Mrd. begeben. Die Märkte für Unternehmensanleihen dagegen sind vergleichsweise weit weniger entwickelt. In einigen Ländern (beispielsweise in Chile und in Peru) erreicht das Volumen des Marktes für Unternehmensanleihen zwar bis zu 40–50% des jeweiligen Marktes für Staatsanleihen, doch belaufen sich die Unternehmensanleihen in der Region insgesamt auf nur \$ 87 Mrd. Ausserdem sind selbst in Ländern, in denen der Markt für Unternehmensanleihen weiter entwickelt ist, die Aktivitäten auf erstklassige Unternehmen begrenzt. Dennoch gab es einige Fortschritte bei der Entwicklung der Märkte für nicht staatliche Anleihen, wie die Expansion der Verbriefung in der Region zeigt (s. Kasten S. 60).

... und vom öffentlichen Sektor dominiert

Drittens machen kurzfristige, zinsvariable und inflationsindexierte Anleihen zwar weiterhin einen grossen Teil der inländischen Staatspapiere aus, doch hat es bei der Zusammensetzung der Staatsverschuldung deutliche Verschiebungen gegeben. Wie Grafik 2 zeigt, wird in einer Reihe von Ländern, darunter Brasilien und Mexiko, zunehmend auf an Fremdwährungen gebundene Anleihen verzichtet, und zwar im Rahmen der Schuldenpolitik, die auf eine Reduktion der Anfälligkeit gegenüber externen Schocks abzielt. Die wichtigsten Ausnahmen von diesem Trend sind Argentinien und Venezuela.³ Zudem hat in den meisten Ländern der Anteil der festverzinslichen Titel zugenommen. Dies gilt vor allem für Mexiko, wo der Anteil der Festzinsanleihen Ende 2005 knapp 40% betrug, während er 2000 noch weniger als 5% ausgemacht hatte. Auch Brasilien hat erhebliche Fortschritte verzeichnet. Hier machen die Festzinsanleihen inzwischen fast 30% der marktfähigen Anleihen aus, 2000 waren es erst 15% gewesen.

Trend zu zinsvariablen und inflationsindexierten Anleihen ...

Viertens gab es eine allmähliche Verlängerung der Fälligkeitenstruktur der Staatsschuld in Landeswährung. Erreicht wurde dies teils durch eine Verschiebung von kurzfristigen zu Festzinsanleihen, teils durch verlängerte Laufzeiten bei den Festzinsanleihen.⁴ Grafik 3 illustriert die Erfolge, die die Regierungen bei der Verlängerung der Laufzeiten ihrer festverzinslichen Anleihen in Landeswährung erzielt haben; die meisten Länder konnten die maximalen Laufzeiten dieser Anleihen verlängern. Seit 2003 ist Mexiko in der Lage, 20-jährige Anleihen aufzulegen, und erwägt derzeit sogar die Auflage von 30-jährigen Anleihen. Kürzlich gab auch Peru 20-jährige Anleihen in

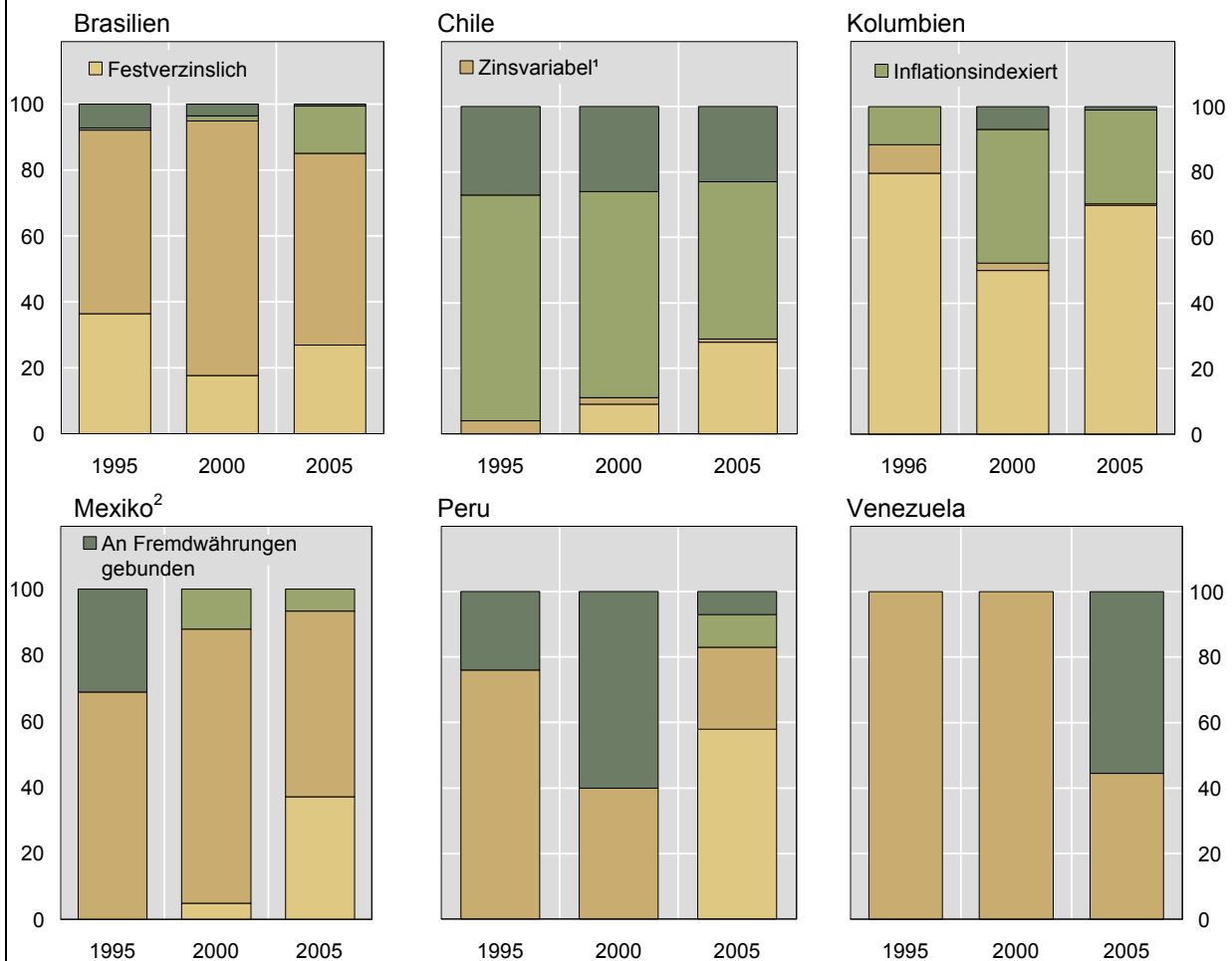
... jedoch mit immer längeren Laufzeiten

³ In Argentinien – in Grafik 2 nicht dargestellt – wurden an Fremdwährungen gebundene Anleihen aufgelegt, um nach der Zahlungsunfähigkeit des Landes wieder Zugang zu den Märkten zu erhalten.

⁴ Die Verlängerung der Laufzeiten von Anleihen, die an kurzfristige Zinsen oder die Inflationsentwicklung gebunden sind, hat in einigen Ländern ebenfalls eine Rolle gespielt.

Zusammensetzung zentralstaatlicher Schuldtitel in Lateinamerika

Prozent



¹ In den zinsvariablen Instrumenten sind auch Mischinstrumente enthalten. ² „Brens“ und „Cetes“ sind in den zinsvariablen Instrumenten enthalten.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 2

Landeswährung aus – angesichts der erheblichen Dollarisierung in diesem Land eine besonders bedeutsame Entwicklung. Kolumbien, das bereits seit mehreren Jahren 10-jähriges Anleihen emittiert, hat 15-jähriges Anleihen eingeführt. Chile hat Anleihen mit bis zu 10 Jahren Laufzeit aufgelegt, um u.a. damit eine Verringerung der Indexierung der chilenischen Staatsschulden zu erreichen. Auch Brasilien hat im Laufe des letzten Jahres einige Fortschritte gemacht, zum Teil dank seiner 10-jährigen globalen Anleihe in Landeswährung.⁵ Trotz dieser Verbesserungen bleibt die Zahl der längerfristigen festverzinslichen Anleihen Lateinamerikas in den meisten Fällen begrenzt, wie die relative Stabilität der gewichteten durchschnittlichen Laufzeit der Neuemissionen zeigt.

⁵ Für eine Analyse neuerer globaler Anleihen lateinamerikanischer Emittenten in Landeswährung s. Tovar (2005).

Verbriefung in Lateinamerika

Die Verbriefung ist in Lateinamerika ein relativ junges Phänomen, bedenkt man, wie stark die Geschäftsbanken seit jeher den Intermediationsprozess dominieren. Jedoch haben verschiedene Kräfte Chancen für die weitere Verbreitung strukturierter Finanzprodukte geschaffen, darunter der Druck auf die Geschäftsbanken, die Rendite ihrer Aktiva zu verbessern, die Einführung adäquater rechtlicher Rahmenbedingungen und Konkursverfahren, die wieder erstarkte Nachfrage nach Wohn- und Büroimmobilien und die Suche von institutionellen Anlegern nach Anlagemöglichkeiten von höherer Qualität.

Da weder standardisierte Definitionen noch ein zentrales Meldewesen existieren, ist das genaue Volumen der strukturierten Transaktionen nicht einfach zu ermitteln. Die wichtigste Quelle für Daten zu diesem Marktsegment sind die grossen internationalen Ratingagenturen. Laut Moody's überschritt der Wert der inländischen verbrieften Emissionen in Lateinamerika 2005 im zweiten Jahr in Folge den Wert des Auslandsgeschäfts: Die inländischen Transaktionen beliefen sich auf \$ 12,2 Mrd., die grenzüberschreitenden Transaktionen auf \$ 2,3 Mrd. Auf Mexiko, Brasilien und Argentinien entfielen 40%, 32% bzw. 15% der gesamten inländischen Transaktionen. Auf Credit-linked-Titel, Privat- und Verbraucherkredite sowie mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere (MBS) entfielen 33%, 17% bzw. 14% des inländischen Umsatzes.

Absatz inländischer forderungsunterlegter Wertpapiere (ABS) in Lateinamerika

Mio. US-Dollar

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentinien	1 590	701	130	226	525	1 790
Brasilien	184	88	106	1 031	1 652	3 911
Chile	173	220	430	380	293	873
Kolumbien	55	63	597	510	799	323
Mexiko	65	427	414	604	5 444	4 846
Peru	37	94	7	60	163	295
Venezuela
Insgesamt	2 104	1 593	1 684	2 811	8 876	12 038

Quelle: Moody's.

Den mexikanischen Markt für verbrieft Aktiva gibt es erst seit 2000, doch ist er bereits der aktivste in Lateinamerika. Die Emissionen in Mexiko summierten sich 2004 auf \$ 5,4 Mrd. und 2005 auf \$ 4,8 Mrd. Ein Grossteil des Umsatzes der letzten beiden Jahre entfiel auf sehr umfangreiche Transaktionen, die durch Kredite des Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) abgesichert waren, einer Behörde, die 1999 gegründet wurde, um die bei der Rettung des Bankensektors entstandenen Verbindlichkeiten zu verwalten.^① Abgesehen von den Transaktionen des IPAB wurden durch die Transaktionen am mexikanischen Markt bisher meist Überbrückungskredite für den Bausektor und Hypotheken für Wohneigentum verbrieft. Die Sociedad Hipotecaria Federal, eine staatliche Entwicklungsbank, die ihre Tätigkeit Ende 2001 aufnahm, hat sich um die Entwicklung eines funktionierenden Marktes für MBS bemüht. Dabei hat das Institut Emittenten ermutigt, Anleihen zu standardisierten Konditionen zu begeben, und ist am im Entstehen begriffenen Sekundärmarkt für MBS als Finanzintermediär und Bereitsteller von Liquidität aufgetreten.

Brasilien war 2005 der zweitaktivste inländische Markt der Region. Die Emissionen erreichten \$ 3,9 Mrd., verglichen mit \$ 1,7 Mrd. 2004. Die zunehmende Emissionstätigkeit entfiel weitgehend auf die sehr populären Anlageinstrumente Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. Diese Fonds sind für Unternehmen eine Alternative zu herkömmlichen Bankkrediten, da sie ihnen die Möglichkeit geben, ihre Forderungen zu verbrieft. Vor 2003 gab es am brasilianischen Inlandsmarkt praktisch keinerlei Handel. Potenzielle Emittenten wurden von den hohen Kosten der

^① Die Transaktionen des IPAB betragen 2004 \$ 4,1 Mrd. und 2005 \$ 2,8 Mrd.

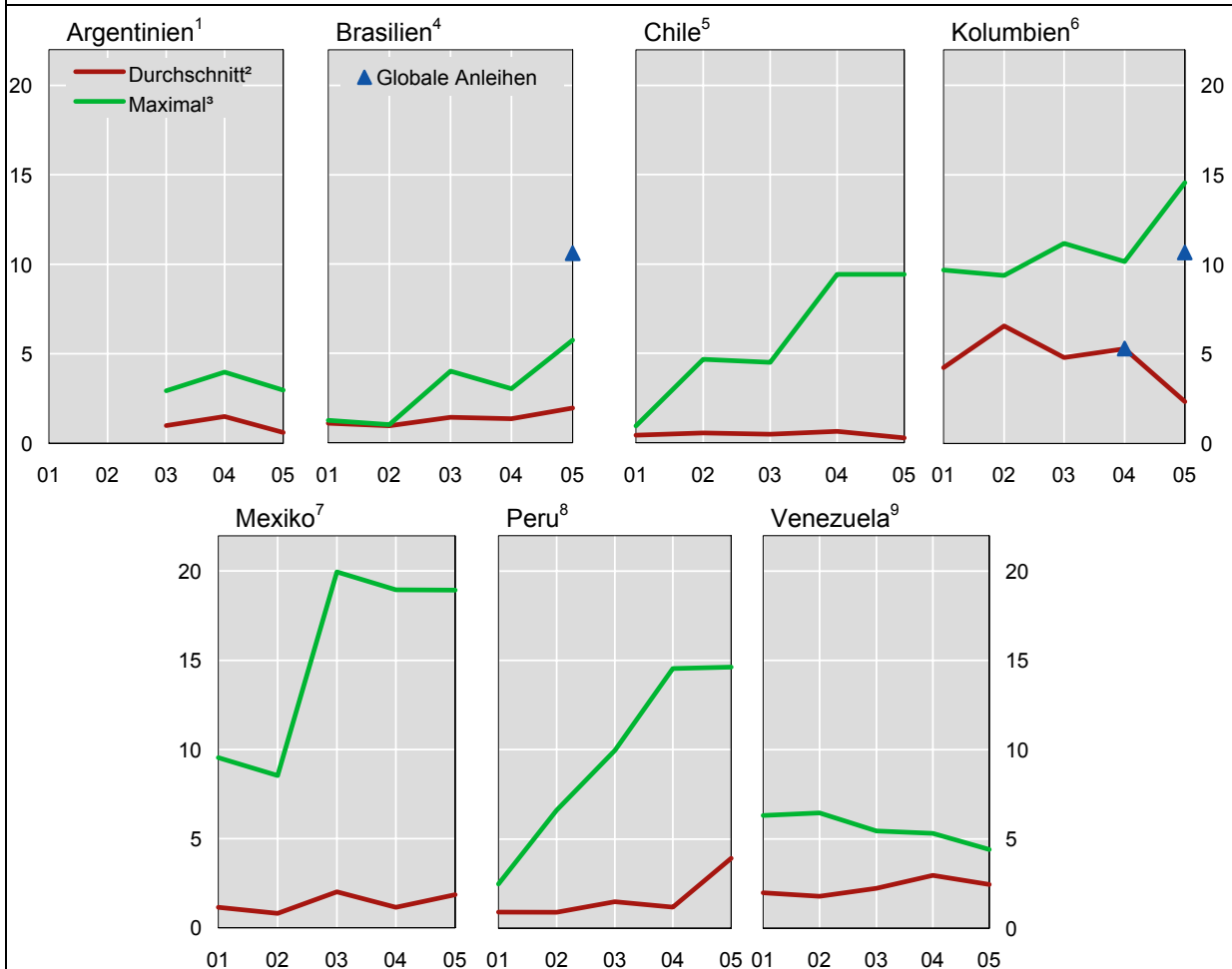
Gründung einer Zweckgesellschaft für die Verbriefung abgeschreckt und auch von dem anfänglichen Desinteresse der Anleger an diesen Papieren, da gleichzeitig Staatsanleihen hoher Bonität problemlos verfügbar waren.

Der argentinische Markt für verbrieft Aktiva trocknete 2001 und 2002 weitgehend aus, begann sich jedoch 2003 wieder zu erholen. 2005 wuchs dieser Markt sogar ganz erstaunlich; die Emissionen stiegen von \$ 525 Mio. 2004 auf \$ 1,8 Mrd.

Die grössere Verfügbarkeit längerfristiger Anleihen ermöglicht allmählich eine aussagekräftige Darstellung der Zinsstrukturkurve. Grafik 4 zeigt die verfügbaren kurzfristigen und langfristigen Zinssätze für Länder der Region, wodurch die Finanzmärkte vollkommener werden. Wie jedoch später noch zu zeigen sein wird, ist die Präzision der aus solchen Kurven gewonnenen Informationen nach wie vor ein Problem.

Laufzeiten inländischer Festzinsanleihen staatlicher Emittenten in Landeswährung

Jahre



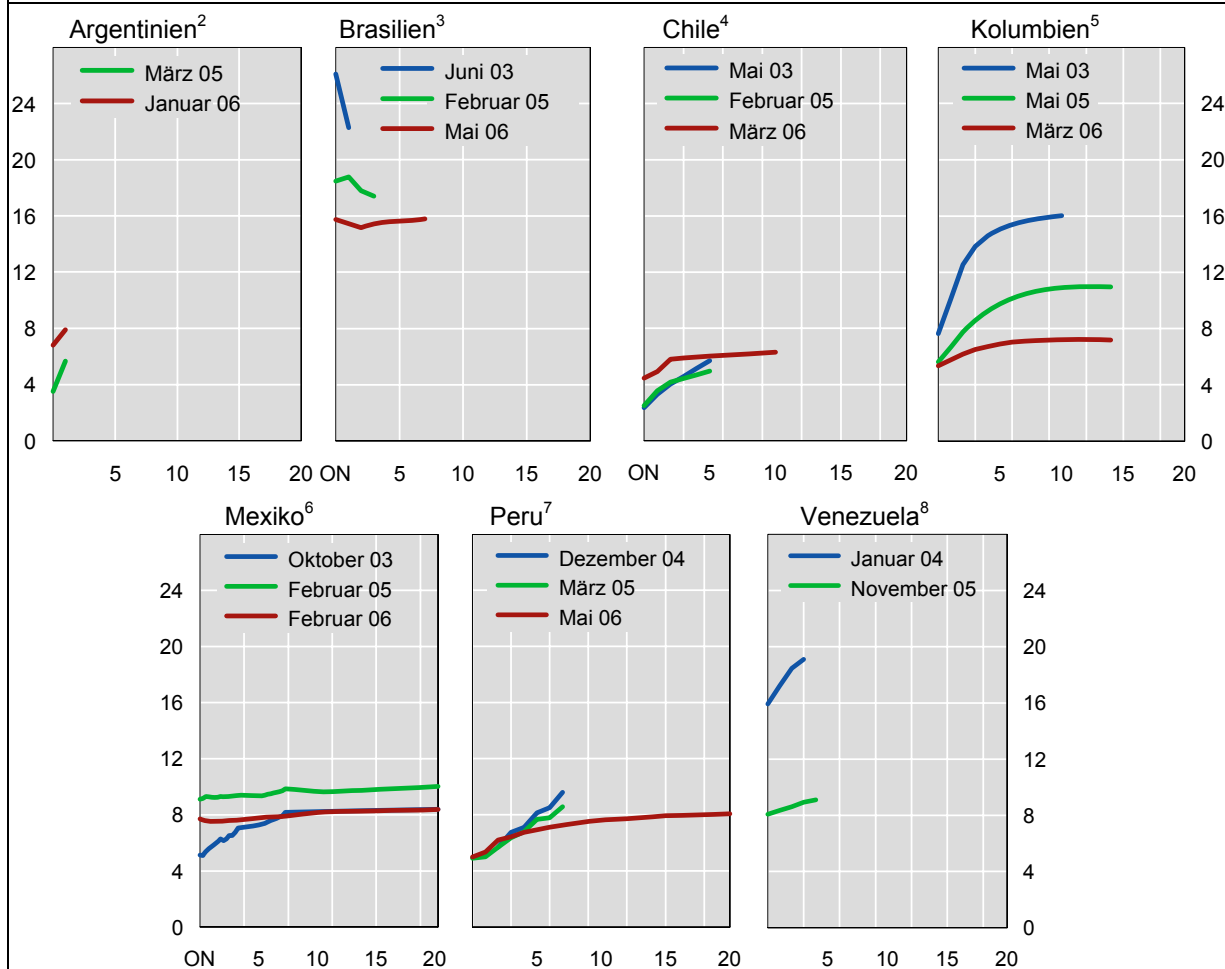
¹ Schatzwechsel, „Lebac“ und „Nobac“; ohne Schatzwechselemission vom 14. Februar 2002. ² Gewichteter Durchschnitt der Neuemissionen; gewichtet nach Emissionsvolumen (ohne globale Anleihen). ³ Restlaufzeit zum Jahresende für die Emission mit der längsten Restlaufzeit (ohne globale Anleihen); nur 2001 oder später emittierte Anleihen. ⁴ LTN, NTN-F und globale Anleihen. ⁵ Zentralbankemissionen. ⁶ TES und globale Anleihen; nur zentralstaatliche Emissionen. ⁷ „Cetes“ und Staatsanleihen. ⁸ Einlagenzertifikate, Schatzwechsel und Staatsanleihen; ohne Staatsanleiheemissionen vom 13. Oktober 2004 und 31. Januar 2005. ⁹ Schatzwechsel und Staatsanleihen.

Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 3

Zinsstrukturkurven inländischer Festzinsanleihen staatlicher Emittenten in Landeswährung¹

Prozent



¹ Restlaufzeit in Jahren (ON = „overnight“). ² „Lebac“. ³ Swapsätze; langfristig; Staatsanleihen (NTN-F). ⁴ Zentralbankemissionen. ⁵ Renditenstrukturkurve für Nullkuponittel. ⁶ „Cetes“ und Staatsanleihen. ⁷ Staatsanleihen, Sekundärmarkt. ⁸ Staatsanleihen („Vebonos“), Auktionen.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 4

Fünftens hat der Handel mit inländischen Anleihen am Sekundärmarkt, ein gängiges Mass für die Liquidität, in den vergangenen Jahren zugenommen (Grafik 1 rechts), bleibt jedoch im Vergleich zu entwickelten Märkten gering (Tabelle 2). Laut der Emerging Markets Trade Association (EMTA) belief sich der Handel ihrer Mitgliedsbanken mit inländischen Wertpapieren in den sieben grössten Ländern der Region für das Gesamtjahr 2005 auf \$ 1,3 Bio.; das entspricht dem 1,6-Fachen des Bestands an umlaufenden Anleihen. Dieses Umsatzvolumen ist geringer als an weiter entwickelten Märkten. Obwohl die Daten nicht ganz vergleichbar sind, belief sich der Handel mit US-Schatztiteln im gleichen Jahr auf etwa \$ 139 Bio., das ist das 22-Fache des entsprechenden Anleiheumlaufs. Ausserdem ist die Schwankungsbreite der Sekundärmarktumsätze innerhalb von Lateinamerika erheblich. Während der Jahresumsatz mit mexikanischen Titeln das Fünffache des Umlaufs beträgt, erreicht er in Peru und Venezuela nicht einmal das Volumen des Umlaufs.

Schwacher Handel am Sekundärmarkt ...

Indikatoren für die Liquidität am Sekundärmarkt für inländische Staatsanleihen 2005

	Jahresumsatz		Geld-Brief-Spanne	Durchschnittliche Transaktionsgrösse nach Geld-Brief-Spanne
	Mrd. US-Dollar	In Prozent der umlaufenden Titel		
Argentinien	91,5	187	10–50 Basispunkte auf festverzinsliche und inflationsindexierte Anleihen	ARS 2–10 Mio.
Brasilien	433,0	79	5 Basispunkte auf festverzinsliche Anleihen	BRL 10–50 Mio.
Chile	26,0	98	5 Basispunkte auf festverzinsliche Anleihen	CLP 100 Mio.
			5–10 Basispunkte auf inflationsindexierte Anleihen	UF 100 000
Kolumbien	45,0	132	3–5 Basispunkte auf festverzinsliche Anleihen	COP 2 Mrd.
Mexiko	696,7	494	3–5 Basispunkte auf festverzinsliche Anleihen	MXN 50–100 Mio.
			5–15 Basispunkte auf inflationsindexierte Anleihen	MXN 5–10 Mio.
Peru	2,6	46	10–20 Basispunkte auf festverzinsliche Anleihen	USD 1 Mio.
Venezuela	2,8	39	50–100 Basispunkte auf zinsvariable Anleihen	VEB 2,4 Mrd.
Insgesamt	1 297,6	160
<i>Nachrichtlich:</i> USA	138 756,0	2 186	0,8–1,6 Basispunkte auf festverzinsliche Anleihen	USD 25 Mio.

Anmerkung: Jährliche Umsatzdaten für lateinamerikanische Länder gemessen an den Sekundärmarkttransaktionen, die die wichtigsten Händler und Portfoliomanagementgesellschaften der EMTA melden. Jährlicher Umsatz für die USA auf der Basis der täglichen Transaktionen von US-Schatzpapieren zwischen Händlern, wie sie im Statistical Supplement des Federal Reserve Bulletin erfasst werden.

Quellen: Sack und Elsasser (2004); Federal Reserve; Banco Central de Venezuela; IWF; Citigroup; EMTA; JPMorgan Chase; BIZ.

Tabelle 2

Die Marktliquidität hat noch weitere wichtige Dimensionen, z.B. die Effizienz des Marktes für die Marktteilnehmer (Marktenge). Wie Tabelle 2 zeigt, erscheinen die Märkte für festverzinsliche Staatspapiere im Vergleich zum US-Markt nicht als besonders eng. Die Geld-Brief-Spannen, die eine Vorstellung davon vermitteln, welche Kosten den Marktteilnehmern für Transaktionen entstehen, sind in Lateinamerika sogar deutlich höher als in den USA.⁶ Aber auch hier gibt es wieder bedeutende Unterschiede im Ländervergleich. In Kolumbien und Mexiko sind die Geld-Brief-Spannen gering, in Argentinien, Peru und Venezuela dagegen recht gross.

⁶ Zum Vergleich: Die Geld-Brief-Spannen an den Staatsanleihemärkten in Asien reichen von 1–2 Basispunkten in Indien, Korea und Singapur bis zu 7 Basispunkten in Indonesien. S. Jiang und McCauley (2004).

Sechstens schliesslich gibt es in Lateinamerika derzeit keine aktiv gehandelten Derivatkontrakte auf Referenzstaatsanleihen, doch der Handel mit kurzfristigen Zinskontrakten oder Swaps weitet sich in den wichtigsten Ländern rasant aus. In Brasilien werden Positionen an den Märkten für festverzinsliche Instrumente im Grossen und Ganzen über Tagesgeldfutures und -swaps eingegangen statt über Kassamarktwerte. Dies erklärt auch den in den letzten Jahren zu beobachtenden hohen Umsatzzuwachs im Börsenhandel, wobei 2005 ein Wert von \$ 6,9 Bio. erreicht wurde, gegenüber \$ 2,6 Bio. 2000.⁷ In Mexiko, wo sich der Börsenhandel mit Festzinskontrakten auf die Interbankzinssätze beschränkt, betrug der Umsatz 2005 \$ 1 Bio., nachdem er 2000 praktisch null betragen hatte. Meldungen zufolge werden ausserbörsliche Währungsterminkontrakte und Devisenswaps in Mexiko jedoch zunehmend beliebter. Derartige Instrumente helfen ausländischen Anlegern und Emittenten, sich gegen Währungs- und Zinsänderungsrisiken bei Anleihen in Landeswährung abzusichern, und erleichtern ihnen damit den Zugang zum Markt für diese Titel.⁸

... aber steigender Handel mit Derivaten

Diversifizierung und Tragfähigkeit des Wachstums der Anleihemärkte

Das Wachstum der inländischen Anleihemärkte hängt teilweise von der Nachhaltigkeit der weltweiten Entwicklung in Richtung Portfoliodiversifizierung ab. Vieles deutet darauf hin, dass die Faktoren, die die Entwicklung der Anleihemärkte in Lateinamerika begünstigen, grossenteils von Dauer sind.

Günstige Faktoren offenbar von Dauer

Zunächst gibt es einen anhaltenden Prozess der Integration zwischen fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften. Hierzu gehört auch die zunehmende Verfügbarkeit von erschwinglichen Echtzeitinformationen über die Performance von Ländern und Unternehmen. Die Entwicklung elektronischer Handelsplattformen hat zudem die Transaktionskosten und die Ausführungszeiten erheblich verringert, wodurch sich die Marktbeteiligung zusätzlich verbreitert hat (Wooldridge et al. 2003).

Gleichzeitig ist die Attraktivität von Anleihen in Landeswährung als Anlagekategorie für internationale Investoren durch eine verbesserte Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsleistung in grossen Teilen der Region gestiegen. Die meisten Länder weisen inzwischen niedrige Inflationsraten, hohe Überschüsse des Primärhaushalts und eine vorteilhafte Leistungsbilanz auf. Zum Teil auch wegen dieses günstigeren Umfelds werden die

⁷ Zum Vergleich: Der Umsatz an den US-Börsen erreichte 2005 etwa \$ 750 Bio.

⁸ Die Märkte für Anleihen in Landeswährung haben den Derivatmarkt in Mexiko gefördert. Ausländische Finanzinstitute profitierten von der Nachfrage nach erstklassigen Wertpapieren in Peso und begaben mehrere internationale Peso-Anleihen. Da solche Emittenten die Erlöse aus ihren Emissionen oft in andere Währungen umtauschen, bilden sie natürliche Gegenparteien zu den ausländischen Anlegern, die auf Peso lautende Wertpapiere absichern möchten. Der mexikanische Peso ist inzwischen eine der wenigen Währungen aufstrebender Volkswirtschaften, für die ein lebhafter Handel in ausserbörslichen Derivaten besteht (BIZ 2005).

Korrelationen und Renditen an den inländischen Anleihemärkten

Januar 2003 – April 2006

Korrelationen		GBI-EM ¹							EMBI ²	10-jährige US-Schatzanleihen
		Brasilien ³	Chile	Kolumbien	Mexiko	Lateinamerika	Asien	Europa		
GBI-EM ¹	Brasilien ³	1,00								
	Chile	0,34	1,00							
	Kolumbien	0,52	0,29	1,00						
	Mexiko	0,50	0,56	0,48	1,00					
	Lateinamerika	0,78	0,53	0,72	0,89	1,00				
	Asien	0,33	0,07	0,31	0,31	0,35	1,00			
	Europa	0,10	0,21	0,21	0,28	0,25	0,42	1,00		
EMBI ²		0,52	0,24	0,49	0,50	0,56	0,49	0,49	1,00	
10-jährige US-Schatzanleihen		0,23	0,00	0,22	0,25	0,24	0,37	0,37	0,71	1,00
Renditen										
2003		23,7	27,7	19,4	7,1	16,7	7,9	14,0	22,3	2,1
2004		24,1	16,3	33,6	5,6	13,8	3,0	28,9	11,7	5,7
2005		36,9	16,2	26,1	21,2	22,8	5,2	3,9	10,3	2,4
2006 (Teildaten)		14,7	-1,6	3,2	-0,7	6,1	3,5	1,5	1,5	-3,1
Kumuliert		142,2	65,8	117,5	34,9	73,2	21,1	55,4	53,1	7,2

¹ GBI-EM Broad Diversified. ² EMBI Global Diversified. ³ Stichprobe von Mai 2003 bis April 2006.
 Quelle: Berechnungen der Autoren basierend auf Daten von JPMorgan Chase. Tabelle 3

Inlandszinsen zunehmend von der wirtschaftlichen Entwicklung im Land selbst bestimmt und weniger von externen Einflüssen. In einigen Ländern wie Mexiko hat sich sogar die inländische Renditenstrukturkurve in der letzten Zeit weitgehend von der entsprechenden US-Kurve abgekoppelt.

Lokale Märkte mit Diversifizierungsnutzen

Tabelle 3 dokumentiert summarisch den Diversifizierungsnutzen, den die inländischen Anleihemärkte Lateinamerikas gegenüber anderen Anlagekategorien in globalen Portfolios haben – jedenfalls aus der Sicht von Anlegern mit dem US-Dollar als Basiswährung. Dieser Nutzen ist offensichtlich angesichts der seit Januar 2003 relativ geringen Korrelation der Renditen lateinamerikanischer Anleihen in Landeswährung mit: a) Anleihen asiatischer und europäischer aufstrebender Volkswirtschaften in Landeswährung (0,35 bzw. 0,25), b) dem EMBI-Index für Fremdwährungsanleihen (0,56) und c) 10-jährigen US-Schatzanweisungen (0,24). Diese letztgenannte Korrelation war geringer für lateinamerikanische Anleihen in Landeswährung als der entsprechende Wert für asiatische und europäische Anleihen in Landeswährung (jeweils 0,37) bzw. für den Index EMBI Global Diversified (0,71).⁹ Die letzte Zeile von Tabelle 3 deutet darauf hin, dass dieser

⁹ Giacomelli und Pianetti (2005) kommen zu ähnlichen Ergebnissen.

Diversifizierungsnutzen im Beobachtungszeitraum nicht auf Kosten geringerer Renditen ging: Seit 2003 haben die kumulierten lateinamerikanischen Renditen die Renditen anderer aufstrebender Volkswirtschaften übertroffen, da die inländischen Nominalrenditen sanken und die Währungen aufwerteten.

Allerdings hängt ein solcher Nutzen zum Teil davon ab, ob die Renditekorrelationen mit anderen Festzinsinstrumenten auch in Krisenzeiten gering bleiben. Es gibt einige empirische Hinweise darauf, dass dies tatsächlich der Fall sein könnte (Bayliss 2004). Es stehen jedoch nicht genug Daten zur Verfügung, anhand deren die Stabilität der Korrelationen über einen ausgedehnteren Zeitraum getestet werden kann. Es müsste eine längere Phase erheblich ungünstigerer Marktbedingungen eintreten, bevor sich klarere Schlüsse ziehen lassen.

Währungsinkongruenzen und Refinanzierungsrisiko

Von entscheidender Bedeutung bei der Entwicklung der lateinamerikanischen Märkte für Anleihen in Landeswährung ist das Ausmass, in dem dadurch die Anfälligkeit gegenüber Währungs- und Laufzeiteninkongruenzen verringert werden konnte.

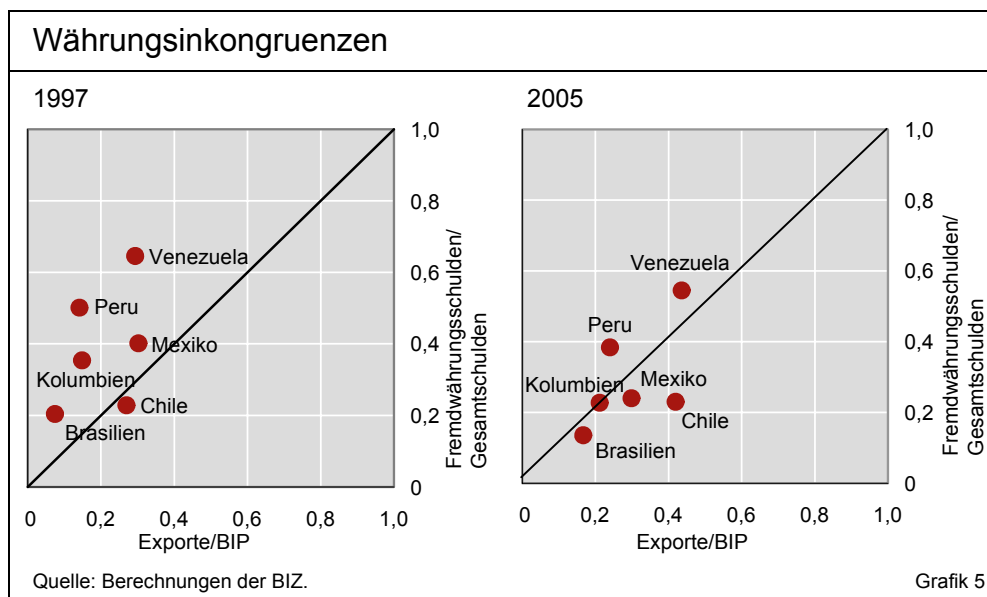
Die verfügbaren Daten legen den Schluss nahe, dass der bisher bei der Entwicklung dieser Märkte erzielte Fortschritt dazu beigetragen haben dürfte, Währungsinkongruenzen innerhalb der Region abzubauen. Dies ist eindeutig der Fall, wenn die bereits erwähnte Abkehr von dollarindexierten Verbindlichkeiten des öffentlichen Sektors in Betracht gezogen wird. Ausserdem haben die Währungsinkongruenzen in der Region als Ganzes abgenommen. Ein häufig verwendeter Massstab für Währungsinkongruenzen ist der Anteil der Verbindlichkeiten in Fremdwährung an den Gesamtverbindlichkeiten geteilt durch das Verhältnis von Exporten zum BIP.¹⁰ Wie Grafik 5 zeigt, lag dieses Verhältnis 1997 in allen grossen Ländern ausser Chile deutlich über 1 (d.h. klar über der 45-Grad-Linie). Bis 2005 war dieses Verhältnis in der gesamten Region markant kleiner geworden. Der Grad der Dollarisierung, gemessen als Anteil der Dollareinlagen an den Gesamteinlagen im Bankensystem, ist ebenfalls zurückgegangen. Besonders offensichtlich war dies in Peru, wo dieser Anteil von 77% im Jahr 1999 auf 62% im Jahr 2005 fiel. Auch Untersuchungen auf Unternehmensebene deuten darauf hin, dass die Währungsinkongruenzen bei den Wirtschaftsunternehmen Lateinamerikas zurückgegangen sind. Gemäss Bleakey und Cowan (2005) beispielsweise gleichen die Unternehmen inzwischen die Währungszusammensetzung ihrer Verbindlichkeiten tendenziell mit ihren Ertragsströmen ab.

Trotz dieser positiven Entwicklungen dürfte die Umschichtung von Auslands- zu Inlandsverschuldung das Risiko aus Währungsinkongruenzen durch Risiken aufgrund von Laufzeiteninkongruenzen ersetzt haben. Das

Inländische
Anleihemärkte
verringern
Währungs-
inkongruenzen ...

... verstärken
jedoch wahr-
scheinlich
Laufzeiten-
inkongruenzen

¹⁰ Dieser Indikator berücksichtigt nicht nur die Auswirkungen des Wechselkurses auf den Wert von Aktiva und Passiva, sondern auch die Währungsdenominierung von Ertragsströmen (s. Goldstein und Turner 2004).



gesamtwirtschaftliche Umfeld hat sich verbessert, doch legen die Investoren in einigen Ländern nach wie vor nur zögerlich Mittel über längere Zeit zu festen Zinsen in Landeswährung an. Durch die daraus resultierende Dominanz von kurzfristigen, zinsvariablen und inflationsindexierten Anleihen, wie in Grafik 1 und 2 dargestellt, könnten sich die Länder Lateinamerikas einem erheblichen Refinanzierungsrisiko gegenübersehen, falls sich die Bedingungen an den lokalen oder globalen Finanzmärkten verschlechtern. Das gilt genauso für den Unternehmenssektor, wo bei der Reduzierung von Laufzeiteninkongruenzen nur geringe Fortschritte erzielt wurden. So zeigen beispielsweise die auf Unternehmensebene erhobenen Daten von Kamil (2004), dass der Anteil der langfristigen Verbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten in der Region seit Mitte der 1990er Jahre zurückgegangen ist.

Liquidität am Sekundärmarkt

Das geringe Handelsvolumen am Sekundärmarkt gibt zu denken, denn aktive Märkte sind eine elementare Voraussetzung für das kostengünstige Eingehen und Auflösen von Positionen. Eine geringe Liquidität oder das Versiegen der Liquidität in einer Krise kann erhebliche Veränderungen der Marktpreise und der Volatilität bewirken.¹¹ Ausserdem sind liquide Finanzmärkte für moderne Risikomanagementsysteme unabdingbar: Diese müssen sich für die Bewertung eines Portfolios auf die präzise Ableitung von Referenzsätzen und für die häufigen Umschichtungen in den Portfolios auf einen gut funktionierenden Markt verlassen können. Begrenzte Markttiefe und geringe Liquidität am langen Ende der inländischen Renditenstrukturkurven können zudem die Präzision der Preisinformationen beeinträchtigen, die aus diesen Kurven

¹¹ Mehrere Länder Lateinamerikas haben in Krisenzeiten tatsächlich bereits eine gewisse Anfälligkeit gezeigt. Gute Beispiele hierfür sind Brasilien 2001 und 2002 sowie Kolumbien 2002, wo Turbulenzen an den Finanzmärkten dazu führten, dass die Marktliquidität für Staatsanleihen austrocknete. In Kolumbien war die Regierung in der zweiten Jahreshälfte 2002 nicht in der Lage, Anleihen zu begeben – die sogenannte TES-Minikrise.

gewonnen werden. Beispielsweise können Verschiebungen der Renditenstrukturkurve schwierig zu interpretieren sein, wenn die Kurse für längerfristige Anleihen nicht nur durch makroökonomische Faktoren, sondern möglicherweise auch durch Liquiditäts- und andere Prämien beeinflusst werden.¹²

Die Marktliquidität kann mit verschiedenen Faktoren in Zusammenhang gebracht werden. Das Volumen des Anleihemarktes und seiner verschiedenen Emissionen wird gewöhnlich als ein entscheidender Faktor für seine Markttiefe und Liquidität betrachtet. McCauley und Remolona (2000) geben als grob geschätzten Schwellenwert für einen tiefen und liquiden Anleihemarkt einen Wert von \$ 100 Mrd. an. In Lateinamerika liegen nur die Märkte Brasiliens und Mexikos über diesem Schwellenwert. Wie jedoch Tabelle 2 zeigt, hat sich in Kolumbien ein Markt für Staatsanleihen entwickelt, der trotz seiner geringen Grösse relativ liquide ist.

Darüber hinaus kann auch die Art der an einem Markt gehandelten Instrumente Auswirkungen auf dessen Liquidität haben. Im Allgemeinen werden indexierte Anleihen bis zur Fälligkeit gehalten. Sie werden daher weniger aktiv gehandelt und sind weniger liquide als Geldmarktinstrumente oder klassische Festzinsanleihen. Dies zeigt sich in den grösseren Geld-Brief-Spannen von inflationsindexierten Anleihen. Wenn ein breites Spektrum von Finanzinstrumenten zur Verfügung steht, kann dies zudem verhindern, dass sich ein genügend grosser Bestand an Anleihen mit standardisierten Konditionen aufbaut, wie er für einen aktiven Handel erforderlich wäre. In Brasilien beispielsweise gibt es verschiedene Arten von inflationsindexierten Anleihen, und in Mexiko begeben diverse Schuldner des öffentlichen Sektors festverzinsliche Anleihen. Eine Konsolidierung beim Angebot an Staatsanleihen – entweder hinsichtlich der Anleihen selbst oder hinsichtlich der Emittenten – würde vermutlich erheblich zur Steigerung der Liquidität beitragen.

Ebenso wichtig ist die Breite der Anlegerbasis. Der Übergang zu privat finanzierten Pensionssystemen in Lateinamerika hat die institutionelle Nachfrage nach inländischen Anleihen enorm gestärkt, doch die Anlegerbasis bleibt schmal.¹³ So sind die Investmentfonds unterentwickelt (mit Brasilien als wichtigster Ausnahme), die Versicherungsgesellschaften sind eher klein, und eine inländische Hedge-Fonds-Branche gibt es praktisch nicht. In einigen Ländern, beispielsweise in Chile, haben sich die Pensionsfonds an den Anleihemärkten faktisch ein Nachfragemonopol geschaffen. Ausserdem sind

Liquidität beeinflusst durch Marktvolumen ...

... ebenso wie durch Palette verfügbarer Finanzinstrumente ...

... und Breite der Anlegerbasis

¹² In Volkswirtschaften mit einer Vorgeschichte hoher Inflation und/oder anhaltender Haushaltsungleichgewichte können die Schwankungen der Risikoprämie so gross und deren Ursachen so schwer abzugrenzen sein, dass realwirtschaftliche und wirtschaftspolitische Preissignale nicht deutlich zu erkennen sind. Zudem kann das mögliche – wenn auch nicht sehr wahrscheinliche – Eintreten von einschneidenden nachteiligen Ereignissen die Risikoprämie erhöhen.

¹³ Institutionelle Anleger spielen in den meisten Ländern nur eine geringe Rolle. In Chile stieg das Vermögen der Pensionsfonds seit den frühen 1970er Jahren allmählich an und erreichte 2004 etwa 70% des BIP. Der entsprechende Anteil in anderen Ländern ist jedoch viel kleiner und reicht von 6% des BIP in Mexiko bis zu 14% des BIP in Argentinien (Crabbe 2005).

ausländische Anleger an den meisten Inlandsmärkten aufgrund verbreiteter Kapitalverkehrskontrollen – wie sie in Argentinien, Brasilien, Kolumbien und Venezuela immer noch gelten – nach wie vor nur begrenzt präsent. Überdies wird der Handel durch verschiedene aufsichtsrechtliche Bestimmungen oder durch Zins-, Kapitalgewinn- oder Transaktionssteuern zusätzlich gehemmt.¹⁴ Die starke internationale Nachfrage nach globalen Anleiheemissionen Brasiliens und Kolumbiens in Landeswährung zeigte deutlich, dass die Anleger Titel bevorzugen, die von solchen Hemmnissen nicht betroffen sind (Tovar 2005). In Mexiko wurde die jüngste Dynamik an den Inlandsmärkten zum Teil dem ungehinderten Zugang ausländischer Anleger zum inländischen Anleihemarkt zugeschrieben.

Schlussbemerkungen

Die lateinamerikanischen Volkswirtschaften haben bei der Entwicklung ihrer inländischen Anleihemärkte erhebliche Fortschritte erzielt. Eine Reihe von Herausforderungen sind jedoch noch zu meistern. Am dringlichsten sind die Verringerung der Anfälligkeit der Schuldenstruktur gegenüber dem Refinanzierungsrisiko und die Steigerung der Liquidität am Sekundärmarkt. Inwieweit diese Märkte für die lateinamerikanischen Volkswirtschaften eine verlässliche Finanzierungsquelle darstellen, muss sich zudem erst zeigen. Derzeit scheint die Region zwar weniger anfällig gegenüber finanziellen Schocks, doch könnten weniger günstige Marktbedingungen die noch jungen inländischen Anleihemärkte einem neuen, unerwarteten Druck aussetzen. In diesem Sinne sollten die Verantwortlichen die Weiterentwicklung dieser Märkte fördern.

Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2005): „Märkte für derivative Instrumente“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember, S. 49–61.

Bayliss, J. (2004): *Emerging markets' external debt as an asset class*, JPMorgan Emerging Markets Research.

Bleakey, H. und K. Cowan (2005): *Corporate dollar debt and devaluations: much ado about nothing?*, Mimeo.

Crabbe, C. (2005): *A quarter century of pension reform in Latin America; lessons learned and next steps*, Inter-American Development Bank.

¹⁴ In Brasilien müssen ausländische Anleger Anleihekäufe bei der brasilianischen Wertpapieraufsicht und der Zentralbank registrieren lassen und einen gesetzlichen Vertreter bestimmen, der verpflichtet ist, den steuerrechtlichen Status ihrer Transaktionen laufend zu überwachen. Ausserdem sind mindestens zwei Arten von Transaktionssteuern zu entrichten (eine weitere Quellensteuer auf Kapitalerträge in Höhe von 15% wurde im Februar 2006 abgeschafft). In Kolumbien können ausländische Anleger inländische Anleihen nur über Investmentgesellschaften erwerben, und es wird eine Quellensteuer erhoben, deren Höhe sich nach der Laufzeit der Anleihen richtet.

- Giacomelli, D. und F. Pianetti (2005): *Expanding the efficient frontier*, JPMorgan Emerging Markets Research.
- Goldstein, M. und P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Jeanneau, S. und C. Pérez Verdia (2005): „Verringerung der Anfälligkeit des Finanzsystems: die Entwicklung des Inlandsmarktes für Staatsanleihen in Mexiko“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember, S. 109–122.
- Jiang, G. und R. McCauley (2004): „Asiatische Märkte für Anleihen in Landeswährung“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 77–91.
- Kamil, H. (2004): *A new database on the currency composition and maturity structure of firms' balance sheets in Latin America, 1990–2002*, Inter-American Development Bank, Mimeo.
- Mathieson, D., J. Roldos, R. Ramaswamy und A. Ilyina (2004): „Emerging local securities and derivatives markets“, *World Economic and Financial Surveys*, Internationaler Währungsfonds, Washington D.C.
- McCauley, R. und E. Remolona (2000): „Umfang und Liquidität der Märkte für Staatsanleihen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 56–65.
- Sack, B. und R. Elsasser (2004): „Treasury inflation-indexed debt: a review of the US experience“, *FRBNY Economic Policy Review*, Mai, S. 37–63.
- Tovar, C. (2005): „Internationale Staatsanleihen in Landeswährung: jüngste Entwicklungen in Lateinamerika“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember, S. 123–134.
- Wooldridge, P., D. Domanski und A. Cobau (2003): „Neue Muster in der Verflechtung zwischen entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkten“, *BIZ-Quartalsbericht*, September, S. 53–64.