

Vorsicht Stufe: Unterschiede im Rating für Staatsschulden in Landes- und in Fremdwährung¹

Im letzten Jahrzehnt ist es allgemein üblich geworden, dass Rating-Agenturen neben einem Rating für staatliche Schuldtitel in Fremdwährung auch eines für Schulden in Landeswährung geben. Dieses fällt oft besser aus, weil davon ausgegangen wird, dass ein Staat eher imstande und willens ist, Schulden in seiner eigenen Währung zu bedienen. Eine Lücke zwischen Landes- und Fremdwährungsrating besteht jedoch nicht immer, und sie ist auch nicht immer gleich gross.

Diese Rating-Unterschiede dürften die Entwicklung an den globalen Kapitalmärkten zunehmend beeinflussen. Viele Staaten haben es sich zum Ziel gesetzt, als Alternative zum Zustrom ausländischen Kapitals Anleihemärkte für Papiere in Landeswährung zu entwickeln.² Über ihre Auswirkungen sowohl auf die Akzeptanz seitens der Anleger als auch auf die Marktpreise dürften unterschiedliche Ratings für Fremd- bzw. Landeswährung dies unterstützen, und sie dürften auch im Hinblick auf die zunehmende Verwendung von Ratings für Belange der Bankenaufsicht von Bedeutung sein.

Das Feature beginnt mit einem Überblick über die Entwicklung der beiden Arten von Ratings für Staatsschulden. Ratings für Landeswährungsanleihen sind tendenziell meist jünger, da es die Märkte für diese Anleihen noch nicht so lange gibt. Anschliessend wird untersucht, wie häufig und um wie viel das Landeswährungsrating höher ist als das Fremdwährungsrating. Dabei zeigen sich nicht nur Unterschiede zwischen Schuldner, sondern auch erstaunliche Abweichungen zwischen den Rating-Agenturen untereinander, was darauf schliessen lässt, dass bei der Risikoeinschätzung von Schulden in Landeswährung eine grössere Uneinigkeit zwischen den Agenturen besteht.

¹ Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Der neu geschaffene Asian Bond Fund z.B. investiert zwar zunächst in Dollarschuldtitel, doch wollen die ostasiatischen Zentralbanken prüfen, ob nicht auch in Anleihen in Landeswährung investiert werden soll. S. EMEAP (2003).

Landes- und Fremdwährungsratings – ein wachsender Markt

Die Einstufung von Ländern ist ein schnell wachsender Geschäftsbereich für die Rating-Agenturen. Im Jahr 1985 hatten lediglich 17 Staaten ein Rating für Anleiheemissionen an den internationalen Kapitalmärkten.³ Die meisten Länder erhielten dabei die Klassifizierung AAA; weniger finanzstarke Länder griffen auf Banken oder privat platzierte Anleihen zurück (Tabellen 1 und 2). Doch in den letzten 15-20 Jahren nehmen auch die Länder am unteren Ende der Bonitätskala zunehmend die Anleihemärkte in Anspruch. Insbesondere in den letzten zehn Jahren ist die Anzahl von Erstbewertungen deutlich gestiegen.

Ursprünglich bezogen sich die meisten neuen Ratings staatlicher Schuldner auf Fremdwährungstitel, da die Staaten anscheinend kaum Bedarf sahen, ihre auf Landeswährung lautenden Titel bewerten zu lassen. Doch in der Zwischenzeit verfügt ein immer grösserer Anteil Staaten auch über Ratings für ihre Schatztitel in Landeswährung, was wohl damit zusammenhängt, dass eine Ausweitung des Anlegerkreises für Landeswährungsanleihen angestrebt wird.⁴ In den letzten acht Jahren erhielten weitere 47 Staaten ein Rating für ihre Verbindlichkeiten in Fremdwährung (45% aller Staaten mit Rating); im Vergleich dazu wurde bei 72 Ländern erstmals ein Landeswährungsrating vorgenommen (mehr als zwei Drittel aller Staaten mit Rating). Dabei haben sich die Landeswährungsratings so stark ausgebreitet, dass sich nunmehr die Anzahl der Länder mit Landeswährungsratings praktisch mit derjenigen der Länder mit Fremdwährungsratings deckt.

Steigende Nachfrage nach Länderratings ...

... insbesondere nach Landeswährungsratings ...

Landes- und Fremdwährungsratings von Staatsschulden		
	Neue Fremdwährungsratings	Neue Landeswährungsratings
	Anzahl Staaten	
Bis 1985 einschl.	17	0
1986–90	22	3
1991–95	19	31
1996–2000	36	60
2001–03	11	12
Insgesamt	105	106

Anmerkung: Einbezogen sind Staaten, für die ein Rating von mindestens einer der drei grossen Rating-Agenturen vorlag. Die USA erhielten erst 1992 ein Fremdwährungsrating.

Quellen: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabelle 1

³ Auch in den zwanziger Jahren führten die Rating-Agenturen zahlreiche Bewertungen durch; Moody's hatte bis 1929 rund fünfzig Staaten bewertet. Doch während der Weltwirtschaftskrise war an den internationalen Anleihemärkten weit weniger Aktivität zu verzeichnen, und nach dem Zweiten Weltkrieg gab es diese Märkte praktisch nicht mehr.

⁴ Ein weiterer Grund für die gestiegene Nachfrage nach Landeswährungsratings ist anscheinend die Zunahme strukturierter Transaktionen, bei denen die für Schuldtitel in Fremdwährung typischen Risiken – wie das Konvertibilitäts- und das Transferrisiko – abgetrennt werden.

Bonität neuer Ratings von Staatsschulden		
	Neue Fremdwährungs-ratings	Neue Landeswährungs-ratings
	Medianwert	
Bis 1985 einschl.	AAA	...
1986–90	A+	AAA
1991–95	BB+	AA–/A+
1996–2000	BB	BBB
2001–03	BBB	BB
Anmerkung: Einbezogen sind Staaten, für die ein Rating von mindestens einer der drei grossen Rating-Agenturen vorlag.		
Quellen: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabelle 2		

... und auch Einbeziehung Schuldner niedrigerer Bonität

Der Anstieg der Nachfrage nach Landeswährungsratings vollzieht sich insofern auffallend ähnlich wie seinerzeit bei den Fremdwährungsratings, als zunehmend auch Schuldner geringerer Bonität ein Rating erhalten. Ursprünglich kam die Nachfrage nach Landeswährungsratings zumeist von AAA-Schuldern, doch der Markt hat sich ständig in Richtung niedriger eingestufte Schuldner erweitert. Seit 2001 liegt der Medianwert mit BB unterhalb der Anlagequalität (Tabelle 2).

Aufsichtsrechtliche Regelungen, die Agentur-Ratings zugrunde legen, unterscheiden fast nie zwischen Forderungen in Landeswährung und Forderungen in ausländischer Währung. Die wenigen Ausnahmen begünstigen Landeswährungsratings und/oder Forderungen in Landeswährung. Der Standardansatz der Neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung sieht bei Forderungen in ausländischer Währung an multilaterale Entwicklungsbanken, bei denen nach Einschätzung der nationalen Aufsicht „das Konvertierungs- und das Transferrisiko voll reduziert wurden“, beispielsweise vor: „In diesen Fällen kann das auf die Heimatwährung bezogene Rating des Schuldners an Stelle seines auf ausländische Währungen bezogenen Rating für Risikogewichtungszwecke herangezogen werden“.⁵

Unterschiedliches Rating

Lücke zwischen Landes- und Fremdwährungs-rating ...

Rating-Agenturen geben staatlichen Schuldtiteln in Landeswährung meist ein besseres Rating als Titeln in Fremdwährung. In der Regel wird das damit erklärt, dass davon auszugehen sei, dass der Staat Steuern in eigener Währung erheben kann und deshalb Vermögenswerte in Landeswährung besser bereitstellen kann. Ausserdem muss sich der Staat Devisen beschaffen, um seine Schulden in ausländischer Währung zu tilgen, während er zur

⁵ S. Basler Ausschuss (2003). Darüber hinaus überlässt es die Eigenkapitalvereinbarung dem Ermessen der nationalen Aufsichtsbehörden, für Bankkredite in Landeswährung, die an Staaten oder Zentralbanken gewährt werden, noch geringere Risikogewichte anzusetzen (sofern diese auch in der Landeswährung refinanziert werden); bei Krediten in Fremdwährung ist dies nicht möglich.

Bedienung der Verbindlichkeiten in Landeswährung zusätzliches Geld in Umlauf bringen kann (s. z.B. Fitch Investors Service 2003).

Demnach wäre die Rating-Lücke tendenziell weniger gerechtfertigt, wenn die Möglichkeit des Staates eingeschränkt wäre, den inländischen Bargeldumlauf zu erhöhen. Ein gutes Beispiel hierfür wären Staaten, die Währungen anderer Länder verwenden, wie Panama und El Salvador. Auch die Länder des Euro-Raums sind ein Sonderfall, denn durch die Übertragung der geld- und währungspolitischen Zuständigkeit an die EZB ist der Unterschied zwischen Verbindlichkeiten in Landes- bzw. Fremdwährung wesentlich geringer geworden.⁶ Insgesamt dürften die mit hohen Inflationsraten oftmals verbundenen hohen politischen Kosten zur Folge haben, dass die Erreichung guter Landeswährungsratings über die Notenpresse in der Praxis nur beschränkt möglich ist.

Eine weitere mögliche Ausnahme könnte gelten, wenn die Fremdwährungsemissionen im Verhältnis zu den gesamten ausstehenden Verbindlichkeiten eines Staates gering sind. Denn eines der Grundprinzipien bei der Analyse von Staatsschulden besteht darin, dass das Länderrisiko immer von der Zahlungsbereitschaft und der Zahlungsfähigkeit abhängt. Ist die Schuldenlast klein, unternimmt der Staat unter Umständen zusätzliche Anstrengungen, um bei Schuldtiteln in Fremdwährung einen Ausfall zu vermeiden. Das damals relativ geringe Volumen internationaler Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften erklärt wahrscheinlich, warum es zu Beginn der achtziger Jahre – trotz etlicher Programme zur Umschuldung von Bankkrediten – bei den Anleihen zu relativ wenigen Ausfällen kam.

... durch Einschränkung des währungspolitischen Spielraums reduzierbar

Die Lücke und die Rating-Verteilung

Ein weiterer Einflussfaktor für die Grösse der Rating-Lücke ist rein technischer Natur: Ein höheres Rating als AAA (Aaa) gibt es im Klassifikationsschema der Rating-Agenturen nicht. Die zusätzliche Bonität, die ein mit AAA bewerteter Fremdwährungskredit hätte, wenn er auf Landeswährung lautete, lässt sich nicht erfassen. Zudem können sich als AA+ eingestufte Staaten nur um eine Stufe verbessern und so weiter. Somit müsste die Lücke dann grösser sein und häufiger auftreten, wenn das Fremdwährungsrating niedriger ist als AAA oder AA. Dies lässt sich im Allgemeinen tatsächlich feststellen (Tabelle 3).

Demgegenüber zeigt sich, dass die Lücke in der mittleren Rating-Klasse BBB am grössten ist. Bei Standard & Poor's z.B. liegen die Landeswährungsratings von drei Viertel aller bewerteten Staaten in dieser Kategorie zwei oder mehr Stufen über den Fremdwährungsratings. Dagegen ist der relative Vorteil von Schuldtiteln in Landeswährung für Länder mit einem Rating unterhalb der Anlagequalität viel kleiner als für Länder, die darüber liegen. Auch bei den anderen Rating-Agenturen ist die Höckerform dieser Verteilung erkennbar.

Lücke bei BBB am grössten

⁶ Wengleich es unterschiedliche Auffassungen gab, ob die Fremdwährungsratings nach oben oder die Landeswährungsratings nach unten angepasst werden sollten, beseitigten bzw. reduzierten die grossen Rating-Agenturen für die Länder des Euro-Raums die Rating-Lücken zwischen Landes- und Fremdwährung zur Einführung des Euro (eine ausführlichere Diskussion s. McCauley und White 1997).

Abstände zwischen Landes- und Fremdwährungsrating (S&P)			
Fremdwährungsrating	Kein Unterschied	Landeswährungsrating genau eine Stufe höher	Landeswährungsrating mehr als eine Stufe höher
	Anzahl Staaten		
AAA	17	0	0
AA	8	2	0
A	4	5	8
BBB	0	3	9
BB	3	8	6
B	9	4	3

Anmerkung: Allgemeine Rating-Kategorien, d.h. AA schliesst AA+, AA und AA- ein.
Quelle: Standard & Poor's. Tabelle 3

Warum die Rating-Lücke von Staaten diese weitere Besonderheit aufweist, leuchtet nicht unmittelbar ein. Bestünde irgendein Zusammenhang zwischen diesen Unterschieden und dem Bestreben der Emittenten, für Schuldtitel in Landeswährung ein Anlagerating zu erreichen, dann wären in der Kategorie BB (Fremdwährung) grössere Lücken zu erwarten – doch dies ist nicht der Fall. Standard & Poor's postuliert, dass Länder mit niedrigem Rating Risiken ausgesetzt sind, wie z.B. dem Risiko innerer Unruhen und politischer Krisen, die in Situationen, in denen der Ausfall von Schuldtiteln in Fremdwährung hingenommen wird, auch die Bedienung ihrer Verbindlichkeiten in Landeswährung erschweren (Standard & Poor's 2002).

Ausfall des Staatsschuldners bei Schuldtiteln mit Rating

Im Idealfall liesse sich aus der Ausfallstatistik ablesen, ob bewertete Schuldtitel in Landeswährung, die zumeist als sicherer gelten, dies in der Vergangenheit auch tatsächlich waren. Da Fremdwährungsratings aber erst seit Ende der achtziger Jahre grössere Verbreitung finden und es sich generell nur um wenige Staaten handelt, ist die Liste der Ausfälle von Schuldtiteln mit Rating recht kurz. Nach Aufzeichnungen von Moody's Investors Service gab es seit 1985 lediglich in neun Staaten Ausfälle von Staatsanleihen mit Ratings, und alle ereigneten sich 1998 oder später (Tabelle 4). Lediglich fünf dieser Staaten hatten zum Zeitpunkt des Ausfalls bewertete Schuldtitel in Fremd- und in Landeswährung.

Die begrenzte Stichprobe lässt keine einheitliche Beziehung zwischen der Währung der Verbindlichkeit und der Ausfallwahrscheinlichkeit erkennen.⁷ In einem Fall (Peru) fielen nur die auf Fremdwährung lautenden Anleihen aus, in

⁷ Die Zusammensetzung der Stichprobe basiert auf den Definitionen von Moody's. Da die grossen Rating-Agenturen den Ausfall von Staatsschuldnern unterschiedlich definieren und die Anzahl der vergebenen Ratings nicht unbedingt übereinstimmt, würden die Stichprobe und die jeweiligen Anmerkungen bei anderen Agenturen möglicherweise anders ausfallen.

Ausfallstatistik nur begrenzt aussagekräftig

Titel in Fremdwährung fielen nicht immer zuerst aus

Ausfälle bei Staatsschulden mit Rating				
	Fremdwährung	Landeswährung	Insgesamt ¹	Kommentar
	Jahr des Ausfalls (vorheriges Rating)			
Argentinien	2001 (Caa3)	2001 (Caa3)	\$ 82,3 Mrd.	Ausfall gleichzeitig
Ecuador	1999 (B3)	1999 (B3)	\$ 6,6 Mrd.	Ausfall Fremdwährung einen Monat vor Ausfall Landeswährung
Moldawien	2001 (B3) 2002 (Caa1)	.	\$ 145 Mio.	Nur Fremdwährungs- rating vorhanden
Pakistan	1998 (Caa1)	.	\$ 750 Mio.	Nur Fremdwährungs- rating vorhanden
Peru	2000 (Ba3)	.	\$ 4,9 Mrd.	Ausfall nur Fremd- währung
Russland	1998 (B1)	1998 (B2)	\$ 73,4 Mrd.	Ausfall Landeswährung einen Monat vor Ausfall Fremdwährung
Ukraine	1998 (B3) 2000 (Caa1)	.	\$ 1,4 Mrd. \$ 1,1 Mrd.	Nur Fremdwährungs- rating vorhanden
Uruguay	2003 (B3)	.		Nur Fremdwährungs- rating vorhanden
Venezuela	.	1998 (B3)	\$ 270 Mio.	Ausfall nur Landes- währung

¹ Summe der Ausfälle von Landes- und Fremdwährungsschulden auf der Basis des Wechselkurses zum oder nahe dem Ausfallzeitpunkt.

Quelle: Moody's Investors Service (2003a). Tabelle 4

einem anderen (Ecuador) dagegen zunächst die auf Fremdwährung lautenden Titel und erst später die entsprechenden in einheimischer Währung. Im Falle Venezuelas fielen nur die auf Landeswährung lautenden Titel aus, während in Russland die Verbindlichkeiten in Landeswährung vor den Auslandsverbindlichkeiten ausfielen. Beim bisher grössten Ausfall eines staatlichen Schuldners, Argentinien, waren beide Arten von Verbindlichkeiten gleichzeitig betroffen.

Unterschiede zwischen den Rating-Agenturen

Es ist je nach Rating-Agentur erstaunlich unterschiedlich, wie oft und in welchem Umfang Landeswährungsschulden ein günstigeres Rating erhalten. Insbesondere bei Moody's sind die Landeswährungsratings im Vergleich zu den anderen Agenturen deutlich seltener höher als die Fremdwährungsratings: Moody's gibt z.B. nur 28% der von ihm bewerteten Staaten ein besseres Landeswährungsrating; bei S&P und Fitch liegt der entsprechende Prozentsatz

Rating-Vorsprung je nach Agentur unterschiedlich gross und häufig

Unterschied zwischen Landes- und Fremdwährungsrating			
Unterschied	Moody's	S&P	Fitch
	Anzahl Staaten		
4 Stufen	–	2	–
3 Stufen	7	11	3
2 Stufen	8	14	20
1 Stufe	11	22	20
Kein Unterschied	61	43	29
– 1 Stufe	2	–	1
– 2 Stufen	1	–	–
– 3 Stufen	0	–	–
– 4 Stufen	1	–	–
Insgesamt	91	92	73

Quellen: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabelle 5

deutlich über 50% (Tabelle 5). In vier Fällen liegt bei Moody's das Fremdwährungsrating über dem Landeswährungsrating,⁸ was jeweils damit begründet wird, dass die Auslandsverbindlichkeiten im Verhältnis zu den Devisenreserven relativ gering seien (Moody's 2003b, 2003c).

Unter dem Strich sind die Landeswährungsratings von S&P und Fitch im Durchschnitt jeweils etwa eine Zweidrittelstufe höher, als es der Fall wäre, wenn die Abstände der Fremd- und Landeswährungsratings von Moody's zugrunde gelegt würden (Tabelle 6).⁹ Natürlich wären die Unterschiede im Mittel noch grösser, wenn die rund 15 Länder mit einem Fremdwährungsrating von AAA aus der Stichprobe herausgenommen würden.

Mittlerer Unterschied zwischen Staatsschuldenratings der Agenturen			
	Moody's/S&P	Moody's/Fitch	S&P/Fitch
Fremdwährungsrating	0,34	0,31	–0,01
Landeswährungsrating	–0,34	–0,33	0,04
Landes- abzüglich Fremdwährungsrating	–0,68	–0,64	0,05

Anmerkung: In den ersten beiden Zeilen zeigt ein positives Vorzeichen jeweils ein höheres Rating der ersten Agentur an.

Quellen: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's. Tabelle 6

⁸ Die vier Länder sind Indien, Libanon (eine Stufe), Türkei (zwei Stufen) und Japan (vier Stufen). Bei Standard & Poor's erhält kein Land ein höheres Fremdwährungsrating, bei Fitch lediglich Japan.

⁹ Für die Berechnungen in den Tabellen 6 und 7 wurden die Ratings wie folgt umgesetzt: AAA (Aaa) = 1, AA+ (Aa1) = 2, B– (B3) = 16.

Korrelationen der Landes- und Fremdwährungsratings zwischen den Agenturen		
	Fremdwährungs-rating	Landeswährungsrating
Moody's/S&P	0,958	0,937
Moody's/Fitch	0,951	0,926
S&P/Fitch	0,986	0,937
Anmerkung: Rangkorrelationen nach Spearman nur für Staaten mit Fremdwährungsrating unterhalb von AAA (Aaa) berechnet.		
Quellen: Fitch Investors Service; Moody's Investors Service; Standard & Poor's.		Tabelle 7

Bei der unterschiedlichen Einschätzung hinsichtlich des Landeswährungsratings dürfte auch die rangmässige Bewertung der Risiken durch die Agenturen von Bedeutung sein. Da die Agenturen das Rating als Massstab für das relative Ausfallrisiko sehen, lässt sich die Übereinstimmung unter den Agenturen vielleicht am besten anhand des Rangkorrelationskoeffizienten messen. In Tabelle 7 zeigt sich, dass die Rangkorrelationskoeffizienten der Landeswährungsratings der Agenturen ausnahmslos niedriger sind als diejenigen der Fremdwährungsratings. Wegen der geringen Stichprobengrösse ist die Stärke der statistischen Inferenz zwar begrenzt, doch ist zu vermuten, dass hinsichtlich der Rangfolge bei den Landeswährungsratings weniger Übereinstimmung unter den Agenturen besteht.¹⁰

Auch Rangordnung der Risiken in Landeswährung unterschiedlich eingeschätzt

Zusammenfassung und Ausblick

Auf Landeswährung bezogene Ratings sind eine relativ neue Erscheinung, deren Bedeutung angesichts des Wachstums der Märkte für Inlandsanleihen zunehmen wird. Viele öffentliche Entscheidungsträger sind der Überzeugung, dass die Märkte für Inlandsanleihen einen Schutz vor volatilen Kapitalzuflüssen in Fremdwährung bieten und deshalb weiterentwickelt werden sollten (BIZ 2001, IWF 2003). Im Rahmen einer Reihe regionaler Initiativen wird versucht, diesen Konsens in konkrete Massnahmen umzusetzen.

In der Praxis bewerten die Rating-Agenturen Schuldtitel in Landeswährung oft relativ positiv, da der Staat grundsätzlich Steuern erheben oder sogar den Geldumlauf erhöhen kann, um seinen Zahlungsverpflichtungen in Landeswährung nachkommen zu können. Das gute Abschneiden dürfte zur Entwicklung der lokalen Anleihemärkte beitragen, denn zum einen steigert es die Marktakzeptanz von Schuldtiteln in Landeswährung, und zum anderen senkt es den aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalbedarf, soweit dieser von den Ratings abhängt.

Doch die Abstände zwischen Landes- und Fremdwährungsratings sind bei den grossen Agenturen – wie in diesem Feature dargestellt – bei weitem nicht

¹⁰ Der p-Wert für die z-Statistik bei einem Test mit der Null-Hypothese, dass es keine Unterschiede bei der Rangkorrelation gibt, ist für die Kombination S&P/Fitch kleiner als 0,01; doch für die Kombination Moody's/S&P beträgt er 0,116 und für die Kombination Moody's/Fitch 0,156.

gleich. Oft gibt es grosse Unterschiede. Eine Agentur misst der Tatsache, dass Titel auf Landeswährung lauten, weniger Bedeutung bei und stuft Papiere in Fremdwährung gelegentlich sogar höher ein. Daneben wird deutlich, dass die Agenturen die Rangfolge der Risiken von Schuldtiteln in Landeswährung unterschiedlicher einschätzen.

Aufgrund der Entwicklung der Kapitalmärkte weltweit und der relativ seltenen Ausfälle von Staaten in der Vergangenheit sind diese Unterschiede in der Rating-Praxis in gewisser Weise natürlich und sogar zu begrüssen. Doch sie könnten auch ein Hinweis darauf sein, dass ein grosses Mass an Unsicherheit darüber besteht, wie zwischen Schuldtiteln in Landes- bzw. Fremdwährung angemessen zu differenzieren ist. Weitere Arbeiten auf der Grundlage von Marktdaten werden darüber Aufschluss zu geben haben, welchen Preis die Anleger für diese Unsicherheit ansetzen.

Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001): „The development of bond markets in emerging economies“, *BIS Papers*, Nr. 11, Basel, Juni.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2003): *Konsultationspapier: Die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, 29. April.

Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities (2003): „EMEAP central banks to launch central bank fund“, *Pressemittteilung*, 2. Juni.

Fitch Investors Service (2003): Präsentation beim Daiwa Securities Japan Symposium, Februar.

Internationaler Währungsfonds (2003): „Local securities and derivatives markets in emerging markets: selected policy issues“, *IMF Financial Markets Quarterly*.

McCauley, R. und W. White (1997): „The euro and European financial markets“, *BIS Working Papers*, Nr. 41, Basel, Mai; auch in P. Masson, T.H. Krueger und B.G. Turtelboom (Hrsg.), *EMU and the international monetary system*, IWF, Washington, 1997, S. 324-388.

Moody's Investors Service (2003a): *Sovereign bond defaults, rating transitions, and recoveries (1985-2002)*, Februar.

——— (2003b): *India: analysis*, Februar.

——— (2003c): „Japan: a rating agency perspective“, *Special Comment*, Februar.

Standard & Poor's (2002): *Sovereign credit ratings: a primer*, April.