

## Vereinheitlichung der Staatsanleihemärkte in Ostasien<sup>1</sup>

Aus der Asienkrise 1997/98 wurde u.a. der Schluss gezogen, dass die finanzielle Anfälligkeit von Banken und Unternehmen bei plötzlichen Veränderungen des Risikoempfindens globaler Anleger durch breitere und tiefere inländische Anleihemärkte verringert werden könnte. Bei besseren Möglichkeiten zum Absatz von Anleihen in Landeswährung würden Unternehmen seltener Fremdwährungsanleihen emittieren, um langfristige Finanzmittel zu beschaffen. Dadurch würde sich das Risiko einer Währungskongruenz zwischen Cashflow und Verschuldung verringern. Auch wäre die Versuchung geringer, langfristige Investitionen mit kurzfristigen Bankkrediten zu finanzieren.

Eine weitere Schlussfolgerung besagt, dass umfangreichere staatliche Währungsreserven ebenfalls zur Minderung der Anfälligkeit des Finanzsystems beitragen können. Asiatischen Volkswirtschaften mit hohen Reserven, wie China, der Sonderverwaltungsregion (SVR) Hongkong, Singapur und Taiwan, China (im Folgenden Taiwan), blieben die schlimmsten Auswirkungen der Krise offenbar erspart. Ob zufälliges Zusammentreffen oder Ursache – die Devisenreserven in der Region sind seither erheblich gestiegen (s. Aizenmann und Marion 2002).

Diese beiden Folgerungen werden meist als unterschiedlich, aber einander ergänzend eingeschätzt. Im Juni 2003 kündigte eine Gruppe von Zentralbanken aus dem Asien-Pazifik-Raum an, sie würden rund \$ 1 Mrd. in Dollaranleihen von Staaten und staatsnahen Institutionen aus acht Volkswirtschaften der Region anlegen. Dies verdeutlichte die Möglichkeit, den erfolgreichen Aufbau von Reserven zur Weiterentwicklung lokaler Anleihemärkte zu nutzen. Zu diesem Zeitpunkt fasste die Gruppe, die sich Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities (EMEAP)<sup>2</sup> nennt, sogar die Bildung eines zweiten Fonds für Anlagen an den Anleihemärkten in

---

<sup>1</sup> Dieser Beitrag gibt die Meinung des Verfassers wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt. Der Autor dankt Brian Coulton, Jeong-Ho Hahm, T.K. Ogawa und den Teilnehmern von Seminaren der Reserve Bank of Australia, des Hong Kong Institute for Monetary Research, der Bank of Korea und der Bank of Thailand. Für Fehler ist der Verfasser verantwortlich.

<sup>2</sup> Zum EMEAP gehören die Währungsbehörden von Australien, China, SVR Hongkong, Indonesien, Japan, Korea, Malaysia, Neuseeland, den Philippinen, Singapur und Thailand.

Landeswährung ins Auge: Nach der Auflegung des in US-Dollar denominierten Asian Bond Fund (ABF) wolle die EMEAP-Gruppe die Ausdehnung des ABF-Konzepts auf in regionalen Währungen denominierte Anleihen prüfen und so den Beitrag zur Verbreiterung und Vertiefung der Anleihemärkte der Region weiter verstärken.<sup>3</sup>

Im vorliegenden Feature wird eine potenzielle Synergie zwischen dem Wachstum der Devisenreserven und der Entwicklung regionaler Anleihemärkte festgestellt. Die Synergie entsteht durch die Verwendung von Staatsobligationen zur Finanzierung (oder Sterilisierung) von Devisenreservebeständen. Dass diese Obligationen häufig die Form von Zentralbankschulden annahmen, bedeutet jedoch, dass die Chance, mit ihrer Hilfe den Anleihemarkt aufzubauen, grösstenteils verschenkt wurde.

Angesichts der Erfahrungen Singapurs ist vorstellbar, in welcher Weise Änderungen der Schuldenmanagementpraxis der Staaten und entsprechende Umstellungen der Passivastrukturen in den Zentralbankbilanzen zur Realisierung dieses Potenzials beitragen könnten. Vor allem kann die öffentliche Hand ihren Finanzbedarf „überfinanzieren“. Durch die anschliessende Einlage des Erlöses bei der Zentralbank würden dann die Verbindlichkeiten der Zentralbank gegenüber Marktteilnehmern abgelöst. Als positiver Nebeneffekt würden die Geldmärkte in der Region ausgewogener werden (im nachstehend definierten Sinn), und die Zentralbanken würden über genügend Staatspapiere für den normalen Einsatz von Repo-Geschäften verfügen. Das grösste Hindernis für die Annahme dieses Vorschlags wäre wahrscheinlich die verständliche Zurückhaltung von Finanzministern und Parlamenten bei der Ausgabe bzw. der Genehmigung einer erforderlichen Ausweitung der ausgewiesenen Staatsverschuldung. Dies könnte allerdings durch das politische Engagement in der Region zur Entwicklung regionaler Anleihemärkte überwunden werden.

Dieses Feature befasst sich mit Ostasien, vor allem Indonesien, Korea, Malaysia, Taiwan und Thailand.<sup>4</sup> Des Weiteren hat auch die People's Bank of China angesichts der Notwendigkeit der Sterilisierung einer erheblichen Zunahme der Devisenreserven begonnen, in grossem Umfang eigene Wechsel auszugeben. Es ist somit der richtige Zeitpunkt für Überlegungen, Staatsverschulden für diesen Zweck zu mobilisieren. Auch Indien erreicht mittlerweile offenbar eine Phase, in der andere Zentralbanken früher die Emission eigener Verbindlichkeiten einleiteten.<sup>5</sup>

In den nachstehenden Abschnitten wird skizziert, wie Zentralbankschulden am Markt in Staatsschulden im engen Sinne umgewandelt werden können und welche Vorteile dieses Vorgehen für den Anleihemarkt und geldpolitische Transaktionen hätte. Im nächsten Abschnitt werden die sich daraus ergeben-

---

<sup>3</sup> S. EMEAP (2003).

<sup>4</sup> Da es für die SVR Hongkong keine Staatsschulden gibt, trifft für sie die Argumentation dieses Features nicht zu. Auch für Chile, wo die Zentralbank der einzige Emittent von Staatschuldtiteln ist, hätte sie keine Gültigkeit.

<sup>5</sup> Gegenwärtig verfügt die Reserve Bank of India aber offenbar nicht über die gesetzliche Ermächtigung zur Emission eigener Schuldtitel.

den Fragen behandelt, u.a. zum Schuldendienst für Einlagen des Staates bei der Zentralbank, zur Duration der zusätzlichen Staatsschulden, zu den Konsequenzen für das Kreditrating und zur Übereinstimmung mit der staatlichen Budgetplanung.

## Überfinanzierung des Haushaltsdefizits zur Umwandlung von Zentralbankschulden

Umwandlung von  
Zentralbank-  
schulden in Staats-  
schulden ...

Zur Vereinheitlichung des inländischen Anleihemarktes kann der Staat seinen eigenen Finanzbedarf „überfinanzieren“, um die von der Zentralbank an das Anlagepublikum ausgegebenen Schuldtitle abzulösen. Zunächst setzt der Staat mehr Anleihen ab, als er zur Defizitfinanzierung und zur Erneuerung fällig werdender Emissionen benötigt (Überfinanzierung). Dadurch entsteht ein Liquiditätsüberschuss; diesen platziert der Staat als Einlagen bei der Zentralbank und schöpft damit Bankreserven ab. Die Zentralbank kann dann ihre fällig werdenen Verbindlichkeiten am Markt tilgen und so die Bankreserven wieder aufstocken. Aus der Sicht des Privatsektors hiesse dies im Wesentlichen, dass Forderungen gegenüber der Zentralbank durch Forderungen gegenüber dem Staat selbst ausgetauscht würden. Der in Tabelle 1 dargestellte Fall beinhaltet eine Überfinanzierung in ausreichender Höhe, um der Zentralbank den Ankauf von Staatspapieren am offenen Markt zur weiteren Verwendung in geldpolitischen Transaktionen zu ermöglichen.

... wie z.B. in  
Singapur

Singapur führte kürzlich eine solche Transaktion durch. Zur Entwicklung des inländischen Anleihemarktes hatte die Regierung von Singapur trotz Haushaltsumschüssen den Umlauf von Staatspapieren mehr als verdoppelt und damit Ende 2001 den Bestand auf 39% des BIP erhöht (s. Lian 2002, S. 184). In den Finanzjahren 2001/02 und 2002/03 stiegen die staatlichen Einlagen bei der Monetary Authority of Singapore (MAS) um SGD 21,7 Mrd.; sie entsprachen überwiegend dem Erlös aus der vermehrten Ausgabe von Staatspapieren

Mechanismen der Überfinanzierung und Refinanzierung	
<i>Staat:</i>	
<i>Überfinanziert seine Defizite und platziert den Erlös als Einlagen bei der Zentralbank</i>	
Aktiva	Passiva
+ Einlagen bei der Zentralbank	+ Staatsanleihen
<i>Zentralbank:</i>	
<i>Die Einlagen des Staates verändern die Bilanzstruktur</i>	
Aktiva	Passiva
Devisenreserven + Staatsanleihen	Monetäre Basis + Einlagen des Staates – Zentralbankschulden am Markt

Tabelle 1

## Ausgewählte Veränderungen der Bilanz der Monetary Authority of Singapore, 2001/02-2002/03

Mio. Singapur-Dollar

Aktiva		Passiva
Auslandsaktiva <sup>1</sup>	+23 967	Rückstellungen und sonstige Passiva –10 866 (hauptsächlich Bankkredite)
Staatsanleihen Singapurs	+118	Einlagen des Staates +21 699

<sup>1</sup> Darunter SGD 15 986 aus der Übernahme des Currency Fund am 1. Oktober 2002. Tabelle 2

Singapurs an das Anlagepublikum und den Central Provident Fund Board durch die Währungsbehörde.<sup>6</sup> Dadurch sei es möglich gewesen, Rückstellungen und andere Verbindlichkeiten innerhalb dieser zwei Jahre um SGD 10,9 Mrd. zu senken, hauptsächlich aufgrund der niedrigeren Mittelaufnahme der Währungsbehörde bei Banken im Rahmen ihrer Geldmarktgeschäfte. Zugleich stieg der bei der MAS vorhandene Bestand an Staatspapieren Singapurs um SGD 118 Mio. Die Erhöhung habe der Politik der MAS entsprochen, ihr Staatspapierportfolio für einen aktiveren Einsatz bei Repo-Transaktionen im Rahmen ihrer Geldmarktgeschäfte aufzustocken. Diese Transaktionen brachten die in Tabelle 2 angegebenen Veränderungen mit sich.

### Nutzen für Anleihemarkt und geldpolitische Transaktionen

Durch die im vorherigen Abschnitt erläuterte Überfinanzierung lassen sich erhebliche Vorteile erzielen. Der wichtigste Nutzen entsteht durch die höhere Liquidität im Sekundärmarkt, die durch die Zusammenlegung sämtlicher Schulden der öffentlichen Hand gefördert werden könnte. In einigen asiatischen Volkswirtschaften könnte die Erweiterung des Marktes für Staatsanleihen beträchtlich ausfallen und ein Wachstum zwischen 137% und 222% bedeuten. Insgesamt könnten die fünf berücksichtigten Märkte um \$ 220 Mrd. grösser sein. Im nächsten Abschnitt wird der allgemeine Vorteil der Marktgrösse für die Liquidität erläutert. Anschliessend werden Kriterien für eine Berechnung vorgelegt, um wie viel grösser die regionalen Anleihemarkte sein könnten, wenn die Zentralbankpapiere in Staatstitel umgewandelt würden.

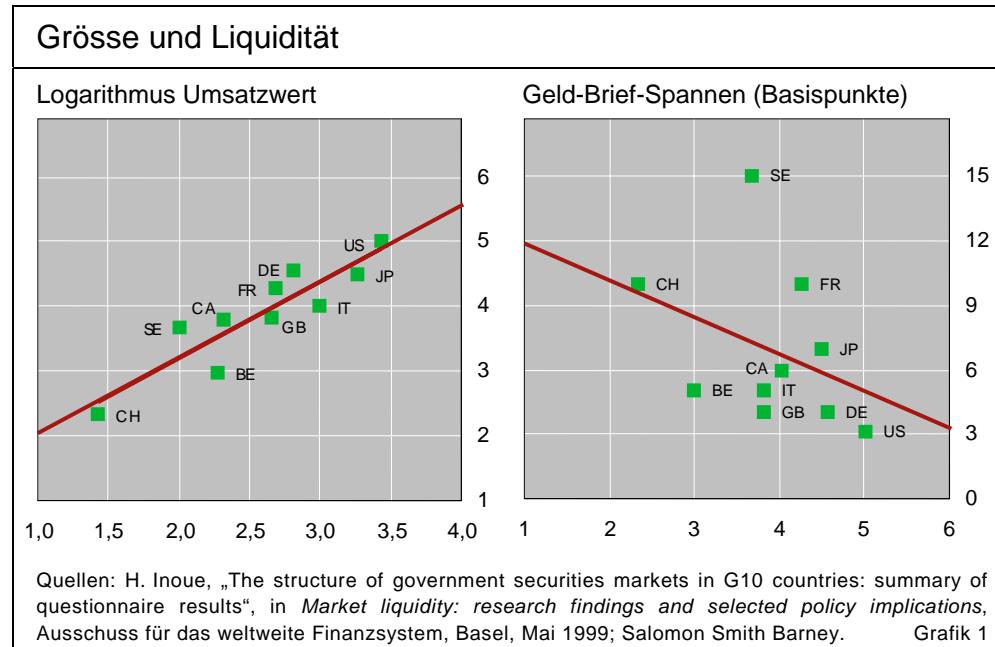
### Grösse und Liquidität in Märkten für Staatsanleihen<sup>7</sup>

Die Beziehung zwischen Grösse und Liquidität von Märkten für Staatsanleihen ist kompliziert, weil „Grösse“ verschiedene Aspekte beinhaltet. An Händlermärkten wird die Liquidität im Allgemeinen von Marktmachern bereitgestellt, die nicht nur Kurse stellen, sondern auch Positionen eingehen. Inwieweit die Grösse die Liquidität bestimmt, hängt somit von den verschiedenen Grössen-

Grösserer Umfang führt zu mehr Handel und höherer Liquidität ...

<sup>6</sup> Diese und die folgenden Angaben stammen aus den entsprechenden Jahresberichten der Monetary Authority of Singapore (2002, S. 62; 2003, S. 84).

<sup>7</sup> Dieser Abschnitt orientiert sich an McCauley und Remolona (2000).



vorteilen bei der Marktmachertätigkeit ab. Der Umfang der einzelnen Emissionen spielt dabei eine Rolle; im Rahmen der Schuldenpolitik kann er durch Konzentration der Emissionen auf weniger Laufzeiten, durch selteneres Durchführen von Tenderverfahren bzw. durch Aufstockung bestehender Emissionen sowie durch Rückkauf illiquider Emissionen erhöht werden. Auch die Gesamtgrösse des Marktes ist von Bedeutung. Ein Grössenvorteil entsteht dadurch, dass die Marktmacher Informationen über die künftige Zinsentwicklung zusammenstellen. In einem \$-500-Milliarden-Markt für Staatsanleihen betragen die Kosten dafür aller Wahrscheinlichkeit nach nicht das Zehnfache der entsprechenden Kosten in einem \$-50-Milliarden-Anleihemarkt. Ebenso kann der Umfang sämtlicher Handelsgeschäfte von Bedeutung sein, wenn bei der Auswertung der in Auftragsströmen enthaltenen Informationen Grössenvorteile entstehen.

Daten aus den Anleihemärkten der G10-Länder lassen darauf schliessen, dass die Grösse für die Liquidität der Staatsanleihemärkte tatsächlich von Bedeutung ist (Grafik 1), auch wenn sie nicht den einzigen wichtigen Faktor darstellt.<sup>8</sup> Je grösser der Umlauf öffentlich aufgelegter Schulden des Zentralstaats, desto höher ist der Umsatz im Kassa- und Terminhandel. Und je höher der Umsatz, desto besser die Liquidität, gemessen an der Enge der Geld-Brief-Spanne.<sup>9</sup> Andere Faktoren spielen jedoch ebenfalls eine Rolle, z.B. die Bestände staatlicher Stellen und anderer Anleger, die Titel kaufen, um sie zu halten, die Konzentration der ausstehenden Verschuldung auf Referenzemissionen, die Organisation der Händlerbranche und der Aufbau von Handelsplattformen, die Besteuerung, die Modalitäten von Repo-Geschäften

<sup>8</sup> S. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999a).

<sup>9</sup> Die Geld-Brief-Spanne misst nur einen Aspekt der Liquidität, da sie die Markttiefe oder die Belastbarkeit hinsichtlich der Aufnahme umfangreicher Orders nicht erfasst. Dies wird im Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (1999a,b) und Borio (2000) diskutiert.

und die Effizienz der Clearing- und Abrechnungssysteme (s. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem 1999b).

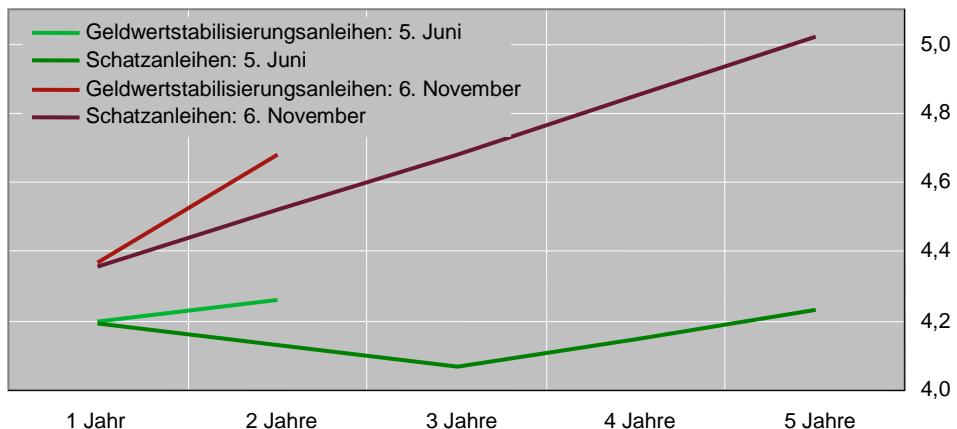
Der Nutzen einer Zusammenlegung von Zentralbank- und Staatsschulden lässt sich am Beispiel Koreas verdeutlichen. Die Tatsache, dass Zentralbank- und Staatsanleihen gleicher Laufzeit nicht mit identischen Renditen gehandelt werden, deutet darauf hin, dass das Bestehen zweier hoheitlicher Emittenten die Liquidität senkt. Die Bank of Korea verkauft Geldwertstabilisierungsanleihen („Monetary Stabilisation Bonds“) mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren, während Schatzanleihen Laufzeiten bis fünf oder zehn Jahre haben. Bei Überschneidung der beiden Anleiheprogramme, beispielsweise bei der 1-Jahres-Laufzeit, sind die Renditen oft nicht identisch (Grafik 2), trotz faktisch gleich hoher Bonität ihrer Emittenten. Dies lässt darauf schliessen, dass sie als gesonderte Instrumente gehandelt werden. Würden sie zu einem einzigen Instrument zusammengelegt, dürfte dieses mit einer niedrigeren Rendite gehandelt werden als beide einzeln: Geteilte Liquidität ist verlorene Liquidität. Noch eine weitere Beobachtung lässt Liquiditätseinbussen bei zwei hoheitlichen Emittenten vermuten: die geringe und oft negative Differenz zwischen den Renditen der hoch liquiden 3-Jahres-Anleihe (bedient durch einen erfolgreichen Futures-Kontrakt) und der zweijährigen Geldwertstabilisierungsanleihe. Sieht sich ein einzelner Schuldenmanager einer so grossen Nachfrage nach einer Referenzemission gegenüber, so könnte er durchaus mehr 3-jährige und weniger 2-jährige Anleihen ausgeben.

... wie durch Renditen von Zentralbank- bzw. Staatsschulden in Korea verdeutlicht

Das Beispiel Korea deutet darauf hin, dass der besondere Vorteil einer Umwandlung von Zentralbankschulden in Schuldtitel mit längeren Laufzeiten darin bestehen könnte, dass diese mehr Emissionen mit längeren Referenzlaufzeiten gestatten würde. Auf der anderen Seite würde die Markteffizienz auch dann verbessert, wenn als Ersatz für Zentralbankanleihen einfach Staatsanleihen mit denselben kürzeren Laufzeiten begeben würden.

### Renditen auf Staatsschulden in Korea

Ausgewählte Daten 2003; Prozent



Quellen: Korea Money Broker Corp.; Korea Securities Dealers Association.

Grafik 2

Expansionspotenzial der Staatsanleihemarkte					
	Grösse des Staatsanleihemarktes		Zentralbankschulden am Markt		Nachrichtlich: Grösse des zusammen- gefassten Marktes in % des Ist-Umfangs
	Landeswährung	Mrd. \$	Landeswährung	Mrd. \$	
Indonesien <sup>1</sup>	398,2 Bio.	47,1	147,3 Bio.	17,3	137
Korea <sup>2</sup>	81,5 Bio.	69,0	98,9 Bio.	84,0	222
Malaysia <sup>3</sup>	109,6 Mrd.	28,8	77,9 Mrd.	20,5	171
Taiwan, China <sup>1</sup>	2,5 Bio.	73,5	2,8 Bio.	82,4	212
Thailand <sup>2</sup>	1 269,5 Mrd.	30,5	648,0 Mrd.	15,6	151
Insgesamt	.	248,9	.	219,8	188

Anmerkung zu Zentralbankschulden: Indonesien: Zertifikate der Bank Indonesia, August 2003; Korea: Monetary Stabilization Bonds (MSB; Geldwertstabilisierungsanleihen), August 2003; Malaysia: Wechsel/Anleihen der Central Bank of Malaysia und Nettoeinlagen (Mindestreserven nicht mitgerechnet) von Geschäfts- und Effektenbanken sowie Finanzinstituten bei der Zentralbank, September 2003; Taiwan, China: handelbare Einlagenzertifikate, September 2003; Thailand: Nettomittelaufnahme bei Banken und anderen Finanzinstituten mittels Repo-Geschäften, Nettoterminverkäufe von Baht durch die Bank of Thailand und Anleihen der Bank of Thailand, August 2003.

<sup>1</sup> Ende September 2003. <sup>2</sup> Ende Juli 2003. <sup>3</sup> Ende Dezember 2002.

Quellen: CEIC; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle 3

### Expansionspotenzial der Staatsanleihemarkte in Ostasien

Schuldenkonsolidierung würde den Staatsanleihemarkt erheblich vergrössern ...

Welche Auswirkungen hätte die Umwandlung von Zentralbankpapieren in Staatstitel für die Staatsanleihemarkte in Ostasien? Die Antwort fällt in der Region uneinheitlich aus. Die potenzielle Staatsverschuldung würde in Indonesien ein Drittel über ihrem derzeitigen Stand liegen, in Malaysia und Thailand (Grafik 3) das Anderthalbfache der derzeitigen Höhe betragen und in Korea und Taiwan mehr als das Doppelte (Tabelle 3 und Grafik 4). Dies könnte zu erheblichen Unterschieden in der Liquidität führen. Beispielsweise dominieren an Malaysias Anleihemarkt Anleger, die keinen aktiven Handel treiben, wie etwa der Provident Fund (s. Harun 2002). Steigt die Staatsverschuldung um 50%, könnte ein erheblicher Teil dieser Anleihen für den Handel aktiverer Marktteilnehmer zur Verfügung stehen.

### Geldpolitische Transaktionen und der Repo-Markt

... und Zentralbanken könnten Staatsanleihen für ihre Zwecke ankaufen

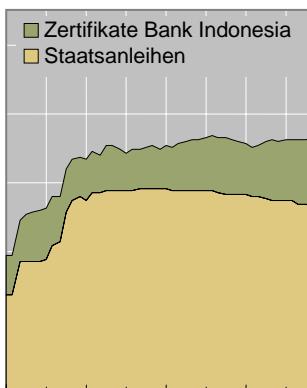
Aus der Umwandlung von Zentralbankverbindlichkeiten in explizite Staatsschuldtitel würden sich drei miteinander verbundene Vorteile für geldpolitische Transaktionen ergeben. Ein solcher Schritt würde zu wieder ausgewogenen geldpolitischen Transaktionen beitragen, der Zentralbank die Möglichkeit zu Repo-Geschäften mit Staatsanleihen geben und damit die Weiterentwicklung des Anleihemarktes unterstützen.

Erstens könnte die Zentralbank die kurzfristigen Zinssätze stärker beeinflussen, wenn sich der strukturelle Saldo am Geldmarkt von einem strukturellen Überschuss zu einem Defizit umwandeln liesse. Gegenwärtig stellen Tilgungen fällig werdender Zentralbankschulden und Zinszahlungen hierauf im Voraus feststehende Zuflüsse von Zentralbankgeld dar, die durch

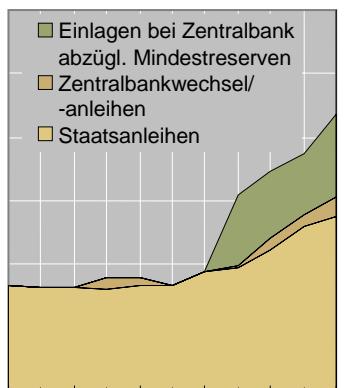
## Umlaufende Staatsschulden in drei südostasiatischen Volkswirtschaften

Mrd. Landeswährung<sup>1</sup>

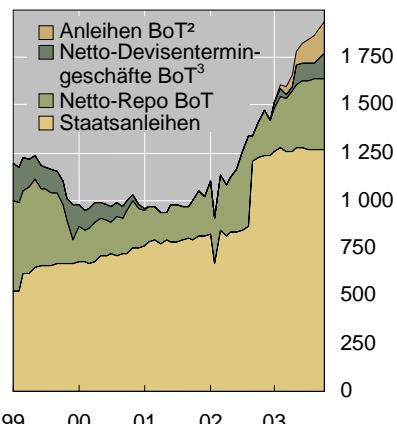
Indonesien



Malaysia



Thailand



<sup>1</sup> Indonesien: Bio. <sup>2</sup> Bank of Thailand <sup>3</sup> Februar 2001 - Dezember 2002: keine Aktivität.

Quellen: CEIC; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 3

aktive Abschöpfung ausgeglichen werden müssen. Eine ausreichende Überfinanzierung und die Stabilität der staatlichen Einlagen bei der Zentralbank könnten dem Geldmarkt strukturell Mittel entziehen, sodass er auf den regelmässigen Zufluss von Reserven aus der Zentralbank angewiesen wäre. Obwohl dies für eine effektive Umsetzung dieser Politik technisch nicht erforderlich ist, bevorzugen die meisten Zentralbanken instinktiv doch eine Situation, in der die Marktteilnehmer sich für Finanzierungen an die Zentralbank wenden müssen.

Zweitens würde eine ausreichende Überfinanzierung der Zentralbank einen beträchtlichen Bestand an Staatsanleihen einbringen. Sie könnte damit Repo-Geschäfte (Repo- und Reverse-Repo-Geschäfte) mit Staatspapieren abschliessen, mit dem Ziel der Abschöpfung oder des Zuschiessens von Bankreserven. Soweit die Zentralbank die Entwicklung eines Repo-Marktes nicht nur für ihre eigenen Geschäfte, sondern auch unter den Marktteilnehmern selbst fördern kann, würde sie damit zudem die Abkehr des Bankensystems von direkten und die Hinwendung zu besicherten Interbankgeschäften bewirken. Dies kann das Kontrahenten-Risikomanagement verbessern.

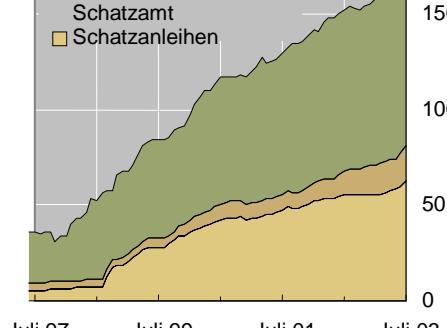
Drittens fördert die Entwicklung eines tiefen, liquiden Repo-Marktes, der von Zentralbankgeschäften profitiert, auch eine grössere Tiefe und Liquidität des Staatsanleihemarktes ganz allgemein. Short-Positionen werden leichter finanziert, und kleineren Effektenhäusern wird die Beschaffung von Finanzmitteln erleichtert. Das würde zu einer Verbreiterung des Händlermarktes und einem lebhafteren Handel beitragen.

## Umlaufende Staatsschulden in zwei nordostasiatischen Volkswirtschaften

Mrd. Landeswährung<sup>1</sup>

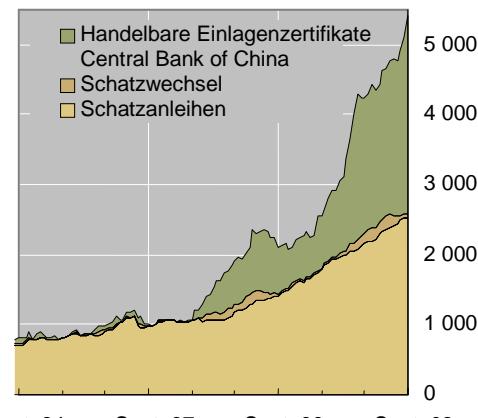
Korea

- Geldwertstabilisierungsanleihen  
Bank of Korea
- Wechselkursstabilisierung  
Schatzamt
- Schatzanleihen



Taiwan, China

- Handelbare Einlagenzertifikate  
Central Bank of China
- Schatzwechsel
- Schatzanleihen



<sup>1</sup> Korea: Bio.

Quellen: Central Bank of China; CEIC; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 4

## Offene Fragen

Bedienung der staatlichen Einlagen ...

Vor der Umwandlung von Zentralbankanleihen in Staatsanleihen sind mehrere praktische Fragen zu klären. Da ist zunächst die Frage, welche Rendite die Zentralbank für die staatlichen Einlagen zahlen soll. Denkbar wären die Modelle Gewinnbeteiligung oder feste Verzinsung.<sup>10</sup> Ein zweites Thema ist die Wahl der Duration der Staatspapiere, die zur Finanzierung von Devisenreserven dienen. Diese Entscheidung sollte auf die Wahl der Duration für internationale Reservebestände abgestimmt werden. Drittens stellt sich die Frage, ob die Rating-Agenturen die höhere Bruttoverschuldung des Staates als einen negativen Faktor für das Länder-Rating betrachten würden. Das wäre der Fall, wenn die Rating-Agenturen ausschliesslich die ausgewiesene Bruttoverschuldung eines Landes in Betracht ziehen. Stattdessen sollten sie zur vermehrten Verwendung eines Nettokonzepts angehalten werden, bei dem die Einlagen des Staates bei der Zentralbank (und letztlich die Devisenreserven) als Vermögenswerte berücksichtigt würden. Eine letzte Frage betrifft die Abstimmung der ungewissen Höhe der Sterilisierung in einem Jahr auf die vorherige Genehmigung der Staatsverschuldung im Haushaltszyklus (ein aktuelles Problem in Japan, wo die Devisenreserven letztlich mittels Emission von Staatsanleihen finanziert werden). Die Zentralbankschuldtitel könnten zunächst einmal emittiert und im darauf folgenden Haushaltsjahr umgewandelt werden.

... Wahl der Duration ...

... Reaktion der Rating-Agenturen ...

... und Integration in den Haushaltszyklus

<sup>10</sup> Die Hong Kong Monetary Authority (2003) zahlt für unterschiedliche Einlagen der öffentlichen Hand Renditen nach beiden Modellen. Die Bank of Thailand würde für die Verzinsung staatlicher Einlagen eine gesetzliche Grundlage benötigen. Zur Praxis in den Industrieländern s. Borio (1997, S. 60-62).

So schwer lösbar diese Fragen erscheinen mögen – das grösste Hindernis für die Zusammenlegung von Zentralbank- und Staatsschulden dürfte die verständliche Zurückhaltung von Finanzministern bei der Erhöhung der ausstehenden Verschuldung sein, für die sie explizit verantwortlich sind. Der Grund dafür könnte die Scheu sein, scheinbar vorbehaltlos für eine höhere Staatsverschuldung einzutreten und damit weiteren Ausgaben oder Steuersenkungen Tür und Tor zu öffnen. Die Legislative ihrerseits könnte dem Argument misstrauen, für die Erhöhung der Staatsverschuldung bestehe ein Gegenposten in Form von Zentralbankeinlagen. Dies könnte als ein unsicheres Geschäft erscheinen, da die Regierung dann die Einlagen zur Deckung unvorhergesehenen Finanzbedarfs beliebig abschöpfen könne, ohne eine Erhöhung der Staatsverschuldung vom Parlament billigen lassen zu müssen (s. Smith 1937). Wie jedoch aus dem vorstehenden Hinweis auf die Rating-Agenturen ersichtlich, ersetzt die Marktdisziplin in gewissem Umfang die gesetzgeberische Disziplin bei der Begrenzung der Staatsverschuldung.

## Zusammenfassung

Können diese praktischen Fragen geklärt werden, ist eine Zusammenlegung der Zentralbankschulden, mit denen umfangreiche Devisenreserven finanziert wurden, mit den eigentlichen Staatsschulden möglich. Insbesondere wenn Staatsanleihen über den Mittelbedarf des öffentlichen Sektors hinaus begeben würden, liessen sich damit Einlagen des Staates bei der Zentralbank finanzieren. Damit wäre ein Abbau der Zentralbankverbindlichkeiten möglich.

Der Nutzen aus einer Zusammenlegung von Zentralbankverbindlichkeiten und Staatsverschuldung dürfte erheblich sein. Die Märkte für Staatsanleihen könnten auf 137% bis 222% ihrer derzeitigen Grösse wachsen. Bei richtiger Handhabung würde eine solche Steigerung diese Anleihemärkte liquider und damit für Anleger attraktiver machen.

## Bibliografie

Aizenmann, J. und N. Marion (2002): „The high demand for international reserves in the Far East: what's going on?“ *NBER Working Papers*, Nr. 9266, Oktober.

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

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

Borio, C. (1997): *The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey*, *BIS Economic Papers*, Nr. 47 (Juli).

——— (2000): „Marktliquidität und Anspannungen: Ausgewählte Fragen und ihre Bedeutung für die Gestaltung der Rahmenbedingungen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 40-55.

Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities (2003): „EMEAP central banks to launch Asian Bond Fund“, 2. Juni, [www.emeap.org](http://www.emeap.org).

Harun, S. (2002): „The development of debt markets in Malaysia“, in *BIS Papers*, Nr. 11, Juni, S. 147-150.

Hong Kong Monetary Authority (2003): *Annual Report 2002*.

Lian, T.S. (2002): „Debt market development in Singapore“, in *BIS Papers*, Nr. 11, Juni, S. 183-189.

McCauley, R.N. und E. Remolona (2000): „Umfang und Liquidität der Märkte für Staatsanleihen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 56-65.

Monetary Authority of Singapore (2002): *Annual Report 2001/2002*, August.

——— (2003): *Annual Report 2002/2003*, August.

Smith, A. (1937): *The wealth of nations*, New York, Modern Library, Buch 5, Kapitel 3, „Of public debts“.