

Verringerung der Anfälligkeit des Finanzsystems: die Entwicklung des Inlandsmarktes für Staatsanleihen in Mexiko¹

Vieles deutet darauf hin, dass verschiedene Initiativen der mexikanischen Regierung die Entwicklung eines heimischen Marktes für Staatsanleihen gefördert haben. Dieser Markt ist rasch gewachsen, seine Fristigkeitenstruktur hat sich verlängert, und die Liquidität des Sekundärmarktes hat sich verbessert. Auch die Auktionen am Primärmarkt sind effizienter geworden. Trotz dieser bedeutenden Fortschritte bleiben noch einige Schwachstellen bestehen.

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

Der mexikanische Inlandsmarkt für Staatsanleihen verzeichnete seit Mitte der 1990er Jahre ein rasantes Wachstum. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass sich die Behörden gezielt um die Erschließung einheimischer Finanzierungsquellen bemühten, um die Abhängigkeit des Landes von Kapitalzuflüssen aus dem Ausland zu verringern. Auf den abrupten Rückzug ausländischen Kapitals aus Mexiko Ende 1994, später weithin als „Tequila-Krise“ bezeichnet, folgte eine tiefgreifende Wirtschafts- und Finanzkrise. Diese Erfahrung führte den politischen Entscheidungsträgern nachdrücklich die Anfälligkeit vor Augen, die mit einer starken Fixierung auf Auslandsfinanzierungen einhergeht.

Die mexikanische Regierung hat die Verlagerung hin zur Finanzierung am Inlandsmarkt gefördert, indem sie makroökonomische und strukturelle Reformen zur Stärkung der Nachfrage nach inländischen Schuldtiteln einleitete und eine klar definierte Strategie der Schuldenverwaltung einführte. Diese Massnahmen waren im Grossen und Ganzen erfolgreich: Die Regierung konnte eine wachsende Zahl inländischer Festzinspapiere emittieren und eine langfristige Renditenstrukturkurve schaffen. Dies stellt in einer Region, in der kurzfristige oder indexierte Schuldtitel nach wie vor die Regel sind, eine bemerkenswerte Entwicklung dar.

¹ Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ oder des Banco de México deckt. Die Autoren danken Claudio Borio, Gregor Heinrich, Frank Packer, Camilo Tovar und William White für ihre Kommentare sowie Dimitrios Karampatos, Rodolfo Mitchell Cervera, Francisco Pérez Estrada, Michela Scatigna und Claudia Tapia Rangel für die ausgezeichnete Unterstützung bei den Recherchen.

Dieser Artikel beschreibt die Bemühungen der Behörden zur Entwicklung des Inlandsmarktes für Staatsanleihen und analysiert die entsprechenden Auswirkungen auf den Umfang, die Zusammensetzung und die Liquidität staatlicher Schuldtitel. Er schliesst ab mit einer Beurteilung der bisher erzielten Fortschritte und beleuchtet einige noch verbleibende Herausforderungen für die weitere Entwicklung des Marktes.

Tequila-Krise führt zu Überprüfung der Schuldenpolitik

Die inländischen Anleihemärkte blieben fast in Mexikos gesamter jüngerer Geschichte unterentwickelt. In Übereinstimmung mit den allgemeinen Ergebnissen in Bezug auf aufstrebende Volkswirtschaften, zu denen Burger und Warnock (2003) kamen, führte eine negative Erfolgsbilanz bei der Bekämpfung der Inflation und die infolgedessen geringe Glaubwürdigkeit der Geld- und Währungspolitik dazu, dass es für die Regierung und andere mexikanische Kreditnehmer praktisch unmöglich war, langfristige Standardschuldverschreibungen am inländischen Markt einzuführen. Die verfestigten Inflationserwartungen hatten zur Folge, dass Kreditgeber Kapital in Landeswährung nur zu ganz kurzen Laufzeiten oder mit an die Inflationsentwicklung, kurzfristige Zinsen oder den US-Dollar gebundenen Renditen ausliehen. Natürlich waren die Kreditgeber auch bereit, Kapital in Fremdwährungen, vor allem in US-Dollar, auszuleihen.²

Die Tequila-Krise Ende 1994 bot ein gutes Beispiel für die Risiken, die mit einer starken Fixierung auf dollarindexierte Wertpapiere einhergehen. Die frühen 1990er Jahre waren nicht nur von einer erheblichen Aufwertung des mexikanischen Peso, sondern auch – ungeachtet der sich stetig verbessernden öffentlichen Finanzen – von einer bedeutenden Verschlechterung der Leistungsbilanz des Landes gekennzeichnet (Agenor und Montiel 1999). Die rasche Zunahme der Auslandsverbindlichkeiten Mexikos führte zu wachsender Besorgnis bei Anlegern, das Land werde abwerten müssen und/oder seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen. Im Laufe des Jahres 1994 waren die Anleger immer weniger bereit, ihre kurzfristigen, auf Peso lautenden „cetes“ zu verlängern, und schichteten stattdessen ihre Mittel auf kurzfristige, dollarindexierte „tesobonos“ um. Dies verschaffte der Regierung eine Atempause, doch die Kurzfristigkeit der umlaufenden Wertpapiere bedeutete auch, dass die Verschiebung der Verschuldungsstruktur hin zu den „tesobonos“ ausgesprochen abrupt erfolgte. Nachdem die „tesobonos“ Anfang 1994 einen Anteil von rund 4% an den inländischen Schuldtiteln gehabt hatten, machten

Tequila-Krise verdeutlicht Risiken indexierter Schuldverschreibungen ...

² Wenn in einem Land am einheimischen Markt keine Kredite zu längeren Laufzeiten und/oder im Ausland keine Kredite in Landeswährung aufgenommen werden können, wird dies in der Literatur gelegentlich als Sündenfall („original sin“) bezeichnet (Eichengreen et al. 2003). Vertreter dieser Hypothese argumentieren, dass dieser Zustand die Anfälligkeit eines Landes erhöht, weil die Akkumulation von Auslandspassiva durch den öffentlichen oder den privaten Sektor es dem Land erschwert, seinen Verbindlichkeiten nachzukommen, sobald die eigene Währung abwertet. Dieses Risiko wiederum verringert die Bereitschaft Gebietsfremder zur Finanzierung eines solchen Landes, macht diese Finanzierung anfälliger gegenüber ungünstigen Wirtschaftsentwicklungen und schränkt den Spielraum der Entscheidungsträger ein (Goldstein und Turner 2004 sowie Borio und Packer 2004).

sie zum Jahresende den Löwenanteil aus. Der plötzliche Rückzug ausländischer Investitionen vom Inlandsmarkt Ende 1994 und der darauffolgende drastische Wechselkursverlust des mexikanischen Peso führten zu einem explosionsartigen Wachstum des in Peso gemessenen Wertes der dollarindexierten staatlichen Verbindlichkeiten, was der aussenwirtschaftlichen Krise noch eine haushaltspolitische Dimension hinzufügte. Der Abzug ausländischer Investitionen führte zu einer schwerwiegenden Instabilität des Finanzsystems, auf die eine langwierige Rezession folgte.

... und regt
Massnahmen zur
Entwicklung eines
Inlandsmarktes an

Die Tequila-Krise zeigte, dass die Schwächen in der Verschuldungsstruktur Mexikos das Land trotz der haushaltspolitischen Erfolge in den Jahren zuvor anfällig gegenüber einem plötzlichen Rückzug ausländischer Anlagen machte. Um die Abhängigkeit von der kurzfristigen Finanzierung aus dem Ausland zu verringern, hat die Regierung seither beträchtliche Anstrengungen zur Entwicklung eines funktionierenden inländischen Anleihemarktes unternommen.³ Der Schwerpunkt lag dabei auf der Verbesserung der Angebots- und Nachfragebedingungen im Hinblick auf Staatsschuldtitel. Beide Aspekte werden in den folgenden Abschnitten erörtert.

Stärkung der Nachfrage nach Staatspapieren

Höhere Nachfrage
nach Staatstiteln
aufgrund des
stabilen makro-
ökonomischen
Umfelds ...

Eines der Ziele der Regierungsstrategie zur Entwicklung eines inländischen Anleihemarktes bestand in der Verbesserung der Nachfragebedingungen im Hinblick auf Staatspapiere. Ein wichtiger Nebeneffekt des stabileren gesamtwirtschaftlichen Umfelds seit Mitte der 1990er Jahre ist denn auch eine höhere Nachfrage. Der geldpolitische Rahmen des Banco de México führte zu einem nachhaltigen Inflationsabbau; der Anstieg des Verbraucherpreisindex ging von 52% im Jahr 1995 auf knapp 5% im Jahr 2004 zurück (Grafik 1). Gleichzeitig war die Regierung bei der angestrebten Rückführung des eng gefassten Haushaltsdefizits weitgehend erfolgreich.⁴

... der Reformen im
Bereich der institu-
tionellen Anlagen ...

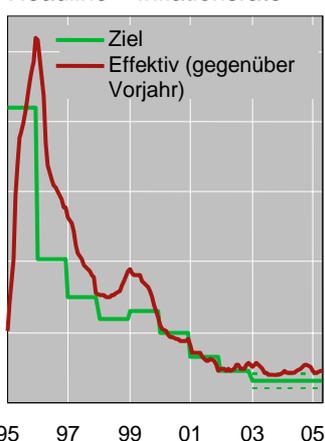
Ein weiteres Schlüsselement der Belebung der Nachfrage nach Staatspapieren bestand in Reformen im Bereich der institutionellen Anlagen. 1997 führte die Regierung eine umfassende Reform ihres Rentensystems für Arbeitskräfte im privaten Sektor durch (das System für Beschäftigte des öffentlichen Sektors wurde davon nicht berührt). Das bis dahin bestehende leistungsorientierte System wurde durch eine beitragsorientierte Pflichtversicherung ersetzt, die von individuellen, nach dem Kapitaldeckungsprinzip funktionierenden Konten finanziert wird. Diese werden von privaten Verwaltern („Administradoras de Fondos para el Retiro“, AFORES) geführt. Das neue privat verwaltete Rentensystem ist seit seiner Einführung rasch gewachsen. Die verwalteten Vermögenswerte stiegen von praktisch null im Jahr 1997 auf

³ Eine ausführliche Darstellung der ersten Anstrengungen findet sich in Sidaoui (2002).

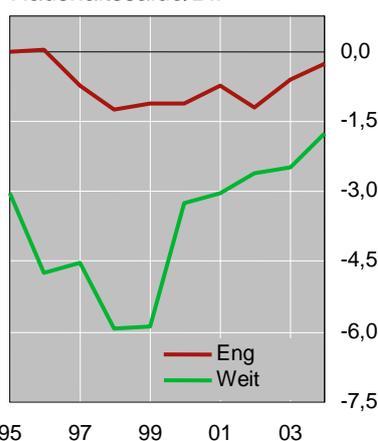
⁴ Die Situation des weiter gefassten Defizits des öffentlichen Haushalts verbesserte sich zwar langsamer als zunächst erhofft, dennoch wurden beträchtliche Fortschritte erzielt (Banco de México 2004).

Inflation und öffentlicher Haushaltssaldo

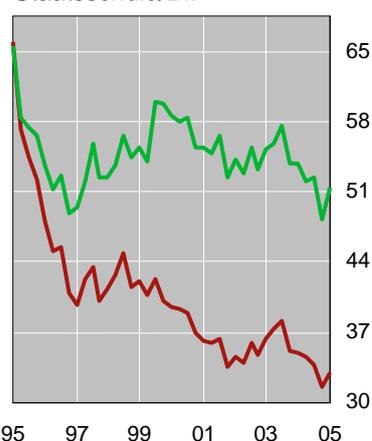
Headline – Inflationsrate¹



Haushaltssaldo/BIP²



Staatsschuld/BIP³



¹ Auf das Jahr hochgerechnete Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber Vormonat; die gestrichelten Linien entsprechen der Zielrate $\pm 1\%$; Prozent. ² Negativ = Defizit. ³ Die mexikanischen Behörden veröffentlichen zwei unterschiedlich definierte Haushaltsdefizite. Das eng gefasste oder traditionelle Defizit untersteht der unmittelbaren Budgetkontrolle und umfasst nicht wiederkehrende Einnahmen, schliesst jedoch einen Teil der Zinskosten für Schuldtitel aus, die zur Rettung von Banken und Autobahnbetreibern emittiert wurden (s. Kasten auf S. 113); darüber hinaus werden darin die direkten Kosten von öffentlichen Investitionsprojekten mit Verzögerung verbucht. Das weit gefasste Defizit wird definiert als Kreditbedarf des gesamten öffentlichen Sektors abzüglich nicht wiederkehrender Einnahmen; es korrigiert zahlreiche Auslassungen des eng gefassten Defizits und beinhaltet den Finanzierungsbedarf für die obenerwähnten Rettungsaktionen, für zeitlich verzögert verbuchte Investitionsprojekte und für Entwicklungsbanken. Prozent.

Quelle: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Grafik 1

MXN 470 Mrd. Ende 2004 bzw. 6,5% des BIP. AFORES-Vermögenswerte von rund MXN 400 Mrd. sind in Staatspapieren angelegt.

Ende 1998 wurde eine Derivatibörse gegründet, die sich auf den Handel mit Kontrakten auf Finanzvermögenswerte spezialisiert: der „Mercado Mexicano de Derivados“ (MexDer). Bei den festverzinslichen Instrumenten hat sich die Handelstätigkeit rasch ausgeweitet; allerdings macht der Handel mit Kontrakten auf den 28-Tage-TIIE-Zinssatz nahezu 100% der Geschäfte mit Festzinsinstrumenten aus. Dennoch hat das längere Ende der Renditenstrukturkurve Meldungen zufolge von diesem Handel mit Kontrakten auf kurzfristige Zinsen profitiert, weil kurzfristige Papiere für die Absicherung und Preisbildung länger laufender Zinsswaps benutzt wurden.

... der Einführung des Derivativhandels ...

Im Jahr 2000 verabschiedete die Regierung ein neues Konkursgesetz, das es den Inhabern von Sicherheiten im Rahmen einer Rückkaufsvereinbarung gestattet, ihre Transaktionen vorzeitig zu beenden, indem sie bei Ausfall der Gegenpartei ihre Forderungen und Verpflichtungen gegenüber dieser Partei aufrechnen. Im Vergleich zur früheren Regelung, bei der die Marktteilnehmer zuerst ihre Verpflichtungen erfüllen und dann das ihnen geschuldete Geld im Konkursverfahren einfordern mussten, stellt das neue Gesetz eine Verbesserung dar. 2003 und 2004 erliess die Regierung zudem neue Vorschriften für den Repo-Markt und das Wertpapierleihegeschäft, die die in- und ausländische Nachfrage nach Staatsschuldtiteln beleben dürften.

... und der grösseren Rechtssicherheit für Repo-Geschäfte

Struktur des Inlandsmarktes für Anleihen der Bundesregierung in Mexiko

Die mexikanischen Behörden überwachen die Staatsverschuldung mithilfe zweier Konzepte – nach einer eng und einer weit gefassten Definition. Die eng gefasste Definition umfasst die Nettoverschuldung der Bundesregierung und einiger anderer, der unmittelbaren Budgetkontrolle unterstehender bundesstaatlicher Stellen (einschl. Sozialversicherung). Zur weit gefassten Definition der Verschuldung gehören die Nettoverbindlichkeiten der Bundesregierung und aller anderen staatlichen Stellen. Daher schliesst diese Definition neben der Verschuldung der Bundesregierung auch die Schulden der öffentlichen Nichtfinanzunternehmen, der Entwicklungsbanken und der über Sonderetats verwalteten Treuhandfonds ein. Ferner erfasst diese Definition die Schulden des Instituts für den Schutz der Ersparnisse („Instituto para la Protección al Ahorro Bancario“, IPAB) und des Treuhandfonds zur Erhaltung mautpflichtiger Autobahnen („Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas“, FARAC) sowie die Verschuldung, die sich aus anderweitig verbuchten Investitionsprojekten des öffentlichen Sektors mit eigenem Etat („Proyectos de Infraestructura Diferidos en el Registro del Gasto“, PIDIREGAS) ergibt.

Das 1999 gegründete Institut IPAB verwaltet die Schulden, die im Zuge der Rettung des Bankensektors nach der Finanzkrise Ende 1994 entstanden. Die Bundesregierung leistete damals eine implizite Garantie für die meisten Bankverbindlichkeiten und übernahm einen Grossteil der Kosten, die mit der Liquidierung von Banken verbunden waren. Im Jahr 2000 begann das IPAB mit der Ausgabe von „Bonos de Protección al Ahorro“ (BPA). Der Treuhandfonds FARAC wurde

Wichtigste Staatsschuldttitel Mexikos

Durch die Bundesregierung begebene Wertpapiere

Instrument	Kuponart	Laufzeit	Emissionshäufigkeit	Umlauf Ende 2000 ¹	Umlauf Ende 2004 ¹
Certificados de la Tesorería de la Federación („cetes“)	Null	28, 91, 182 und 364 Tage	Wöchentlich und monatlich	182,7	257,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal („bondes“)	An den „cetes“-Zins gebunden	5 Jahre	Alle 2 Wochen	416,5	310,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en Unidades de Inversión („udibonos“)	Inflationsindexiert	10 Jahre	Monatlich	85,6	84,6
Bonos a Tasa Fija („bonos“)	Fest	3, 5, 7, 10 und 20 Jahre	Monatlich	33,3	427,9

Durch andere wichtige staatliche Stellen begebene Wertpapiere

Instrument	Kuponart	Laufzeit	Emissionshäufigkeit	Umlauf Ende 2000 ¹	Umlauf Ende 2004 ¹
Bonos de Protección al Ahorro del IPAB („BPA“)	An den „cetes“-Zins gebunden	3, 5 und 7 Jahre	Wöchentlich und alle 2 Wochen	69,0	382,5
Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México („BREM“)	An den Interbanktagessatz gebunden	1 und 3 Jahre	Wöchentlich	22,0	232,9
Pagares de Indemnización de Carreteras („PIC“) del FARAC	Inflationsindexiert	20 und 30 Jahre	Monatlich	51,1	110,5

¹ Mrd. Peso.

Quelle: Staatsschuldenprogramm des Secretaría de Hacienda y Crédito Público für das zweite Quartal 2005.

ebenfalls nach der Finanzkrise mit dem Ziel errichtet, den privaten Betreibern mautpflichtiger Autobahnen unter die Arme zu greifen. Zu beachten ist, dass einige der zur Finanzierung von PIDIREGAS-Projekten emittierten Schuldverschreibungen zunächst vom privaten Sektor übernommen werden, dann aber, bei Abschluss der Projekte, an die Bundesregierung übertragen werden. Diese Schulden sind dementsprechend in der Schuldenstatistik des Bundesstaates enthalten.

Das Secretaría de Hacienda y de Crédito Público (SHCP) trägt die volle Verantwortung für sämtliche mit der Verschuldung des Bundesstaates in Zusammenhang stehenden Aktivitäten und legt in Zusammenarbeit mit anderen bundesstaatlichen Stellen fest, welche Arten von Finanzinstrumenten in welchem Umfang zu welchem Zeitpunkt auf den Markt gebracht werden sollen. Die beiden Hauptemittenten marktfähiger Schuldtitel am Inlandsmarkt – die Bundesregierung und das IPAB – veröffentlichen vierteljährliche Emissionspläne, die den Märkten Angaben zum Umfang und zur Zusammensetzung künftiger Emissionen vermitteln.

Die Bundesregierung emittiert Finanzinstrumente mit einem breiten Spektrum von Laufzeiten („cetes“, „bondes“, „udibonos“ und „bonos“), während sich das IPAB auf mittelfristige BPA konzentriert, die an 28-, 91- und 182-tägige „cetes“-Sätze gebunden sind. Die umlaufenden marktfähigen Staats- und IPAB-Schuldtitel am Inlandsmarkt beliefen sich Ende 2004 auf MXN 1 081 Mrd. bzw. MXN 383 Mrd.

Auch der Banco de México hat sich stark am inländischen Anleihemarkt engagiert. Ursprünglich setzte die mexikanische Zentralbank Staatsschuldtitel ein, um am Geldmarkt Liquidität bereitzustellen oder abzuschöpfen. Doch im Jahr 2000 begann sie, eigene Verbindlichkeiten zu emittieren – die „Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México“ (BREM) –, um den stetigen Zufluss von Währungsreserven zu sterilisieren. Die BREM sind an die Interbanktagessätze gebundene Wertpapiere und beliefen sich Ende 2004 auf MXN 233 Mrd. Die Sterilisierung mittels solcher Instrumente ermöglicht es dem Banco de México, seine geldpolitischen Ziele besser zu erreichen und gleichzeitig Verzerrungen am Markt für Staatsanleihen abzubauen. Die BREM sind in der staatlichen Schuldenstatistik nicht enthalten.

Steuerung des Angebots von Staatspapieren

Seit etwa 2000 verfolgt Mexiko eine klar definierte Strategie zur Verwaltung der öffentlichen Verschuldung, die das Angebot an Staatsschuldtiteln verbessern und straffen soll. Diese übergeordnete Strategie umfasst fünf wesentliche Ziele: Verlagerung hin zur inländischen Finanzierung der Haushaltsdefizite, Veränderung der Fristigkeitenstruktur der Staatsanleihen zugunsten längerer Laufzeiten, Entwicklung einer liquiden inländischen Renditenstrukturkurve, grössere Berechenbarkeit und Transparenz der Emission von Schuldtiteln sowie strukturelle Massnahmen zur Stärkung des Marktes für Staatsanleihen.

Um das erste Ziel zu erreichen, begann die mexikanische Bundesregierung die Finanzierung ihres Haushaltsdefizits auf den Inlandsmarkt zu verlagern und die Auslandsverschuldung des Landes abzubauen (Grafik 2). Seit 2001 wird das gesamte Haushaltsdefizit im Inland finanziert. 2004 wurden mithilfe der Mittelaufnahme im Inland \$ 1,8 Mrd. an Auslandsschulden zurückgezahlt. Dieser Betrag lag deutlich über dem von der Regierung für 2004 ins Auge gefassten Ziel einer Rückführung der Auslandsschulden um \$ 500 Mio. Infolgedessen erhöhte sich die inländische Komponente der eng gefassten Verschuldung des öffentlichen Sektors von 30% Ende 1995 auf 65% Ende 2004.

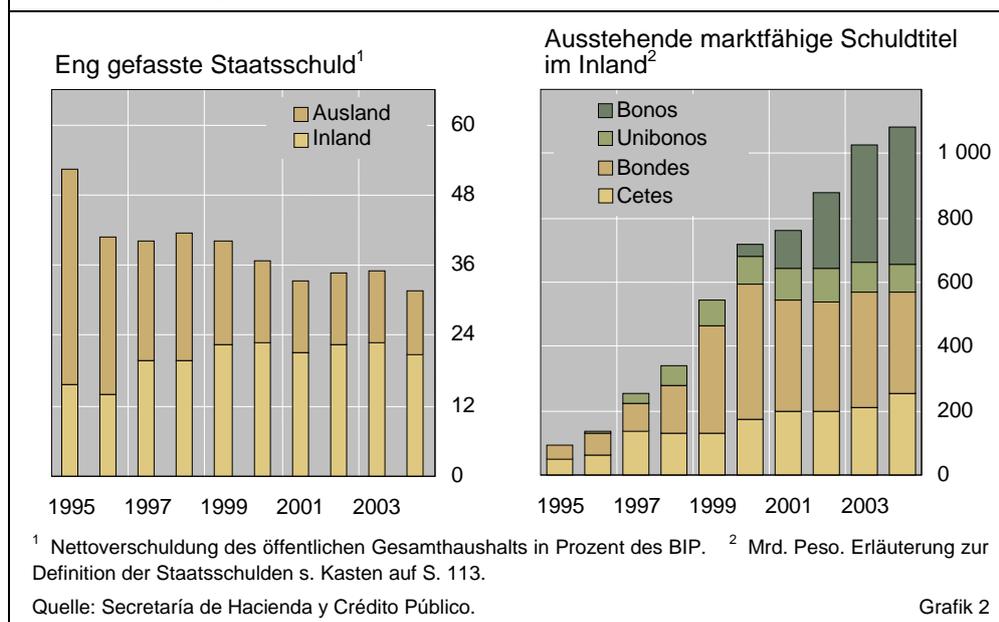
Seit 2000 bemüht sich die Bundesregierung auch um eine Verringerung des Refinanzierungsrisikos durch eine allmähliche Verlängerung der Fristigkeitenstruktur ihrer Schuldtitel. Konkret wurde bei an kurzfristige Zinsen und

Mexiko mit klar definierter Schuldenverwaltung:

– Verlagerung hin zur inländischen Finanzierung

– Verlängerung der Fristigkeitenstruktur

Verschuldung der mexikanischen Bundesregierung



die Inflationsentwicklung gebundenen Schuldtiteln die Laufzeit verlängert, und es wurden festverzinsliche Anleihen eingeführt. Festverzinsliche Anleihen mit Laufzeiten von 3 und 5 Jahren wurden erstmals 2000 emittiert, gefolgt von Anleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren 2001, 7 Jahren 2002 und 20 Jahren 2003. In ihrem Schuldenverwaltungsprogramm für 2005 hob die Bundesregierung hervor, dass ihr Nettofinanzierungsbedarf auch weiterhin im Wesentlichen durch längerfristige festverzinsliche Wertpapiere gedeckt werde.

– Entwicklung der Liquidität des Sekundärmarktes

Ausserdem hat die Bundesregierung weitere Schritte zur Entwicklung der Sekundärmarktliquidität unternommen. Insbesondere hat sie wiederholt eine kleine Zahl von Referenzemissionen aufgestockt, um den Umlauf der einzelnen Emissionen zu erhöhen, bis ein akzeptabler Grad von Liquidität erreicht war. Um eine übermässige Konzentration von Rückzahlungen an bestimmten Daten zu vermeiden, steuert die Regierung zudem ihre Verbindlichkeiten sehr aktiv. Vor Kurzem gab sie ein Programm bekannt, um kurzlaufende Anleihen mithilfe von Swaps in Anleihen mit langer Laufzeit umzuwandeln. Dieses Programm dürfte das Refinanzierungsrisiko wie auch den Einfluss umfangreicher Schuldentilgungen auf die Marktliquidität verringern.

– grössere Transparenz der Schuldenverwaltung

Berechenbarkeit und Transparenz gehören ebenfalls zu den neuen strategischen Zielen der staatlichen Schuldenverwaltung. Ein erster Schritt hin zu mehr Berechenbarkeit wurde 2002 unternommen, als die Regierung auf ihr Recht verzichtete, eine Obergrenze für den Zinssatz festzulegen, zu dem sie Geboten an Primärmarktauktionen den Zuschlag erteilen würde. Seit 2004 veröffentlicht die Regierung ihre Schuldenstrategie jeweils für das ganze Jahr, und zwar zusätzlich zur Bekanntgabe der vierteljährlichen Auktionsziele für die einzelnen Typen von Staatspapieren. Derzeit gibt die Regierung einen vierteljährlichen Auktionskalender bekannt, in dem die Art der bei den einzelnen wöchentlichen Auktionen angebotenen Finanzinstrumente sowie die während

des Quartals zur Auktion kommenden besonderen Emissionen spezifiziert werden.

Darüber hinaus hat die Regierung die Struktur des inländischen Anleihe- marktes umgestaltet. Im Laufe der Jahre wurden die Primärmarktauktionen von Staatsschuldtiteln einem breiteren Spektrum von Anlegern wie Pensionsfonds, Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften zugänglich gemacht. Der Schritt hin zu einer gerechteren Beteiligung am Bietungsprozess ging mit Verbesserungen der elektronischen Bietungsplattform des Banco de México einher, die nunmehr die Veröffentlichung der Ergebnisse binnen einer halben Stunde nach Auktionsschluss gewährleistet – 1993 erfolgte sie erst fünf Stunden später.

– Strukturreform
des
Primärmarktes ...

Im Jahr 2000 führte die Regierung ein Marktmacherverfahren für Staats- anleihen ein. Die Marktmacher verpflichteten sich dazu, bei den Primärmarkt- auktionen Gebote für ein Mindestvolumen an Wertpapieren abzugeben, jeder- zeit Geld- und Briefkurse für ein Mindestvolumen an Festzinspapieren zu stellen und bei der Geld-Brief-Spanne eine Obergrenze einzuhalten (derzeit liegt sie bei 125 Basispunkten). Als Gegenleistung für diese Zusagen bekamen die Marktmacher das Recht, an einem auf die öffentliche Auktion folgenden „Greenshoe“⁵ teilzunehmen, regelmässige Besprechungen mit den für die Schuldenverwaltung zuständigen bundesstaatlichen Stellen abzuhalten und auf das elektronische Fenster für Wertpapierleihegeschäfte des Banco de México zuzugreifen.

... und des
Sekundärmarktes ...

Die Verfügbarkeit marktbestimmter Preise stellt ein wesentliches Element für die Entwicklung von Sekundärmärkten und die Bewertung der Portfolios von Finanzintermediären dar. In den letzten Jahren bemühten sich der Banco de México, die „Comisión Nacional Bancaria y de Valores“ (CNBV) und die „Bolsa Mexicana de Valores“ (BMV) gemeinsam um die Gewährleistung eines leichten Zugriffs der Marktteilnehmer auf die täglichen Marktpreise für handelbare fest- verzinsliche Wertpapiere. Dies hat private Preisverkäufer hervorgebracht, die für das Zusammentragen der von Brokern bezogenen Marktinformationen und deren Weiterleitung an einen grösseren Kreis von Marktteilnehmern zuständig sind. Die meisten Finanzintermediäre sind inzwischen gehalten, die Dienste autorisierter Preisverkäufer in Anspruch zu nehmen.

... mit leichterem
Zugang zu
Marktpreisen ...

2005 lancierte die Regierung am Markt für Staatsanleihen ein Programm zur Abtrennung von Zinsscheinen („stripping“) bzw. zu deren Wiederherstellung bei „bonos“ und „udibonos“ durch die Marktteilnehmer. Aufgrund der regel- mässigen Aufstockung von Emissionen mit halbjährlichen Kupon-Auszahlungs- daten durch die Regierung sind die einzelnen Zinsbestandteile von Finanz- instrumenten mit unterschiedlichen Laufzeiten völlig austauschbar. Die Ver- fügbarkeit langlaufender Nullkuponanleihen dürfte sich insbesondere für

... und Lancierung
eines Stripping-
Programms

⁵ „Greenshoe“ ist eine Mehrzuteilungsoption, bei der ein Emittent den Emissionsbanken das Recht gibt, zusätzliche Wertpapiere auszugeben, um bei einer übermässigen Zuteilung von Wertpapieren an Investoren etwaige Short-Positionen zu decken. In diesem speziellen Fall können die Emissionsbanken bis zu 20% des ursprünglich zur Auktion gekommenen Betrags zum gewichteten Durchschnittspreis der Auktion erwerben.

institutionelle Anleger mit langem Anlagehorizont als attraktiv erweisen. Darüber hinaus dürfte sie zur Vertiefung des Sekundärmarktes beitragen.

Beurteilung des Erfolgs der staatlichen Massnahmen

Ziele erreicht

Es gibt eine Vielzahl von Belegen dafür, dass die verschiedenen Massnahmen der mexikanischen Regierung ihre Ziele erreichen. Der inländische Markt für Staatsanleihen ist rasch gewachsen, seine Fristigkeitenstruktur hat sich verlängert, und der Sekundärmarkt ist liquider geworden. Des Weiteren gibt es Anzeichen dafür, dass sich die Strukturreform am Primärmarkt positiv auf dessen Effizienz auswirkt.

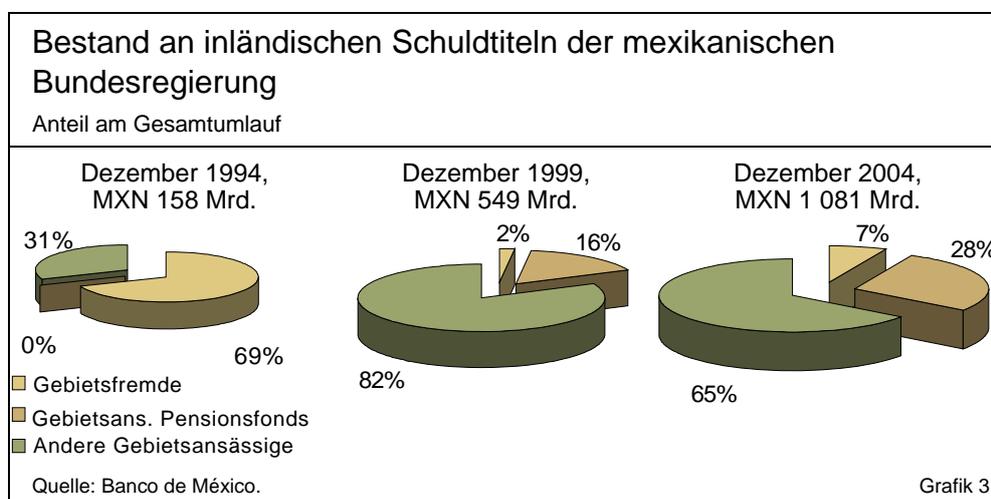
Rasches Wachstum des Inlandsmarktes

Das offensichtlichste Ergebnis der neuen Schuldenstrategie der Regierung besteht darin, dass sich die Emission marktfähiger Staatsschuldtitel am Inlandsmarkt in den letzten Jahren rasch ausgeweitet hat: Der Bestand an ausstehenden Verbindlichkeiten erhöhte sich von MXN 158 Mrd. (bzw. 10% des BIP) vor der Tequila-Krise im Dezember 1994 auf MXN 1 081 Mrd. (bzw. 14% des BIP) Ende 2004. Zwar ist der Anstieg der Staatsverschuldung in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre weitgehend der Emission von Schuldtiteln in Zusammenhang mit der Rettung des Bankensektors und einiger anderer Grossunternehmen des privaten Sektors zuzuschreiben. Eine wichtige Rolle spielte in den letzten Jahren gleichwohl auch der politische Kurswechsel hin zur inländischen Finanzierung der Defizite – in Verbindung mit der Zunahme der institutionellen Anlagen im Inland und der Rückkehr der ausländischen Anleger an den inländischen Anleihemarkt. Die grössere ausländische Beteiligung am Markt ist insbesondere deshalb bemerkenswert, weil ausländische Anleger in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre weitgehend vom Markt verschwunden waren (Grafik 3). Ende 2004 hielten ausländische Anleger 7% aller inländischen Staatsschuldtitel – Ende 1999 waren es noch 2% gewesen.

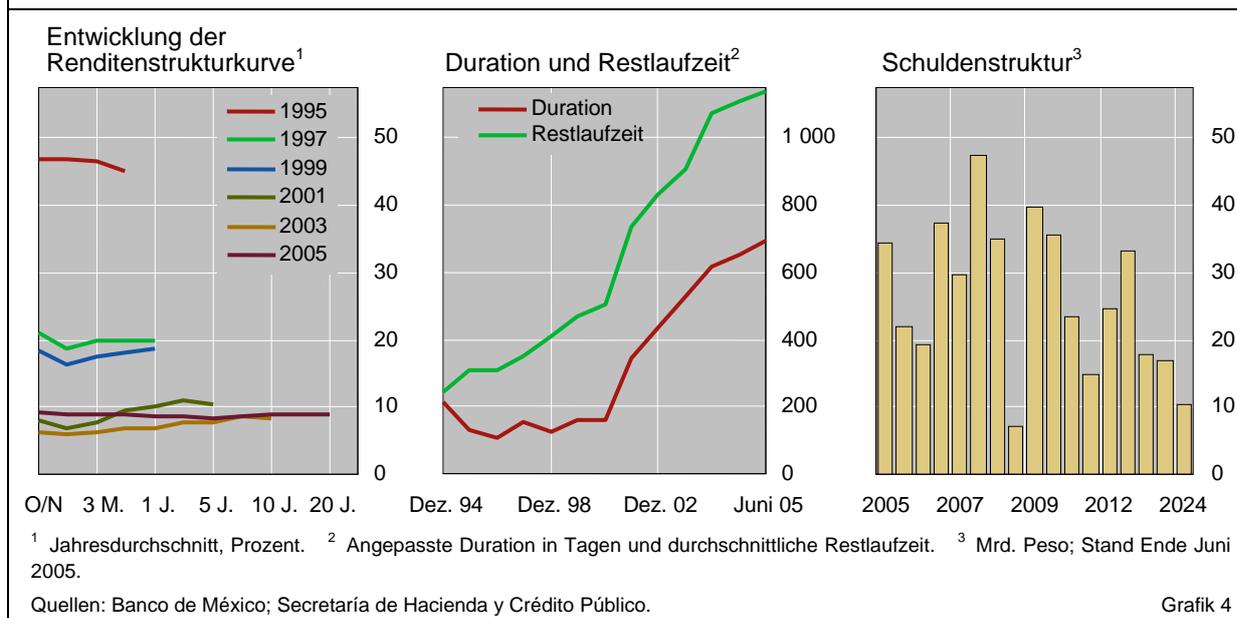
Bemerkenswerte Zunahme der ausländischen Beteiligung

Verlängerung der Fristigkeitenstruktur

Eine weitere bedeutende Entwicklung stellt die Verlängerung der Fristigkeitenstruktur der Staatsschuldtitel dar (Grafik 4). Ende 1995 bestanden die umlaufenden inländischen Schuldtitel zur Gänze aus kurzfristigen Papieren mit einer Laufzeit von einem Jahr oder weniger und aus an kurzfristige Zinsen



Rendite, Duration und Fristigkeitenstruktur am Inlandsmarkt für Staatstitel in Mexiko



oder die Inflationsentwicklung gebundenen Papieren. Ende 2004 machten festverzinsliche Anleihen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr 40% des Gesamtbestands aus. Infolgedessen erhöhte sich die durchschnittliche Laufzeit von Staatstiteln von 288 Tagen im Jahr 1995 auf 1 070 Tage im Jahr 2004.⁶ Ein wichtiger Vorteil dieser Verlängerung der Laufzeiten besteht darin, dass Mexiko nun weniger anfällig gegenüber dem Refinanzierungsrisiko ist. Laut Schätzungen der Bundesregierung war der Einfluss eines Zinsanstiegs auf die Finanzierungskosten ihrer Bruttoverschuldung Ende 2004 um rund 40% geringer als Ende 2000 (Gil Diaz 2005).

Die Einführung festverzinslicher Wertpapiere im Jahr 2000 erfolgte im Zusammenhang mit rückläufigen Referenzsätzen, die dafür sorgten, dass die Anleger diese Papiere positiv aufnahmen. Während die Straffung der Geldpolitik 2004 die mexikanischen Pensionsfonds veranlasste, zu Anlagen mit kürzerer Duration überzugehen, schienen ausländische Investoren interessanterweise eine entgegengesetzte Strategie zu verfolgen: Sie erhöhten ihre Bestände an längerfristigen Anleihen markant. Ausländische Anleger hielten Ende 2004 54% der 10-jährigen und 84% der 20-jährigen Schuldtitel. Die zunehmende Beteiligung dieser Anleger hat Mexiko bei der Entwicklung des längerfristigen Segments seines inländischen Anleihemarktes unterstützt.

Die Daten zum Sekundärmarktgeschäft bieten ein uneinheitliches Bild hinsichtlich des Umsatzes im Zeitverlauf und bei den verschiedenen Schuld-

Vermehrtes Interesse ausländischer Anleger an längerfristigen Anleihen

Widersprüchliches Bild des Sekundärmarktes ...

⁶ Es sei erneut darauf hingewiesen, dass die Fortschritte bei der weiter gefassten Verschuldung des öffentlichen Sektors etwas langsamer sind. Die Laufzeit der vom IPAB ausgegebenen marktfähigen Schuldtitel beträgt drei bis sieben Jahre; allerdings sind diese Papiere weitgehend an kurzfristige Zinsen gebunden, was bedeutet, dass die Duration der IPAB-Schuldverschreibungen gering geblieben ist (im Jahr 2004 betrug sie 30 bis 50 Tage). Die durchschnittliche Laufzeit der vom FARAC ausgegebenen Schuldtitel ist jedoch deutlich länger. Sie beträgt 20 bis 30 Jahre, wobei all diese Papiere an die Inflationsentwicklung gebunden sind.

titeln. Gleichwohl gibt es Hinweise darauf, dass die Bemühungen der Behörden zur Verbesserung der Marktliquidität allmählich Früchte tragen.

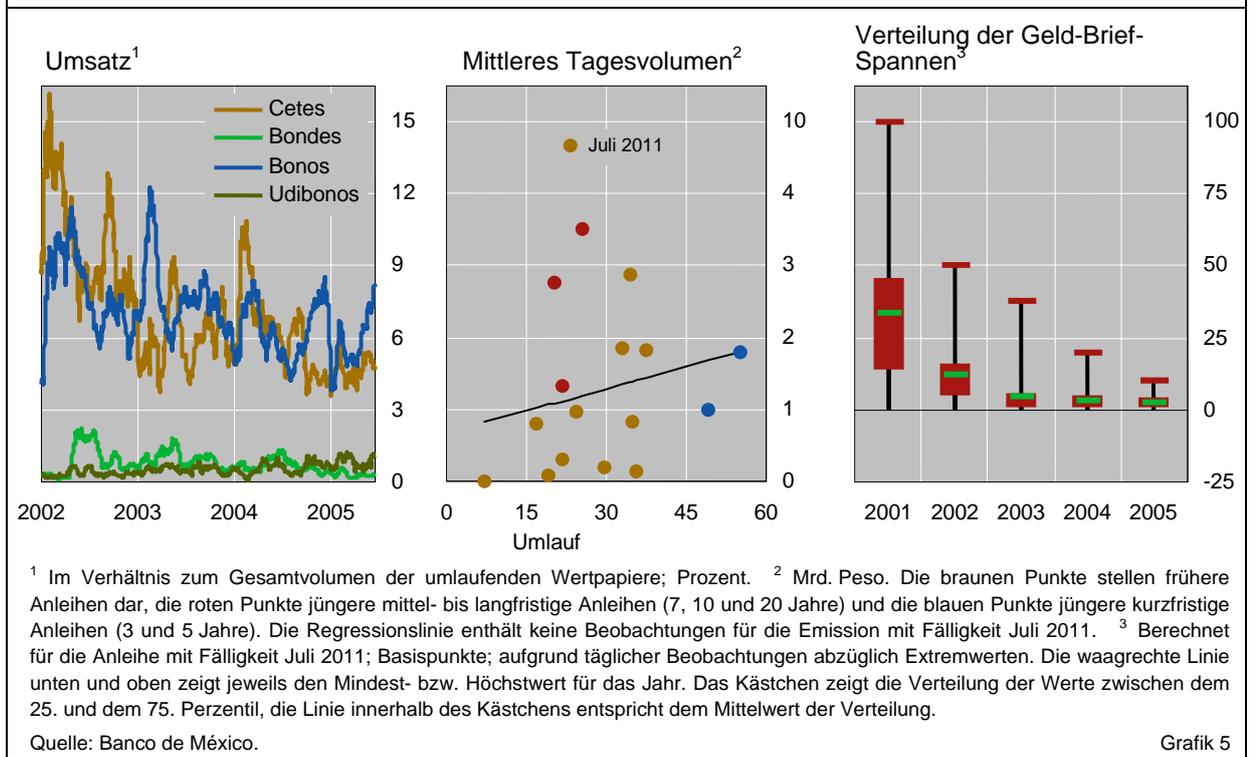
... mit sinkendem Umsatz ...

Zwar ist der Umsatz am Sekundärmarkt seit 2000 rückläufig, doch ist dies zum grossen Teil das Ergebnis vorübergehender Faktoren. Zunächst einmal ging die Einführung des Marktmacherverfahrens für Staatsschuldtitel im Jahr 2000 mit einem anfänglich massiven Zuwachs an Transaktionen einher, da die Intermediäre ihr Ranking verbessern wollten; inzwischen liegt das Geschäftsvolumen in einem üblicheren Rahmen. Ein weiterer negativer Faktor, der die Nachfrage der Anleger dämpfte, war der 2004 eingeschlagene restriktivere geldpolitische Kurs. Trotz dieser Faktoren sind die inländischen Staatsanleihen Mexikos laut Emerging Markets Traders Association (EMTA 2005) nach wie vor die in aufstrebenden Volkswirtschaften am lebhaftesten gehandelten inländischen Schuldtitel.

... und ungleichmässig verteiltem Handel bei den einzelnen Papieren ...

Eine Analyse des Handelsvolumens bei den einzelnen Finanzinstrumenten zeigt, dass „bonos“ lebhaft, „bondes und „udibonos“ aber – wie bei indexierten Wertpapieren üblich – nur begrenzt gehandelt werden, denn letztere werden gewöhnlich von institutionellen Anlegern bis zur Fälligkeit gehalten (Grafik 5). Darüber hinaus ist der Handel mit den verschiedenen „bonos“-Emissionen uneinheitlich, was die grosse Beliebtheit bestimmter jüngerer Emissionen widerspiegelt. Die bemerkenswert hohe Konzentration der Handelstätigkeit auf eine spezielle Emission, nämlich den „bono“ mit Fälligkeit

Umsatz am Sekundärmarkt und Geld-Brief-Spannen inländischer Anleihen der mexikanischen Bundesregierung



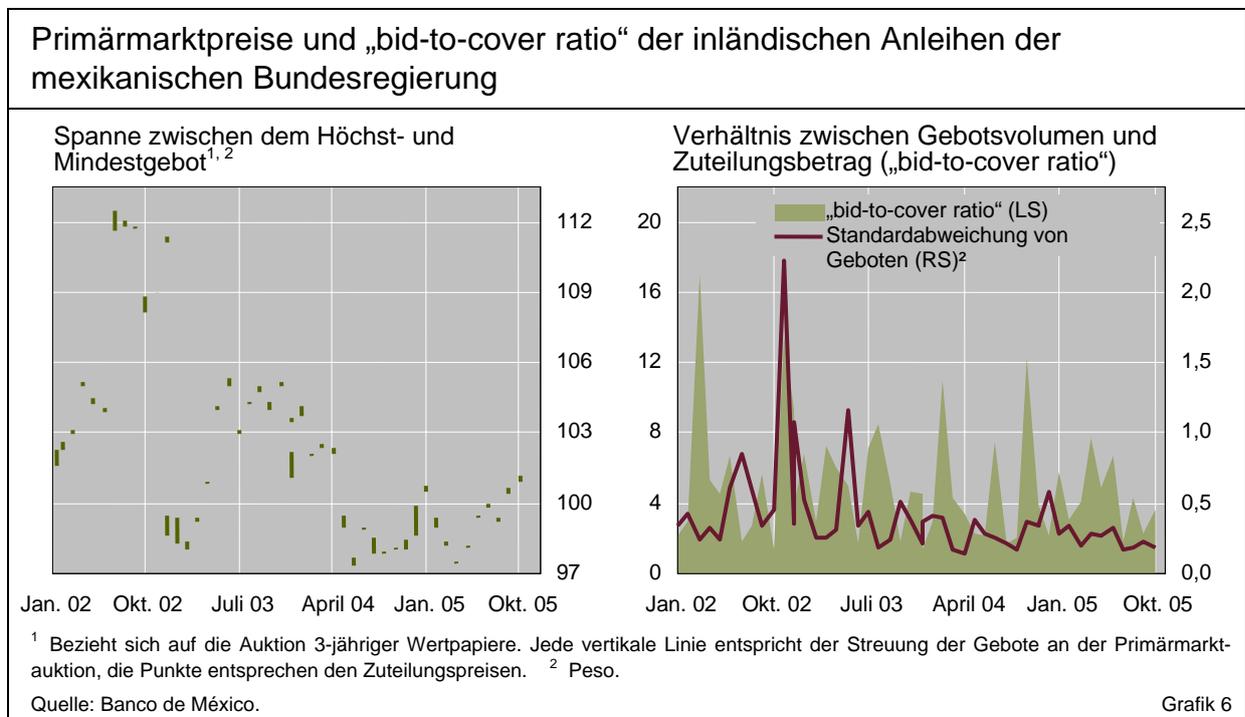
Juli 2011, ist ungewöhnlich und dürfte auf eine Präferenz der Intermediäre für steuerfreie Wertpapiere zurückzuführen sein.⁷

Trotz dieses uneinheitlichen Bildes des Geschäfts am Sekundärmarkt im Zeitverlauf und bei den verschiedenen Finanzinstrumenten spricht einiges dafür, dass die Strategie der Behörden, die Liquidität durch die Einführung immer grösserer Benchmark-Emissionen zu verbessern, positive Ergebnisse zeitigt. Aus dem mittleren Feld von Grafik 5 geht hervor, dass eine positive, wenn auch schwache Beziehung zwischen dem Bestand an umlaufenden Wertpapieren und dem Umsatz besteht. Das rechte Feld von Grafik 5 zeigt darüber hinaus, dass sich die Liquidität des Sekundärmarktes zu verbessern scheint: Die Geld-Brief-Spannen bei Benchmark-Emissionen sind seit der Einführung länger laufender Wertpapiere beträchtlich geschrumpft. Insbesondere beim „bono“ mit Fälligkeit Juli 2011 ist diese Spanne erheblich zurückgegangen, und ihre Schwankungsbreite hat ebenfalls abgenommen. Eine solche Entwicklung ist auch bei anderen längerfristigen Schuldtiteln zu beobachten. Mit Geld-Brief-Spannen, die am Interbankmarkt bei jüngeren Emissionen meist zwischen 3 und 10 Basispunkten schwanken, finden die Teilnehmer in der Regel einen angemessen bewerteten Markt vor, an dem sie ihre Positionen erhöhen oder auflösen können. Die grössere Liquidität des Sekundärmarktes hat die von den Anlegern zu zahlenden Risikoprämien verringert und somit dazu beigetragen, die Finanzierungskosten des Staates zu senken.

... aber steigender Liquidität des Sekundärmarktes ...

Inzwischen haben die auf den Primärmarkt abzielenden Massnahmen offenbar auch dessen Effizienz erhöht. Im Gegensatz zur zweiten Hälfte der

... und grösserer Effizienz des Primärmarktes



⁷ Seit Januar 2003 werden Steuern auf Zinserträge erhoben. Vor diesem Datum ausgegebene Wertpapiere bleiben von der Steuer befreit. Die Anleihe mit Fälligkeit Juli 2011 ist die umlaufende steuerfreie Anleihe mit der längsten Laufzeit.

1990er Jahre leiden die Primärmarktauktionen nicht mehr unter der Unsicherheit bezüglich der zum Angebot kommenden Beträge und den Auswirkungen von Obergrenzen für die Zinssätze. Infolgedessen sind das Niveau der Höchst- und Mindestgebote bei Primärmarktauktionen sowie deren Streuung in den letzten Jahren tendenziell gesunken (Grafik 6). Dadurch haben sich für die Intermediäre die Kursrisiken am Primärmarkt verringert, was ihre Marktbeteiligung fördert.

Erfolge und künftige Herausforderungen

Mexiko hat bei der Entwicklung seines Inlandsmarktes für Staatsanleihen beträchtliche Fortschritte erzielt. Dies dürfte bei potenziellen externen Schocks dazu beitragen, Wirtschafts- und Finanzturbulenzen abzuschwächen. Vor allem die Abkehr von dollarindexierten Verbindlichkeiten hat eine mögliche Ursache für die Anfälligkeit des Staatshaushalts beseitigt, während der Übergang zu länger laufenden Verbindlichkeiten zur Verringerung des Refinanzierungsrisikos beigetragen hat. Darüber hinaus hat die Entwicklung des inländischen Anleihemarktes zu einer gewissen Verbesserung der Liquidität des Sekundärmarktes geführt, was eine Reduzierung der Finanzierungskosten des Staates unterstützt. Des Weiteren trägt die grössere Effizienz des Primärmarktes dazu bei, die Kursrisiken für die Intermediäre zu verringern.

Trotz dieser positiven Entwicklungen besteht noch Spielraum für weitere Verbesserungen. Der Inlandsmarkt unterliegt nach wie vor einem erheblichen Refinanzierungsrisiko, da die kurzfristigen und indexierten Wertpapiere immer noch 60% des gesamten Schuldtitelbestands ausmachen. Noch stärker ins Gewicht fällt, dass die Sekundärmarktliquidität für bestimmte Arten von Wertpapieren, insbesondere indexierte Anleihen, weiterhin unterentwickelt ist. Das breite Spektrum der am Inlandsmarkt zur Verfügung stehenden Finanzinstrumente des öffentlichen Sektors deutet darauf hin, dass die Liquidität durch eine weitere Konsolidierung dieser Instrumente verbessert werden könnte.

Unklar bleibt, ob die Rückkehr der ausländischen Anleger an den Inlandsmarkt vor allem den Wirtschafts- und Strukturreformen der mexikanischen Regierung in den vergangenen zehn Jahren zuzuschreiben ist oder in erster Linie das grössere Interesse der internationalen Anleger an relativ risikoreichen Vermögenswerten widerspiegelt. Diese Investoren haben in den letzten Jahren ihr Engagement in einem breiten Spektrum von Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften erhöht. Dazu zählen auch Vermögenswerte von Ländern, die im Bereich makroökonomischer und struktureller Reformen kaum Fortschritte erzielt haben. Sollten sich die Bedingungen an den internationalen Festzinsmärkten verschlechtern, könnte dies ein wichtiger Prüfstein für die mexikanischen Erfolge sein.

Bibliografie

Agenor, P.R. und P.J. Montiel (1999): *Development macroeconomics*.

Banco de México (2004): *Annual Report*.

- Borio, C.E.V. und F. Packer (2004): „Länderrisiko: eine Bewertung neuerer Sichtweisen“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember, S. 53–73.
- Burger, J.D. und F.E. Warnock (2003): „Diversification, original sin and international bond portfolios“, *International Finance Discussion Papers*, Nr. 755, Federal Reserve Board, April.
- Eichengreen, B., R. Hausmann und U. Panizza (2003): „Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters“, *NBER Working Papers*, Nr. 10036, Oktober.
- Emerging Markets Traders Association (2005): *2004 Annual Debt Trading Volume Survey*, Februar.
- Gil Diaz, F. (2005): *The development of local markets: the Mexican case*, Präsentation am „Latin American Borrowers and Investors Forum“, Miami, Mai.
- Goldstein, M. und P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2002): *Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2002–2006 (PRONAFIDE)*.
- (2004): *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, 4. Quartal 2004.
- (2005): *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, 1. Quartal 2005.
- Sidaoui, J.J. (2002): „The role of the central bank in developing debt markets in Mexico“, *BIS Papers*, Nr. 11, Juni.