

Internationale Staatsanleihen in Landeswährung: jüngste Entwicklungen in Lateinamerika¹

Lateinamerikanische Staaten sahen sich lange Zeit mit erheblichen Schwierigkeiten konfrontiert, wenn sie an den internationalen Märkten Anleihen in heimischer Währung begeben wollten. In jüngster Zeit haben jedoch drei Länder der Region solche Staatsanleihen begeben, was möglicherweise eine dauerhafte Veränderung des Finanzierungsverhaltens lateinamerikanischer Kreditnehmer an den internationalen Anleihemärkten signalisiert. Dennoch bleibt abzuwarten, wie weit die Emission internationaler Anleihen in Landeswährung die Entwicklung inländischer Anleihemärkte ergänzt.

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

In aufstrebenden Volkswirtschaften kann der Staat im Inland oder an internationalen Märkten sowie in Landeswährung oder in Fremdwährung Mittel aufnehmen. In Lateinamerika wurden bisher rund zwei Fünftel aller Staatsanleihen international begeben, davon jedoch so gut wie keine in Landeswährung. Dabei ist inzwischen allgemein bekannt, dass die Abhängigkeit von der Kreditaufnahme in Fremdwährung zu Währungsinkongruenzen und erhöhter Krisenanfälligkeit im Falle negativer aussenwirtschaftlicher Schocks führen kann.

Die lateinamerikanischen Staaten haben zwar ihre inländischen Anleihemärkte ausgebaut, aber internationale Emissionen in Landeswährung sind bislang selten geblieben. Allerdings haben drei Länder in jüngerer Zeit internationale Schuldtitel in ihrer Landeswährung emittiert, nämlich Uruguay in den Jahren 2003 und 2004, Kolumbien 2004 und 2005 und Brasilien im September 2005. Diese Emissionen haben die Aufmerksamkeit sowohl politischer Entscheidungsträger als auch der Finanzmärkte erregt; sie signalisieren eine bedeutende Veränderung der Art und Weise, wie Kreditnehmer aus diesen Ländern Zugang zu ausländischen Investoren suchen.

Dieses Feature befasst sich mit den jüngsten internationalen Emissionen von lateinamerikanischen Staatsanleihen in Landeswährung. Dabei wird zunächst auf die Besonderheiten der emittierten Wertpapiere eingegangen. Anschliessend werden die bedeutenden strukturellen und konjunkturellen

¹ Der Beitrag gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt. Der Autor dankt Angus Butler, Claudio Borio, Gregor Heinrich, Corrinne Ho, Serge Jeanneau, Ana Fernanda Maihuasca, Ramon Moreno, Frank Packer, Michela Scatigna, Philip Turner, Agustn Villar und William White für ihre Kommentare.

Veränderungen beleuchtet, die dazu beitragen, dass diese Anleihen begeben werden konnten. Im dritten Teil des Features wird untersucht, mit welcher Wahrscheinlichkeit sich solche Anleihen als fester Bestandteil der Mittelbeschaffung dieser Volkswirtschaften etablieren werden. Der vierte Teil geht auf die potenziellen Auswirkungen dieser Emissionen auf die Entwicklung der inländischen Anleihemärkte der Region ein. Zum Abschluss folgt eine kurze Zusammenfassung.

Globale Staatsanleihen in Landeswährung

Die Schwierigkeiten einiger Länder, sich im Ausland in eigener Währung zu verschulden, werden in der Fachliteratur häufig als „Sündenfall“ („original sin“) bezeichnet. Dieser Begriff suggeriert tief verwurzelte strukturelle Schwächen sowie spezifische Merkmale des weltweiten Finanzsystems.² Wie bereits erwähnt haben lateinamerikanische Staaten bislang in der Tat nur selten an den globalen Märkten Mittel in Landeswährung aufgenommen. In den vergangenen Jahren haben sich jedoch drei Staaten in Lateinamerika bemüht, mit dieser Tradition zu brechen.

Im Oktober 2003 begab Uruguay im Rahmen seines Umschuldungsprogramms Globalanleihen in Landeswährung im Gesamtwert von UYU 7,3 Mrd. bzw. umgerechnet \$ 290 Mio. (Tabelle 1). Diese Anleihen sind auf die inländische Inflationsrate indexiert und haben einen Kupon von 10,5%; Zins- und Tilgungszahlungen werden in US-Dollar geleistet.³ Im August 2004 wurden weitere Globalanleihen mit einem Nominalwert von UYU 8,2 Mrd. (\$ 250 Mio.) begeben, diesmal ohne Inflationsindexierung. Für eine Anleihe mit so kurzer Laufzeit (lediglich zwei Jahre) war die Emission sehr kostspielig, da ihr Kupon bei über 17% lag.

In Kolumbien begab die Regierung im November 2004 Schuldtitel über COP 954,2 Mrd. (\$ 375 Mio.), die ebenfalls in US-Dollar abgewickelt wurden. Die Anleihen (TES Global) wurden zu sehr günstigen Bedingungen für den Emittenten begeben, nämlich mit einem Kupon von 11,75% und einer Laufzeit von fünf Jahren. Es gab eine lebhaftere Nachfrage nach den Anleihen, die für insgesamt \$ 1,1 Mrd. gezeichnet wurden. Meldungen zufolge erwarben US-Anleger 65% der Anleihen, europäische Anleger 30% und lateinamerikanische die verbleibenden 5%. Dass die Emission erfolgreich war, belegt auch die Aufstockung der Anleihe im Januar 2005 um weitere COP 293,7 Mrd.

² Den Befürwortern des Konzepts zufolge kann der Sündenfall zwei Dimensionen haben: eine internationale, die sich auf das Unvermögen eines Landes bezieht, sich im Ausland in eigener Währung zu verschulden, sowie eine inländische, die das Unvermögen eines Landes betrifft, sich im Inland zu langfristig festgeschriebenen Zinssätzen zu verschulden. S. Eichengreen et al. (2005).

³ Vor der Konvertierung bzw. Auszahlung in US-Dollar wird der Tilgungsbetrag der Anleihen in uruguayischen Pesos anhand der Veränderung der inflationsindexierten Währungseinheit („unidad indexada“, UI) vom Zeitpunkt der Emission bis zum Datum der Tilgungszahlung bestimmt. Ähnlich werden auch die Zinszahlungen entsprechend dem Kupon der Emission kalkuliert.

Ausgewählte internationale Staatsschuldtitel in Landeswährung						
Land	Emissionsdatum	Verfall	Emissionsbetrag ¹	Kupon	Rating: Moody's/ Fitch/S&P	Markt
Argentinien	Dez. 1996	Dez. 1998	250	8,75	Nicht verfügbar	Eurobond
Argentinien	Febr. 1997	Febr. 2007	500	11,75	Ca/D/D	Privatplatzierung
Argentinien ^{2,3}	Juni 1997	Juli 2049	500	8,75	WR/D/NR	Privatplatzierung
Argentinien ³	Juli 1997	Juli 2049	500	8,75	WR/D/NR	Eurobond
Argentinien ⁴	Juni 2001	Sept. 2008	931	12,00	Ca/NA/D	Global
Brasilien	Sept. 2005	Jan. 2016	1 479	12,50	B1/NA/BB-	Global
Kolumbien ⁵	Nov. 2004	März 2010	500	11,75	Ba2/BB/BB	Global
Kolumbien	Febr. 2005	Okt. 2015	325	12,00	Ba2/BB/BB	Global
Uruguay ⁶	Okt. 2003	Okt. 2006	290	10,50	B3/B/B	Global
Uruguay	Aug. 2004	Febr. 2006	250	17,75	B3/B/B	Global

Anmerkung: Mit einer Privatplatzierung werden die Kosten der Registrierung bei der Securities and Exchange Commission der USA (die für eine Globalemission erforderlich ist) vermieden; darüber hinaus sind die Sicherheitsauflagen strenger und können im Falle eines Ausfalls leichter neu ausgehandelt werden. Zudem sind die Vertriebskosten für die Anleihen niedriger.

¹ Berechnet anhand des Monatsdurchschnitts des Wechselkurses, wenn keine offiziellen Zahlen verfügbar sind; Mio. US-Dollar. ² „Rule 144A“-Emission. ³ Im Austausch gegen bestehende Schuldtitel aufgelegt. ⁴ Im Austausch gegen anererkennungsfähige Anleihen in argentinischen Pesos aufgelegt. ⁵ Diese Emission wurde im Januar 2005 um eine zusätzliche Tranche von \$ 125 Mio. aufgestockt. ⁶ Diese Anleihen sind inflationsindexiert und enthalten Mehrheitsklauseln.

Quelle: Bloomberg. Tabelle 1

(\$ 125 Mio.). Bei beiden Tranchen der Anleihe waren die Emissionskosten niedriger als bei vergleichbaren Emissionen am inländischen Anleihemarkt (um 50 bzw. 31 Basispunkte). Im Februar 2005 wurden weitere Anleihen zu sehr ähnlichen Bedingungen begeben, jedoch mit einer längeren Laufzeit (10,7 Jahre). Auch diesmal waren die Kosten der Auslandsfinanzierung günstiger als die einer vergleichbaren Mittelaufnahme im Inland (sie lagen 20 Basispunkte unter den extrapolierten Kosten einer vergleichbaren Anleihe am Inlandsmarkt).⁴

Im September 2005 folgte Brasilien dem Beispiel Uruguays und Kolumbiens und emittierte eine Globalanleihe im Gesamtwert von BRL 3,4 Mrd. (\$ 1,5 Mrd.) mit einer Laufzeit von über 10 Jahren und einem Kupon von 12,5%. Wie bei den oben beschriebenen Anleihen werden Zins- und Tilgungszahlungen in US-Dollar geleistet. Die Emission der brasilianischen Globalanleihe war durchaus erfolgreich: Sie wurde mehrfach überzeichnet und wahrhaft international nachgefragt, insbesondere von Anlegern in Europa und den USA. Durch diese Emission verlängerte sich zudem das Laufzeitenpektrum der Renditenstrukturkurve für auf Real lautende festverzinsliche Staatsschuldtitel auf über zehn Jahre. Am Inlandsmarkt liegt die längste Laufzeit bei sieben Jahren.

⁴ S. die entsprechende Pressemitteilung des kolumbianischen Finanzministeriums (www.minhacienda.gov.co).

Die Anleiheemissionen Brasiliens und Kolumbiens sind aus mehreren Gründen besonders interessant. Erstens waren sie – im Gegensatz zu den uruguayischen Emissionen – nicht das Ergebnis eines Umschuldungsprozesses. Zweitens haben die Wertpapiere relativ lange Laufzeiten. Drittens sind sie nicht inflationsindexiert, aber da sie auf die betreffende Inlandswährung lauten und einen festen Zinssatz haben, wird sowohl das Inflations- als auch das Wechselkursrisiko vom betreffenden Staat auf die Anleger übertragen. Gleichzeitig werden die Anleger, wie bei der uruguayischen Emission, von etwaigen *Konvertierungsrisiken* im Zusammenhang mit Devisenverkehrskontrollen befreit, da die Abwicklung in US-Dollar erfolgt.⁵

... übertragen
Währungsrisiko auf
Anleger, befreien
sie aber von Kon-
vertierungsrisiken

Begünstigende Faktoren

Wodurch wurden diese Anleiheemissionen ermöglicht? Bis zu einem gewissen Grad blieb den Staaten nach Finanzkrisen keine andere Wahl, als sich nach neuen Finanzierungsquellen umzusehen. Bisher haben Länder, die ihre Schwierigkeiten bei der Begebung internationaler Schuldtitel in Landeswährung allmählich überwinden konnten, dies im Anschluss an erhebliche Schocks geschafft,⁶ die sie veranlassten, die hohen Anlaufkosten einer Emission in Landeswährung in Kauf zu nehmen. In den hier untersuchten Fällen sahen sich die Regierungen aufgrund der Finanzmarkturbulenzen Ende der 1990er und Anfang der 2000er Jahre gezwungen, nach alternativen Finanzierungsquellen zu suchen, um ihre aussenwirtschaftliche Verwundbarkeit zu verringern. Seit den Krisen begeben diese Staaten verstärkt internationale Schuldtitel mit längeren Laufzeiten, vermeiden das Problem der Anschlussfinanzierung bei einer Häufung gleicher Verfalltermine und tendieren nun zunehmend zu Emissionen in ihrer Inlandswährung, um Währungsinkongruenzen gering zu halten.

Durch Finanzkrisen
erzwungene Suche
nach alternativen
Finanzierungs-
quellen

Die Krisen gaben ausserdem Anstoss zu strukturellen Verbesserungen im Inland, wodurch diese Länder für Investoren an Attraktivität gewannen. Brasilien und Kolumbien trieben bedeutende wirtschaftliche und institutionelle Reformen voran, die Anfang der 1990er Jahre initiiert wurden, und erzielten deutliche Fortschritte bei der Einführung flexibler Wechselkurssysteme und einer glaubwürdigen Inflationssteuerung.⁷ Auch in Uruguay sind seit der

Reformen und
verbesserte
Fundamental-
daten ...

⁵ In Kolumbien wurden vor Kurzem Kapitalverkehrskontrollen eingeführt, die für neue kurzfristige Portfolioinvestitionen aus dem Ausland eine Mindesthaltedauer von einem Jahr vorschreiben. Diese Massnahme trat am 15. Dezember 2004 in Kraft und gilt immer noch.

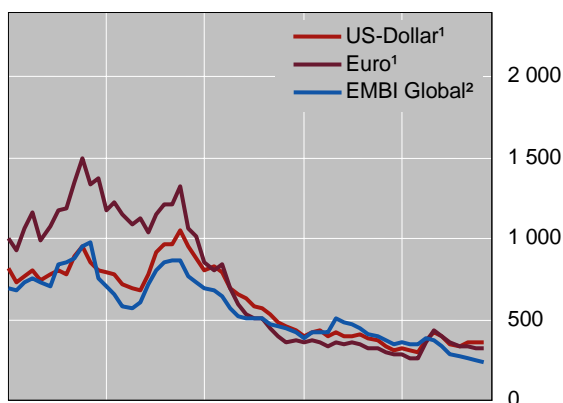
⁶ Laut Bordo et al. (2005) war dieser Schock im Falle Kanadas der Zweite Weltkrieg. In Australien, Neuseeland und Südafrika war das ausschlaggebende Ereignis der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems, der die Einführung flexibler Wechselkurse und die Aufhebung von Kapitalverkehrskontrollen zur Folge hatte. Messgrössen der aggregierten Währungsinkongruenzen der Aktiva und Passiva eines Landes als Indikator für dessen Krisenanfälligkeit finden sich in Goldstein und Turner (2004).

⁷ Die Erarbeitung einer glaubwürdigen Geldpolitik ist für diese Reformen von grundlegender Bedeutung. Laut Jeanne (2003) ist die geldpolitische Glaubwürdigkeit eine zentrale Bestimmungsgrösse der Währungsdenominierung der Staatsschuld.

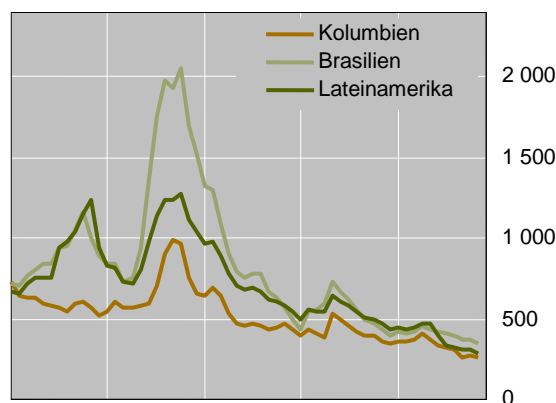
Renditenaufschläge an entwickelten und aufstrebenden Märkten

Basispunkte

Hochrentierend



Lateinamerika^{2,3}



Jan. 01 Jan. 02 Jan. 03 Jan. 04 Jan. 05

Jan. 01 Jan. 02 Jan. 03 Jan. 04 Jan. 05

¹ Optionsbereinigte Aufschläge gegenüber Renditen von Staatsanleihen; Unternehmensanleiheindizes von Merrill Lynch.

² Bereinigte („stripped“) Aufschläge von Staatsschulden gegenüber Renditen von Staatsanleihen; Emerging Market Bond Indices (EMBI) von JPMorgan Chase. ³ EMBI+.

Quellen: JPMorgan Chase; Merrill Lynch.

Grafik 1

Umschuldung Anfang der 2000er Jahre wichtige Reformen durchgeführt worden, die das wirtschaftliche und finanzielle Profil des Landes verbessert haben.

Strukturelle Veränderungen auf globaler Ebene haben die Begebung internationaler Schuldtitel in heimischer Währung zusätzlich erleichtert. Zum einen hat der Trend in Richtung globaler Disinflation die Bemühungen aufstrebender Volkswirtschaften zur Inflationsbekämpfung unterstützt, und das Risiko einer hohen Inflation in diesen Ländern wird offenbar als geringer eingeschätzt. Gleichzeitig hat sich die Anlegerbasis für Wertpapiere aus aufstrebenden Volkswirtschaften durch die zunehmende Verflechtung der Finanzmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften und der entwickelten Länder ausgeweitet.⁸

Andere, eher konjunkturelle Faktoren spielten ebenfalls eine Rolle. Eine wichtige globale Entwicklung war dabei das Zusammenspiel von niedrigem Zinsniveau in den entwickelten Ländern und reichlicher Liquidität an den Finanzmärkten. Diese Konstellation hat bei zahlreichen Finanzinstrumenten zu einer erhöhten Risikobereitschaft der Marktteilnehmer geführt, u.a. auch bei Schuldtiteln aus aufstrebenden Volkswirtschaften. So sind die Renditenaufschläge von Unternehmensanleihen aus entwickelten Ländern und Schuldtiteln aus aufstrebenden Volkswirtschaften seit 2002 tendenziell rückläufig. Die Risikoprämien bei Staatsanleihen aus aufstrebenden Volkswirtschaften – einschliesslich derer in Lateinamerika – sind in den vergangenen Jahren auf historisch niedrige Niveaus zurückgegangen (Grafik 1).

... sowie günstige
Konjunktur-
entwicklung ziehen
Investoren an ...

⁸ Für eine Untersuchung der sich verändernden Verflechtung zwischen entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkten s. Wooldridge et al. (2003).

Gesamtwirtschaftliche Indikatoren für Brasilien, Kolumbien und Uruguay 2000–04						
	Brasilien		Kolumbien		Uruguay	
	2000	2004	2000	2004	2000	2004
Reales BIP ¹	4,4	4,9	2,9	4,0	-1,4	12,0
Verbraucherpreise ¹	7,0	6,6	9,2	5,9	4,8	9,2
Haushaltssaldo ^{2, 3}	3,5	4,6	-6,8	-4,5	-4,0	-2,4
Leistungsbilanz ²	-4,0	1,9	0,9	-1,0	-2,8	-0,8
Realer effektiver Wechselkurs ⁴	83,3	67,1	100,8	92,6	114,1	97,2
Auslandsverschuldung ²	39,5	36,4	43,1	41,1	72,7	99,3
Devisenreserven ⁵	32,5	52,7	8,4	12,8	2,4	2,5

¹ Veränderungen gegenüber dem Vorjahr; Prozent. ² In Prozent des BIP. ³ Primärsaldo. ⁴ 1995 = 100.
⁵ Mrd. US-Dollar.
Quellen: IWF; IIF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle 2

Ein weiterer Faktor, der vermutlich überwiegend konjunktureller Art ist und ebenfalls viele Anleger angezogen hat, ist der anhaltende Wechselkursanstieg der lateinamerikanischen Währungen. Diese Aufwertung wurde durch internationale Entwicklungen wie etwa die jüngste Erhöhung der Rohstoffpreise und die Schwäche des Dollars sowie durch die verbesserten Fundamentaldaten (z.B. Leistungsbilanzen) der betreffenden Volkswirtschaften verstärkt, die alle eine starke konjunkturelle Komponente aufweisen.⁹

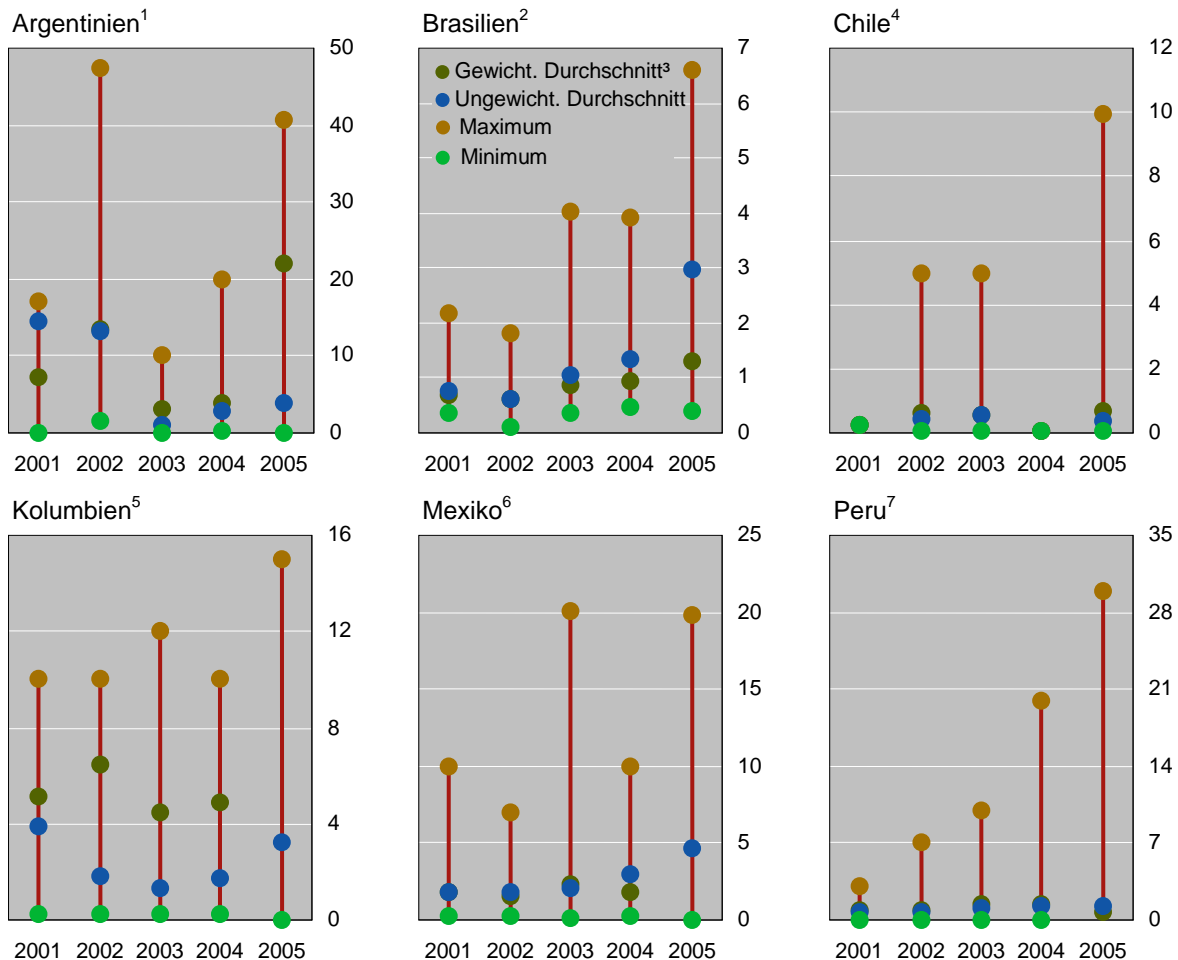
Dennoch bleibt eine Frage offen. Die Fundamentaldaten der drei in diesem Feature untersuchten Länder (Tabelle 2) haben sich nicht wesentlich stärker verbessert als die der meisten anderen Volkswirtschaften der Region, die keine Globalanleihen in ihrer Landeswährung begaben. Die Beispiele Chiles und Perus, wo sich die gesamtwirtschaftliche Lage ebenfalls deutlich aufgehellt hat, deuten darauf hin, dass bessere Fundamentaldaten und ein günstiges aussenwirtschaftliches Umfeld allein nicht ausreichen, um die Emission globaler Schuldtitel in Landeswährung voranzutreiben. In Chile gab es vermutlich wenig Anlass, sich an neue Schuldinstrumente heranzuwagen, da das Land seit Jahren Haushaltsüberschüsse aufweist. In Peru hat sich die Regierung stattdessen auf den Ausbau des inländischen Anleihemarkts in heimischer Währung und die Verlängerung des Laufzeitenspektrums der inländischen Renditenstrukturkurve konzentriert (Grafik 2). Hinzu kommt, dass sowohl Chile als auch Peru über Regelungen verfügen, die ausländischen Anlegern den Zugang zum heimischen Markt leichter machen als in Brasilien oder Kolumbien, weshalb Globalanleihen in Landeswährung für diese Länder im Vergleich weniger attraktiv sind.

... aber verbesserte Fundamentaldaten nicht ausreichend zur Förderung von Landeswährungsemissionen

⁹ Cohen (2005) untersucht die Bestimmungsgrößen der Währungsdenominierung internationaler Anleiheemissionen und kommt zu dem Ergebnis, dass Emissionen in einer bestimmten Währung zunehmen, wenn diese Währung im historischen Vergleich stark ist und die langfristigen Zinssätze in der betreffenden Währung im Vergleich zu denen anderer wichtiger Währungen hoch sind.

Laufzeiten neu begebener inländischer Staatsanleihen in Lateinamerika

Anfangslaufzeit in Jahren



¹ Schatzwechsel und -anleihen sowie Zentralbankpapiere; im Jahr 2002 handelte es sich bei den meisten Emissionen um Platzierungen im Zusammenhang mit der Krise. ² Sog. LTN-Emissionen (Wechsel des Schatzamts). ³ Nach Betrag gewichtet. ⁴ Emissionen der Zentralbank. ⁵ Sog. TES-Emissionen (Schatztitel). ⁶ Schatzanleihen, Sparschatzanleihen, Udibonos und Cetes. ⁷ Einlagezertifikate, Schatzwechsel und Staatsanleihen.

Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 2

Die Nachhaltigkeit der jüngsten Entwicklung

Wachstumspotenzial für solche Emissionen vorhanden ...

Werden globale Anleiheemissionen in Landeswährung in der Region zu einem dauerhaften Phänomen werden? Oberflächlich betrachtet dürfte es beträchtliches Wachstumspotenzial geben. In Brasilien machen Real-Globalanleihen derzeit lediglich 2% des Gesamtumlaufs an internationalen Staatsschuldtiteln aus, und der entsprechende Anteil auf Peso lautender internationaler Schuldtitel von Uruguay beläuft sich auf nur 4,8%. Trotz der positiven Aufnahme der kolumbianischen Anleihen machen diese derzeit nur 7% des Gesamtumlaufs an internationalen Staatsanleihen des Landes aus.

Obgleich Wachstumspotenzial vorhanden ist, bleibt unklar, ob der jüngste Trend in Richtung globaler Emissionen in Landeswährung von Dauer oder nur vorübergehend sein wird. Dass ein Land zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Lage ist, solche Schuldtitel an die internationalen Kapitalmärkte zu bringen,

bedeutet nicht zwangsläufig, dass dies diesem Land auch künftig möglich sein wird. Beispielsweise emittierte Argentinien in den 1990er Jahren eine Reihe von Anleihen in Landeswährung (Tabelle 1), darunter Peso-Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit und ohne Indexierung im Gesamtwert von \$ 500 Mio. im Jahr 1997. Zu jener Zeit hätten sicherlich viele Beobachter die Meinung vertreten, dass der Zugang Argentiniens zu den internationalen Märkten nun kein Problem mehr sei, doch im Gefolge des russischen Zahlungsmoratoriums im Jahr 1998 hat sich dieser Zugang wieder deutlich erschwert.

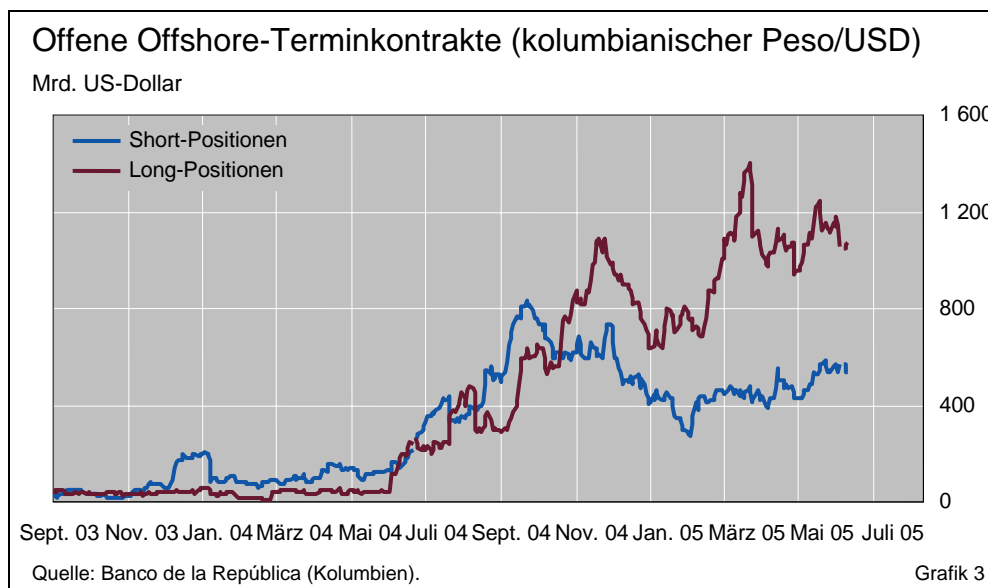
... aber historische
Präzedenzfälle
keine Garantie

Dennoch ist davon auszugehen, dass ein stärkeres Engagement für flexiblere Wechselkurssysteme die Nachhaltigkeit dieser Art von Emissionen begünstigen dürfte. Alle drei untersuchten Länder sind im Begriff, liberalisierte Währungs- und Finanzsysteme mit einer flexiblen, marktbestimmten Wechselkurspolitik aufzubauen und zu konsolidieren. Flexible Wechselkurse setzen die Anleger zwar einer höheren kurzfristigen Volatilität aus, aber sie können künftige Risiken und Anfälligkeiten verringern. Durch feste Wechselkurssysteme hingegen werden zwar kurzfristige Schwankungen vermieden, sie bergen aber das Risiko einer plötzlichen Abwertung. Hinzu kommt, dass Währungen, die weder offiziell noch faktisch an den Dollar gekoppelt sind, bessere Diversifizierungsmöglichkeiten bieten können als Währungen mit faktischer Währungsanbindung.¹⁰

Gleichzeitig ist möglicherweise der Ausbau von Märkten für Absicherungsinstrumente erforderlich, um die Emission von Globalanleihen in Landeswährung in wesentlich grösserem Umfang voranzutreiben.¹¹ Uruguay hat zwar keinerlei formalen Markt, aber in Brasilien existiert ein gut etablierter und liquider Markt für Terminkontrakte ohne Lieferung („non-deliverable forwards“) auf den Real. Auch in Kolumbien gibt es einen liquiden Onshore- und Offshore-Markt für Terminkontrakte ohne Lieferung auf den Peso, der sich gegenwärtig überwiegend auf kurze Laufzeiten beschränkt. Interessanterweise hat sich das Umsatzvolumen am Terminmarkt für kolumbianische Pesos nach der Anleiheemission vom November 2004 erheblich erhöht (Grafik 3), was darauf hindeutet, dass Emissionen in Inlandswährung eine *stimulierende* Wirkung auf Märkte für Instrumente zur Absicherung des Währungsrisikos haben können.

¹⁰ McCauley und Jiang (2004) untersuchen, wie sich Anleihemärkte in Landeswährung in globale Anleiheportfolios einfügen, und kommen zu dem Ergebnis, dass asiatische Anleihen in Landeswährung durchaus Diversifizierungsmöglichkeiten bieten. Turner (2005) vergleicht ein Portfolio asiatischer Anleihen in Landeswährung mit Dollartiteln aus aufstrebenden Volkswirtschaften, Japan, den USA und Europa und errechnet dabei für die monatlichen Renditen Korrelationen von 0,4, 0,14, 0,42 bzw. 0,43.

¹¹ Burger und Warnock (2004) argumentieren, dass US-Investoren, die an den weltweiten Märkten für Anleihen in Landeswährung aktiv sind, seit jeher Renditen mit hoher Varianz und negativer Schiefe vermeiden. Für diese Anleger spielt die Absicherung des Währungsrisikos eine zentrale Rolle, da die Renditevarianz von Anleihen in Landeswährung von der Volatilität des Wechselkursrisikos bestimmt wird. Bordo et al. (2005) betonen, dass die Einführung innovativer Devisenderivate massgeblich dazu beigetragen hat, dass ehemalige britische Kolonien internationale Schuldtitel in ihrer jeweiligen Landeswährung begeben konnten.



Implikationen für die Entwicklung der inländischen Anleihemärkte

Die inländischen lateinamerikanischen Anleihemärkte sind im Vergleich zu denen in anderen aufstrebenden Regionen nicht übermässig gross (2004: \$ 651 Mrd.; Tabelle 3). Wie kommt es dann, dass einige Staaten der Emission von Globalanleihen in Landeswährung den Vorzug geben, statt ihre Inlandsmärkte weiter auszubauen?

Globalanleihen in Landeswährung vielleicht nachteilig für inländischen Anleihemarkt ...

Die Begebung von Globalanleihen in Inlandswährung könnte für die Entwicklung der heimischen Anleihemärkte in der Tat in mehrerer Hinsicht nachteilig sein. Insbesondere ist für die Entwicklung der inländischen Anleihemärkte eine ausreichende Liquiditätsausstattung vonnöten; die Liquidität könnte aber durch internationale Anleiheemissionen in Landeswährung verzettelt werden.¹² Dennoch scheinen die drei an dieser Stelle untersuchten Länder von zahlreichen anderen Überlegungen beeinflusst worden zu sein.

In Uruguay wurde die Entscheidung in erster Linie durch den Umschuldungsprozess bestimmt, dessen Hauptziel der schrittweise Abbau der Verschuldung war. Inländische Anleiheemissionen waren nach der Finanzkrise undenkbar, und Globalemissionen lieferten einen Referenzwert für den Aufbau künftiger Märkte.

In Brasilien und Kolumbien wurde der Zugang ausländischer Anleger zum heimischen Anleihemarkt durch institutionelle Faktoren eingeschränkt, sodass Globalemissionen in Landeswährung möglicherweise als „Notlösung“ betrachtet wurden, um die Investorenbasis des Landes auszuweiten und das Risiko von Währungsinkongruenzen zu verringern. In vielen Fällen konnten

¹² McCauley und Remolona (2000) argumentieren, dass ein grösserer Bestand an öffentlich begebenen Staatsschuldtiteln zu höheren Umsatzvolumen am Kassa- und Futuresmarkt führt und dies wiederum die Liquidität an den Staatsanleihemärkten steigert. Jiang und McCauley (2004) kommen ausserdem zu dem Ergebnis, dass die Liquiditätsausstattung an den asiatischen Märkten für Anleihen in Landeswährung auch von der Marktgrösse abhängt.

Grösse der inländischen Anleihemärkte in Lateinamerika 2004				
Ausstehende Beträge				
	Staat		Insgesamt	
	Mrd. US-Dollar	In Prozent des BIP	Mrd. US-Dollar	In Prozent des BIP
Argentinien	9,6	6,3	24,3	16,0
Brasilien	295,9	49,0	371,6	61,5
Chile	20,0	21,2	41,8	44,4
Kolumbien	29,6	30,4	30,2	31,0
Mexiko	153,1	22,7	176,9	26,2
Peru	4,0	5,8	7,1	10,3
Lateinamerika ¹	512,2	30,3	651,8	38,5
<i>Nachrichtlich:</i>				
<i>Tschechische Republik</i>	<i>58,0</i>	<i>54,2</i>	<i>65,8</i>	<i>61,5</i>
<i>Korea</i>	<i>170,5</i>	<i>25,1</i>	<i>567,6</i>	<i>83,4</i>
<i>Indonesien</i>	<i>51,0</i>	<i>19,8</i>	<i>57,9</i>	<i>22,5</i>
<i>Philippinen</i>	<i>24,9</i>	<i>29,4</i>	<i>25,2</i>	<i>29,7</i>
<i>Südafrika</i>	<i>78,3</i>	<i>36,7</i>	<i>104,6</i>	<i>49,1</i>
¹ Summe der obenstehenden Länder.				
Quellen: IWF; BIZ.			Tabelle 3	

ausländische Anleger durch den Erwerb von Globalanleihen die Hindernisse für ausländische Käufe am betreffenden Inlandsmarkt umgehen.¹³ So unterliegen die in diesem Feature untersuchten Globalanleihen z.B. den Gesetzen und der Rechtsprechung des Staates New York, wodurch sie im Falle eines Ausfalls für internationale Anleger vergleichsweise attraktiver sind als inländische Anleihen. Hinzu kommt, dass staatliche Beschränkungen des Erwerbs inländischer Wertpapiere (etwa in Form von Registrierungspflichten, Quellenbesteuerung oder Kapitalverkehrskontrollen) bei diesen Anleihen nicht greifen, da sie an den internationalen Märkten emittiert werden.

... aber angesichts der Beschränkungen des Erwerbs inländischer Wertpapiere durch Ausländer dennoch eine gute Wahl

Zusammenfassung

Die erfolgreiche Emission internationaler Staatsanleihen in Landeswährung durch Brasilien, Kolumbien und Uruguay bietet sowohl den betreffenden Ländern als auch den Anlegern bedeutende Vorteile. Die Länder profitieren von der verbesserten Währungszusammensetzung ihrer Auslandsverschuldung

¹³ In Brasilien sind Investitionen nur nach Registrierung bei der brasilianischen Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde und der Zentralbank möglich. Zusätzlich muss ein gesetzlicher Vertreter ernannt werden. Investitionen unterliegen einer Kapitalertragsteuer von 15%; in manchen Fällen können weitere Steuern anfallen. In Kolumbien gibt es ebenfalls Beschränkungen für Ausländer, die am Inlandsmarkt investieren wollen. So ist z.B. die Gründung einer Kapitalanlagegesellschaft erforderlich, und je nach Steuerstatus und Investitionsart fallen unterschiedliche Steuern an (gegenwärtig beläuft sich die Einkommenssteuer auf bis zu 35%; allerdings fällt zusätzlich ein Zuschlag von 10% an, durch den der Höchststeuersatz auf 38,5% ansteigt; ausserdem wird eine Steuer auf Finanztransaktionen in Höhe von 0,4% erhoben); Ende 2004 wurden zudem Kapitalverkehrskontrollen eingeführt, die für alle Portfolioinvestitionen eine Mindesthaltungdauer von einem Jahr vorschreiben.

und der Verringerung ihres *Währungsrisikos* und können somit ihre Verwundbarkeit im Zusammenhang mit Währungsinkongruenzen vermindern. Die Anleger wiederum profitieren von der Diversifizierung ihrer Portfolios und den höheren Ertragschancen und können gleichzeitig die Kosten umgehen, die möglicherweise beim Erwerb von Wertpapieren in Landeswährung an den Inlandsmärkten anfallen. Da überdies die Abwicklung in US-Dollar erfolgt, unterliegen die Investoren keinem *Konvertierungsrisiko* im Zusammenhang mit Kapitalverkehrskontrollen.

Dennoch signalisiert die jüngste Zunahme dieser Art von Anleiheemissionen durch Staaten der Region nicht zwangsläufig einen dauerhaften Trend. Es gibt zahlreiche Beispiele dafür, wie rasch sich die Präferenzen der internationalen Anleger wandeln können. Somit bleibt abzuwarten, inwiefern sich der globale Markt in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen als stabile Quelle der Finanzierung in Landeswährung erweisen wird.

Insbesondere wird sich noch zeigen müssen, inwiefern die Emission von Globalanleihen in Landeswährung den Ausbau der inländischen Anleihemärkte ergänzen kann. Einerseits deuten die Erfahrungen einiger Länder darauf hin, dass sich die inländischen Märkte auch ohne die Hilfe von Globalemmissionen in Landeswährung entwickeln können. Es ist sogar denkbar, dass die Emission von Globalanleihen die Entwicklung der heimischen Anleihemärkte erschwert, wenn sie eine Verringerung der Skaleneffekte bei der Liquiditätsausstattung bewirkt. Andererseits können Globalanleihen in Landeswährung angesichts der bestehenden institutionellen Beschränkungen von Auslandsinvestitionen an den heimischen Märkten eine willkommene „Notlösung“ darstellen, die dazu beitragen kann, die Investorenbasis auszubauen und das Laufzeitenspektrum der inländischen Renditenstrukturkurve zu verlängern, zumindest so lange, bis diese Hindernisse beseitigt sind.

Bibliografie

Bordo, M., C. Meissner und A. Redish (2005): „How original sin was overcome: the evolution of external debt denominated in domestic currencies in the United States and the British dominions, 1800–2000“, in B. Eichengreen und R. Hausmann (Hrsg.), *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economics*.

Burger, J. und F. Warnock (2004): „Foreign participation in local-currency bond markets“, *International Finance Discussion Papers*, Nr. 794, Board of Governors of the Federal Reserve System, Februar.

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

Eichengreen, B., R. Hausmann und H. Panizza (2005): „The pain of original sin“, in B. Eichengreen und R. Hausmann (Hrsg.), *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economics*.

Goldstein, M. und P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington.

Jeanne, O. (2003): „Why do countries borrow in foreign currency?“, *Discussion Paper Series*, Nr. 4030, Centre for Economic Policy Research.

Jiang, G. und R. McCauley (2004): „Asiatische Märkte für Anleihen in Landeswährung“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 77–91.

McCauley, R. und G. Jiang (2004): „Diversifizierung mit asiatischen Anleihen in Landeswährung“, *BIZ-Quartalsbericht*, September, S. 55–72.

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

Turner, P. (2005): „A foreign appetite for local currency bonds ... without complex sauces?“, Beitrag für das Symposium *Sovereign debt and innovative financing instruments for emerging markets*, Veranstalter: Reinventing Bretton Woods Committee / Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi / World Economic Forum, Mai.

Wooldridge, P., D. Domanski und A. Cobau (2003): „Neue Muster in der Verflechtung zwischen entwickelten und aufstrebenden Finanzmärkten“, *BIZ-Quartalsbericht*, September, S. 53–64.