

Finanzierung globaler Entwicklung: Die Rolle der Märkte für Lokalwährungsanleihen in Subsahara-Afrika

Zusammenfassung

Die dritte UN-Konferenz zur Entwicklungsfinanzierung im Juli 2015 in Addis Abeba soll den Weg für die Verwirklichung der Post-2015-Entwicklungsagenda ebnen. Die Serie „Finanzierung globaler Entwicklung“ der „Analysen und Stellungnahmen“ analysiert wichtige finanzielle und nicht-finanzielle Maßnahmen zur Realisierung der neuen Ziele nachhaltiger Entwicklung (Sustainable Development Goals – SDGs) und diskutiert Bausteine für einen neuen globalen Rahmen der Entwicklungsfinanzierung.

Angesichts der enormen Infrastrukturdefizite, die Subsahara-Afrika (SSA) auf lokaler und regionaler Ebene in Bereichen wie Wasserversorgung, sanitären Einrichtungen, Verkehr und Energie aufzeigt, müssen langfristig Gelder für eine nachhaltige Entwicklung bereitgestellt werden. Im Vergleich zu anderen Entwicklungsregionen sind die Märkte für Lokalwährungsanleihen (*Local Currency Bond Markets, LCBM*) in SSA allgemein noch wenig entwickelt. Dabei könnten LCBM für alle – einschließlich der ärmsten – SSA-Länder ein wichtiges Instrument zur langfristigen Finanzierung werden und so die mit Fremdwährungskrediten verbundenen finanziellen Risiken senken. Schließlich bieten die LCBM Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen, verringern die Abhängigkeit von ausländischen Krediten, ermöglichen eine Risikodiversifizierung und können die Auswirkungen externer Schocks lindern. Durch Märkte für Staatsanleihen in Lokalwährung entstehen außerdem wichtige Referenzmärkte für Unternehmensanleihen, welche eine weitere Möglichkeit der langfristigen Unternehmensfinanzierung darstellen.

Politikempfehlungen zur Förderung von LCBM in SSA

Wir empfehlen, die Entwicklung von Märkten für Lokalwährungsanleihen durch nationale und regionale Initiativen zu unterstützen, die das institutionelle und aufsichtsrechtliche

Umfeld stärken, den Kreis der Anleger erweitern und liquider Sekundärmärkte schaffen. Die Behörden in SSA müssen ein vorteilhaftes makroökonomisches Umfeld gewährleisten und eine geeignete Finanzinfrastruktur aufbauen.

Um finanzielle Turbulenzen zu vermeiden, ist die Liberalisierung des Kapitalverkehrs mit viel Umsicht umzusetzen, wobei die Entwicklung der LCBM mit einer stabilen Entwicklung von Institutionen und Finanzsystemen einhergehen muss. Zur Steuerung von Kapitalzuflüssen und -abflüssen sollten die SSA-Behörden geeignete Strategien für das Schuldenmanagement und die Kapitalbilanz erarbeiten und sicherstellen, dass die Mitarbeiter ausreichend qualifiziert sind, um diese umzusetzen. Zudem sollten sie durch Gewinnrückführungsgarantien die Sicherheit der Anlagen gewährleisten. Dazu ist die Durchsetzung geltenden Rechts maßgeblich.

Bi- und multilaterale Geldgeber können die Entstehung von LCBM fördern, indem sie die nötige fachliche Unterstützung bzgl. Strategien zum Schuldenmanagement bereitstellen. Die *Debt Management Facility* von Weltbank und IWF und das *Debt Management and Financial Analysis System* der UNCTAD sind gute Beispiele einer solchen länderspezifischen fachlichen Unterstützung auf unterschiedlichen Ebenen. Die Afrikanische Entwicklungsbank hat in SSA die Afrikanische Marktinitiative (AFMI) gestartet, um die Entstehung von LCBM in der Region zu fördern. Ein weiteres gutes Beispiel für die Unterstützung durch die Geldgeber ist das *Global Emerging Markets Local Currency Bond (Gemloc)*-Programm der Weltbankgruppe, welches die Entstehung von LCBM in Schwellenländern fördert.

Da diese Regierungen und Unternehmen lang- und mittelfristig mit Kapital versorgen können, haben sie großes Potenzial, die in SSA benötigte Infrastruktur zu finanzieren und zur Erreichung nachhaltiger Entwicklungsziele beizutragen.

Wie können Märkte für Lokalwährungsanleihen in SSA zur Erreichung nachhaltiger Entwicklungsziele beitragen?

Während LCBM bei der langfristigen Finanzierung der SSA-Länder noch eine geringe Rolle spielen, zeigt die Erfahrung von Entwicklungs- und Schwellenländern in Asien und Lateinamerika in den letzten zwei Jahrzehnten, dass LCBM das Potenzial haben, auch in SSA eine wichtige Rolle zu spielen. Die ausstehenden Staatsanleihen, die 2010 nur durchschnittlich 14,8 % des BIP ausmachten, sind ein Indikator dafür, dass die Anleihemärkte der Region noch am Anfang ihrer Entwicklung stehen. Weiterer Beweis ist die Tatsache, dass viel mehr Staats- als Unternehmensanleihen ausgegeben werden, die für die Finanzierung von Infrastrukturprojekten große Bedeutung haben. 2010 machten Staatsanleihen fast 90 % der insgesamt in Lokalwährungen ausstehenden Anleihen in der Region aus.

Angesichts der großen lokalen und regionalen Infrastrukturdefizite könnten LCBM eine wichtige Rolle dabei spielen, die langfristig benötigten inländischen Gelder bereitzustellen, um die nachhaltigen Entwicklungsziele (*Sustainable Development Goals, SDG*) zu erreichen. Anleihen für Infrastrukturprojekte haben den Vorteil, dass sie Gelder für bestimmte Projekte bereitstellen, die später vom Projekt zurückgezahlt werden. Kenia emittierte 2009 z. B. drei Infrastruktur-Bonds, um Kapital für Wasser-, Straßen- und Energieprojekte aufzubringen. Daraufhin entschlossen sich Privat- und Staatsunternehmen im Land, Unternehmensanleihen zu ähnlichen Zwecken auszugeben.

Ein weiterer Vorteil von LCBM ist, dass durch die Bereitstellung alternativer Finanzierungsquellen die Kapitalzuweisung verbessert wird. Zudem ist so für in- und ausländische Anleger eine bessere Risikodiversifizierung möglich. Auch den afrikanischen Pensionskassen würden sich an LCBM alternative Anlagemöglichkeiten eröffnen. Wie die weltweite Finanzkrise gezeigt hat, können LCBM außerdem helfen, die Auswirkungen externer Schocks auf einzelne Volkswirtschaften abzufedern. In ähnlicher Weise senken LCBM die Abhängigkeit von Fremdwährungskrediten und verringern so das Risiko von Währungsinkongruenzen.

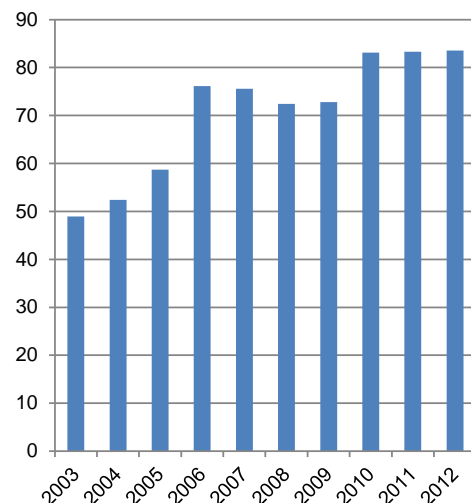
Verglichen mit den alternativen Finanzierungsquellen in SSA spielen die LCBM bisher eine geringe Rolle im Bereich langfristiger Anlagen, bieten aber Potenzial, langfristige Finanzierungslücken zu schließen.

Stand der LCBM-Entwicklung in SSA

Während die Entwicklung der Kapitalmärkte in SSA derjenigen anderer Regionen hinterherhinkt, deuten verschiedene Tendenzen bei der Staatsfinanzierung darauf hin, dass LCBM künftig eine wichtigere Rolle bei der Bereitstellung von Geldern für langfristige öffentliche Investitionen spielen werden. So finanzieren sich die SSA-Regierungen zunehmend über marktfähige Schuldtitel wie Anleihen und Geldmarktinstrumente anstatt über nicht börsengängige Alternativen, zu denen hauptsächlich Kredite von offiziellen multilateralen oder bilateralen Gläubigern wie der Weltbank oder kommerzielle Bankdarlehen gehören (s. Abbildung 1). Laut OECD-

Daten (2013) findet diese Entwicklung in SSA-Ländern aller Einkommensgruppen und nicht nur den reicheren Ländern statt.

Abbildung 1: Marktfähige zentrale Staatsschulden (in % der gesamten zentralen Staatsschulden) in SSA



Hinweis: Die Abbildung umfasst Angola, Kamerun, Gabun, Kenia, Madagaskar, Malawi, Mauritius, Mosambik, Namibia, Nigeria, Sierra Leone, Südafrika, Tansania, Uganda und Sambia. Keine Daten für Angola ab 2010; keine Daten für Gabun 2003-2006 und ab 2010; keine Daten für Namibia ab 2008.

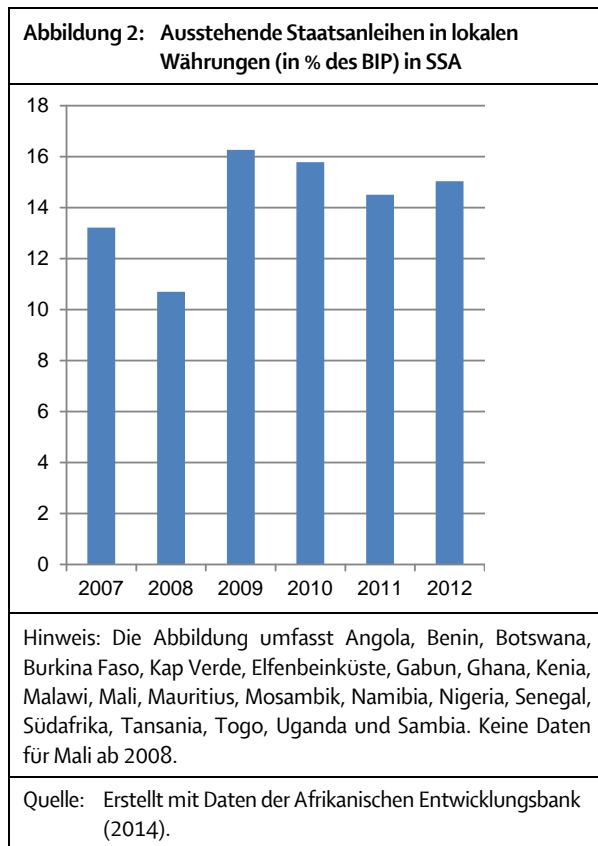
Quelle: Erstellt mit OECD-Daten (2013).

In den letzten zehn Jahren wurde in SSA ein weiterer positiver Trend beobachtet: die Ausgabe zentraler marktfähiger Staatsanleihen in lokalen statt ausländischen Währungen. Seit ca. 2005 liegt der Anteil marktfähiger Schuldtitel in Lokalwährungen am entsprechenden Gesamtbetrag bei über 90 %. Nur 2009, als die Anleger infolge der Finanzkrise besonders vorsichtig waren, wurde ein Rückgang der Emissionen in Lokalwährungen beobachtet. Insgesamt scheint die Währungsinkongruenz in SSA zu geringer zu werden.

Schließlich haben in den letzten zehn Jahren verschiedene SSA-Regierungen, von denen sich vorher nur wenige langfristige Finanzierungen sichern konnten, Lokalwährungsanleihen mit längeren Laufzeiten platzieren können. Auch dies geschieht nicht nur in den reicheren Ländern Afrikas. Seit 2005 haben mehrere einkommensschwache Länder wie Mosambik, Niger und Uganda Anleihen mit Laufzeiten von fünf bis zehn Jahren ausgegeben (AfDB, 2014). Andere einkommensschwache Länder wie Benin, Burkina Faso, Kenia, Mali, Tansania und Sambia gaben Anleihen mit Laufzeiten von mehr als zehn Jahren aus (AfDB, 2014). Es zeigt sich, dass die Probleme des „original sin“ langsam kleiner werden, d. h. die fehlende Möglichkeit der Länder in lokaler Währung langfristige Anleihen zu platzieren.

Bezüglich der Marktentwicklung für Staatsanleihen in Lokalwährung, gemessen als Verhältnis ausstehender Staatsanleihen in Lokalwährung zum BIP, ist das Bild nicht so eindeutig. Abbildung 2 zeigt, dass der Markt für Lokalwährungsanleihen in SSA zwischen 2007 und 2012 gewachsen ist. Allerdings ist

der Betrag ausstehender Staatsanleihen in Lokalwährung zwischen 2010 und 2012 leicht zurückgegangen.



Während sich die SSA-Märkte für Lokalwährungsanleihen in Ländern aller Einkommensgruppen vertiefen, gibt es bezüglich des Ausmaßes dieser Marktvertiefung deutliche Unterschiede. Gemessen am prozentualen Anteil ihrer platzierten einjährigen oder längerer Staatsanleihen in Lokalwährung am BIP sind die LCBM von Südafrika und Mauritius die größten der Region. 2013 machten die ausstehenden Staatsanleihen in Lokalwährung mehr als 30 % des BIP aus. Weitere relativ große Märkte für Staatsanleihen in Lokalwährung finden sich in Kap Verde, Ghana und Kenia, wo das Verhältnis ausgegebener Staatsanleihen in Lokalwährung zum BIP 2013 jeweils über 10 % lag. In vielen SSA-Staaten steckt die Entwicklung dieser Märkte aber noch in den Kinderschuhen.

Wie kommt es zu diesen Unterschieden? Bisher gibt es, wahrscheinlich aufgrund des Fehlens qualitativ hochwertiger Daten, kaum Studien dazu, was die Entwicklung von LCBM in SSA antreibt. Eine Literaturstudie zur LCBM-Entwicklung in SSA und anderen Weltregionen gibt allerdings einige Hinweise.

Die Märkte für Lokalwährungsanleihen in SSA weisen zahlreiche strukturelle Schwachpunkte auf, wie illiquide Schuldtitel, kurze Laufzeiten, einen beschränkten und undifferenzierten Anlegerkreis und unterentwickelte Sekundärmärkte. Länderspezifische Faktoren wie nicht ausreichend stabile rechtliche, institutionelle und regulatorische Rahmenbedingungen behindern die Entwicklung von LCBM weiter. Außerdem mangelt es an genügend qualifiziertem Personal für das Schuldenmanagement, also z. B. die Ausgabe inländischer Wertpapiere.

In einer neuen empirischen Studie zeigen Berensmann, Dafe und Volz (2015), dass mehr Markttiefe in den LCBM in SSA von mindestens vier Faktoren abhängig zu sein scheint. Erstens deuten größere Volkswirtschaften auf eine größere Markttiefe hin – ein positiver Zusammenhang, der aus Skaleneffekten beim Aufbau lokaler Anleihemärkte und umfassenderen Diversifizierungsvorteilen herrühren könnte, die größere Staaten Anlegern bieten. Zweitens scheint die Entwicklung von LCBM mit jener des Bankensektors verbunden zu sein. Eine Erklärung ist, dass Banken bei der Entwicklung liquider, funktionierender Anleihemärkte eine wichtige Rolle als Händler und Makler spielen. Die Tatsache, dass viele SSA-Volkswirtschaften klein sind und über unbedeutende Finanzbranchen verfügen, könnte die langsame Entwicklung teilweise erklären. Zudem scheinen drittens ein offeneres Handelssystem und viertens bessere Regulierung und Rechtsstaatlichkeit der Entwicklung lokaler Anleihemärkte zuträglich zu sein.

Risiken im Zusammenhang mit LCBM in SSA

Wenngleich die Marktentwicklung für Lokalwährungsanleihen eine wichtige Quelle langfristiger Finanzierungen für eine nachhaltige Entwicklung sein kann, ist sie doch mit einigen Risiken behaftet. Insbesondere kann ein begrenzter und undifferenzierter Anlegerkreis die Stabilität des Finanzsystems beeinträchtigen. Ein Risiko stellt eine hohe Konzentration von im inländischen Bankensystem platzierten Lokalwährungsanleihen dar. Da Staatsschulden normalerweise einen großen Anteil der LCBM ausmachen und ein großer Teil der Lokalwährungsanleihen von inländischen Banken gehalten wird, können problematische Staatsschulden eine umfassende Bankenkrise auslösen. Diese Gefahr wurde in der europäischen Schulden- und Bankenkrise offensichtlich, als die Abwertung von Staatspapieren zur Destabilisierung der inländischen Bankensysteme beitrug und umgekehrt.

Auch aus einem hohen Anteil ausländischer Bonds in LCBM können sich Probleme ergeben. Während Auslandsinvestitionen durch die Erhöhung der Liquidität – über längere Laufzeiten, besser entwickelte Sekundärmärkte und eine Diversifizierung des Anlegerkreises – zur Marktentwicklung beitragen können, steigt gleichzeitig die finanzielle Anfälligkeit, da die Märkte stärker der weltweiten Ansteckungsgefahr und plötzlichen Abflüssen ausgesetzt sind. Die weltweite Finanzkrise hat diese Gefahren verdeutlicht. In vielen Schwellenländern fungierten die LCBM während der globalen Finanzkrise, als die amerikanischen und europäischen Finanzinstitutionen keine neuen Kredite gewährten bzw. bestehende Verträge nicht verlängerten, als Puffer und alternative Finanzierungsquellen. Einige Schwellenmärkte erlebten jedoch große Abflüsse, da eben diese EU- und US-Finanzinstitute wo immer möglich Vermögenswerte liquidieren mussten, um zu überleben. Daher waren Länder mit großen Anteilen an ausländischen Anleihen in ihren lokalen Anleihemärkten von der weltweiten Krise stärker betroffen als Länder mit einer diversifizierteren inländischen Anlegerstruktur. Die hohen Abflüsse, die einige lokale Anleihemärkte in Schwellenländern betrafen, nachdem Fed-Präsident Ben Bernanke im Mai 2013 ankündigte, die Fed werde die US-Geldpolitik straffen, veranschaulichen die Risiken umfangreicher Auslandsinvestitionen in relativ flache Märkte.

Die mit großen Zuflüssen und schnellen Abflüssen verbundenen Probleme und Risiken können nicht genug hervorgehoben werden, besonders nachdem die weltweiten Niedrigzinsen und der Liquiditätsüberschuss mehrere SSA-Länder in Grenzmärkte, sogenannte *Frontier Markets*, verwandelt haben, die höhere Erträge als die entwickelten Länder bieten.

Politikempfehlungen zur Förderung von LCBM in SSA

Ein förderliches makroökonomisches Umfeld und eine angemessene Finanzinfrastruktur sind für die Entwicklung lokaler Anleihemärkte und die weitere wirtschaftliche Entwicklung in SSA unabdingbar. Deshalb sollten die Finanzbehörden hauptsächlich auf makroökonomische und Finanzstabilität setzen, während sie aktiv die Entwicklung des Finanzsektors vorantreiben.

Zur Lösung der Schwierigkeiten, mit denen kleine Volkswirtschaften und Bankensysteme zu kämpfen haben, z. B. dem begrenzten und undifferenzierten Anlegerkreis, unterentwickelten Sekundärmärkten, illiquiden Schuldeninstrumenten und kurzen Laufzeiten, werden regionale Initiativen zur Förderung der Bond-Märkte benötigt, u. a. um die rechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen zu vereinheitlichen und Mehrfachnotierungen von Anleihen an verschiedenen nationalen Börsen zu ermöglichen.

Um die rechtlichen Defizite auszugleichen und Investitionen sicherer zu machen, sollten die Behörden in SSA Gewinnrückführungen durch eine Verringerung von Zahlungsverzügen und Garantien bezüglich der Gültigkeit von Verträgen erleichtern und sicherstellen. Die SSA-Regierungen müssen ferner gewährleisten, dass Gesetze vollstreckt werden.

Es muss eine passende Strategie zum Schuldenmanagement existieren, um die mit umfangreichen Zu- und Abflüssen von Kapital verbundenen Probleme zu lösen, und das Personal muss geschult werden, damit es inländische Wertpapiere emittieren kann. Internationale Kooperationen können hier wert-

volle fachliche Unterstützung bieten. Bi- und multilaterale Geber unterstützen verschiedene Programme, wie die *Debt Management Facility* von Weltbank und IWF und das *Debt Management and Financial Analysis System* der UNCTAD, die Entwicklungsländern länderspezifische fachliche Unterstützung auf unterschiedlichen Ebenen gewähren. Die Afrikanische Entwicklungsbank hat die Afrikanische Marktinitiative (AFMI) errichtet, um die Entwicklung von LCBM in SSA zu fördern. Das Gemloc-Programm (*Global Emerging Markets Local Currency Bond Program*) der Weltbankgruppe fördert die Entwicklung von LCBM und legt sein Hauptaugenmerk dabei aber leider auf Schwellenländer statt auf einkommensschwache Länder. Deshalb unterstützt diese Initiative nur drei SSA-Länder: Südafrika, Nigeria und Kenia.

Es müssen stabile politische Rahmenbedingungen für das Management des Kapitalverkehrs geschaffen werden, um den damit verbundenen Risiken angemessen zu begegnen und die Gefahr einer Finanzkrise zu minimieren. Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Schaffung von LCBM müssen umsichtig und im Einklang mit dem Aufbau eines soliden Finanzsystems und stabiler Institutionen geschehen. Die Abfolge und Intensität dieser Maßnahmen ist größtenteils von den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und Zielen in den verschiedenen LCBM abhängig.

In einem weltweiten Niedrigzinsumfeld mit übermäßiger Liquidität, in dem sich mehrere SSA-Länder in Grenzmärkte verwandelt haben, die höhere Erträge als die Industrieländer bieten, ist es einerseits wichtig, die mit umfangreichen Kapitalzuflüssen und schnellen Kapitalabflüssen verbundenen Gefahren zu unterstreichen. Andererseits können LCBM lang- und mittelfristig Kapital für die Regierungen und Unternehmen bereitstellen und dazu beitragen, für die Infrastrukturfinanzierung in SSA benötigte langfristige Gelder freizumachen und die SDG zu erreichen.

Literatur

- AfDB (2014). *African Financial Markets Database*. African Development Bank.
- Berensmann, K., Dafe, F., & Volz, U. (2015). *Developing local currency bond markets on Sub-Saharan Africa: An empirical examination*. Paper prepared for the IMF/CFD Conference 'Financing for Development' held at the Graduate Institute in Geneva, 15. April 2015.
- IMF (2014). *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa: Staying the course, world economic and financial surveys*. Oktober. Washington, DC: International Monetary Fund.
- OECD (2013). *African central government debt: Statistical yearbook*. Paris: OECD Publishing.

Dr. Kathrin Berensmann
Wissenschaftliche Mitarbeiterin

Dr. Florence Dafe
Wissenschaftliche Mitarbeiterin

Dr. Nannette Lindenberg
Wissenschaftliche Mitarbeiterin

Professor Dr. Ulrich Volz
Senior Lecturer, SOAS,
University of London, und
wissenschaftlicher Mitarbeiter,
DIE

Abteilung "Weltwirtschaft und Entwicklungsfinanzierung", Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE)