

Inländischer Anleihemarkt als alternative Finanzierungsquelle

Die belarussische Wirtschaft befindet sich derzeit in einer Rezession und ist mit Kapitalabflüssen und der Abwertung ihrer Währung konfrontiert. Der Bankensektor ist stark gegenüber staatlichen Unternehmen exponiert und könnte künftig stärker unter Druck geraten, sollte sich die Zahlungsfähigkeit seiner Kreditnehmer verschlechtern. Langfristig könnte die Entwicklung von Lokalwährungsinstrumenten auf dem heimischen Kapitalmarkt das Finanzsystem widerstandsfähiger machen und die Abhängigkeit von einem fragilen Bankensystem verringern. Der inländische Anleihemarkt birgt ein erhebliches Potential, da viele Unternehmen bereits auf diesem Markt aktiv sind. Die vorhandenen Instrumente in lokaler Währung sind jedoch noch unterentwickelt, was den verbreiteten Gebrauch von Fremdwährung im Finanzsystem widerspiegelt. Die Preisfestsetzung und Zuteilung solcher Anleihen erfolgten bisher weitgehend zu nicht marktüblichen Bedingungen.

Finanzierungsrisiken in der aktuellen Rezession

Die gegenwärtige Rezession und die politische Unsicherheit haben die Finanzierung von Unternehmen und Haushalten in Belarus erschwert. Im Bankensystem gab es bereits erhebliche Abflüsse von Einlagen, wobei sich insbesondere deren Umwandlung in Fremdwährung beschleunigt hat. Dies hat die nicht sehr hohen internationalen Währungsreserven der Zentralbank weiter reduziert und damit eine zentrale Schwachstelle verdeutlicht, die sich aus dem hohen Grad der Dollarisierung im Finanzsystem ergibt. Wie auch auf anderen sogenannten „Frontier“-Märkten, hat sich die Risikoprämie für belarussische Eurobonds erheblich ausgeweitet. Wenn immer mehr Einlagen aus dem Bankensystem abgezogen werden, wird sich die Liquidität des Sektors in Fremdwährung weiter verschlechtern.

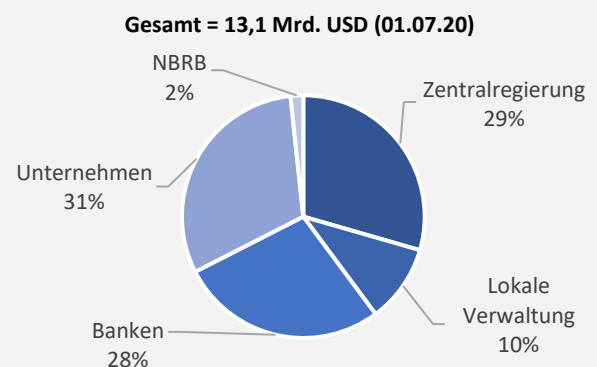
Das Finanzsystem ist in hohem Maße von drei Banken abhängig. Der Anteil der auf ausländische Währungen lautenden Bankverbindlichkeiten und ausstehenden Krediten gehört zu den höchsten in der Region. Die Abwertung des belarussischen Rubels (seit Anfang des Jahres um etwa 21% ggü. dem US-Dollar) hat das Ausfallrisiko bei Unternehmenskrediten erhöht und könnte die Kapitalposition der Banken weiter untergraben.

Entwicklung des inländischen Kapitalmarktes

Eine Schlüsselfrage ist, ob die lokalen Kapitalmärkte nun als alternative Finanzierungsquelle fungieren können. Auf den ersten Blick scheint der Anleihemarkt relativ ausgeprägt zu sein. Die ausstehenden Anleihen öffentlicher Institutionen, Banken und Unternehmen

beliefen sich im Juli 2020 auf umgerechnet 13,1 Mrd. USD, oder rund 23% des BIP. Die Marktkapitalisierung von Unternehmensanleihen ist mit 7% im regionalen Kontext relativ hoch; Ende des ersten Halbjahres 2020 hatten 194 Unternehmen Anleihen auf dem inländischen Markt im Umlauf.

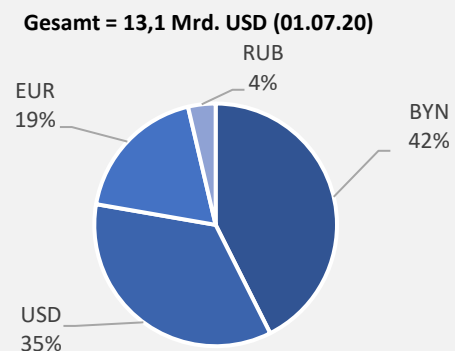
Ausstehende Anleihen nach Emittenten



Quelle: Finanzministerium

Wie auch bei der Kreditvergabe durch Banken, sind etwa 60% der Anleihekaptalisierung in Fremdwährung (vor allem in USD). Viele dieser Anleihen sind ein Ersatz für Kredite und werden bis zu ihrer Fälligkeit gehalten.

Ausstehende Anleihen nach Währung



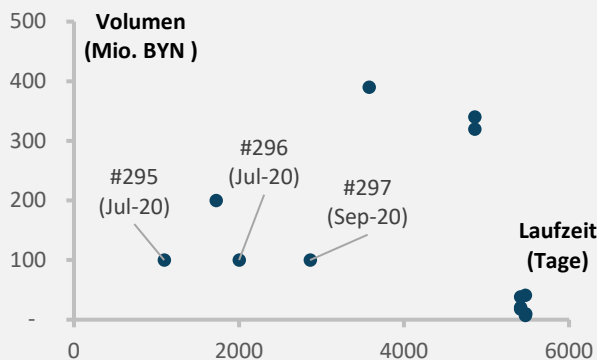
Quelle: Finanzministerium

Der inländische Markt für Staatsschulden bildet in der Regel die Grundlage eines inländischen Anleihemarktes. In Belarus leidet dieser Markt noch immer unter Verzerrungen, nicht marktkonformen Allokationen und minimaler Liquidität. Darüber hinaus werden selbst im Inland emittierte Staatsschuldtitel hauptsächlich in Fremdwährung begeben. Auf diese Weise absorbiert der Staat überschüssige Fremdwährungsliquidität des Bankensektors. Dies bietet günstige Finanzierungsbedingungen, allerdings auf Kosten der fortgesetzten Verwendung des US-Dollars im Finanzsystem, wodurch

sich die Währungsrisiken in der Bilanz des öffentlichen Sektors verschärfen.

Bis zu diesem Jahr kontrollierte die Regierung die Zuteilung der auf dem Primärmarkt zum Verkauf stehenden Staatsanleihen sehr genau. Die inländische Investorenbasis besteht zu 80% aus Banken, wobei drei der fünf größten Banken sich im Staatsbesitz befinden und zusammen über 60% der Aktiva im Bankensektor ausmachen. Erst seit 2018 gibt es regelmäßige offene Auktionen von Staatsschulden. Davor wurden alle Anleihen in belarussischen Rubeln, und die meisten vom Staat ausgegebenen Fremdwährungsanleihen, direkt bei Banken oder anderen Marktteilnehmern platziert. 2020 wurde nach einer langen Pause die staatliche Emission von Anleihen in Lokalwährung auf dem Inlandsmarkt (in kleinem Maße) wieder aufgenommen.

Emittierte Schulden im Inland in BYN seit 2015



Quelle: Finanzministerium; Datum der Emission in Klammern

Ein großer Teil der staatlichen Schuldtitlemissionen wurde daher nicht zu Marktbedingungen zugeteilt. Die Preisfestsetzung für Anleihen ist möglicherweise verzerrt worden, insbesondere wenn staatliche Banken die Investoren waren. Nachfolgende Verkäufe von Anleihen auf dem Markt würden tendenziell zu einem Kapitalverlust für Primärinvestoren führen, weshalb die Anleihen bis zur Fälligkeit gehalten werden. Dies vermindert die Anreize für Handel auf dem Sekundärmarkt.

Nächste Schritte in der Marktentwicklung

Der Staat hat sich verpflichtet, den lokalen Kapitalmarkt weiterzuentwickeln. Eine im August 2019 verabschiedete Strategie sieht vor, den Finanzmarkt stärker zwischen Banken und Anleihemärkten auszubalancieren, den Staat stärker auf dem inländischen Anleihemarkt zu finanzieren und die Marktinfrastruktur zu entwickeln.

Kapitalmärkte könnten eine wichtige zusätzliche Finanzierungsquelle darstellen und die Abhängigkeit vom anfälligen Bankensystem verringern. Dazu wäre eine Reihe von Schritten erforderlich. Eine Priorität wäre es, den Verkauf sowohl von Staats- als auch von

Unternehmensanleihen auf Marktbedingungen zu stützen. Dies würde eine risikobasierte Preisgestaltung erfordern, möglicherweise auf der Grundlage öffentlich zugänglicher Risikoeinstufungen. Im weiteren Sinne würde dies bedeuten, dass den mehrheitlich staatlichen Emittenten eine Ausfallwahrscheinlichkeit zugewiesen werden müsste, und die Rechte der Inhaber von Anleihen im Falle einer Insolvenz klar definiert sein sollten. Die Emission von Staatsschulden auf dem inländischen Wertpapiermarkt hätte mit dem hohen Grad der Dollarisierung zu kämpfen, und somit auch mit einer begrenzten Nachfrage von Banken und anderen Investoren (wie z.B. wohlhabenden Personen) nach Instrumenten in lokaler Währung.

Diese Schritte wären entscheidend, um ausländische Investoren zum Markteintritt zu ermutigen. Das rasche Wachstum des inländischen Anleihemarktes in der Ukraine zeigt, dass solche Reformen das Interesse der Investoren anregen können und deren Marktzugang durch die Anbindung an internationale Abwicklungsmechanismen erheblich erleichtert werden kann. Folglich hat der Kapitalzufluss die Finanzierungsbedingungen erheblich erleichtert. Jedoch ist die Liquidität und der Handel mit Staatsanleihen in Schwellenmärkten sehr prozyklisch: Sie nehmen in Zeiten der Marktstabilität zu, während Kapitalabflüsse in Zeiten der Risikoaversion zu Refinanzierungsproblemen führen können.

Autor

Dr. Alexander Lehmann, lehmann@berlin-economics.com

Herausgeber

Robert Kirchner

[Subscribe / unsubscribe newsletter](#)

German Economic Team

www.german-economic-team.com

Das German Economic Team (GET) unterstützt die Regierungen der Länder Ukraine, Belarus, Moldau, Georgien und Usbekistan beratend bei der Gestaltung wirtschaftspolitischer Reformprozesse und der nachhaltigen Entwicklung wirtschaftlicher Rahmenbedingungen. Es wird vom Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi) finanziert und von Berlin Economics durchgeführt.