

Machbarkeitsstudie

Finanzsystementwicklung in der MENA-Region:

**Aktueller Stand und Perspektiven in
Ägypten, Jordanien, Marokko und Tunesien**

Im Auftrag der

Deutschen Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit GmbH

Projektnummer 12.9090.7-001.00

Gutachterin

Dr. Martina Metzger

BIF – Berliner Institut für Finanzmarktforschung GmbH

Samariterstraße 28

10247 Berlin

Berlin, den 25. Mai 2013

INHALTSVERZEICHNIS

1. VORBEMERKUNGEN	4
2. ZUSAMMENFASSUNG	6
3. STAND DER FINANZSYSTEMENTWICKLUNG IN DEN MENA-LÄNDERN	10
3.1. ÄGYPTEN	10
BANKENSYSTEM	11
ANLEIHEMARKT	15
AKTIENMARKT	15
ZUGANG VON KMUS ZU FINANZIERUNGSMITTELN	16
3.2. JORDANIEN	17
BANKENSYSTEM	18
ANLEIHEMARKT	20
AKTIENMARKT	21
ZUGANG VON KMUS ZU FINANZIERUNGSMITTELN	21
3.3. MAROKKO	23
BANKENSYSTEM	24
NICHTBANK FINANZINSTITUTE	27
ANLEIHEMARKT	28
AKTIENMARKT	29
ZUGANG VON KMUS ZU FINANZIERUNGSMITTELN	30
3.4. TUNESIEN	31
BANKENSYSTEM	32
ANLEIHEMARKT	35
AKTIENMARKT	36
ZUGANG VON KMUS ZU FINANZIERUNGSMITTELN	37
4. FINANZMARKTENTWICKLUNG IN DER MENA-REGION UNTER BESONDERER BERÜCKSICHTIGUNG DES ZUGANGS VON KMU ZU FINANZIERUNGSMITTELN	39
4.1. DER BANKENSEKTOR IN DER MENA-REGION	40
4.2. ZUGANG VON KMU ZU BANKDIENSTLEISTUNGEN	46
4.3. ZUGANG VON KMU ZU FINANZIERUNGSMITTELN IM NICHT-BANKENSEKTOR	50

5. ÜBERSICHT ÜBER GEBERAKTIVITÄTEN IN ÄGYPTEN UND TUNESIEN	55
5.1. GEBERAKTIVITÄTEN IN ÄGYPTEN	55
5.2. GEBERAKTIVITÄTEN IN TUNESIEN	57
6. SCHLUSSFOLGERUNGEN UND EMPFEHLUNGEN	59
6.1. GRUNDSÄTZLICHE ÜBERLEGUNGEN	59
6.2. EMPFEHLUNGEN ZUM BANKENSEKTOR	60
6.3. EMPFEHLUNGEN ZU DEN AKTIEN- UND ANLEIHEMÄRKTEN	64
6.4. ZUSAMMENFASSENDE ÜBERSICHT ÜBER DIE EMPFEHLUNGEN	66
VERZEICHNIS DER ÜBERSICHTEN, TABELLEN UND DIAGRAMME	68
BIBLIOGRAPHIE	69

1. Vorbemerkungen

Die Deutsche Gesellschaft für Internationale Entwicklung GmbH (GIZ) beauftragte im Januar 2013 das Berliner Institut für Finanzmarktforschung GmbH (BIF) mit der Erstellung einer Machbarkeitsstudie zur Finanzsystementwicklung in ausgewählten Ländern der MENA-Region (Projekt-Nr. 12.90090.7-001.00).

Hintergrund des Auftrages sind die Ereignisse, die gemeinhin unter dem Begriff ‚Arabischer Frühling‘ gefasst werden und die sich daran anschließende Deauville-Partnerschaft. Mit der Deauville-Partnerschaft, die im Mai 2011 von der G8 angekündigt und im September 2011 geschlossen wurde, wurden die Grundlagen einer engeren Kooperation zwischen den G8-Staaten einerseits und den vier nordafrikanischen Ländern Ägypten, Jordanien, Marokko und Tunesien andererseits gelegt. Das Ziel der Deauville-Partnerschaft besteht darin, die nordafrikanischen Länder in den Zeiten des gesellschaftlichen Umbruchs zu unterstützen insbesondere hinsichtlich der Fortführung des Demokratisierungsprozesses sowie der Stärkung der wirtschaftlichen und sozialen Entwicklung.

Weitere Anknüpfungspunkte bestehen zur G20 SME Finance Sub-Group als Teil der im September 2009 eingesetzten Financial Inclusion Expert Group, die den verbesserten Zugang zu Finanzierung von klein- und mittelständischen Unternehmen sowie privaten Haushalten thematisiert, sowie dem G20 Action Plan to Support Local Currency Bond Markets vom November 2011. Darüber hinaus existiert mit der Making Finance Work for Africa-Partnerschaft seit der Errichtung des Sekretariats im Juni 2008 eine institutionalisierte Zusammenarbeit im Bereich der Finanzmarktentwicklung in Afrika zwischen internationalen, regionalen und nationalen Gebern.

Gegenstand der Studie war die Analyse der Finanzsysteme in Ägypten, Jordanien, Marokko und Tunesien, um auf dieser Grundlage einschätzen zu können, ob die dortigen Finanzinstitute einen besseren Zugang zu Kapital und Liquidität benötigen, um die Realwirtschaft mit ausreichenden Kreditmitteln versorgen zu können und so zu Wachstum und Beschäftigung beizutragen (siehe Terms of Reference).

Dafür werden in einem ersten Schritt in *Kapitel 3* die Finanzsysteme der vier ausgewählten Länder untersucht. Die Untersuchung orientiert sich am Bankensektor, dem Anleihe- und Aktienmarkt als den wesentlichen Teilsektoren der Finanzsysteme. Die Ausführungen, die sich auf den Bankensektor beziehen, diskutieren die Struktur der Passiva und Aktiva sowie deren Veränderung, aber auch Kennzeichen der Stabilität des Bankensystems und deren Entwicklung seit der Jahrtausendwende wie beispielsweise die Höhe der Eigenkapitalunterlegung, Anteil notleidender Kredite sowie der Dollarisierungsgrad.

Daran schließt sich eine Betrachtung der Breite und Tiefe des Nicht-Bankensektors an. Während insbesondere die Struktur der Emittenten und Investoren, die Höhe der Laufzeiten sowie das Vorhandensein von Sekundärmärkten Aufschluss über den Entwicklungsgrad der

Anleihemärkte geben, sind es die Entwicklung der Kurse und der Anzahl der gelisteten Unternehmen sowie die Marktkapitalisierung, welche das Entwicklungsniveau der Aktienmärkte charakterisieren.

Abschließend wird eine erste Bewertung dahingehend gegeben, wie die Versorgung der klein- und mittelständischen Unternehmen (KMU) mit Bankdienstleistungen sowohl auf der Aktiv- als auch der Passivseite einzuschätzen ist, ob der Zugang zu Finanzdienstleistungen nach Größe, Umsatz oder Sektor des KMU variiert und welche alternative Finanzierungsquellen KMU noch zur Verfügung stehen.

Das *4. Kapitel* liefert eine vergleichende Darstellung der Finanzsystementwicklung in den vier Ländern der MENA-Region, wobei der Schwerpunkt auf dem Zugang von KMU zu Finanzierungsmitteln liegt. Dabei werden angebots- und nachfrageseitige Restriktionen diskutiert, die den Zugang von KMU zu Bankdienstleistungen, aber auch die Kapitalaufnahme auf den Anleihe- und Aktienmärkte erschweren.

Die Geberaktivitäten im Bereich Finanzsektorentwicklung in Ägypten und Tunesien stehen im Mittelpunkt von *Kapitel 5*, das einen knappen Überblick über die Vorhaben internationaler und regionaler Geber insbesondere im Rahmen der Deauville-Partnerschaft gibt.

Im abschließenden *Kapitel 6* erfolgt eine Gesamtbeurteilung und werden Empfehlungen zum weiteren Vorgehen im Hinblick auf die unterschiedlichen Ebenen Bankensektor; Anleihe- und Aktienmärkte gegeben. Dabei wird insbesondere die Rolle von staatlichen Institutionen, einschließlich großer Kommunen und Unternehmen, bei der Entwicklung tieferer und breiterer Finanzmärkte diskutiert.

Für die Diskussion um den Stand der Finanzmarktentwicklung in der MENA-Region wurden wesentliche Vorarbeiten von C. Zaki (Ägypten), R.Z. Khouri (Jordanien), M. Khandfir (Tunesien) und T. Wielezynski (Marokko) geleistet, denen hiermit ganz herzlich gedankt wird und die zu dem Gelingen des Vorhabens beigetragen haben.

Berlin, den 25. Mai 2013

2. Zusammenfassung

Die makroökonomische und politische Ausgangssituation der vier MENA-Länder ist durch externe und interne Faktoren negativ beeinträchtigt. Zu den *wichtigsten externen Faktoren* zählen die *globale Finanzkrise und die sogenannte Eurokrise*, während der *wichtigste interne Faktor* aus dem *Arabischen Frühling und den sich daran anschließenden politischen Verwerfungen* besteht. Erstere resultierten in Portfolioumschichtungen, Abwertungen der Währungen und einem Exporteinbruch durch die Abschwächung der Importnachfrage von Industrieländern, der Reduzierung der Migrantenüberweisungen sowie dem Wegbrechen der Handelskredite und in dessen Gefolge in einem Rückgang von Investitionen, Produktion, Beschäftigung und Wachstum. Der Arabische Frühling wiederum geht einher mit hohen menschlichen Verlusten, einem starken Anstieg von Flüchtlingen sowie einem zusätzlichen Wachstumseinbruch und hoher Arbeitslosigkeit durch Produktionsausfälle und der Reduzierung des Tourismus. Insgesamt ist aktuelle Situation somit durch *hohe Unsicherheit gekennzeichnet, die investitions- und wachstumshemmend* wirkt.

Externe und interne Faktoren zusammengenommen verursachen eine *deutliche Verschlechterung der Leistungsbilanzsalden sowie der staatlichen Defizite*, die einerseits durch ein Abschmelzen der Devisenreserven und andererseits durch eine Erhöhung der staatlichen Verschuldung auf dem heimischen und teilweise auch auf dem internationalen Kapitalmarkt finanziert werden. Insgesamt nimmt der fiskalpolitische Handlungsspielraum in einer Zeit ab, in der der *wirtschafts- und sozialpolitische Handlungsbedarf* enorm ansteigt.

Übersicht 1 Allgemeine Hintergrundinformationen

	Ägypten	Jordanien	Marokko	Tunesien
Bevölkerung (in Mio.)	80	6	32	11
BIP pro Kopf ¹	2,932	4,618	3,084	4,317
Reales BIP-Wachstum ²	1.80	2.60	4.90	-1.80
Leistungsbilanz ³	-2.60	-12.00	-8.00	-7.30
Inflationsrate ²	9.9	4.4	0.9	3.5
Auslandsverschuldung ³	14.80	20.10	23.60	47.90

1: in US Dollar; 2: in Prozent; 3: in Prozent des BIP; Angaben sind für die letzte erfasste Periode.

Quelle: IMF Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia, 2012

Seit Beginn des neuen Jahrtausends haben die vier MENA-Länder Finanzsektorreformen durchgeführt, die zu einer *Verbesserung der Solidität und Bonität ihrer Banken* sowie zur Veränderung der Struktur der Bankensysteme durch Privatisierung, Zulassung von ausländischen Banken und der Erteilung von Geschäftsbankenlizenzen resultierten. Die *Bankenreformen* zeigen insofern Wirkung als der Anteil der notleidenden Kredite vor Ausbruch des Arabischen Frühlings gesunken und das risikogewichtete Eigenkapital angestiegen ist. Darüber hinaus erfolgte eine Verbesserung der flächendeckenden Versorgung durch eine Ausweitung des Filialnetzwerkes. Insgesamt jedoch verbleiben *systemische Risiken* wie diejenigen die sich durch die *Dollarisierung* von Einlagen und Krediten in den Bankensystemen der MENA-Länder.

Übersicht 2 Bankensysteme der vier Länder

	Ägypten	Jordanien	Marokko	Tunesien
Eigenkapitalausstattung ¹	15.6	19.3	11.7	11.5
Notleidende Kredite ¹	11	8	4	12
Fremdwährungskredite#	ja	ja	ja	nein
Einlagensicherung ²	ja	ja	ja	ja
Öffentliches Kreditregister ²	ja	ja	nein	ja
Private Kreditbüros ²	ja	nein	ja	nein
Migrationsüberweisungen ³	6.2	12.0	7.2	4.4

Quellen: 1: IMF REO (2012); 2: Rocha (2011a); 3: World Bank, Annual Remittances Data online statistical database: Zuflüsse (in Prozent des BIP); #: Verschiedene nationale Quellen wie beispielsweise Zentralbanken.

Die *Kreditvergabepolitik* der Banken ist entsprechend *vorsichtig*. Dämpfend für die Kreditversorgung wirkt sich darüber hinaus zusätzlich das *hohe Absicherungsbedürfnis* der Banken aus, das durch die *starke Unsicherheit* über die weitere wirtschaftliche, soziale und politische Entwicklung im eigenen Land, aber auch in der Region genährt wird. Einzelne Bankensysteme wie beispielsweise in Ägypten und Marokko mussten bereits *krisisbedingt eine starke Reduzierung liquider Mittel* in sehr kurzer Zeit hinnehmen, was die mit der aktuellen Situation verbundenen systemischen Risiken deutlich macht.

Dementsprechend konzentriert sich die *Kreditvergabe* auf als relativ sicher eingeschätzte Schuldner wie insbesondere *staatliche Institutionen* sowie staatliche und die wenigen privaten Großunternehmen. Im Vergleich zu den Ländergruppen Lower-Middle Income und Upper-Middle Income ist die *Kreditversorgung des privaten Sektors* in den vier MENA-Ländern - mit der Ausnahme Tunesiens – deshalb *unterdurchschnittlich*, obwohl die Kreditversorgung

durch die jeweiligen Bankensysteme dieser Länder insgesamt - mit der Ausnahme Tunesiens – als relativ gut bezeichnet werden. Neben der Fokussierung auf eine sicher eingeschätzte Schuldnerklasse fordern die Bankinstitute *hohe Sicherheiten* für eine Kreditvergabe.

Neben den ausgeführten angebotsseitigen Restriktionen, denen KMU unterliegen, existieren darüber hinaus *nachfrageseitige Faktoren*, die den *Zugang von KMU zu Kreditmitteln*, aber auch zu anderen Bankdienstleistungen *beschränken*. Aus Sicht der Kreditinstitute zählen zu den wesentlichen Faktoren das mit KMU verbundene *relativ hohe Risiko*, die *mangelnden Sicherheiten* und die zeit- und kostenintensive Vollstreckung im Falle des Zahlungsverzugs. Insgesamt ist eine *verlässliche Risikoabschätzung* basierend auf den Erfolgsaussichten der zu tätigen Investition, der Vertrauenswürdigkeit des Unternehmers und der Solidität des Unternehmens *schwierig* aufgrund der mangelnden Transparenz der KMU hinsichtlich wichtiger betriebswirtschaftlicher Kennziffern wie beispielsweise Umsatzentwicklung, Rücklagen, Außenstände oder Verbindlichkeiten.

Mit der Ausnahme Marokkos sind die *Anleihemärkte* der MENA-Länder noch nicht ausgereift. Sie sind durch eine *Dominanz von staatlichen Anleihen und Schuldverschreibungen* gekennzeichnet und weisen relativ kurze und mit nur wenigen Ausnahmen überhaupt mittlere Laufzeiten auf. Anleihen von privaten Emittenten auf dem Primärmarkt sind relativ unbedeutend. Darüber hinaus verfügen die Länder über *gering entwickelte Sekundärmärkte*, die durch die Buy-and-hold Strategie von Investoren nur eine geringe Liquidität aufweisen.

Die *Aktienmärkte* der MENA-Länder mit der Ausnahme Tunesiens sind aufgrund der *geringen Marktkapitalisierung* und Handelsvolumina einer *hohen Volatilität* durch sich sprunghaft verändernde Kapitalzu- und Kapitalabflüsse ausgesetzt. Banken und Finanzdienstleister stellen den überwiegenden Anteil sowohl der Emittenten als auch der Investoren, wodurch eine Risikostreuung unterbunden wird. Ähnlich wie bei den Anleihemärkten ist die Liquidität auf den Aktienmärkten gering, da die Investoren eine Buy-and-hold Strategie verfolgen.

Insgesamt betrachtet ist es den vier MENA-Ländern trotz mehrerer Initiativen noch nicht gelungen, den *Nichtbanken-Finanzsektor* in Form von Aktien- und Anleihemärkten sowie Risikokapitalgebern so herauszubilden, dass sie eine realistische Ergänzung zu Bankkrediten darstellen. Breite, Tiefe und Liquidität der Anleihe- und Aktienmärkte sind nur gering entwickelt. Das impliziert, dass *Banken* immer noch die *Hauptfinanzierungsquelle für Unternehmen* und insbesondere KMU darstellen, wenn von Kreditgebern aus dem familiären Umfeld oder Geldverleihern abgesehen wird.

Die *Empfehlungen zum weiteren Vorgehen* zielen erstens auf eine Verbesserung der Solidität der Bankensysteme, zweitens auf die Verbesserung des Zugangs von KMU zu Bankdienstleistungen, drittens auf die Verbesserung des Zugangs von mittleren und großen Unternehmen zu Finanzierungsmöglichkeiten ihrer Investitionen über die heimischen Aktien- und Anleihemärkte und viertens auf die Vertiefung und Verbreiterung der Aktien- und Anleihemärkte insgesamt.

Erstens, der Ausbau der finanziellen und legalen Infrastruktur durch beispielsweise den verstärkten Aufbau von Fachkenntnissen über KMU in den Banken, einer besseren Erfassung und Bewertung von Sicherheiten durch Kataster und Pfandregister sowie der Etablierung von Kreditinformationssystemen sind *mittel- bis langfristige Maßnahmen*, die den Zugang von KMU, die über ausreichende Sicherheiten verfügen oder bereits eine positive Kredithistorie aufweisen können, zu Bankdienstleistungen erhöhen können. KMU jedoch, die keine genügenden Sicherheiten oder positive Erfahrungen mit Kreditrückzahlungen aufweisen können, werden durch diese Maßnahmen nicht gefördert.

Die *zweite Empfehlung besteht darin, als kurzfristige Maßnahme Migrationsüberweisungen zum zentralen Element* zur Verbesserung des Zugangs zu Finanzdienstleistungen zu machen. Migrationsüberweisungen sind insgesamt *relative stabile, wenig volatile Zuflüsse* und für die vier MENA-Länder von herausragender Bedeutung und tragen wesentlich zur Finanzierung der Leistungsbilanzsalden bei. Ihr Anteil an den Migrationsüberweisungen an Entwicklungs- und Schwellenländern liegt deutlich höher als ihr entsprechender Anteil am Welthandel oder den Direktinvestitionen. Migrationsüberweisungen in die vier MENA-Länder weisen darüber hinaus *positive Einkommens- und Investitionsmultiplikatoren* auf.

Es wird empfohlen, *spezifische Finanzprodukte in heimischer Währung für Empfänger von Migrationsüberweisungen* zu entwickeln, die ähnlich wie Bausparverträge eine *Ansparphase mit einer Darlehensphase* verbinden. Somit würden mit ‚Migrationsparverträgen‘ Einlagen in die Bankensysteme attrahiert und das *Passivgeschäft verbreitert* werden, wodurch erst die *Ausweitung der Aktivgeschäfte* ermöglicht wird. Darüber hinaus sind eine *Reduzierung der Dollarisierung* der Einlagen und damit der Kredite sowie eine *Veränderung der Struktur der Bankeinlagen* zugunsten mittel- bis langfristiger Verbindlichkeiten zu erwarten. Um den Wirkungsgrad dieser individuellen Finanzprodukte zu erhöhen, wird empfohlen diese mit kollektiven Formen der Unterstützung durch staatliche Anreize sowie die jeweilige Diaspora zu stärken. Durch den Aufbau solch spezifischer Finanzprodukte für Migrationsüberweisungen, einschließlich des Zugangs zu Konten, kann der *Schattenfinanzsektor* und damit dessen Risiken deutlich verringert werden.

Eine dritte Empfehlung besteht darin eine *enge Kooperation* zwischen Ägypten und Jordanien einerseits sowie zwischen Marokko und Tunesien andererseits anzustreben, um die Enge und geringe Tiefe der nationalen Aktien- und Anleihenmärkte zu überwinden. Dies erforderte die *Angleichung der Kapitalverkehrsregime und Devisenkontrollen* sowie die *Liberalisierung der Kapitalströme* zwischen den jeweiligen Ländern. Darüber hinaus wird empfohlen, ein *Marktsegment für Nebenwerte* mit geringeren Anforderungen für die Börsenzulassung insbesondere mittelständischer Unternehmen an den jeweiligen Aktienmärkten einzurichten.

Ein endogener, *sich selbst verstärkender Prozess* der Entwicklung von Anleihe- und Aktienmärkten kann erst einsetzen, wenn ein gewisser *Schwellenwert an Emissionen* erreicht ist. Deshalb lautet die letzte Empfehlung lautet, die Begebung von Anleihen und Aktien in Börsengängen durch staatliche Schuldner sowie die *Etablierung von staatlichen Fonds als Testinvestoren im Rahmen von Pilotprojekten* zu konzipieren. Darüber hinaus erlauben es die Pilotprojekte Markthindernisse unter realen Bedingungen zu identifizieren.

3. Stand der Finanzsystementwicklung in den MENA-Ländern

3.1. Ägypten

Ägypten hat unterschiedliche *Finanzsektorreformen* in den 1990er Jahren, aber insbesondere seit Beginn des neuen Jahrtausends entwickelt und durchgeführt. Das ägyptische Bankensystem, das den Mittelpunkt des Finanzsystems bildet, hat eine Phase der aktiven Restrukturierung und Privatisierung eines Teils der staatlichen Banken durchlaufen, die zu einer Verbesserung der Solidität und Bonität der Institute führte, aber gleichzeitig auch mit einer Reduzierung des Kreditangebots an den privaten Sektor und vor allem an KMU einherging. Nur jedes zweite KMU führt Transaktionen mit Banken durch und nur jedes fünfte KMU hat überhaupt Zugang zu von Banken angebotenen Finanzierungsmitteln. Mit der erst kürzlichen Etablierung eines privaten Kreditbüros sollen wesentliche Hemmnisse wie beispielsweise die von Banken geforderten, häufig im Verhältnis zur Kreditumme überhöhten Sicherheiten oder die lange Kreditbearbeitungsdauer abgebaut werden.

Die jetzige politisch instabile und wenig vorhersehbare Situation birgt das Risiko, dass Fortschritte sowohl in der Entwicklung des Finanzsektors als auch der haushaltspolitischen Konsolidierung, die Ägypten erst begonnen hat, zurückgeworfen werden. Im auf die Revolution am 25. Januar 2011 folgenden Quartal verzeichnete Ägypten einen tiefen *Wachstumseinbruch* von 9 Prozentpunkte (CBE 2012). Auch wenn sich das reale Wachstum wieder etwas erholt hat, bleibt es mit 2 Prozent pro Jahr unterhalb des langjährigen Trends zwischen 4 und 6 Prozent vor der Revolution (IMF 2012a).

Die globale Finanzkrise hat sich ähnlich wie in anderen Entwicklungs- und Schwellenländern auch in Ägypten durch signifikante *Portfolioumschichtungen*, Absenkung der Exporte sowie des heimischen Wachstums ausgewirkt (IMF 2010). Im Zuge der ägyptischen Revolution waren abermals zurückgehende Exporte durch Produktionsausfall und sinkende Einnahmen vom Tourismus zu verzeichnen (CBE 2012). Entsprechend hat sich die bis 2008 traditionell positive Leistungsbilanz verschlechtert und weist seit 2009 ein Defizit von zurzeit 3 Prozent des BIP auf (IMF 2012a).

Bereits vor der globalen Finanzkrise und des Arabischen Frühlings wies Ägypten hohe Defizite im Staatshaushalt auf, die mittlerweile sogar zweistellige Werte erreicht haben (Zaki 2013). Während es Ägypten vor der Revolution durch das hohe Wachstum und einem entsprechendem *Schuldenmanagement* gelungen ist, die Staatsverschuldung um 20 Prozentpunkte zu reduzieren, erfolgt seit 2008 wieder ein leichter und seit 2010 ein beschleunigter Anstieg der Staatsverschuldung (IMF 2012a). Die Laufzeiten der staatlichen Schuldverschreibungen und Schatzwechsel sind auf etwa ein Jahr gesunken, worin sich die Unsicherheit über den politischen Fortgang und die Risikoeinschätzung über den Schuldner Staat widerspiegelt (Zaki 2013).

Die kontinuierliche Reduzierung der Auslandsverschuldung konnte trotz der globalen, regionalen und nationalen Verwerfungen fortgesetzt werden und ist mittlerweile auf ein

Niveau von unter 15 Prozent des BIP abgesunken (CBE 2012). Allerdings sind durch die globale Finanzkrise sowie die Leistungsbilanzdefizite die *Devisenreserven* um die Hälfte abgeschmolzen und befinden sich auf dem niedrigsten Niveau der vier hier betrachteten Länder (IMF 2012a).

Insgesamt herrscht eine hohe *Unsicherheit* über die politische und wirtschaftliche Entwicklung in Ägypten in der nahen Zukunft, die zu einer Absenkung der heimischen Investitionstätigkeit geführt hat. Aber auch international wachsen zunehmend Zweifel an der Stabilität Ägyptens, was sich in Direktinvestitionen von nahezu Null und in Nettokapitalabflüssen widerspiegelt. Dem sind Unstimmigkeiten über den währungspolitischen Kurs zwischen der Regierung und der Zentralbank mit dem Ergebnis, dass sowohl der Präsident als auch eine Vizepräsidentin der Zentralbank kurz hintereinander zurücktreten, nicht förderlich, während zeitgleich noch Verhandlungen mit dem IWF über ein Kreditprogramm in eine entscheidende Phase getreten sind.

Bankensystem

Das ägyptische Finanzsystem wird durch den Bankensektor dominiert, der immer noch etwa *95 Prozent aller Finanzaktiva* auf sich vereinigt (Zaki 2013). Die 2004 begonnene Bankenreform führte zu einer deutlichen Reduzierung der Anzahl der Banken durch entweder Einstellung der Geschäftstätigkeit (Zaki 2013) oder freiwillige und auch erzwungene Fusionen zwischen Banken (CBE 2012, IMF 2010). Diese Fusionen waren erforderlich um die Eigenkapitalhinterlegungen und andere Standards im Einklang mit der internationalen Bankenregulierung durchzusetzen (IMF 2010). Von den heute noch 39 existierenden Banken sind 5 rein staatliche Banken, 27 private Banken und weitere 7 Banken gelten als Joint-Venture Banken, teilweise unter Beteiligung der staatlichen Banken (Zaki 2013). Während sich die Anzahl der Banken um ein gutes Drittel verringerte, erhöhte sich die flächendeckende Versorgung mit Filialen um 25 Prozent (Zaki 2013).

Die 5 Banken *in öffentlicher Hand* haben trotz der Restrukturierung und der teilweisen Privatisierung immer noch eine zentrale Bedeutung. Etwa die Hälfte aller Finanzaktiva und 60 Prozent der Filialen entfallen auf sie. Aufgrund ihres relativen dichten Filialnetzes haben sie sich einen signifikanten Marktanteil am Privatkundengeschäft sichern können. Darüber hinaus haben sie enge Kundenbeziehungen mit staatlichen Unternehmen aufbauen können und sind selbst als Investoren an der Mehrheit der Joint-Venture Banken beteiligt (Zaki 2013). Demgegenüber konzentriert sich die Geschäftstätigkeit der privaten Banken auf die Finanzierung und Absicherung von Handelsaktivitäten. Allerdings haben die privaten Banken versucht, Finanzdienstleistungen im Bereich Hypothekenkredite, Versicherungsprodukte und Kreditkarten an ihre Privatkunden auszudehnen (Zaki 2013).

Die *Entwicklung der Kreditvergabe* ist in Ägypten ähnlich wie in den anderen drei Ländern in hohem Maße korreliert mit der Entwicklung der Passiva. Die Ausdehnung der Passiva steht in Ägypten in starkem Zusammenhang mit Nettokapitalzuflüssen, da das ägyptische Bankensystem Fremdwährungsdepositen in signifikantem Umfang zulässt. Insbesondere in den

Jahren vor Ausbruch der globalen Finanzkrise war eine Erhöhung der Passiva durch Nettokapitalzuflüsse zu verzeichnen (Zaki 2013). Seit 2008 sind die Einlagen in das Bankensystem um fast 30 Prozent angestiegen, wobei in diesem Zeitraum die Einlagen in heimischer Währung schneller gewachsen sind als die in Fremdwährung in Form von US Dollar, Euro oder Pfund Sterling denominierten Depositen (CBE 2012). Die Dollarisierung nimmt somit ein wenig ab, ist aber dennoch mit knapp einem Viertel aller Einlagen sehr hoch.

Nettokapitalzuflüsse können sich entweder direkt im Bankensystem in Form ansteigender Fremdwährungseinlagen niederschlagen oder zu einer Erhöhung der Devisenreserven bei der Zentralbank führen. Bei gegebenen Nettokapitalzuflüssen beinhaltet die Akkumulation von Devisenreserven ohne Sterilisierung eine Ausweitung von liquiden Mitteln innerhalb und außerhalb des Bankensystems. Eine *Sterilisierung der Nettokapitalzuflüsse* resultiert dagegen in einem Anstieg der Forderungen des Bankensektors an die Zentralbank und damit insgesamt in einer Veränderung ihrer Forderungsstruktur zuungunsten der Kreditvergabe an den Privatsektor. Umgekehrt kann auch der Abbau von Devisenreserven kontraktive Auswirkungen auf die Liquiditätsversorgung des Bankensystems haben, das daraufhin mit einer Einschränkung seiner Kreditvergabe reagiert.

Inwieweit Nettokapitalzuflüsse (Nettokapitalabflüsse) zu einem Anstieg (zu einer Reduzierung) von liquiden Mitteln im Bankensystem führen und zur Ausweitung (Einschränkung) der Kreditvergabe genutzt werden, hängt erstens davon, ob die Zentralbank Devisenreserven akkumuliert und wenn ja, ob sie diesen Ankauf von Devisenreserven ohne Sterilisierung durchführt und damit dem Bankensystem neue Liquidität zuführt. Die ägyptische Zentralbank hat bis 2008 versucht die *Nettokapitalzuflüsse* zu sterilisieren (IMF 2010), was das Argument unterstützt, dass ein Teil der Zuflüsse sich anti-zyklisch auf die Ausweitung des Kreditvolumens ausgewirkt hat (Zaki 2013).

Insgesamt mehr als 80 Prozent aller Einlagen werden von privaten Haushalten gebildet, die eine Präferenz für Spareinlagen und Termingelder aufweisen (CBE 2012). Auf den Unternehmenssektor entfallen nur 15 Prozent aller Einlagen in heimischer Währung, aber knapp 30 Prozent der Fremdwährungsdepositen und hier vor allem der Giroeinlagen (CBE 2012). Als Gründe für die *hohe Fremdwährungspräferenz* können genannt werden, dass Unternehmen erstens beispielsweise im Export- oder Tourismussektor eher Zugang zu Fremdwährungen haben, zweitens generell Transaktionen in diesen Währungen durchführen, einschließlich die Bedienung und Rückzahlung von Krediten, oder drittens dass Unternehmen Fremdwährung mehr als Haushalte als Vorsichtskasse halten. Es sind vor allem das verarbeitende Gewerbe und der Handel und nicht so sehr die Landwirtschaft oder der Dienstleistungssektor, die eine Affinität zu Fremdwährungskonten aufweisen (CBE 2012).

Die auch im Vergleich zu den anderen drei Ländern *starke Dollarisierung* birgt ein hohes Risiko für das Bankensystem. Eine Abwertung des ägyptischen Pfunds gegenüber den Währungen der Fremdwährungseinlagen verändert sofort die Struktur der Passiva und kommt einer Aufwertung von Verbindlichkeiten des Bankensystems gegenüber den Einlagen-gläubigern gleich. Wenn wie im Falle des ägyptischen Bankensystems 75 Prozent der Bilanz-

summe aus Einlagen besteht und ein Viertel der Einlagen in Fremdwährung gehalten wird, dann kann eine Attacke auf den Wechselkurs im Rahmen dessen das ägyptische Pfund 50 Prozent an Wert verliert eine *Insolvenz des Bankensystems* hervorrufen.¹ Diesem Risiko entgeht eine Bank auch nicht dadurch, dass sie formal und de jure das Wechselkursrisiko an Kreditnehmer abgewälzt hat. Denn wenn die Kreditnehmer nicht in der Lage sind, ihren Fremdwährungskredit zu bedienen, bleibt die Bank in der Pflicht, die reale Aufwertung ihrer Fremdwährungsverbindlichkeiten ausgleichen zu müssen.

Das Wissen um die *Fragilität des Bankensystems* im Hinblick auf Veränderungen des Wechselkurses mag auch die Zurückhaltung der ägyptischen Autoritäten hinsichtlich einer stärkeren Liberalisierung und damit Flexibilisierung ihrer Währung erklären.

Auf diesem Hintergrund erscheinen die seit 2004 durchgeführten *Reformen im Bankensektor* umso relevanter. Die notleidenden Kredite konnten erheblich von 26 Prozent (2005) auf 11 Prozent (2011) reduziert und die Eigenkapitalunterlegung auf gut 15 Prozent erhöht werden (Zaki 2013). Darüber hinaus erfolgte in den Jahren 2002 bis 2007 eine Verdoppelung der liquiden Mittel auf 45 Prozent der Aktiva (World Bank 2013). Eine mögliche Ursache für die hohe Liquiditätshaltung könnte darin bestehen, dass im Rahmen der Restrukturierung des Bankensystems und in Erwartung höherer Auflagen sowie möglicher Fusionen eine Verringerung der Kreditvergabe und das vermehrte Halten von liquiden Mitteln als Versicherung und Vorsichtsmaßnahme von Banken als notwendig eingeschätzt wurde.

Ein zweiter Grund für die *hohe Liquidität* könnte in der Rückführung der notleidenden Kredite und der Unsicherheit zu finden sein, wie viele der Forderungen endgültig liquidiert werden müssen. Ein dritter Grund für die hohe Liquidität im Bankensektor stützt sich auf die Erhöhung der Fremdwährungseinlagen im Zuge von als volatil eingeschätzten Nettokapitalimporten, die dann nicht für eine entsprechende Ausweitung der Kreditvergabe, sondern statt dessen für eine Erhöhung der liquiden Mittel verwendet wurden. Zwischen 2007 und 2010 sind die liquiden Mittel allmählich abgebaut worden, was dafür spricht, dass die Banken die durch die Reformen zunächst ausgelösten Unsicherheiten als beherrschbar einschätzen. Durch die Ereignisse des Arabischen Frühlings jedoch erfolgte allein 2011 eine Halbierung der liquiden Mittel auf mittlerweile nur noch 15 Prozent der Aktiva (World Bank 2013).

Das Kreditvolumen des ägyptischen Bankensektors liegt heute bei 75 Prozent des BIP (2011) nachdem es 2004 seinen Höchststand von über 100 Prozent des BIP erreicht hatte (World Bank 2013). Ebenfalls 2004 betrug das Kreditvolumen an den Privatsektor noch 55 Prozent des BIP, während es heute gerade einmal 30 Prozent des BIP (2011) sind (World Bank 2013). Ägypten bietet damit die relativ *schlechteste Kreditversorgung* der vier Länder an (World Bank 2013, Zaki 2013). Die Absenkung des vom Bankensektor angebotenen Kreditvolumens

¹ Das impliziert, dass 18,75 Prozent der gesamten Bilanzsumme als Fremdwährungseinlagen gehalten werden ($0,25 \cdot 75$ Prozent). Bei einer 50-prozentigen Abwertung steigt diese Verbindlichkeit ebenfalls um 50 Prozent oder um 9,375 Prozentpunkte der Bilanzsumme. Das übersteigt oft das vorhandene Eigenkapital.

kann auf ähnliche Ursachen zurückgeführt werden wie bereits oben im Zusammenhang mit dem Anstieg der Liquidität diskutiert wurden.

Einerseits kann die *Zurückhaltung in der Kreditvergabe* auf Vorsichtsmotive seitens der Banken in einer Umbruchsituation – während der Bankenreform und des Arabischen Frühlings – zurückgeführt werden. Darüber hinaus kann im Zuge der Bankenreform das Risikomanagement dergestalt verbessert worden sein, dass die Risiken von den Banken tatsächlich besser eingeschätzt werden können und sie bei fehlenden Sicherheiten eher auf die Kreditvergabe verzichten als das Risiko einzugehen, den Anteil ihrer notleidenden Kredite wieder zu erhöhen. Ein dritter Grund kann die Ausweitung der Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor, insbesondere an die Regierung nach Ausbruch der globalen Finanzkrise und während des Arabischen Frühlings sein. Dafür spricht, dass sich die Kredite an den Regierungssektor in heimischer Währung zwischen 2008 und 2011 fast verdreifacht haben.

Die *Dollarisierung der Kreditvergabe* hat im Verlauf der letzten Jahre sogar noch zugenommen. Die Kreditvergabe in Fremdwährung ist stärker angestiegen als die Kreditvergabe in heimischer Währung und macht mittlerweile 30 Prozent aller vergebenen Kredite aus (CBE 2012, IWF 2010). Auch ist es wieder vorwiegend der Unternehmenssektor, der stärker zur Aufnahme von Fremdwährungskrediten tendiert und da vor allem das verarbeitende Gewerbe und Dienstleistungen. Der Haushaltssektor dagegen schließt den überwiegenden Anteil seiner Kredite in ägyptischen Pfund ab. Etwa 30 Prozent der Kredite in heimischer Währung können die Banken keinem der vier Sektoren Landwirtschaft, verarbeitendes Gewerbe, Handel und Dienstleistungen zuordnen (CBE 2012). Es gibt keinen Hinweis auf Scharia-konforme Einlagen- oder Kreditinstrumente im Bankensektor (CBE 2011, CBE 2012).

Insgesamt ist das Bankensystem deutlich stabiler als noch vor 10 Jahren, was sicherlich auf die eingeleiteten Reformen zurückgeführt werden kann. „It is worthy to note that the successful and timely implementation of the first phase of the CBE's banking reform program has helped this sector to weather the adverse effects of the global financial crisis and to deal efficiently with the current circumstances“ (CBE 2012, S. 39). Allerdings ist der 2004 begonnene Prozess der Bankenreform noch nicht zu Ende. Die ägyptische Zentralbank implementiert zurzeit *weitere Reformschritte*, wenn auch unter schwierigen politischen und wirtschaftlichen Bedingungen. Ziel ist es u.a. die Stabilität, Wettbewerbsfähigkeit und das Risikomanagement des Bankensektors weiterhin zu verbessern, die Bankenaufsicht entsprechend der Vorgaben für die zweite Säule von Basel II abstimmen und die Anwendung von Grundsätzen guter Unternehmensführung auszuweiten (Zaki 2013). „Yet, there is a long way ahead in order to increase the efficiency and the outreach of the financial system in Egypt“ (Zaki 2013, S. 1). Dazu gehört auch die Entschärfung der durch die Dollarisierung entstandenen systemischen Risiken.

Anleihemarkt

Der Anleihemarkt besteht fast ausschließlich aus *Staatsanleihen und Schatzwechseln* mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 2,1 Jahren (Zaki 2013). Die handelbaren Schuldverschreibungen konnten von 22 Prozent (2001) auf 36 Prozent (2011) der gesamten öffentlichen Verschuldung erhöht werden. Im Zuge der ägyptischen Revolution haben zwei der drei international dominierenden Ratingagenturen Ägypten abgewertet und die dritte Agentur hat Ägypten zu den 10 Ländern mit dem höchsten Risiko der Zahlungsunfähigkeit eingeordnet (Zaki 2013). Es kann davon ausgegangen werden, dass sich damit die Refinanzierungsbedingungen für die ägyptische Regierung sowohl auf dem internationalen als auch auf dem heimischen Markt erschweren werden.

Der *Anleihemarkt für Unternehmen* ist bestenfalls als marginal zu bezeichnen. Auf Unternehmensanleihen entfällt zurzeit 5 Prozent des gesamten Volumens der gehandelten Schuldverschreibungen und weniger als 1 Prozent des Wertes der gehandelten Anleihen (Zaki 2013). Es existiert kein nennenswerter Sekundärmarkt.

Institutionelle Investoren - abgesehen von den 15 zugelassenen Primärhändlern und weiteren Banken - als wesentliche Ingredienzen für einen dynamischen Sekundärmarkt sind noch nicht in ausreichender Anzahl vorhanden. Der Versicherungssektor Ägyptens umfasst insgesamt 30 Versicherungen mit Aktiva im Wert von 3 Prozent des BIP (Zaki 2013). Lediglich 2 der Versicherungen befinden sich in öffentlicher Hand und dennoch vereinigen diese mehr Vermögenswerte und damit Marktanteile auf sich als die 10 ägyptischen und 18 ausländischen Versicherungsunternehmen zusammen (Zaki 2013). Nur 1 Prozent aller Ägypter nutzt zurzeit überhaupt Versicherungsprodukte (Zaki 2013). Andererseits hat die Immobilienfinanzierung durch Fonds in den Jahren seit Beginn der Bankenreform stark zugenommen. Während 2004 die Fonds gerade eine Summe von einer viertel Million mobilisieren konnten, ist das Fondsvermögen mittlerweile auf mehr als 3 Milliarden ägyptische Pfund angestiegen (Zaki 2013).

Aktienmarkt

Der Aktienmarkt in Ägypten ist in jüngster Zeit starken Belastungen ausgesetzt. Ähnlich wie der Handel mit freiverkäuflichen Aktien war die Börse nach der ägyptischen Revolution am 25. Januar 2011 38 Handelstage hintereinander geschlossen (Zaki 2013). Ausgelöst durch umfangreiche Verkäufe erfolgte ein schwerer *Einbruch der Kurse* bei Wiedereröffnung des Handels. Eine ähnlich starke Korrektur erfolgte bereits 2008 nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise (World Bank 2013).

In den Jahren 2004 und 2005 wies der ägyptische Aktienmarkt Wachstumsraten von über 100 Prozent auf, die durch Nettokapitalimporte gespeist wurden, die ihrerseits u.a. durch die Finanzsektorreformen attrahiert wurden. Den *Höchststand* erreichte der Aktienmarkt 2007 mit einer Marktkapitalisierung von über 100 Prozent des BIP und ist seitdem wieder auf lediglich 20 Prozent des BIP gefallen (World Bank 2013).

Als durchgängige Muster des ägyptischen Aktienmarktes können der Rückgang der gelisteten Unternehmen auf mittlerweile 212 (2012) und die geringe Liquidität gemessen an der Umschlaghäufigkeit der Aktien festgehalten werden. Damit weist die ägyptische Börse mit einem Heimatmarkt von 80 Millionen Einwohnern weniger gelistete Unternehmen als die Börse von Jordanien mit einer Bevölkerung von nur 6 Millionen auf. Darüber hinaus ist der ägyptische Aktienmarkt wie vergleichbar entwickelte Aktienmärkte auch einer ausgeprägten *Volatilität durch Kapitalzu- und -abflüsse* ausgesetzt, die sich in erratischen Entwicklungen der Kurswerte sowie der Marktkapitalisierung widerspiegelt.

Zugang von KMUs zu Finanzierungsmitteln

Knapp die Hälfte aller KMU in Ägypten wickelt Geschäfte mit Banken ab, aber nur lediglich 22 Prozent der KMU in Ägypten haben Zugang zu *Bankkrediten* (Zaki 2013). Das bedeutet, dass mehr als die Hälfte der KMU nicht einmal über ein Bankkonto verfügt, von denjenigen jedoch, die Geschäftsbeziehungen zu Banken unterhalten, erhalten 46 Prozent Zugang zu Krediten.

Insgesamt besteht eine hohe Korrelation zwischen der *Größe des Unternehmens* gemessen an Eigenkapital, Beschäftigte und Umsatz einerseits und dem Zugang zu Krediten im Bankensektor andererseits (Zaki 2013). Diejenigen KMU, die mit Banken in Geschäftsbeziehungen stehen, sind vorwiegend im verarbeitenden Gewerbe und dem Handel konzentriert, den beiden Sektoren, die mehr als 90 Prozent der KMU umfassen (Zaki 2013).

Eine *flächendeckende Umfrage* unter KMU in Ägypten kam zu dem Ergebnis, dass gut 16 Prozent aller KMU Schwierigkeiten mit Banken im Zusammenhang eines Kreditantrages haben. Die an der Umfrage teilnehmenden KMU nannten als *größte Probleme* hohe Zinsen und Gebühren, gefolgt von der Anzahl und dem Wert der Sicherheiten, die lange Bearbeitungsdauer und die Dokumentationspflicht (Zaki 2013).

Mit der *Etablierung eines privaten Kreditbüros* soll die Transparenz über und der Zugang zu Informationen für Banken mit Hilfe von standardisierten Indikatoren zur Bonitätseinschätzung erhöht werden. Gleichzeitig bietet das Kreditbüro (potentiellen) Schuldnern eine Beratung an, wie sie ihre Bonität oder die Dokumentation ihrer Kreditbeziehungen verbessern können (Zaki 2013). Insgesamt zielt das Kreditbüro darauf ab, die Bearbeitungsdauer zu senken, bei verbesserten Informationen den geforderten Wert der Sicherheiten zu senken und die Dokumentation der KMU zu professionalisieren.

Als alternative Finanzierungsquelle zu Bankkrediten stehen Mikrokredite, Leasing oder das neue speziell für KMU eingerichtete Segment an der Börse Kairos zur Verfügung. Der ägyptische *Mikrokreditsektor* ist hochgradig fragmentiert und auf 450 Institutionen, einschließlich 4 Banken und mehr als 400 Nichtregierungsorganisationen, zersplittert (Zaki 2013). Das von Mikrofinanzinstitutionen vergebene Kreditvolumen beträgt ein halbe Milliarde US Dollar und involviert etwa 1,5 Millionen Klein- bzw. Kleinstkreditnehmer vorwiegend aus dem Einzelhandel (Zaki 2013).

Die in Ägypten üblichen *Finanzleasingverträge* sind auf die drei Bereiche Immobilien und Land, Flugzeuge sowie Fuhrpark konzentriert (Zaki 2013). Lediglich Leasingverträge für die zuerst und zuletzt genannten Bereiche sind überhaupt für KMU interessant. Finanzleasingvereinbarungen weisen ein außerordentliches Wachstum ihres Vertragswertes auf, der sich zwischen 2007 und 2010 knapp verdreifacht hat (Zaki 2013). Allerdings ist die Anzahl der Leasingverträge selbst leicht gesunken. Das impliziert, dass die Summe pro Leasingvertrag stark angestiegen ist und spricht für eine Umschichtung von Verträgen zugunsten umsatzstärkerer KMU.

Mit der Eröffnung der Nil Stock Exchange (NILEX) 2007 wurde der erste *Aktienmarkt für kleine und mittlere Nebenwerte* in der MENA Region etabliert. NILEX unterscheidet sich von der Egyptian Exchange durch niedrigere Anforderungen für die Börsenzulassung hinsichtlich u.a. der Mindestausstattung an Kapital oder der Anzahl der Aktien, durch eine Lockerung der Veröffentlichungsvorschriften dahingehend, dass lediglich der Jahresbericht, aber nicht die Quartals- und Halbjahresberichte durch externe Wirtschaftsprüfungsgesellschaften kontrolliert werden müssen und nicht zuletzt durch geringere Gebühren.

Das Besondere an NILEX jedoch sind die Betreuer, die NILEX jedem Unternehmen verbindlich an die Seite stellt, um sie auf dem Weg zum Börsengang zu begleiten und sie zu befähigen, die Veröffentlichungsvorschriften vollständig und termingerecht zu erfüllen. Die *Betreuer*, die dem Unternehmen 2 Jahre vom Zeitpunkt der Börsenzulassung an gerechnet für Beratungen zur Verfügung stehen, müssen von der zuständigen Regulierungsbehörde für den Nichtbanken-Finanzsektor Egyptian Financial Supervisory Authority anerkannt und in der öffentlich zugänglichen Liste der Betreuer aufgenommen worden sein.

Letztendlich ist es das Unternehmen selbst, welches den konkreten Betreuer aus dieser Liste auswählt und einen von NILEX vorgegebenen standardisierten Vertrag mit dem Betreuer abschließt. Seit der Eröffnung im Jahre 2007 ist die Anzahl der bei NILEX notierten Unternehmen auf 22 mit einem Börsenwert von gut einer Milliarde ägyptischen Pfund (2012) gestiegen (Zaki 2013).

3.2. Jordanien

Das jordanische Finanzsystem basiert auf einem relativ gut ausgebautem Bankensystem und einem funktionsfähigen Aktienmarkt, die durch einen durch Staatsanleihen und Schuldverschreibungen dominierenden Wertpapiermarkt ergänzt werden. Zusammen mit der Zentralbank hat die Regierung Jordaniens bereits in den 90er Jahren und verstärkt ab 2003 *Finanzsektorreformen* durchgeführt, die u.a. eine Rekapitalisierung von einzelnen Banken, eine Verbesserung des Zahlungssystems sowie die Einführung einer Einlagenversicherung umfassten (IMF 2004).

Darüber hinaus wurden Reformanstrengungen mit dem Ziel der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und der Reduzierung der externen Verschuldung unternommen. Die jordanische Regierung hat dafür u.a. ein *Public Debt Law* verabschiedet, das eine Obergrenze für die öffentliche Verschuldung von 80 Prozent des BIP und eine externe Verschuldung von maximal 60 Prozent des BIP vorsieht (IMF IEO 2005). Während die externe Verschuldung Jordaniens von knapp 70 Prozent des BIP (Durchschnitt 2000-2006) inzwischen auf lediglich 20 Prozent des BIP (2011) reduziert werden konnte, wurde die öffentliche Nettoverschuldung Jordaniens von knapp 90 Prozent des BIP (Durchschnitt 2000-2006) auf ungefähr 55 Prozent des BIP (2008) zurückgeführt (IMF 2012a).

Durch den Anstieg des Ölpreises und vor allem durch die ansteigenden Zahlen der Flüchtlinge aus Syrien jedoch nimmt die *öffentliche Nettoverschuldung* seit 2009 wieder zu. Die Schätzungen für die Zahl aller Flüchtlinge aus Syrien belaufen sich auf 300.000 bis 400.000, wobei Jordanien mit einer Einwohnerzahl von nur gut 6 Millionen allein zurzeit circa die Hälfte aller Flüchtlinge aufnimmt, gefolgt von der Türkei, dem Libanon und dem Irak (IMF 2012a). Darüber hinaus reduzierte Ägypten letztes Jahr seine relativ preiswerten Gaslieferungen nach Jordanien. Die drei Faktoren sind verantwortlich für eine Verschlechterung der Außenhandelsbilanz als auch des Haushaltssaldos der Zentralregierung, was sich in einer ansteigenden Nettoverschuldung widerspiegelt.

Bankensystem

Das jordanische Bankensystem besteht mittlerweile aus 25 mehrheitlich privaten Banken mit 13 heimischen Geschäftsbanken, neun Zweigstellen von ausländischen Banken im Wesentlichen aus der Golfregion sowie drei islamischen Banken (CBI 2010). Darüber hinaus existieren drei spezialisierte Kreditinstitute für Landwirtschaft, Wohnungsbau sowie regionale Entwicklung (Khoury, 2013). In den letzten Jahren gab es insbesondere einen *Zuwachs der Beteiligung* aus arabischen Staaten, den die jordanische Zentralbank als Indikator für einen Vertrauensanstieg ausländischer Investoren und Anleger bewertet.

Aber auch heimische Haushalte und Unternehmen wenden sich verstärkt dem heimischen Bankensystem zu. Die *Einlagen im Bankensystem* sind seit der Jahrtausendwende kontinuierlich angestiegen teilweise mit zweistelligen Wachstumsraten wie beispielsweise in den Jahren 2009 und 2010 (Khoury 2013). Darüber hinaus nimmt der Anteil der Einlagen in jordanischer Währung gegenüber den Einlagen in Fremdwährung ebenfalls zu. Jordanische Banken können sowohl Fremdwährungseinlagen akzeptieren als auch Fremdwährungskredite insbesondere für Handelstransaktionen vergeben. Knapp 80 Prozent der Einlagen und 90 Prozent der Kredite an den Privatsektor sind heute in heimischer Währung denominiert (Khoury 2013). Die Fremdwährungseinlagen werden vor allem von hohen Transfers von Migranten nach Jordanien im Umfang von 15 bis 20 Prozent des BIP (IMF 2012a) gespeist.

Als Gründe für die hohen Wachstumsraten der Privatkundeneinlagen in heimischer Währung gibt die jordanische Zentralbank neben dem Erstarren der jordanischen Wirtschaft, der *Einführung einer Einlagenversicherung* und dem Anstieg der Zinssaufschläge zwischen

jordanischen und Fremdwährungseinlagen auch die Rückkehr zahlreicher bis dato im Ausland lebender Jordanier an (CBJ 2010).

Obwohl das regulatorische Eigenkapital auf 12 Prozent für Geschäftsbanken und islamische Banken festgelegt wurde, beläuft sich das *tatsächliche Eigenkapital* des jordanischen Bankensystems auf knapp 20 Prozent der risikogewichteten Aktiva und auf mehr als 12 Prozent der Bilanzsumme (IMF 2012a). Damit geht die freiwillige Vorhaltung von Eigenkapital deutlich über die Regulierungsvorschriften hinaus. Ähnlich verhält es sich mit den Liquiditäts- und Barmittelvorhaltungen. Der Anteil der liquiden und Barmittel übersteigt bei weitem die kurzfristigen Verbindlichkeiten und damit die regulatorische Untergrenze.

Ein weiteres Indiz dafür, dass im jordanischen Bankensystem *ausreichend Liquidität* vorhanden ist, ist der seit Februar 2009 auf ein vernachlässigbares Niveau gesunkene Aufschlag des Interbankenzinssatzes auf den Zinssatz für täglich fällige Sichteinlagen bei der Zentralbank (CDJ 2010). Bei fast identischen Zinssätzen besteht ein hoher Anreiz für die Banken, überschüssige Liquidität bei der Zentralbank zu parken. Vor der globalen Finanzkrise wurde ein solches Verhalten weitgehend als ineffizient bezeichnet, denn überschüssige Liquidität und Eigenkapitalrücklagen implizieren entgangene Investitionsmöglichkeiten und damit entgangene Einnahmen. Und tatsächlich sind die Eigen- und Gesamtkapitalrendite des jordanischen Bankensystems seit 2005 stark eingebrochen (CBJ 2010).

Allerdings kann ein hohes Maß an Liquidität und Rücklagen auch auf eine entsprechend *hohe Risikoeinschätzung* zurückgeführt werden. Im Zuge der Finanzmarktreformen sank zwar der Anteil der notleidenden Kredite an den Gesamtkrediten von über 16% (2003) auf 4 Prozent (2008), hat sich seit dem jedoch wieder verdoppelt (CBJ 2010). Hinzukommen weitreichende Unsicherheiten über die globalen Wachstumsaussichten, über den Ausgang der politisch instabilen Situation in der Region sowie eine Eintrübung der heimischen Wirtschaftsdynamik.

Darüber hinaus stammen über 10 Prozent der Einlagen von Gebietsfremden, so dass das Risiko besteht, dass bei einer Veränderung der politischen Lage in der Region in relativ kurzer Zeit ein nicht unerheblicher *Abzug von Einlagen* erfolgt. Auf diesem Hintergrund erscheinen die hohen Rücklagen als der unsicheren Situation angemessen und deuten auf ein umsichtiges und adäquates Risikomanagement der Banken hin. "The high liquidity of Jordanian banks is a positive indicator demonstrating the safety of banks' financial positions, and their ability to meet their obligations, which promotes the financial stability in Jordan" (CBJ 2010, S.48).

Das insgesamt zurückhaltende Auftreten der jordanischen Banken bezieht sich nicht nur auf Eigenkapital und Rücklagen, sondern auch auf die *Aufteilung ihrer Aktiva* in Höhe von 180 Prozent des BIP (Khoury 2013). Während gut 40 Prozent der Bilanzsumme für Kredite an den Privatsektor verwendet werden, werden gut 30 Prozent der Aktiva als Barvermögen und 20 Prozent der Aktiva als Investments in Form von Staatsanleihen, kurzfristigen Schatzwechsel und Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand, Einlagenzertifikate der Zentralbank und Aktien gehalten (CBJ 2010).

Der Anteil der Kredite insgesamt entspricht dem Durchschnitt der Ländergruppe Upper Middle Income, zu der Jordanien zählt. Der *Anteil der Kredite an Privatkunden* liegt allerdings leicht unterhalb des Durchschnitts, was für eine vorsichtige Kreditvergabepraxis des jordanischen Bankensystems spricht.

Knapp 90 Prozent des Kreditvolumens wird allein im Bezirk Amman vergeben (CBJ 2010), was eine *hohe Konzentration der Kreditvergabe* und eine geringe flächendeckende Versorgung mit Bankfilialen und Bankdienstleistungen in Jordanien widerspiegelt. Auf den öffentlichen Sektor entfällt maximal 5 Prozent des gesamten Kreditvolumens, während die überwiegende Mehrheit der Kredite an den Privatsektor an Unternehmen vor allem aus den Bereichen Handel und Baugewerbe und mit einem gewissen Abstand Industrie vergeben wird (CBJ 2010).

Für Großkredite im Immobilienbereich können und ab einem Kreditvolumen von 20 Prozent der jeweiligen Einlagen *müssen* Banken diese Kredite an die Jordan Mortgage Refinance Company (JMRC) verkaufen (Khouri 2013). Die JMRC agiert wie eine Zweckgesellschaft und gibt verbriefte Anleihen bzw. *hypothekarisch gesicherte Wertpapiere*, die von institutionellen Investoren und darunter vor allem von jordanischen Banken gekauft werden. Dadurch wird das Risiko auf mehr Banken gestreut und die Wertpapiere sind grundsätzlich auf dem Sekundärmarkt handelbar.

Insgesamt ist das jordanische Bankensystem relativ stabil und hat sich gegenüber der globalen Finanzkrise als ausreichend widerstandsfähig erwiesen. Die Zentralbank verfolgt eine *makrozentrierte Bankenaufsicht* und führt regelmäßig Stresstests auf der Basis eines beträchtlichen Ausfalls von Aktiva der Banken entweder in Form des Anstiegs der notleidenden Kredite oder eines Verfalls von Aktienpreisen durch. “As a summary of the results of the aforementioned stress testing, it can be stated that Jordan has a sound and safe banking system capable of withstanding high risks and difficult conditions, which shows a positive indicator of financial stability in Jordan” (CBJ 2010, S.48).

Anleihemarkt

Der Anleihenmarkt besteht fast ausschließlich aus Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand und Staatsanleihen mit einer Laufzeit von einem bis maximal fünf Jahren. Die durchschnittliche Laufzeit beträgt zwei Jahre (Rocha 2011a). Die Regierung Jordaniens begibt seit mehreren Jahren in regelmäßigen Abständen von einem bis drei Monaten Anleihen, um allmählich eine *Zinsertragskurve* zu entwickeln. Allerdings ist es ihr noch nicht gelungen, die Laufzeit ihrer Anleihen auf über 5 Jahre zu erhöhen.

Die einzigen beiden Unternehmensanleihen mit einem Volumen von umgerechnet etwa 13,7 Millionen Euro, die 2008 und 2010 emittiert wurden, weisen ebenfalls eine *Laufzeit* von fünf Jahren auf (ASE 2013). Sowohl die staatlichen als auch die privaten Anleihen werden alle in jordanischem Dinar denominiert. Sukuk-Anleihen oder Scharia-konforme Anleihen sind

bislang nicht öffentlich aufgelegt worden, da dafür noch keine ausreichenden gesetzlichen Regelungen in Kraft sind (Khoury 2013).

Die Anleihen werden vorwiegend von Banken und den Versicherungen gekauft, die sie als Aktiva halten, so dass die Aktivitäten auf dem *Sekundärmarkt* sehr eingeschränkt sind. Darüber hinaus ist die Nachfrage nach Anleihen von institutionellen Investoren außerordentlich beschränkt, da die Investorenbasis als solche sehr dünn ist. Angesichts der Größe des heimischen Marktes ist dies nicht überraschend. Derivate wie Absicherungs- und Termin-geschäfte, die es institutionellen Investoren erleichtern, mit den Anleiherisiken umzugehen, auf Veränderungen auf den Finanzmärkten zu reagieren sowie Portfolien entsprechend ihrer Anlagestrategien kurzfristig zu optimieren, sind ebenfalls nicht verfügbar.

Dagegen existieren *Wagniskapitalgesellschaften*, in denen Risikokapital von den wenigen institutionellen Investoren, wohlhabenden Individuen sowie der jordanischen Regierung gepoolt werden. “The institutional environment in the country is fairly conducive and fertile for establishing private equity and venture capital funds (VC), conducting their operations and availability of conventional exit routes” (Khoury 2013, S.12).

Aktienmarkt

Der Aktienmarkt in Jordanien hat zurzeit die höchste Marktkapitalisierung in der Region und liegt mit knapp 100 Prozent des BIP weit über dem EU Durchschnitt (World Bank, WDI 2012). Allerdings ist das Handelsvolumen deutlich geringer als die Marktkapitalisierung, was auf eine *Buy-and-hold Strategie* vieler Investoren und eine geringe Liquidität des Aktienmarktes hinweist. Knapp die Hälfte aller Aktien ist im Besitz von Nichtgebietsansässigen (Khoury 2013), die zur Verbreiterung der Investorenbasis beitragen können.

Der jordanische Aktienmarkt ist wie viele enge und wenig liquide Aktienmärkte in Entwicklungs- und Schwellenländern von *hoher Volatilität* gekennzeichnet. Sie sind mit dem Problem konfrontiert, dass die Aufnahmefähigkeit ihrer Kapitalmärkte relativ gering ist und es bei der Veränderung internationaler Portfolioallokationen zu starken Preisausschlägen nach oben als auch nach unten kommen kann (Haldane 2011).

Im Jahre 2005 erreichte die *Marktkapitalisierung* nahezu 300 Prozent des BIP, um daran anschließend auf das heutige Niveau im Zuge des Abzugs von Mitteln als Folge der globalen Finanzkrise und des Arabischen Frühlings wieder abzustürzen (World Bank, WDI 2012). Letzteres scheint den IWF dazu animiert zu haben, den jordanischen Aktienmarkt als „anemic“ einzuschätzen (IWF 2012b, S. 19).

Zugang von KMUs zu Finanzierungsmitteln

Unternehmen sind auch in Jordanien in der überwiegenden Zahl klein oder mittelständisch organisiert. Die KMU machen 97 Prozent der Unternehmen aus und beschäftigen die Hälfte

aller Arbeitnehmer (Khouri 2013).² Den überwiegenden Teil des *Arbeitskapitals* und der Investitionen finanzieren KMU aber vor allem durch Eigenkapital und einbehaltene Gewinne sowie private Mittel.

Gerade 10 Prozent aller Bankkredite werden an KMU vergeben, obgleich die Banken sich das Ziel gesetzt haben, etwa ein Viertel aller Kredite KMUs zugänglich zu machen (Rocha 2011b). Umgekehrt stammen knapp 80 Prozent aller Kredite, die KMU überhaupt aufnehmen von Banken gefolgt von der Familie und informellen Geldverleihern (Khouri 2013). Ein Teil der KMU hat es *aus religiösen Gründen* bislang unterlassen, sich um einen Kredit zu bemühen. Etwa 14 Prozent der klein- und 6 Prozent der mittelständischen Unternehmen haben aufgrund fehlender Scharia-konformer Finanzprodukte auf eine Bankfinanzierung gänzlich verzichtet (Khouri 2013).

Wie bei den Anleihen beträgt die Laufzeit eines großen Teils der Bankkredite bis zu drei Jahren. Längerfristige Kredite vergeben jordanischen Banken nur in Ausnahmefällen, obwohl die Mehrheit der Kredite flexible Zinssätze beinhaltet (Khouri 2013). Das ist ein Indikator dafür, dass die jordanischen Banken zwar das *Zinsänderungsrisiko* externalisieren und auf ihre Kunden übertragen konnten, aber das Liquiditätsrisiko von ihnen so hoch eingeschätzt wird, dass sie eine Verpflichtung des Haltens einer Forderung in ihrer Bilanz über drei Jahre hinaus scheuen.

Da *Verbriefungen* - abgesehen von der Jordan Mortgage Refinance Company - in Jordanien nicht als gängiges Finanzinstrument entwickelt sind, kann eine jordanische Bank eine Kreditforderung nicht auf dem Sekundärmarkt veräußern und so ihre liquiden Mittel erhöhen. Solange diese Möglichkeit den Banken nicht offensteht und gleichzeitig eine relativ hohe Unsicherheit über den Fortgang der wirtschaftlichen und politischen Entwicklung im Land als auch in der Region fortbesteht, ist eine Ausweitung der Laufzeiten unwahrscheinlich.

Jordanien weist ein *öffentliches Kreditregister* auf, das nur den jordanischen Banken für Einträge und Auskünfte offensteht. Allerdings ist das Kreditregister nicht vollständig, da Daten über Unternehmen lediglich ab einer bestimmten Kreditsumme aufgenommen werden. Darüber hinaus kann das Kreditregister keine Daten über Erstanträge von KMU beinhalten, die keine Kredithistorie vorzuweisen haben und deshalb zu den am risikobehaftesten Unternehmen aus der Gruppe der KMU aus Sicht der Banken gehören.

Gegenüber den Kosten eines Kreditausfalls versuchen sich die jordanischen Banken dadurch abzusichern, dass sie *Sicherheiten* verlangen, die den Kredit bei Auszahlung wertmäßig übersteigen, wobei kleine Unternehmen relativ höhere Sicherheiten im Vergleich zu mittelständischen Unternehmen bieten müssen (Khouri 2013). Das kann darauf zurückgeführt werden, dass die Ausfallquoten von Kleinunternehmen höher sind und die bei einer Insolvenz noch vorhandenen Aktiva einen geringeren Wert aufweisen, die bei Kreditausfall überhaupt

² Nach der Definition der jordanischen Zentralbank gelten als Kleinunternehmen solche, die Verkaufserlöse von bis zu 1 Mio. JOD und 5-20 Mitarbeiter haben und als mittelständische Unternehmen solche, die Verkaufserlöse zwischen 1 und 3 Mio. JOD und zwischen 21-100 Mitarbeiter aufweisen (Khouri 2013).

nur sehr zeitaufwändig und kostenintensiv angeeignet und dann liquidiert werden können. Insbesondere die gerichtliche Durchsetzung von Ansprüchen gestaltet sich bislang schwierig und langwierig. Ein neues Insolvenzgesetz soll dem Abhilfe verschaffen (Khouri 2013).

Die jordanische Regierung hat ihr Engagement zur Förderung der KMU und insbesondere der *Verbesserung des Zugangs von KMU zu Finanzmitteln* ausgeweitet (Khouri 2013). Es existieren mehrere Finanzinstitutionen wie beispielsweise die Agricultural Credit Cooperation, die vor allem Kleinbauern Kredite gewährt, der Development and Employment Fund sowie Jordan Loan Guarantee Corporation, deren Zielgruppe KMU sind. Die Kredite werden durch die jordanische Regierung und internationale Geber finanziert, weisen deshalb Zinsen unterhalb des marktüblichen Niveaus auf und haben auch langfristige Laufzeiten.

Darüber hinaus versuchen einzelne Programme der Jordan Enterprise Development Corporation wie etwa das Jordan's Upgrading and Modernization Programme und das Euro-Jordanian Export Programme KMU u.a. für das Kreditantragsverfahren besser zu qualifizieren. Und erst kürzlich hat die *Regierung Jordaniens* einen Kredit für das MSME Development Project for Inclusive Growth über 70 Millionen US Dollar bei der Weltbank aufgenommen. Die Kreditsumme soll zur Förderung des Zugangs einerseits von KMU zu Finanzmitteln (60 Prozent) und andererseits von Kleinstunternehmen (40 Prozent) verwendet werden. Die federführende Institution ist die jordanische Zentralbank.

3.3. Marokko

Auch wenn Marokko noch zu den bankbasierten Ökonomien zählt, ist das marokkanische Finanzsystem im Vergleich zu den anderen drei Ländern relativ gut diversifiziert. Neben einem ausgebauten Bankensektor sind es vor allem die *Nichtbank-Finanzinstitutionen* in Form von Beteiligungskapitalfonds und Mikrokreditinstitutionen als auch Versicherungen und unterschiedliche Investmentfonds, die den marokkanischen Finanzmarkt von anderen Finanzmärkten vergleichbarer Länder abheben.

Die Entwicklung einer institutionellen Investorenbasis hat die Entfaltung eines relativ breiten und tiefen lokalen Anleihemarktes mit Primär- und Sekundärmärkten unterstützt, auf dem sowohl staatliche Institutionen als auch private Unternehmen unterschiedliche Instrumente wie *Schuldverschreibung und Verbriefungen* emittieren und mit ihnen handeln. Darüber hinaus weist Marokko nach der Marktkapitalisierung immerhin den zweit größten Aktienmarkt nach Jordanien auf.

Die positive Entwicklung des marokkanischen Finanzmarktes kann einerseits auf Finanzmarktreformen während der letzten beiden Dekaden sowie auf die stabile makroökonomische Situation zurückgeführt werden. Bei den Finanzmarktreformen ist die Stärkung der Regulierungsbehörden einschließlich der Zentralbank, die Anpassung der gesetzlichen Rahmenbedingungen für Verbriefungen, Pfandbriefe und Derivate sowie der

Ausbau von Finanzinfrastruktur wie beispielsweise die Einführung einer Kreditauskunftsdatei oder ein zielgruppengerechtes Kreditgarantieschema hervorzuheben.

Marokko weist ausgesprochene geringe und über einen langen Zeitraum stabile Inflationsraten um die 2 Prozent pro Jahr auf, die sich lediglich im Zuge der globalen Finanzkrise leicht erhöhten (IMF 2012). Allerdings existieren Subventionen für Energie und administrative Preise für Treib- und Kraftstoffe. Seit 2005 führt die marokkanische Regierung eine *fiskalpolitische Konsolidierung* mit dem Ergebnis durch, dass 2007 und 2008 bereits Überschüsse realisiert und die öffentliche Verschuldung zurückgeführt werden konnten (IMF 2011).

Mittlerweile sind die Haushaltsdefizite jedoch stark angestiegen und liegen bei 7 bis 8 Prozent des BIP. Die marokkanische Regierung beabsichtigt verstärkte Anstrengungen mit dem Ziel zu unternehmen, das Budgetdefizit auf maximal 3 Prozent des BIP im Jahr 2016 zurückzuführen (IMF 2011). Die *öffentliche Verschuldung* konnte im Zuge der Haushaltskonsolidierung entsprechend auf unter 50 Prozent des BIP reduziert werden, nimmt jedoch in den letzten Jahren wieder zu (IMF 2011).

In den Jahren 2000 und folgende wies die Leistungsbilanz traditionell einen Überschuss auf, der zu einer Stabilisierung der marokkanischen Ökonomie beitrug. Aufgrund der globalen Finanzkrise und der Eurokrise verzeichnete Marokko eine deutliche *Abschwächung der Exportnachfrage* insbesondere aus Industrieländern wie dem EU-Raum, für den mehr als die Hälfte aller marokkanischen Exporte bestimmt ist (BAM 2011).

Neben dem Rückgang der Exporte hatte Marokko zwischenzeitlich auch einen knapp 10-prozentigen *Rückgang der Migrantenübertragungen* zu verkraften, die sich mittlerweile erholt haben und wieder 7 Prozent des BIP betragen. Darüber hinaus resultierte der Anstieg des Ölpreises in einer Ausweitung der marokkanischen Importe, sodass die Leistungsbilanz ab 2008 stark defizitär wurde und 2011 bei 8 Prozent des BIP lag.

Das Leistungsbilanzdefizit wurde auch durch einen Anstieg der Auslandsverschuldung und den Einsatz von Devisenreserven finanziert. Insbesondere seit 2011 hat die marokkanische Zentralbank eine starke *Reduzierung ihrer Devisenreserven* zu verzeichnen und die entsprechenden Kennziffern (Importmonate, kurzfristige Verschuldung) haben sich negativ entwickelt (BAM 2012).

Bankensystem

Das marokkanische Bankensystem besteht aus 19 Banken, von denen zwei private und eine staatliche Bank einen Marktanteil von 65 Prozent auf sich vereinigen (Wielezynski 2013). Zwei Drittel des Kapitals wird von privaten marokkanischen Banken gehalten und etwa ein Fünftel des Bankkapitals entstammt der Beteiligung von ausländischen, vorwiegend privaten Investoren insbesondere aus Frankreich und Spanien. Der Rest entfällt auf staatliche Banken.

Seit 2005 erfolgt ein kontinuierlicher Ausbau des Filialnetzwerkes der marokkanischen Banken mit dem Ergebnis einer Verdreifachung der Filialen (Wielezyski 2013). Insgesamt weist Marokko heute die relativ *beste Versorgung mit Filialen* der vier Länder auf. Jordanien hat ein ähnlich hohes Niveau, jedoch sind dort die Bankfilialen im wesentlichen in Amman konzentriert, während in Marokko ein flächendeckender Zugang existiert.

Dieses flächendeckende Wachstum an Filialen wurde u.a. dadurch ermöglicht, dass die Zentralbank der marokkanischen Post Al Barid Bank nach der Umwandlung ihrer Finanzdienstleistungssparte in eine Geschäftsbank eine Banklizenz erteilt hat. Andere Banken haben sich der *Erweiterung ihres Filialnetzes* aus Gründen des Wettbewerbs, der Erschließung neuer Klientengruppen und der Attrahierung von Sichteinlagen, auf die sie angewiesen sind, angeschlossen.

Ähnlich wie in den anderen drei Ländern besteht die überwiegende Mehrheit der Passiva des marokkanischen Bankensystems aus den *Sichteinlagen*. Diese sind in den letzten fünf Jahren im knappen zweistelligen Bereich gewachsen. Das Wachstum geht im wesentlichen auf den Anstieg der Sichteinlagen der privaten Haushalte in Marokko und damit der heimischen Wirtschaft zurück, während die Sichteinlagen der marokkanischen Migranten etwa konstant geblieben sind (BAM 2011).

Allerdings gibt es einen Anstieg der Sichteinlagen in *Fremdwährung*, wenn auch von einem sehr geringen Niveau aus. Das Eröffnung von Fremdwährungskonten wurde von der marokkanischen Zentralbank in den letzten Jahren erleichtert. Neben den Sichteinlagen weisen die Passiva noch Verbindlichkeiten in Form von Krediten und Anleihen und ein Eigenkapital von gerade 8 Prozent auf (Wielezyski 2013).

Etwa zwei Drittel der Aktiva des marokkanischen Bankensystems besteht aus Krediten, die in den letzten Jahren teilweise ebenfalls *zweistellige Wachstumsraten* aufweisen (Wielezyski 2013). Seit 2004 lässt sich eine starke Ausweitung des Kreditvolumens von unter 70 Prozent auf über 110 Prozent des BIP (2011) beobachten, ein Niveau das keines der anderen drei Länder erreicht, wenn auch Jordanien es nur knapp verfehlt. Auch in der vergleichbaren Ländergruppe Lower Middle Income beträgt das durchschnittliche Kreditvolumen des Bankensektors lediglich 60 Prozent des BIP (World Bank 2013).

Der Anteil der *Fremdwährungskredite* liegt zwischen 2 und 3 Prozent der ausstehenden Kreditsumme (IWF 2011) und entspricht damit in etwa den Fremdwährungseinlagen. Der marokkanische Bankensektor ist somit keinem signifikanten Währungsrisiko ausgesetzt.

Interessanterweise sind nur etwa 40 Prozent aller Kredite kurzfristiger Natur, während jeweils gut 25 Prozent aller Kredite eine mittlere (1-5 Jahre) bzw. *langfristige Laufzeit* (ab 5 Jahre) aufweisen (BAM 2011). Damit erweist sich das marokkanische Bankensystem nicht nur hinsichtlich der Versorgung der Wirtschaft mit Filialen und Krediten, sondern auch im Bereich der Laufzeiten als relativ fortgeschritten. Allerdings impliziert die Fristentransfor-

mation ein höheres Liquiditätsrisiko, das grundsätzlich nur dadurch reduziert werden kann, dass ein Teil der mittel- bis langfristigen Kredite verbrieft und verkauft werden können.

Vom gesamten Kreditvolumen werden über 90 Prozent dem Privatsektor zur Verfügung gestellt, insbesondere einzelnen Haushalten, der Industrie und dem Baugewerbe (IMF 2011). Die marokkanische Zentralbank fächert die *sektorale Aufteilung der Bankkredite* noch stärker auf und enthüllt, daß gut ein Viertel aller Kredite an Haushalte *und* Migranten, deren Lebensmittelpunkt außerhalb Marokkos ist, vergeben wird (BAM 2011).

Da keine genaueren Daten über den Anteil der Migranten bzw. der Haushalte, zu denen *auch* Migranten gehören und die somit Zugang zu regelmäßigen Einnahmen in Fremdwährung haben, vorliegen, kann die *Bedeutung der Migrantenhaushalte* für die Kreditnachfrage und das daraus gespeiste Wachstum nicht eindeutig eingeschätzt werden. Der überwiegende Anteil der Kredite an Haushalte und Migranten wird für Wohnungsbau gefolgt von als Konsum deklarierte Ausgaben verwendet (BAM 2011).

Sowohl die Ausweitung der Kreditvergabe als auch die Abschwächung des Wachstums im Zuge der globalen Finanz- und regionalen Eurokrise führen zu einer leichten *Absenkung der Kreditqualität* (IWF 2011), die zurzeit noch kein ernsthaftes Risiko darstellt. Der aktuelle Anteil der notleidenden Kredite am Gesamtkreditvolumen beträgt 5 Prozent (2011) nach dem Höchststand von knapp 20 Prozent 2004 (World Bank 2013, IWF 2011). Problematischer dagegen ist, dass das tatsächlich vorhandene Eigenkapital, das für etwaige Ausfälle eingesetzt werden kann, gerade in etwa dem regulatorischen Eigenkapital entspricht.

Darüber hinaus sind die liquiden Mittel mit 4 Prozent der Aktiva außerordentlich gering (World Bank 2013). Die marokkanische Zentralbank spricht sogar teilweise von einer Liquiditätslücke im Bankensystem (BAM 2012). Sie führt die *Verringerung der Liquidität* auf die Reduzierung der (privaten) Sichteinlagen während der Sommermonate und des Ramadan, der Nettokäufe der Banken von Fremdwährung sowie der Fristeninkongruenz bei Zu- und Abflüssen der Sichteinlagen der öffentlichen Hand zurück.

Jeder dieser drei Faktoren und ihr Einfluß auf die Liquidität sind den Banken bekannt, aber leichte Abweichungen vom Trend können im marokkanischen Bankensystem zurzeit eine *Liquiditätslücke* hervorrufen. Da die liquiden Mittel insgesamt über die letzten Jahre abgeschmolzen wurden, sind keine Puffer mehr vorhanden und somit auch keine Möglichkeit, unvorhergesehene, sich negativ auf Bilanz, Liquidität und Eigenkapital auswirkenden Veränderungen ihrer Klientel oder des direkten, regionalen oder internationalen Marktumfeldes schnell zu kompensieren. „After years of easily accessible resources due to abundant liquidity generated by a strong BOP and rapid credit growth, banks will have to adapt their resource mobilization and asset-liability management strategy to avoid having the current situation of tighter liquidity and higher deposit utilization constrain their activities” (IWF 2011, S. 16).

Die marokkanische Zentralbank hat sowohl auf die Verschlechterung der Kreditqualität als auch auf den Liquiditätsengpass reagiert: Auf ersteres durch die *Erhöhung der Kernkapital-*

quote und der Eigenkapitalunterlegung (BAM 2011, Wielezynski 2013) und auf letzteres durch die Senkung der Mindestreserve, dem kontinuierlichen Angebot eines Zinstenders mit eintägiger und einwöchiger Laufzeit sowie mit der Durchführung von Wertpapierpensionsgeschäften mit einer Laufzeit von drei Monaten (BAM 2012). Die Zentralbank hat in diesem Zusammenhang auch darauf hingewiesen, dass Basel II und die Kennziffern von Basel III zügig durch das marokkanische Bankensystem umgesetzt werden sollen. Das würde sich sicherlich wiederum dämpfend auf das Kreditangebot und damit das Kreditwachstum auswirken.

Unabhängig von diesen Entwicklungen forcieren die marokkanischen Banken die *Ausweitung ihrer Geschäftstätigkeiten* ins Ausland vorwiegend in West- und Zentralafrika. Die Expansion erfolgt mit Hilfe der Eröffnung eigener Niederlassungen und Filialen, aber auch der Beteiligung an oder der Übernahme von bereits etablierten Banken (Wielezynski 2013, BAM 2011). Auf dem Heimatmarkt in Marokko soll die internationale Position der marokkanischen Banken durch das ambitionierte Projekt Casablanca Finance City gestärkt werden, das 2015 einsatzfähig sein soll (Wielezynski 2013).

Die Planungen des Konsortiums sehen vor, Casablanca Finance City zu einer *regionalen Drehscheibe* für Finanzströme und *dem* Zugang zu afrikanischen Märkten insbesondere in Nord- und Westafrika zu entwickeln. Dem Konsortium gehören u.a. die marokkanischen Zentralbank, die Casablanca Stock Exchange sowie private Banken und Versicherungen an. Die Casablanca Finance City hat bereits strategische Partnerschaften mit Singapur und der City von London geschlossen, um sich auf dem internationalen Markt besser zu positionieren (CFC 2012).

Nichtbank Finanzinstitute

Neben dem Bankensektor existieren insgesamt noch 36 sogenannter Finanzunternehmen, die vorwiegend im Bereich der *Konsumentenkredite und Leasingtransaktionen* tätig sind (Wielezynski 2013). Die Mehrheit dieser Gesellschaften sind Tochterfirmen der Banken. Zur Finanzierung ihrer Aktiva geben diese Finanzunternehmen Geldmarktpapiere heraus und emittieren Anleihen (BAM 2011). Während die Geldmarktpapiere innerhalb eines Jahres fällig werden, weisen die Anleihen Laufzeiten zwischen 7 und 10 Jahren auf.

Das von Finanzunternehmen begebene Kreditvolumen entspricht 13 Prozent aller vergebenen Kredite, womit sie zu einer bedeutenden Finanzierungsquelle für den privaten Sektor aufgestiegen sind. Der *Anteil der notleidenden Kredite* ist bei den Finanzunternehmen durchschnittlich höher als bei den Banken direkt. Etwa 15 Prozent aller Konsumentenkredite und 6 Prozent der Leasingverträge sind notleidend (Wielezynski 2013). Dafür kann es mehrere Gründe geben. Einerseits kann die Kreditauswahl durch die Finanzunternehmen mangelhaft sein, wodurch die Kreditqualität leidet.

Ein weiterer Grund könnte darin bestehen, dass das Kreditmonitoring unzureichend ist und dadurch bei sonst gleicher Kreditqualität die Säumnisrate ansteigt. Oder aber Konsumenten-

kredite beinhalten grundsätzlich ein deutlich höheres Risiko und deshalb verursacht die *Konzentration auf Konsumentenkredite* im Portfolio eine deutlich höhere Ausfallrate bei sonst gleicher Qualität der Kreditauswahl und des Kreditmonitoring. Dass Banken und Finanzunternehmen Konsumentenkrediten prinzipiell ein höheres Risiko zuordnen ist auch daran erkennbar, dass die Zinsen für Konsumentenkredite höher ausfallen als Zinsen für beispielsweise Dispositionskredite, Wohnungsbau oder Ausrüstungsgegenstände (BAM 2011).

Neben den Finanzunternehmen existieren noch mehrere *Mikrofinanzinstitutionen*, wovon 3 Unternehmen mehr als 80 Prozent des Marktes beherrschen, der allerdings sehr klein ist (Wielezynski 2013). Nach einer schweren Krise hat die marokkanische Zentralbank die Voraussetzung dafür geschaffen, dass Mikrofinanzinstitutionen zukünftig eine spezifische Kategorie der Finanzunternehmen repräsentieren und damit der Kontrolle und Überwachung der Zentralbank unterstellt werden. Die Ausfallraten übertreffen zurzeit diejenigen von Banken.

Anleihemarkt

Der Anleihemarkt besteht aus Anleihen der öffentlichen Hand und *Schuldverschreibungen des privaten Sektors*, die jeweils etwa 30 Prozent bzw. 70 Prozent des ausstehenden Anleihevolumens auf sich vereinigen (BAM 2011). Sowohl die staatlichen als auch die privaten Anleihen sind alle in marokkanischen Dirham denominiert. Die Staatsanleihen weisen Laufzeiten von bis zu 20 Jahren auf mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 6 Jahren (BAM 2011).

Der Zinsunterschied zwischen einer Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 52 Wochen und einer mit 20 Jahren beträgt auf dem Primär- und auf dem Sekundärmarkt noch nicht einmal 1 Prozentpunkt (BAM 2011). Ursache dafür kann eine vor allem im kurzfristigen Bereich *unvollständige Zinsertragskurve* sein. “Without short-term price references, governments have been tempted to place their long-term debt at off-market prices.” (Rocha 2011a, S. 219). Für dieses Argument spricht auch der hohe Anteil der langfristigen Staatsanleihen (≥ 10 Jahren) in Höhe von über 50 Prozent an der gesamten ausstehenden Summe (BAM 2011).

Aus der Perspektive der Regierung reduziert ein solches Vorgehen einerseits die Zinskosten für die Staatschuld und schafft eine Grundlage für eine langfristige Planung. Der Entwicklung eines liquiden Sekundärmarkts allerdings ist eine solche *Preis- und Laufzeitstrategie* nicht immer förderlich, da bei dieser Zinsstruktur Anleiheverkäufer sich stärker dem Risiko ausgesetzt sehen, Verluste zu realisieren als bei einer größeren Zinsspreizung auf dem Primärmarkt.

Die *Unternehmensanleihen* belaufen sich auf knapp 20 Prozent des BIP und nähern sich damit dem Durchschnitt von Schwellenländern in Höhe von 21,4 Prozent des BIP an (BAM 2011). Von den ausstehenden Anleihen können gut 60 Prozent der emitierenden Institutionen dem Finanzsektor zugeordnet werden (BAM 2011). Das deutet darauf hin, dass der marokkanische Anleihemarkt insgesamt breiter aufgestellt ist als die Anleihemärkte der

anderen drei Länder, die im wesentlichen durch Staatsanleihen gefolgt von Anleihen von Finanzinstitutionen dominiert werden.

Ein weiterer Indikator dafür stellt die *breitere Investorenbasis* als Nachfrager für Anleihen dar. Von den ausstehenden Schatzwechseln und Staatsanleihen mit Laufzeiten von 13 Wochen bis einschließlich 30 Jahre entfallen nur 15 Prozent im Jahre 2010 und 23 Prozent im Jahre 2011 auf Banken (BAM 2011). Das restliche ausstehende Anleihevolumen wird von Investmentfonds, Versicherungen und Pensionsfonds gehalten.

Aktienmarkt

Die Börse in Casablanca ist eine der ältesten auf dem afrikanischen Kontinent. Unter ihrem Dach befinden sich die eigentliche Börse, das Marktsegment des außerbörslichen Handels sowie der Anleihemarkt. Auch in Marokko wird die Börse vom zuständigen Ministerium für Wirtschaft und Finanzen beaufsichtigt. Ihre *Marktkapitalisierung* liegt zurzeit bei knapp 60 Prozent des BIP nach dem Höchststand von 100 Prozent des BIP im Jahre 2007. Dennoch weist sie auch bei diesem Niveau ein höhere Marktkapitalisierung auf als die Börsen in Russland, Mexiko, Türkei und der Tschechischen Republik (BAM 2011). Dennoch ist ebenfalls an der Börse Casablanca das Handelsvolumen deutlich kleiner als die Marktkapitalisierung und die Umschlagshäufigkeit insgesamt niedrig, was auf eine geringe Liquidität hindeutet.

Auf dem Aktienmarkt in Casablanca sind nur 80 Unternehmen gelistet und davon vereinigen die marokkanische Telekom gemeinsam mit 6 Banken über 50 Prozent des ausstehenden Aktienkapitals auf sich (Wielezyski 2013). Um es nationalen und internationalen institutionellen Investoren zu erleichtern, am Aktienmarkt von Casablanca notierte Werte in ihr Portfolio aufzunehmen und ihr *marokkanisches Portfolio* aktiv zu managen, hat die Börse von Casablanca eine ganze Indice-Serie mit dem in London ansässigen Unternehmen FTSE entwickelt (CSE FTSE 2010). Bis zur Eröffnung der Casablanca Finance City 2015 soll die Anzahl der gelisteten Unternehmen dadurch verdoppelt werden.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das *marokkanische Finanzsystem* sicherlich das am weitesten entwickelten der vier Länder ist. "It [Morocco, MM] has been able to build a deep and diversified financial system, as shown by the comparatively large assets of its banking system, nonbanking financial institutions, and microfinance sector. These positive developments have translated into increased access in many areas, including small and medium enterprise finance, microfinance, housing finance, consumer lending, and long-term finance. Financial sector soundness has been maintained as new risks have emerged" (Rocha 2011a, S. 136-137).

Zugang von KMUs zu Finanzierungsmitteln

Das KMU Segment umfasst gut 650.000 Unternehmen mit einem Anteil von etwa 10 Prozent mittelständischer Firmen (Wielezynski 2013).³ Neben der Gruppe der KMU existieren noch etwa 1 Million *Subsistenz- bzw. Kleinstunternehmen*, die vorwiegend in der informellen Ökonomie tätig sind. Kleinstunternehmen und KMU zusammen beschäftigen 60 Prozent aller Arbeitnehmer und sind verantwortlich für 40 Prozent der Produktion und 30 Prozent aller Exporte (Wielezynski 2013).

Während mittelständische und große Unternehmen relativ guten Zugang zu Finanzierungsmitteln entweder direkt bei Banken und Risiko- oder Beteiligungskapitalfonds oder – so weit sie gelistet sind – auch auf dem Aktien- oder Anleihemarkt haben, steht dem überwiegenden Teil der Kleinst- und Kleinunternehmen diese Optionen nur eingeschränkt zur Verfügung. Viele der *KMU sind nicht professionalisiert* genug, um sich Kapital auf dem Aktien- oder Anleihemarkt zu beschaffen bzw. erfüllen nicht die Erfordernisse der Risiko- und Beteiligungskapitalfonds (Wielezynski 2013). Daraus folgt, dass neben Eigenkapital und Krediten aus dem familiären Umfeld, Bankkredite als Hauptfinanzierungsquelle für KMU übrigbleiben.

Der Anteil der Bankkredite an KMU und Kleinstunternehmen beträgt gut ein Viertel des Kreditvolumens an Nichtbanken (Wielezynski 2013). Möglicherweise wird der *Anteil der KMU-Kredite* dabei etwas unterschätzt, da ein Teil von ihnen in den anderen Kreditsegmenten ‚versteckt‘ ist. Kleinstunternehmen und KMU erfüllen nicht immer die formalen Anforderungen, die Banken an die Vergabe von Unternehmenskrediten stellen, beispielsweise im Hinblick auf eine lückenlose Dokumentation oder ausreichende Sicherheiten. Die Eigentümer der KMU können jedoch – genau wie nicht-KMU-Haushalte – die höher verzinsten Konsumenten-, Wohnungsbau- und Dispositionskredite aufnehmen.

Ein Grund, warum marokkanische Banken ihr Kreditangebot an KMU nur zögerlich ausweiten, liegt darin begründet, dass es für sie schwierig ist, die Kreditanträge von Kleinstunternehmen und KMU ausreichend zu beurteilen. Es stellt für sie eine Herausforderung dar zu einer verlässlichen Einschätzung über die Solidität und Wachstumsaussichten des zu begutachtenden Unternehmens sowie über die Vertrauenswürdigkeit des Unternehmers zu kommen, so dass sich die Kreditverhandlungen häufig auf den *Wert der Sicherheiten* konzentrieren, die Unternehmen einbringen können (Wielezynski 2013). Das erfordert von Unternehmen, dass sie über Sicherheiten verfügen müssen, um Zugang zu Finanzierungsmitteln für Investitionen zu bekommen, deren erfolgreiche Umsetzung - betriebswirtschaftlich betrachtet – eigentlich erst die Voraussetzung dafür schaffen können, dass sich die Unternehmen Anlagevermögen aneignen können.

³Nach der Definition der marokkanischen Zentralbank gelten als sehr kleine Unternehmen solche, die Verkaufserlöse von bis zu 3 Mio. MAD haben, als Kleinunternehmen solche, die Verkaufserlöse zwischen 3 Mio. MAD und 10 Mio. MAD aufweisen und mittelständische Unternehmen realisieren Verkaufserlösen zwischen 10 Mio. und 175 Mio. MAD (Wielezynski 2013).

Im Mai 2012 hat die marokkanische Regierung mit der „National Strategy for the VSEs“ ein umfangreiches *Programm zur Förderung von Kleinstunternehmen* lanciert, das u.a. die Verbesserung des Steuersystems für KMU, die Einrichtung einer Sozialversicherung für Unternehmer sowie die Vereinfachung des Kreditzugangs für diese Personengruppe vorsieht. Bereits bestehende Programme umfassen beispielsweise die Ko-Finanzierung und Übernahme von Kreditgarantien bis zu 70 Prozent der ausstehenden Kreditsumme durch die Central Caisse of Guarantee oder auch die kontinuierliche Beratung und Begleitung von KMU durch die National Agency for the Promotion of the Small and Medium-Sized Enterprise mit dem Ziel der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und der Stärkung ihrer Aktiva (Wielezyski 2013).

3.4. Tunesien

Ähnlich wie in den anderen Ländern der Region ist das tunesische Finanzsystem dominiert vom Bankensystem, das einen Konsolidierungsprozess durchläuft, der zu einer deutlichen Verbesserung der Bonität und Stabilität führen soll. Die seit Mitte der 1990er Jahre unterschiedlichen *Phasen der Bankenreform* beinhalteten einerseits die Verbreiterung der Geschäftsbankenbasis u.a. durch die Vergabe einer Geschäftsbankenlizenz an die tunesische Post sowie seit 2000 die verstärkte Zulassung ausländischer Banken. Außerdem erfolgte eine Veränderung der Struktur des Bankensektors u.a. durch die Privatisierung staatlicher Banken sowie durch die Genehmigung der Zusammenlegung von Einlagen- und Investmentbanken unter einer organisatorischen Einheit, die seit 2 Jahrzehnten untersagt worden war (Khandfir 2013). Den anderen Finanzsektoren mangelt es noch an Breite, Tiefe und Liquidität.

Im neuen Jahrtausend hat Tunesien eine Phase der Haushaltskonsolidierung eingeleitet, die mit der erfolgreichen *Reduzierung der Staatsschulden* um 20 Prozentpunkte auf nur noch 40 Prozent des BIP (2010) vorerst beendet wurde (IMF 2012a). Tunesien war 2011 als Folge der Revolution, die im Dezember 2010 durch die Selbstverbrennung des Gemüsehändlers Mohamed Bouaziz ausgelöst wurde und dann auf andere benachbarte Länder übergriff, mit einem starken Wachstumseinbruch von 5 Prozentpunkten und einer sprunghaft ansteigenden Arbeitslosigkeit von 13 auf 19 Prozent der arbeitsfähigen Bevölkerung konfrontiert (CBT 2012).

Als Reaktion darauf verabschiedete die Regierung 2011 ein Konjunkturprogramm und 2012 einen noch ambitionierteren „Action Plan for 2012“, der einen Anstieg der Staatsausgaben um 25 Prozent sowie der *staatlichen Investitionsausgaben* um mehr als ein Drittel sowie insgesamt 25000 Neueinstellungen vorsieht (CBT (2012)). Diese Maßnahmen sollen zunächst über einen Anstieg der staatlichen Verschuldung auf 50 Prozent des BIP finanziert werden, um dann mittelfristig über die angestrebten hohen Wachstumsraten und Investitionsquoten eine Rückführung des Haushaltsdefizits und im Zuge dessen der Staatsverschuldung bis 2016 auf das ursprüngliche Niveau zu erlauben (CBT 2012).

Auch wenn die aktuellen Ereignisse zu einer Verschlechterung der staatlichen Verschuldungsquote geführt haben, weist die Regierung Tunesiens die beste Schuldenkennziffer aller vier Länder auf (IMF 2012a). Problematisch ist nicht die Höhe der Staatsverschuldung per se, sondern viel eher die *Höhe der externen Verschuldung*, die in Tunesien etwa doppelt bis dreifach so hoch ist wie in den drei anderen Ländern (IMF 2012a) und die je zur Hälfte auf den staatlichen und den privaten Sektor entfällt (IMF 2012c).

Die Akkumulation von Auslandverschuldung birgt für das Land ein hohes Gefahrenpotential im Hinblick auf Abwertungen des Wechselkurses, die einer realen Aufwertung der Auslandsverschuldung gleichkommen. Damit wird der *Handlungsspielraum der Zentralbank* bzw. der monetären Autoritäten generell eingeschränkt, da sie bei jeglichen Entscheidungen die Implikationen für den Wechselkurs mitberücksichtigen müssen. Der Handlungsspielraum bei Spannungen auf dem Devisenmarkt und gegebenenfalls einem Abwertungsdruck auf den Wechselkurs selbst geht gegen Null.

Im Zweifelsfall muss die Zinspolitik den Wechselkurs stützen und kann nicht binnenwirtschaftlich orientierte Ziele verfolgen wie beispielsweise die Preisentwicklung, die Geldmengen- und Kreditexpansion oder gar die Konjunktur. Tunesien versucht über die Implementierung von *Kapitalverkehrskontrollen* einen Teil der verlorenen Souveränität wieder zu erlangen.

Im Gegensatz zu den anderen drei Ländern ist *Tunesiens Leistungsbilanz* traditionell defizitär. Vor der globalen Finanzkrise betrug das Defizit um 3 Prozent des BIP (IMF 2012a) und hat sich nun im Zuge der Finanzkrise, der Eurokrise und der tunesischen Revolution mehr als verdoppelt. Europa ist wichtigster Handelspartner, hauptsächliche Quelle der Direktinvestitionen und bedeutendste Herkunft von Tourismuseinnahmen und Migrantenüberweisungen.

Ein Rückgang des realen Wachstums in der EU um 1 Prozent kann in Tunesien einen Wachstumsverlust von 0,6 Prozent in der kurzen Frist und sogar um 2 Prozent in der mittleren Frist hervorrufen (IMF 2012c). Auf dem Hintergrund der relativ hohen Auslandsverschuldung und der damit einhergehenden Notwendigkeit, ausreichend Devisen zur Bedienung und Rückzahlung der Schulden sowie der Stabilisierung des Wechselkurses zu erwirtschaften, ist Tunesien somit stärker auf eine *wirtschaftliche Erholung in Europa* angewiesen als jedes der anderen drei Länder.

Bankensystem

Das tunesische Bankensystem besteht aus 21 privaten und staatlichen Onshore-Banken sowie 8 Offshore-Banken und vereinigt insgesamt 80 Prozent aller Finanzaktiva auf sich (IMF 2012c). Die restlichen 20 Prozent der Finanzaktiva werden vom *Nichtbankensektor* in Form von Versicherungen, Kapitalbeteiligungsfonds und Finanzdienstleistungsgesellschaften für Leasing oder Factoring gehalten (IMF2012c).

Den *Bankenmarkt* teilen sich drei große staatliche Banken, die knapp 40 Prozent der Aktiva halten, drei große private Banken mit knapp 30 Prozent der Aktiva und 6 Banken in ausländischem Besitz ebenfalls mit knapp 30 Prozent der Aktiva (IMF2012c). Von den letzteren waren 4 Banken vormals in staatlichem Besitz, die im Rahmen der Bankenreform privatisiert wurden und nun Anteilseigner aus Frankreich, aber auch Jordanien und Marokko aufweisen (IMF 2012c). Seit 2009 besteht auch eine islamische Bank in Tunesien, die zuvor lediglich als Offshore-Bank tätig war (Khandfir 2013). Darüber hinaus sind in Tunesien noch weitere 5 kleine Entwicklungsbanken tätig, die u.a. von den Golfstaaten finanziert werden und jeweils eine universale Geschäftsbankenlizenz erhalten haben (IMF 2012c).

Die Finanzierung der Aktiva ist in Tunesien ganz ähnlich wie in den anderen drei Ländern abhängig von der Ausdehnung der Passiva. Da seit 2010 die Einlagen geringer wachsen als die bewilligten Kredite hat sich das *Einlagen-Kredit Verhältnis* verschlechtert. Die tunesische Zentralbank führt dies auf die Eintrübung des wirtschaftlichen Umfeldes zurück, in dem einerseits die Einkommen, aus denen die Einlagen gespeist werden, sinken und andererseits krisenbedingt die Kreditnachfrage zunächst noch steigt. Die Depositen teilen sich auf in knapp 40 Prozent Sichteinlagen, gefolgt von 35 Prozent Termingeldern und der Rest entfällt auf Spareinlagen (CBT 2012). Private Unternehmen und private Haushalte sind etwa für drei Viertel aller Einlagen verantwortlich (CBT 2012).

Das von den Banken dem Privatsektor zur Verfügung gestellte *Kreditvolumen* beträgt 2011 75 Prozent des BIP und erreicht damit einen Wert, der höher ist als der in Jordanien und Marokko und mehr als doppelt so hoch wie in Ägypten (World Bank 2013). Das Kreditvolumen hat sich zwischen 2000 und 2009 in einem Korridor von 60 bis 65 Prozent des BIP bewegt und sich erst in den Jahren 2010 und 2011 sprunghaft nach oben entwickelt. Die privaten Unternehmen und Haushalte teilen sich die Kredite im Verhältnis 2 zu 1 auf (CBT 2012).

Die Hälfte des gesamten Kreditvolumens wird dem Industrie-, Handels- und Tourismussektor zur Verfügung gestellt (IMF 2012c). Von allen Krediten weisen 60 Prozent eine *mittel- bis langfristige Laufzeit* auf (CBT 2012). Von der langfristigen Kreditbindung profitieren vor allem Haushalte mit Hypothekenkrediten, während Unternehmen überdurchschnittlich viele kurzfristige Kredite aufweisen (CBT 2012).

Anhand der offiziellen Statistiken beispielsweise über die Eigenkapitalunterlegung, die Anzahl der notleidenden Kredite oder auch den Wert der Rückstellungen für notleidende Kredite lässt sich nur leicht eine Verschlechterung der Bonität des Bankensystems feststellen. Einzig der seit 2010 zu beobachtende starke *Rückgang der liquiden Mittel* im Verhältnis zu den Aktiva und zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten gibt einen Hinweis auf eine mögliche Schieflage, insbesondere wenn die Verschlechterung des Einlagen-Kredit Verhältnisses zusätzlich noch berücksichtigt wird.

Nach Einschätzung des IWF (2012c) weist das tunesische Bankensystem mehrere Defizite auf. Zum einen sind die Kreditsicherheiten überbewertet. Die tunesischen Banken gehen

davon aus, dass etwa die Hälfte der Kreditausfälle durch die hinterlegten Sicherheiten gedeckt ist. Ein großer *Teil der Sicherheiten* ist jedoch mehr als 5 Jahre alt. Erfahrungsgemäß kann nur ein Bruchteil des ursprünglich einmal angenommenen Wertes nach einer solchen Zeitspanne realisiert werden, wobei Immobilien davon ausgenommen sind. Zu hohe Werte für die Sicherheiten implizieren zu geringe Rücklagen für die notleidenden Kredite und damit höhere Verluste, die vom Eigenkapital getragen werden müssen.

Zusätzlich ist der *Anteil der notleidenden Kredite* in Wirklichkeit höher als sich dies anhand der offiziellen Statistiken darstellt. Mitte 2011 erlaubte die tunesische Zentralbank eine Umschuldung von Krediten der Unternehmen, die durch die Revolution betroffen waren und ihre alten Kredite nicht vollständig oder termingerecht bedienen konnten. Maßnahmen beinhalteten eine Teilsubventionierung der Kreditzinsen für maximal 5 Jahre und eine *staatliche Garantie für die Kreditsummen* über die staatliche Kreditgarantiegesellschaft SOTUGAR (CBT 2012). Von diesen Maßnahmen waren Kredite betroffen, die zwischen Dezember 2010 und Ende 2011 vergeben wurden. Wenn statt diese Maßnahmen zu verabschieden, die betroffenen Unternehmenskredite zu den notleidenden Krediten hätten hinzugezählt werden müssen, wäre der Anteil der notleidenden Kredite an den ausstehenden Krediten um etwa 5 Prozentpunkte angestiegen (IMF 2012c).

Ein weiteres Problem, das sowohl die privaten als auch die staatlichen Banken betrifft, ist das Klumpenrisiko in den Bankbilanzen. Auf der Grundlage von Stresstests kommt der IWF zu dem Ergebnis, dass bei einem Ausfall des jeweils größten Schuldners 7 Banken innerhalb von 2 Jahren einem sehr hohen Risiko ausgesetzt sind, selbst insolvent zu werden (IMF 2012c). Diese *systemischen Risiken* sind nicht in der Eigenkapitalunterlegung berücksichtigt. Darüber hinaus werden Bankkredite an staatliche Institutionen von den Banken nicht adäquat ihres tatsächlichen Risikos klassifiziert, weil sie über eine implizite staatliche Ausfallgarantie verfügen und dementsprechend werden auch sie mit zu wenig Eigenkapital unterlegt.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die potentiellen Ausfälle höher, die Sicherheiten, Reserven und das Eigenkapital jedoch niedriger sind als es sich in den offiziellen Statistiken widerspiegelt und damit das tunesische Bankensystem insgesamt weniger stabil und solvent ist als dargestellt. Bei einer deutlichen Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfeldes und der dadurch ausgelösten Minderung der Kreditqualität kann nach Einschätzungen des IWF (2012c) ein *Rekapitalisierungsbedarf* von bis zu 5 Prozent des BIP entstehen, um eine mit der internationalen Bankenregulierung konforme Eigenkapitalunterlegung von 8 Prozent der risikogewichteten Aktiva überhaupt zu gewährleisten.

Positiv zu erwähnen bleibt allerdings, dass die Einlagen und Kredite im tunesischen Bankensystem in nicht-konvertiblen Dinar denominated sind, so dass vom Einlagen- oder auch Kreditgeschäft *keine Währungsrisiken* wie beispielsweise in Ägypten durch die Denominierung von Forderungen in unterschiedlichen Währungen ausgehen. "Tunisia's banking sector is relatively well insulated against a deterioration in the international financial environment. Tunisian banks are mostly financed on the local market in nonconvertible

dinars. Foreign exchange regulations substantially limit the exchange rate risk that residents may take.” (IMF 2012c)

Anleihemarkt

Der Anleihemarkt besteht aus Staatsanleihen und öffentlichen Schuldverschreibungen sowie einigen wenigen privaten Anleihen von beispielsweise Banken und Leasinggesellschaften. Die Staatsanleihen weisen eine *durchschnittliche Laufzeit* von 5,3 Jahren auf und liegen damit in etwa auf einem ähnlichen Niveau wie die Laufzeiten für marokkanische Staatsanleihen (IMF 2012a). Auf dem Primärmarkt sind 12 Banken und 1 Händler tätig. Für 2013 plant die tunesische Regierung erstmalig auf dem heimischen Markt eine Sukuk-Anleihe aufzulegen (Khandfir 2013).

Die Leasinggesellschaften finanzieren sich einerseits zu 40 Prozent mit Schuldverschreibungen, die auf dem Anleihemarkt emittiert werden, und zur Hälfte mit Bankkrediten (CBT 2012). Die *Leasing-Vertragsabschlüsse* sind seit der tunesischen Revolution stark eingebrochen und entsprechend hat sich der aktuelle Finanzierungsbedarf der Leasinggesellschaften reduziert, so dass sich seit 2010 die Emissionswerte privater Anleihen ebenfalls stark verringert haben. Im Vergleich zu Bankkrediten machen private Anleihen aber lediglich ungefähr 1 Prozent der Fremdfinanzierungsmittel aus (Khandfir 2013).

Insgesamt ist die *Liquidität* gemessen an den Geschäftsabschlüssen und der Umschlaghäufigkeit auf dem Anleihemarkt gering. Die tunesische Zentralbank spricht sogar von „virtual inertia“ im Hinblick auf die Aktivitäten auf dem Sekundärmarkt für Staatsanleihen (CBT 2012, S. 67).

Als Käufer auf dem Anleihemarkt treten neben Banken *institutionelle Investoren* in Form von Versicherungen und Pensionsfonds auf. Tunesien verfügt über 22 Versicherungsunternehmen, davon 13 sogenannte Generalversicherungen, 5 spezialisierte Versicherungen und 4 Offshore-Versicherungen (Khandfir 2013). Private Versicherungsgesellschaften vereinigen einen Marktanteil von gut 60 Prozent auf sich, während sich staatliche Versicherungsunternehmen und Versicherungsgesellschaften die restlichen Marktanteile gleichmäßig teilen (Khandfir 2013).

Versicherungsverträge werden vor allem für die Bereiche Kraftfahrzeuge, Leben sowie Gesundheit abgeschlossen, die zusammen etwa drei Viertel aller Versicherungen ausmachen (Khandfir 2013). Das *Versicherungsgewerbe* wird von mehreren Institutionen beaufsichtigt, wobei die wichtigste das im Finanzministerium ansässige General Insurance Committee ist. Nicht immer klar abgegrenzte Aufgabenbereiche und überlappende Kompetenzen machen die Versicherungsbranche zu einem bevorzugten Sektor für weitere Finanzsektorreformen.

In Nordafrika weist Tunesien die höchste Versorgungsrate mit Pensionsleistungen für 37 Prozent der gesamten Erwerbstätigen auf (Khandfir 2013). Dafür sind jeweils ein *Pensionsfonds* für den privaten Sektor und für den öffentlichen Sektor vorhanden. Der

Pensionsfonds für den privaten Sektor hat 2 Millionen einzahlende Mitglieder und deckt Ansprüche von einer halben Million Arbeitnehmer ab, die sich bereits im Ruhestand befinden (Khandfir 2013). Allerdings realisieren beide Pensionsfonds Defizite und haben einen Großteil ihrer Reserven aufgebraucht, woraus sich Ausfallansprüche an die tunesische Regierung ergeben könnten (IMF 2012d). Weitere Einzelheiten über den Pensionsfonds des öffentlichen Sektors sind nicht öffentlich zugänglich (Khandfir 2013).

Aktienmarkt

Unter dem Dach der Tunis Stock Exchange finden sich *unterschiedliche Marktsegmente*. Neben dem oben beschriebenen Anleihemarkt ist der Aktienmarkt mit dem Hauptmarkt vertreten, an dem Werte von größeren Unternehmen gehandelt werden und der die Grundlage für die Berechnung des tunesischen Leitindex TUNINDEX bildet (Khandfir 2013). Darüber hinaus existiert noch ein erst 2007 aus der Taufe gehobener Markt für Nebenwerte, auf dem immer noch nur 5 KMU notiert sind sowie der Handel mit freiverkäuflichen Werten (Khandfir 2013).

Auf dem Hauptmarkt sind 57 Unternehmen und damit so wenige Unternehmen wie an keiner der anderen drei Börsen notiert (World Bank 2013). Hinsichtlich der *Marktkapitalisierung* ist Tunesien knapp hinter Ägypten Schlusslicht der Ländergruppe. Den höchsten Stand der Marktkapitalisierung wies Tunesien 2010 mit 24 Prozent des BIP auf, während alle drei anderen Länder im neuen Jahrtausend schon mindestens einmal die 100-Prozent Marke überschritten haben (World Bank 2013).

Trotz der geringen Anzahl der Unternehmen hat die Börse in Tunesien kürzlich jeweils Indizes für unterschiedliche ökonomische Sektoren wie beispielsweise den Finanzsektor (TUNFIN), die Industrie (TUNIND) oder Konsumgüter (TUNCONS) eingeführt (Bourse de Tunis 2013). *Sektorale Indizes* dienen als Bezugs- und Orientierungspunkt für die Diversifizierungen von Portfolien, die von institutionellen Investoren betreut werden. Obwohl die sektoralen Indizes in Tunesien zurzeit kaum über Aussagekraft verfügen, da sie von einigen wenigen Unternehmen dominiert werden, kann die Einführung eine institutionelle Voraussetzung für eine geplante Expansion sein. „According to the Chair of the Board of the BVMT, the Stock Exchange in Tunisia has the potential to incorporate 300 companies in a very short term, representing more than 100% of the GDP” (Khandfir 2013, S. 20).

Ein weiteres Merkmal der tunesischen Börse ist, dass sie eine sehr viel geringere Volatilität hinsichtlich der Kursentwicklung und Veränderung der Marktkapitalisierung aufweist. Die grundsätzlich *geringere Volatilität* kann auf Kapitalverkehrskontrollen zurückgeführt werden, die zwar Kapitalimporte relativ freizügig ermöglichen, aber ein Abzug des Kapitals beschränken. Deshalb ist Tunesien viel weniger als die anderen drei Länder Ziel von umfangreichen Kapitalzuflüssen und schnellen Kapitalabflüssen.

Der Kursrückgang der an der tunesischen Börse notierten Werte seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise und dem Beginn des Arabischen Frühlings ist relativ moderat im Ver-

gleich zu den Kurskorrekturen auf den Aktienmärkten der anderen drei Länder ausgefallen. Die tunesische Zentralbank führt dies auf *spezifische Schutzmaßnahmen* zurück. „Indeed, Tunisian market officials introduced a set of measures to protect investment in stocks while maintaining transparent and proper functioning of the stock market, which helped keep down the registered drop“ (CBT 2012, S. 95). Einzelheiten über die konkreten Maßnahmen liegen nicht vor.

Zugang von KMU zu Finanzierungsmitteln

In Tunesien werden durch KMU 75 Prozent des BIP erwirtschaftet und 85 Prozent aller neuen Arbeitsplätze geschaffen (Khandfir 2013). Von den insgesamt 600.000 privaten Unternehmen beschäftigen überhaupt nur 12.000 Firmen mehr als 10 Personen (Khandfir 2013). Die *Finanzierungsmittel*, die der private Sektor über den Kapitalmarkt mobilisieren kann machen gerade einmal 12 Prozent der Gesamtfinanzierung der Unternehmen aus (Khandfir 2013). Nur ein geringer Anteil davon entfällt auf den KMU-Sektor. Auch in Tunesien sind es deshalb vorwiegend Bankkredite, die den Fremdkapitalanteil der KMU ausfüllen. Schätzungen über den Anteil der KMU an der gesamten Kreditvergabe von Banken belaufen sich auf etwa 15 Prozent (Khandfir 2013).

Grundsätzlich stehen KMU noch andere Finanzierungsquellen in Form der Ausgabe von Aktien, der Auflegung von Anleihen, Leasing und vor allem die neu entstandenen, im Wachstum begriffenen Risikokapitalfonds zur Verfügung. Aufgrund der mangelnden Reife der Entwicklung des Unternehmen und der *fehlenden Professionalisierung* können und werden die Ausgabe von Aktien und Anleihen von (wenigen) mittelständischen Unternehmen genutzt. Das Leasingvolumen dagegen konzentriert sich in Tunesien etwa zur Hälfte auf das Immobilienleasing, das vorwiegend für Unternehmen interessant ist, die in relativ kurzer Zeit stark expandieren (CBT 2012).

Zurzeit findet eine Reform der Bestimmungen und gesetzlichen Regulierungen für private *Risiko- und Beteiligungsgesellschaften* mit dem Ziel statt, die Einsatzmöglichkeiten dieser Fonds zu erhöhen und dadurch mehr private Finanzierungsmittel für Investitionen zu mobilisieren. Diese Reform beinhaltet u.a. die flexiblere Zulassung unterschiedlicher Beteiligungsformen und Steuererleichterung beispielsweise bei Reinvestition von Erträgen (CBT 2012).

Die tunesische Regierung hat umfangreiche Maßnahmen etabliert, die darauf abzielen, den *Zugang von KMU zu Fremdkapitalfinanzierung* zu verbessern. Der Umfang des von Banken zur Verfügung gestellten Fremdkapitals ist aufgrund beispielsweise nicht ausreichender Sicherheiten häufig geringer als der von KMU gemeldete Fremdkapitalbedarf. An diesem Problem setzen die staatliche, auf KMU spezialisierte Bank BFPME und der staatliche Garantiefonds SOTUGAR an. Während BFPME einen von einer Geschäftsbank vergebenen Kredit mit eigenen Mitteln aufstockt und so die Gesamtsumme erhöht, übernimmt SOTUGAR eine Garantie von bis zu 75 Prozent der Kreditsumme (Khandfir 2013). Darüber hinaus ist die ebenfalls staatliche Banque Tunisienne de Solidarité spezialisiert auf die direkte Kreditvergabe an Kleinst- und Kleinunternehmen.

Auch die öffentliche Hand unterhält mehrere *Fonds von Risiko- und Beteiligungskapital*, beispielsweise FOPRODI, der erste Startkapitalfonds der in der MENA-Region 1973 etabliert wurde, oder SAGES Capital, der Unternehmen Finanzierungsmittel ebenfalls in einem relativ frühen Stadium zur Verfügung stellt. Instrumente für die Förderung regionaler Entwicklung sehen auch die Bezuschussung von Investitionen vor und können mit anderen Fördermitteln kombiniert werden. Im Einzelfall kann mit einem Eigenkapitalanteil von nur 10 Prozent eine Fremdkapitalfinanzierung bestehend aus Geschäftsbankkrediten, Absicherung durch eine staatliche Garantie, Aufstockung durch staatliche Banken und Beteiligung durch Risikokapitalfonds erreicht werden (Khandfir 2013). “Such generous support by the Government reaches levels that may sometimes obtain an undesirable effect, namely discouraging a real commitment by sponsors. Indeed, the combination of the above mentioned instruments allows an entrepreneur to excessively leverage his/her own equity contribution“ (Khandfir 2013, S. 25).

4. Finanzsystementwicklung in der MENA-Region unter besonderer Berücksichtigung des Zugangs der KMU zu Finanzierungsmitteln

Die aktuelle Ausgangslage für Ägypten, Jordanien, Marokko und Tunesien als Kerngruppe der ölimportierenden Länder der MENA-Region kann durchaus als schwierig bezeichnet werden.⁴ Einerseits haben die vier Länder so wie viele andere Entwicklungs- und Schwellenländer auch die *Auswirkungen der globalen Finanzkrise und der Eurokrise* zu bewältigen. Die vier Länder waren von umfangreichen Zweit- und Drittrundeneffekten der globalen Finanzkrise und Eurokrise betroffen, die sich in Portfolioumschichtungen, Abwertungen der Währungen und einem Exporteinbruch durch die Abschwächung der Importnachfrage von Industrieländern, der Reduzierung der Migrantenüberweisungen sowie dem Wegbrechen der Handelskredite und in dessen Gefolge in einem Rückgang von Investitionen, Produktion, Beschäftigung und Wachstum äußerten.

Das zweite einschneidende Ereignis, das den bisherigen gesellschaftlichen Konsens in Frage stellt und die politischen, wirtschaftlichen und sozialen Bedingungen dieser Ländergruppe einer nachhaltigen Veränderung unterwirft, ist der *Arabische Frühling*, dessen Ausgang noch völlig offen ist. Der Arabische Frühling verursacht in den Ländern, die einen politischen Umbruch durchlaufen, Produktionsausfälle und ein Ausbleiben von Touristen, was sich in einem erneuten Einbruch des Wachstums sowie einem Anstieg der Arbeitslosigkeit widerspiegelt. In den benachbarten Ländern steigt die Unsicherheit über die weitere Entwicklung in der Region, was auch dort investitions- und wachstumshemmend wirkt und konkret erfolgt ein Anstieg der Flüchtlinge und Arbeitsmigranten.

Beide Ereignisse zusammengenommen verursachen eine deutliche Verschlechterung der Leistungsbilanzsalden sowie der staatlichen Defizite, die einerseits durch ein Abschmelzen der Devisenreserven und andererseits durch eine Erhöhung der staatlichen Verschuldung auf dem heimischen und teilweise auch auf dem internationalen Kapitalmarkt finanziert werden. Insgesamt nimmt der fiskalpolitische Handlungsspielraum in einer Zeit ab, in der der *wirtschafts- und sozialpolitische Handlungsbedarf* enorm ansteigt.

Seit Beginn des neuen Jahrtausends haben die vier MENA-Länder Finanzsektorreformen durchgeführt, die zu einer *Verbesserung der Solidität und Bonität ihrer Banken* sowie zur Veränderung der Struktur der Bankensysteme durch Privatisierung, Zulassung von ausländischen Banken und der Erteilung von Geschäftsbankenlizenzen an die heimische Post resultierten. Der Anteil der notleidenden Kredite an dem Gesamtkreditvolumen konnte deutlich reduziert sowie die risikogewichtete Eigenkapitalunterlegung erhöht werden.

⁴ Der Gruppe der ölimportierenden Länder der MENA-Region gehören außerdem noch an Dschibuti, Libanon, Mauretanien, Sudan und Syrien. Zur MENA-Region zählen neben den ölimportierenden auch die folgenden ölexportierenden Staaten: Algerien, Bahrain, Iran, Irak, Jemen, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate.

Trotz mehrerer Initiativen ist es den Ländern jedoch noch nicht gelungen, den *Nichtbanken-Finanzsektor* in Form von Aktien- und Anleihemärkten sowie Risikokapitalgebern so zu entwickeln, dass sie eine realistische Ergänzung zu Bankkrediten darstellen. Das impliziert, dass Banken immer noch die Hauptfinanzierungsquelle für Unternehmen und insbesondere KMU darstellen, wenn von Kreditgebern aus dem familiären Umfeld oder Geldverleihern abgesehen wird.

4.1 Der Bankensektor in der MENA-Region

Die *Kreditversorgung durch die jeweiligen Bankensysteme* in den vier Ländern kann insgesamt als relativ gut bezeichnet werden (Tabelle 1). Ägypten und Marokko liegen oberhalb des Durchschnitts der Vergleichsgruppe ‚Lower Middle Income‘.⁵ Marokko weist sogar das Doppelte der durchschnittlichen Kreditversorgung der Vergleichsgruppe auf, die somit durchaus als hoch eingeschätzt werden kann. Dagegen entspricht Jordanien in etwa dem Durchschnitt seiner Vergleichsgruppe ‚Upper Middle Income‘ und Tunesien schneidet im Hinblick auf die Kreditversorgung der Ökonomie eher unterdurchschnittlich ab. Allerdings befindet sich Tunesien ebenso wie Jordanien mit Pro-Kopf-Einkommen von 4.300 bzw. 4.600 US Dollar am unteren Ende der doch großen Vergleichsgruppe, die auch Länder wie Brasilien, Malaysia oder Südafrika beinhaltet.⁶ Insofern relativiert sich die statistisch etwas unterdurchschnittliche Kreditversorgung von Tunesien ein wenig.

Tabelle 1 Entwicklung des Kreditvolumen des Bankensektors (in Prozent des BIP)

	2001	2003	2005	2007	2009	2011
ÄGYPT	95	105	98	84	75	75
MAR	70	68	73	90	100	111
LMI	50	51	49	51	58	59
JOR	84	84	110	114	105	107
TUN	67	65	64	64	68	83
UMI	75	86	77	80	96	101

LMI: Lower middle income countries; UMI: Upper middle income countries.

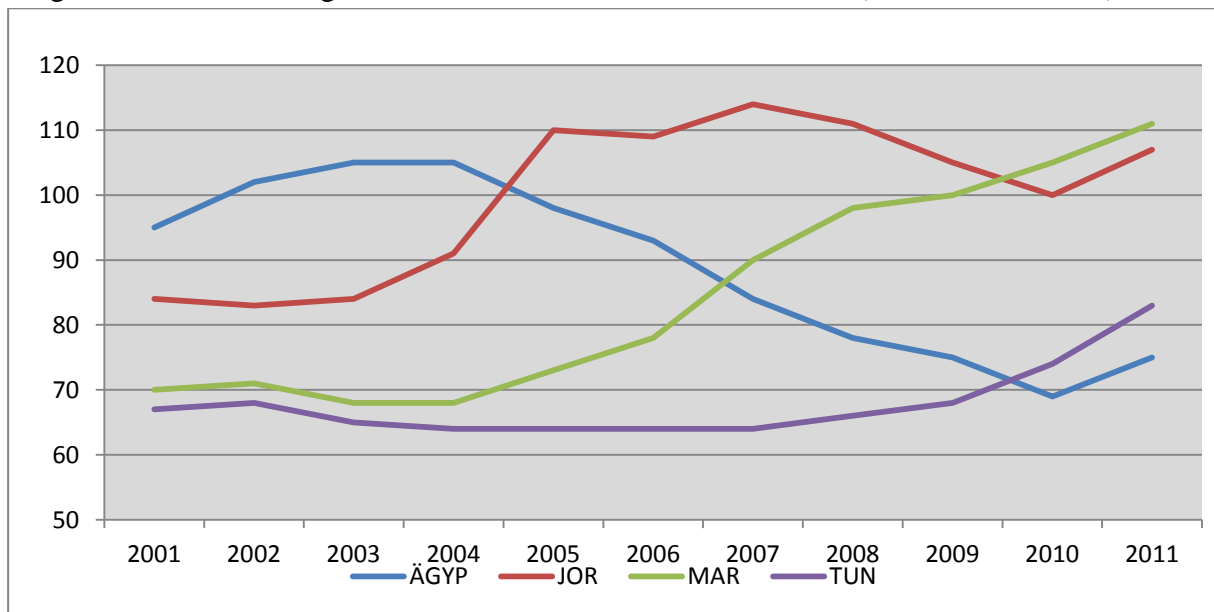
Quelle: World Bank, World Development Indicator statistical online database.

⁵Die Vergleichsgruppen gehen auf eine Klassifizierung von Ländern durch die Weltbank zurück. Die Ländergruppe ‚Lower Middle Income‘ umfasst Länder mit einem Pro-Kopf-Einkommen zwischen 1.026 und 4.035 US Dollar pro Jahr und die Ländergruppe ‚Upper Middle Income‘ beinhaltet Länder mit einem Pro-Kopf-Einkommen zwischen 4.036 und 12.475 US Dollar pro Jahr. Das Pro-Einkommen wird auf der Grundlage des Bruttosozialprodukts ermittelt. Weitere Einzelheiten und Definition finden sich auf folgender Website der Weltbank: <http://data.worldbank.org/about/country-classifications>.

⁶Demgegenüber sind Ägypten und Marokko mit einem Pro-Kopf-Einkommen von ungefähr je 3000 US Dollar pro Jahr eher im oberen Drittel der Vergleichsgruppe einzuordnen.

Jordanien, Marokko und Tunesien weisen den jeweils niedrigsten Stand der Kreditversorgung durch die Banken bereits in der ersten Hälfte der 2000er Jahre auf (Diagramm1). Im Zuge der Bankenreformen erfolgte eine Rekapitalisierung und Marktberreinigung des Bankensektors durch Zwangsfusionen, Privatisierungen und der Zulassung von ausländischen Kreditinstituten. Auf diesem Hintergrund schränkten die Banken die Kreditvergabe zugunsten *der Reduzierung von notleidenden Krediten, der Erhöhung der Rücklagen sowie dem Vorhalten von Liquidität ein*, um ihre Marktposition und Wettbewerbsfähigkeit in einem Prozess zu stärken, der aus ihrer Sicht mit hoher Unsicherheit behaftet ist.

Diagramm 1 Entwicklung des Kreditvolumens des Bankensektors (in Prozent des BIP)



Quelle: World Bank, World Development Indicator statistical online database.

Erst als die Umstrukturierung aus Sicht der Banken als abgeschlossen betrachtet werden konnte, was zeitlich in etwa mit dem niedrigsten Stand der Kreditversorgung korrespondiert, haben die Banken in den drei Ländern ihr Kreditangebot wieder ausgeweitet, so dass Marokko und Tunesien 2011 ihren jeweiligen Höchststand an ausstehenden Krediten erreichten. Jordanien realisierte bereits im Jahre 2007 die bislang umfangreichste Versorgung der Ökonomie mit Krediten im Volumen von 114 Prozent des BIP, das seitdem leicht zurückgegangen ist. Die *vorsichtigeren Kreditvergabe* der jordanischen Banken kann auf einen Anstieg ihrer notleidenden Kredite als Folge mehrerer externer Schocks (ansteigende Preise für Öl- und Nahrungsmittel, sinkende Migrationsüberweisungen und Tourismuseinnahmen, ansteigende Flüchtlingszahlen) zurückgeführt werden.

Ägypten wiederum erreicht 2010 seinen niedrigsten Wert an ausstehenden Krediten nach einem Schrumpfungsprozess, der mit der erst 2004 eingeleiteten Bankenreform begann. Dies deutet darauf hin, dass die *Umstrukturierung des Bankensektors*, wenn überhaupt, erst vor kurzem abgeschlossen werden konnte. Die Bankenreform in Ägypten wurde demnach zu einem Zeitpunkt beschlossen und implementiert als die entsprechenden Bankenreformen in den anderen drei Ländern schon vollendet waren. Somit verläuft die Entwicklung des

Bankensektors – und wie noch zu sehen sein wird ebenfalls die Entwicklung der Aktienmärkte – in den vier Ländern zeitlich nicht parallel, sondern wird von Jordanien, Marokko und Tunesien angeführt, denen Ägypten mit einer Verzögerung von mehreren Jahren folgt.

Während die Versorgung mit Krediten durch den Bankensektor insgesamt als relativ gut qualifiziert werden kann, ist das *Kreditangebot an den privaten Sektor* in den Ländern mit Ausnahme Tunesiens nur als unterdurchschnittlich zu klassifizieren (Tabelle 2). In der Vergleichsgruppe ‚Lower Middle Income‘ entfallen 2011 durchschnittlich zwei Drittel des ausstehenden Kreditvolumens auf den privaten Sektor. Demgegenüber erhält der private Sektor in Ägypten Kredite im Werte von 31 Prozent des BIP, was einem Anteil von lediglich 40 Prozent des gesamten ausstehenden Kreditvolumens entspricht.

Tabelle 2 Entwicklung des Kreditvolumens des privaten Sektors (in Prozent des BIP)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ÄGYP	55	55	54	54	51	49	46	43	36	33	31
JOR	76	73	71	75	88	92	92	81	76	73	74
MAR	45	43	42	43	46	49	58	63	65	69	71
TUN	62	62	61	59	58	57	58	60	62	69	76

Quelle: World Bank, World Development Indicator statistical online database. Höchststand in blauer Farbe, Niedrigstand in roter Farbe hervorgehoben.

Demgegenüber stellen in der *Vergleichsgruppe ‚Upper Middle Income‘* die Banken 2011 sogar mehr als 80 Prozent ihres Kreditangebotes dem privaten Sektor zur Verfügung. Bis 2007 entspricht die Kreditvergabepolitik des jordanischen Bankensystems dem Durchschnitt dieser Vergleichsgruppe. Ab 2007 allerdings reduzieren die jordanischen Banken aus den oben genannten Gründen ihre ausstehenden Kredite gegenüber dem privaten Sektor um mittlerweile knapp 20 Prozentpunkte des BIP. Die Kreditversorgung des privaten Sektors in Tunesien ist mit Spitzenwerten bis zu 94 Prozent aller ausstehenden Kredite über den gesamten betrachteten Zeitraum überdurchschnittlich im Hinblick auf die Vergleichsgruppe als auch innerhalb der vier Länder.

Ähnlich wie auch bei der *Entwicklung des ausstehenden Kreditvolumens* insgesamt, ist auch hier ein zeitlich versetzter Verlauf des auf den privaten Sektor entfallenen Kreditvolumens zu erkennen. Marokko und Tunesien erreichen 2011 ihre Höchstwerte mit 71 bzw. 76 Prozent des BIP nach Jordanien mit 92 Prozent des BIP im Jahre 2007. Demgegenüber markiert Ägypten nach einem seit 2001 andauernden Schrumpfungsprozess mit nur 31 Prozent des BIP 2011 den niedrigsten Stand der Kreditversorgung des privaten Sektors.

Neben der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch die Umstrukturierung des jeweiligen Bankensektors zielten die Bankenreformen auch auf die *Erhöhung der Solidität der Bankensysteme* insgesamt ab. Der Anteil der notleidenden Kredite konnte in allen vier Ländern zurückgeführt werden (Tabelle 3). Marokko ab 2010 und Jordanien bis 2008 entsprechen dem Durchschnitt ihrer jeweiligen Vergleichsgruppe, so dass deren Bankensysteme als relativ stabil eingeschätzt werden können.

Tabelle 3 Entwicklung notleidender Kredite (in Prozent der ausstehenden Kredite)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ÄGYPT	17	20	24	24	27	18	19	15	13	11	n.a.
MAR	17	17	19	19	16	11	8	6	6	4	5
LMI	17	17	n.a.	9	7	5	4	4	6	6	n.a.
JOR	19	17	16	10	7	4	4	4	7	8	n.a.
TUN	19	21	24	24	21	19	18	16	13	12	n.a.
UMI	8	9	8	6	4	3	3	3	4	4	3

LMI: Lower middle income countries; UMI: Upper middle income countries.

Quelle: World Bank, World Development Indicator statistical online database. Höchststand in roter Farbe, Niedrigstand in blauer Farbe hervorgehoben.

Demgegenüber ist der *Umfang der notleidenden Kredite* in Ägypten mit 11 Prozent und in Tunesien mit 12 Prozent der ausstehenden Kredite in zweierlei Hinsicht immer noch hoch. Zum einen liegt der Anteil der notleidenden Kredite um das Doppelte (Ägypten) bzw. Dreifache (Tunesien) der entsprechenden Vergleichsgruppe. Darüber hinaus steht den notleidenden Krediten ein risikogewichtetes Eigenkapital von nur 12 Prozent (Tunesien) bzw. 15 Prozent (Ägypten) gegenüber. Zusammengenommen mit den Rücklagen für 95 Prozent der notleidenden Kredite – ermittelt zu Zeiten vor der ägyptischen Revolution – scheint das ägyptische Bankensystem nur gering anfällig zu sein (IMF 2010).

Sollten sich jedoch die notleidenden Kredite erhöhen und die hinterlegten Sicherheiten im Wert durch den Verlauf der Revolution reduzieren, könnte *das systemische Risiko* im ägyptischen Bankensystem entsprechend ansteigen. In Tunesien liegt der offiziell veröffentlichte Anteil der Rücklagen sogar nur bei knapp 60 Prozent der notleidenden Kredite, wobei die Sicherheiten deutlich überbewertet und der Umfang der notleidenden Kredite unterbewertet sind (IMF 2012).

Die Bankensysteme Ägyptens und Marokkos haben 2011 den *niedrigsten Stand der Liquidität* erreicht (Tabelle 4). Im Falle Marokkos erfolgte eine Reduzierung der liquiden Mittel um zwei Drittel in den letzten vier Jahren seit Beginn der globalen Finanzkrise und der sich daran anschließenden Krise der Eurozone, die der wichtigste Handelspartner Marokkos darstellt.

Tabelle 4 Entwicklung der Liquiditätsreserven

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ÄGYPT	23	22	32	32	33	34	45	37	34	33	17
MAR	12	11	15	17	15	14	13	10	6	5	4
LMI	20	20	21	24	21	21	19	18	24	24	23
UMI	13	12	13	17	14	15	13	12	12	13	12

LMI: Lower middle income countries; UMI: Upper middle income countries.

Quelle: World Bank, World Development Indicator statistical online database. Höchststand in blauer Farbe, Niedrigstand in roter Farbe hervorgehoben.

Das *ägyptische Bankensystem* wiederum hat von einem hohen Niveau aus einen Einbruch der liquiden Mittel um 50 Prozent innerhalb nur eines Jahres hinnehmen müssen. Haushalte und Unternehmen, die von der ägyptischen Revolution negativ betroffen sind wie beispielsweise durch Produktionsausfälle und damit den (befristeten) Wegfall des Arbeitsplatzes oder des Umsatzes, versuchen durch den Rückgriff auf ihre Depositen und Spareinlagen die Ausfälle zu kompensieren.

Bei einer wirtschaftlichen Erholung ist deshalb auch mit einem Wiederanstieg der liquiden Mittel im Bankensektor zu rechnen. Allerdings besteht bei dem *Fortbestehen der politisch und wirtschaftlich unsicheren Lage* die Gefahr, dass sich die Liquidität des ägyptischen Bankensystems weiterhin deutlich reduziert bis hin zu einer möglichen Liquiditätslücke, wie sie bereits in Marokko vorhanden ist.

Insgesamt kann festgehalten werden, dass gemessen an den ausstehenden Krediten die allgemeine Kreditversorgung durch die Banken in den vier Ländern relativ gut ist, aber das *Kreditangebot an den privaten Sektor eher als unterdurchschnittlich* und damit als nicht ausreichend qualifiziert werden kann. Es sind mehrere Faktoren, die die jeweiligen Banken zu einer eher vorsichtigen Kreditvergabepolitik gegenüber dem privaten Sektor induzieren.

Zu diesen Faktoren zählen die *externen Schocks* in Form der globalen Finanzkrise, der Eurokrise sowie ansteigender Energie- und Nahrungsmittelpreise, aber auch interne Faktoren wie der Arabische Frühling. Die vier Länder waren dadurch mit mehreren *Wachstumseinbrüchen*, gefolgt von einem Rückgang der Investitionen und der Beschäftigung konfrontiert. Gleichzeitig verursachen die *Ungewissheiten* über die Dauer und den Ausgang der Eurokrise und der politischen Transformation Unsicherheiten bei den Finanzinstituten. All diese Faktoren führen zu einer Reduzierung der Erwartungen über eine positive Entwicklung in der nahen Zukunft seitens der Banken, was sich dämpfend auf die Kreditvergabe an den privaten Sektor auswirkt. Da das Aktivgeschäft in den vier Ländern in hohem Maße vom Passivgeschäft abhängig ist, wirkt sich das Abschmelzen der Einlagen und dazu korrespondierend der liquiden Mittel ebenfalls hemmend auf das von Banken offerierte Kreditangebot aus.

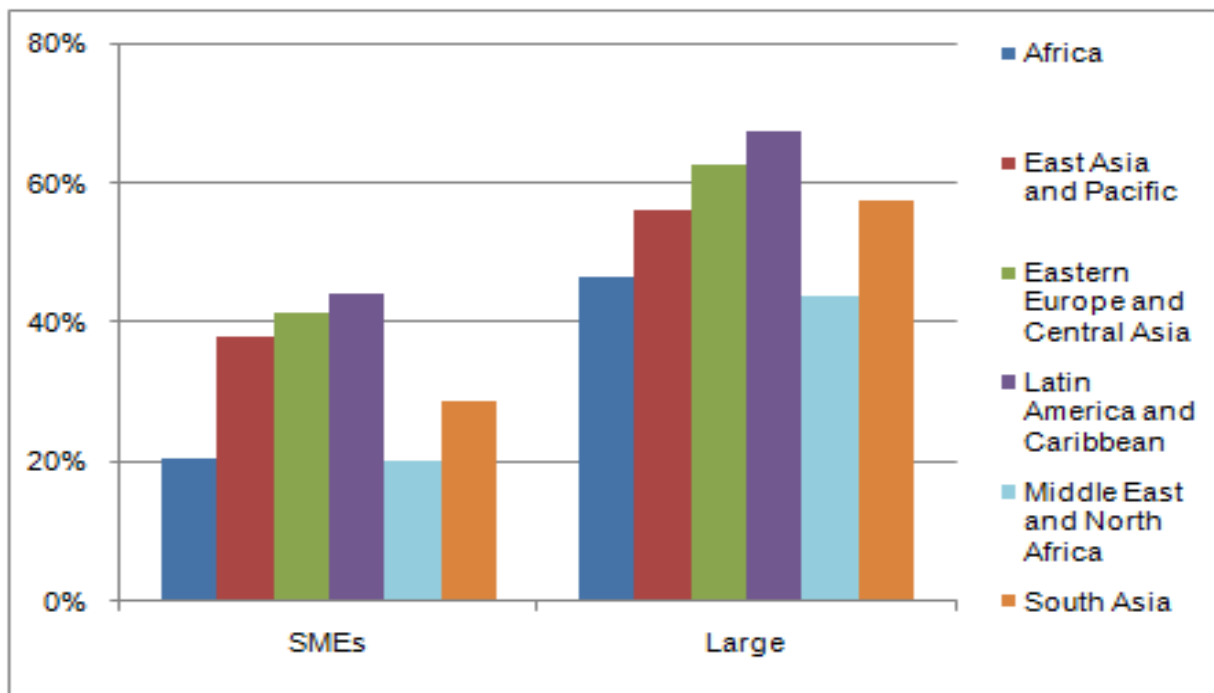
Aber auch unabhängig von diesen aktuellen Faktoren haben die *Bankenreformen* selbst zu einer zurückhaltenden Kreditvergabepolitik gegenüber dem privaten Sektor geführt. Die Bankenreformen haben einen Konsolidierungsprozess eingeleitet, der nicht nur in einem *anspruchsvolleren Risikomanagement nach* der Kreditvergabe, sondern auch in einer verbesserten Risikoein- und -abschätzung bereits *vor* einer Kreditvergabe resultieren soll. In einigen Ländern haben die Bankenreformen eine Marktberreinigung und Restrukturierung des Bankensektors ausgelöst - eine Entwicklung, die für jedes einzelne Bankinstitut ebenfalls mit Unsicherheit behaftet ist, insbesondere im Hinblick auf seine Marktposition und potentielle Übernahmen oder gar Abwicklungen.

Darüber hinaus haben die Bankenreformen die Sensibilität gegenüber *systemischen Risiken* erhöht, zu denen die Dollarisierung, der krisenbedingte Verlust liquider Mittel, die Unterschätzung des Anteils notleidender Kredite und Zinsänderungsrisiken gehören. Hinzukommen

die *verschärften Anforderungen an die Qualität des Kernkapitals* und die Vorhaltung von zusätzlichen Kapitalpuffern. Somit werden die Bankenreformen durch die *Übernahme neuer internationaler Regulierungen* in nationale Gesetzgebungen fortgesetzt, auch wenn die ursprünglich in der ersten Hälfte der 2000er Jahre eingeleiteten Reformen in der Mehrheit der Länder als abgeschlossen betrachtet werden können.

Aus all den genannten Gründen haben Banken in diesen vier Ländern ein *hohes Absicherungsbedürfnis*, das in einer relativ zurückhaltenden Kreditvergabepolitik gegenüber dem privaten Sektor zum Ausdruck kommt. Dies zeigt sich auch im Vergleich zu anderen Regionen (Lateinamerika, Ostasien und Pazifik, Osteuropa und Zentralasien, Südasien sowie Subsahara Afrika). Die MENA-Länder bilden gemeinsam mit Afrika südlich der Sahara das *Schlusslicht bei der Versorgung von Unternehmen mit Kreditlinien* (Diagramm 2).

Diagramm 2 Versorgung von Unternehmen mit Kreditlinien in ausgewählten Regionen (in Prozent der Unternehmen)



Quelle: Rocha 2011b, S. 20.

Andererseits kommt das Absicherungsbedürfnis der Bankinstitute in einer Konzentration der Kreditvergabe auf Schuldner zum Ausdruck, die aus Sicht der Banken als stabil und relativ sicher im Sinne einer fristgemäßen Bedienung und Tilgung der Kredite eingeschätzt werden. Diese *bevorzugte Gruppe von Schuldnern* besteht in erster Linie aus staatlichen Institutionen gefolgt von großen privaten Unternehmen. Klein- und mittelständische Unternehmen sind somit keine bevorzugte Klientel der Kreditinstitute in den MENA-Ländern. „Banks have focused on large and well-connected enterprises and failed to provide access to large segments of the population and the enterprise sector, especially small and medium enterprises” (Rocha 2011a, S. XIX).

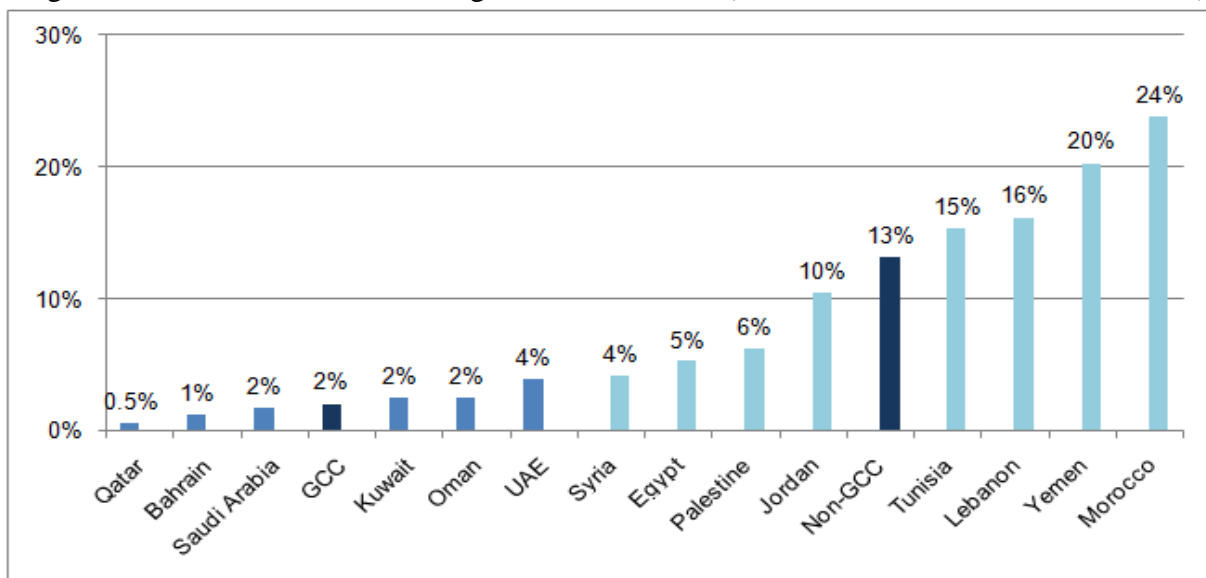
4.2. Zugang von KMU zu Bankdienstleistungen

Neben den im Wesentlichen angebotsseitigen Restriktionen, denen KMU unterliegen, existieren außerdem noch nachfrageseitige Faktoren und Mängel in der vorhandenen Infrastruktur, die den Zugang von KMU zu Bankdienstleistungen beschränken. Diese Faktoren umfassen eine schwierige Risikoeinschätzung von KMU, u.a. aufgrund mangelnder Transparenz und fehlender Trennung von Betriebs- und Privatvermögen, die mit KMU verbundenen höheren Risiken und damit auch höhere Kreditausfallraten und nicht ausreichende Sicherheiten sowie im Falle einer nicht ordnungsgemäßen Bedienung des Kredits eine zeit- und kostenaufwendige Vollstreckung von entsprechenden Titeln. Im Folgenden sollen diese nachfrageseitigen Faktoren näher diskutiert werden.

Insgesamt wird *nur ein Bruchteil des Kreditvolumens KMU zur Verfügung gestellt*, obwohl ein Großteil der Banken Ziele zur Kreditvergabe an KMU vorgibt, die etwa doppelt so hoch liegen als ihr tatsächliches Kreditengagement von durchschnittlich 13 Prozent (Rocha 2011b). Dabei bildet das ägyptische Bankensystem mit nur 5 Prozent aller Kredite an KMU das Schlusslicht der vier MENA-Länder, während marokkanische Banken mit 24 Prozent KMU-Krediten die Liste aller MENA-Länder anführen und damit auch nahezu ihr selbst gesetztes Ziel erreicht haben (Diagramm 3).

Es sind vor allem *Einlagen und Bargeldtransaktionen* sowie Zahlungen und Überweisungen, die Banken KMUs als Finanzdienstleistungen in ihren Zweigstellen, an ihren Bankautomaten oder via Internet zur Verfügung stellen (Rocha 2011b). Kontokorrentkredite werden nur drei von vier KMU angeboten, obgleich diese für eine reibungslose Abwicklung der Geschäftstätigkeit unabdingbar sind.

Diagramm 3 Kredite an KMU in ausgewählten Ländern (in Prozent der ausstehenden Kredite)



Quelle: Rocha 2011b, S. 22.

Ein Grund für die zurückhaltende Kreditvergabepraxis gegenüber KMU liegt darin, dass Banken Schwierigkeiten haben, die Kreditanträge von Kleinunternehmen und KMU ausreichend zu beurteilen. Es stellt für sie eine Herausforderung dar zu einer *verlässlichen Einschätzung über die Solidität und Wachstumsaussichten* des zu begutachtenden Unternehmens sowie über die Vertrauenswürdigkeit des Unternehmers zu kommen. Fast alle Banken haben KMUs als Klienten, allerdings verfügen nur 60 Prozent der Banken über eine Abteilung, die sich auf die Abwicklung von Geschäften mit KMU spezialisiert hat (Rocha 2011b).

Dabei könnten solche *spezialisierten Abteilungen* sehr hilfreich sein, um auf Seiten der Banken Kompetenz und Fachkenntnisse im Umgang mit KMU zu sammeln sowie die Erfahrungen aus den Geschäftsbeziehungen mit KMU zu bündeln, so dass auch Banken routinierter und professionalisierter mit dieser Klientengruppe umgehen und bisher vorhandene Barrieren abgebaut werden können.

Andererseits beanstanden Banken, dass KMU hinsichtlich der *wichtigen betriebswirtschaftlichen Kennziffern wie Einnahmen, Ausgaben, Umsätze, Außenstände und Verbindlichkeiten wenig transparent* sind und so das Vermögen der Banken beeinträchtigen, zu einer belastbaren Einschätzung über die Fähigkeit der KMU zu kommen, den Kredit termingerecht bedienen und zurückzahlen zu wollen *und* zu können (Rocha 2011b).

In diesem Fall können *Kreditinformationssysteme* sei es in Form von öffentlichen Kreditregistern oder Kreditauskunftsdateien in privater Hand einen Teil der fehlenden Transparenz und Informationen seitens der KMU kompensieren. KMU, die bereits Zugang zu Kreditmitteln hatten und diese termingerecht bedient haben, werden dort mit einer positiven Kredithistorie geführt. Die Kenntnis über die vereinbarungsgemäße Abwicklung eines Kreditvertrages durch das zu begutachtende Unternehmen in der Vergangenheit wirkt sich tendenziell positiv für den gegenwärtigen Kreditantrag aus.

Allerdings speichern Kreditinformationssysteme auch Informationen über KMU mit einer *negativen Kredithistorie*. Wenn ein Kreditantrag abgelehnt wird und sei es aus Gründen, die das KMU nicht selbst zu verschulden hat, so trägt dies genauso zu einer Verschlechterung der Kredithistorie bei, wie wenn eine einzige Rate eines Kredits nicht termingerecht bedient wurde.

Angesichts dessen, dass KMU selbst häufig wenig professionalisiert im Umgang mit Banken sind, wäre es sinnvoll die Einrichtung der Kreditinformationssysteme mit dem Angebot einer Beratung und Befähigung dahingehend zu verbinden, wie KMU ihre Kreditwürdigkeit und *Dokumentation ihrer Kreditbeziehungen* verbessern können.

Kreditinformationssysteme können keine Daten über Erstanträge und damit von KMU beinhalten, die bislang noch keine Kredithistorie vorzuweisen haben und die deshalb zu den am risikobehaftesten Unternehmen aus der Gruppe der KMU aus Sicht der Banken gehören. Ein Teil der Eigentümer der KMU haben jedoch als *Einzelpersonen* durchaus Zugang zu

Bankkredit in Form von *Konsumenten- oder Dispositionskredit* sowie *Hypotheken*. Auf diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll, Kreditinformationssysteme zu etablieren, die nicht nur Kreditinformationen von Unternehmen, sondern auch die Historie der Bankgeschäfte von Einzelpersonen aufnehmen.

Dafür spricht auch, dass Banken insbesondere Unternehmen für einen Kredit in Betracht ziehen, die bereits Klienten der Bank sind und eine Geschäftsbeziehung mit ihr unterhalten (Rocha 2011b). In einem solchen Fall gibt es eine Erfahrung mit dem Klienten auf die die Bank in der Begutachtung und Einschätzung des Kreditantrages zurückgreifen kann. Bei fehlender Beziehung zwischen Bank und KMU kann ein Kreditinformationssystem zumindest die (positiven oder negativen) Erfahrungen anderer Banken mit dem KMU oder dem Eigentümer des KMU transparent machen.

Eine weitere Hürde für den Zugang von KMU zu Krediten ist die *als hoch empfundene Belastung für Gebühren und Zinsen*. Grundsätzlich ist die Bearbeitung und Betreuung von KMU-Krediten arbeitsaufwendiger als die Bearbeitung und Betreuung von Großkrediten, weshalb die Inrechnungstellung von höheren Abschlussgebühren berechtigt ist. Höhere Zinsen sind jedoch nur dann gerechtfertigt, wenn mit KMU-Krediten höhere Risiken verbunden sind.

Fast die Hälfte aller Banken schätzt Kredite an KMU prinzipiell risikoreicher als Kredite an Großunternehmen oder gar Hypothekenkredite ein (Rocha 2011b). Immerhin 30 Prozent der Banken ist immer noch der Meinung, dass Mikrokredite weniger Risiken beinhalten als die Vergabe von KMU-Krediten (Rocha 2011b). *KMU-Kredite* bekommen von Banken eine *ähnliche Risikoeinschätzung wie etwa Konsumentenkredite* und dem entspricht der relativ hohe Zinssatz.

Zur Ermittlung und Einschätzung der mit einem KMU-Kredit verbundenen Risiken verwenden fast alle Banken ein *internes Rating-System*. Es sind keine Einzelheiten darüber bekannt, inwieweit diese Ratingsysteme den Besonderheiten der KMU-Finanzierung Rechnung tragen können. Knapp die Hälfte aller Banken zieht zur Beurteilung zusätzlich ein internes Punktbewertungsverfahren hinzu und etwa je 30 Prozent der Banken greifen darüber hinaus noch auf ein automatisiertes Verfahren der Kreditantragsbearbeitung sowie ein externes Punktbewertungsverfahren zurück (Rocha 2011b). Dabei informiert nur die Hälfte aller Banken überhaupt die einzelnen KMU darüber, welche Faktoren für die Bewertung und Leistungseinschätzung bzw. die verschiedenen Punktbewertungsverfahren relevant sind (Rocha 2011b).

Das zeigt einerseits, dass auf Seiten der Banken eine so *große Unsicherheit über die genaue Einschätzung des Risikos von KMU-Krediten* besteht, dass sie nicht nur unterschiedliche Methoden und Risikoeinschätzungstechniken verwenden, sondern diese sogar mehrfach kombinieren. Andererseits ist die Standardisierung der Kreditbearbeitung noch nicht so stark ausgeprägt, dass KMU durch den Aufbau von Geschäftsbeziehungen mit Banken keinen individuellen Einfluss mehr auf die Kreditvergabe hätten.

Wenn Banken nicht zu einer eindeutigen und für sie selbst zufriedenstellenden Einschätzung darüber kommen können, wie risikoreich eine spezifische Kreditvergabe ist, dann fordern Banken die *Hinterlegung hoher Sicherheiten* bzw. relativ höherer Sicherheiten als beispielsweise von Großunternehmen (Rocha 2011b). Etwa 90 Prozent aller Banken sind der Meinung, dass KMU im Vergleich zu Großunternehmen schwieriger zu evaluieren und sie in ihrem Verlauf und in ihrer Existenz weniger stabil sind, was eine korrekte Risikoeinschätzung grundsätzlich erschwert (Rocha 2011b).

Die von Banken deshalb geforderten Sicherheiten spiegeln aber nicht das mit KMU-Krediten möglicherweise hohe Risiko des Forderungsausfalls wider, sondern sind *Ausdruck der Unsicherheit und Ungewissheit der Banken über die konkrete Risikoabschätzung*. Hohe Sicherheiten dienen also nicht dazu die Kreditwürdigkeit vor einer Kreditvergabe zu verbessern, sondern den Verlust der Bank im Falle eines Kreditausfalls und damit dann, wenn die Risikoeinschätzung der Bank sich im Nachhinein als falsch erwiesen hat, zu begrenzen.

Mangelnde verlässliche Sicherheiten sind neben der oben diskutierten fehlenden Transparenz und der Schwierigkeiten, eine korrekte Risikoeinschätzung vorzunehmen, ein weiterer wichtiger Faktor, der aus Sicht der Banken einer Kreditausweitung zugunsten von KMU entgegensteht (Rocha 2011b). Dem könnten eine verbesserte elektronische Erfassung von Liegenschaften von Katastern sowie ein elektronisches Pfandregister zur Übereignung von Sicherheiten an beweglichen Gegenständen entgegenwirken. Alternativ dazu haben einige Länder Kreditgarantiefonds eingerichtet, die individuelle Sicherheiten durch eine staatliche (Teil-)Übernahme des Ausfallrisikos ergänzen.

Darüber hinaus berichtet die Hälfte der Banken von *Problemen* im Falle eines teilweisen oder sogar gänzlichen Kreditausfalls, *die jeweils hinterlegten Sicherheiten zu vollstrecken* und zu liquidieren. Dies gilt für sogenannte bewegliche Sicherheiten wie Maschinen, EDV-Anlagen oder Fuhrparks noch viel mehr als für Sicherheiten an unbeweglichen Gegenständen in Form von eingetragenen Pfandrechten wie Grundschulden oder Hypotheken.

Im Falle von Sicherheiten an *beweglichen Gegenständen* berichten sogar zwei Drittel der Banken über Probleme, diese zu verkaufen. Teilweise sind die Werte im Falle einer Liquidierung rein physisch nicht mehr vorhanden und andererseits sind Sicherheiten an beweglichen Gegenständen hohen Werteverlusten ausgesetzt. In jedem Fall ist die *Zwangsvollstreckung zeit- und kostenintensiv*, was den Wert der Sicherheiten zusätzlich reduziert. Ein verbessertes Insolvenzgesetz könnte an diesem Punkt Abhilfe verschaffen.

Ein Teil der KMU hat es *aus religiösen Gründen* bislang unterlassen, sich um einen Kredit zu bemühen. Etwa 30 Prozent der Banken weisen jedoch bereits Scharia-konforme Produkte und Dienstleistungen in ihrem Portfolio auf und weitere 26 Prozent der Banken beabsichtigen bis 2012 Scharia-konforme Produkte und Dienstleistungen einzuführen. Das bedeutet, dass auf jeden Fall jede zweite Bank Scharia-konforme Produkte anbietet und KMU nicht aus religiösen Gründen vom Zugang zu Kreditmitteln abgeschnitten sein sollten.

Ein weiteres Problem für KMU liegt darin begründet, dass viele Banken *nur in Ausnahmefällen längerfristige Kredite* vergeben, sodass der *Investitionshorizont häufig die Kreditlaufzeit übersteigt*. Gründe für die Zurückhaltung in der Vergabe von langfristigen Krediten sind die Zinsänderungs- und Liquiditätsrisiken, die Banken mit einer langen Bindung eingehen. Während das Zinsänderungsrisiko durch die Aufnahme flexibler Zinssätze an die Kreditnehmer externalisiert werden kann, erfordert die Veräußerung von Kreditforderungen auf dem Sekundärmarkt, die Möglichkeit Kreditforderungen zu verbriefen.

Insgesamt kann festgehalten werden, dass ein Ausbau der Finanzinfrastruktur (Kreditinformationssysteme) sowie der legalen Infrastruktur (elektronische Kataster, elektronisches Pfandregister zur Übereignung beweglicher Sicherheiten, Insolvenzrecht) den Zugang von KMU zu Bankkrediten verbessern kann. Das *mit KMU-Krediten verbundene höhere Risiko* sowie die aufwendigere Betreuung, die sich in höheren Gebühren, höheren Zinsen und auch höheren Ausfallraten widerspiegeln, wird dadurch nicht gemindert und kann deshalb die tendenzielle Bevorzugung von großen Unternehmen nicht grundsätzlich ändern. Umso wichtiger ist es alternative, Bankkredite ergänzende Finanzierungsmöglichkeiten auch für KMU zu erschließen.

4.3 Zugang zu Finanzierungsmitteln im Nicht-Bankensektor

Die Anleihenmärkte der vier Länder werden von *Staatsanleihen und öffentlichen Schuldverschreibungen* dominiert. Marokko und Tunesien ist es gelungen, die durchschnittlichen *Laufzeiten* ihrer Staatsanleihen auf 5 Jahre zu erhöhen, während Ägypten und Jordanien lediglich durchschnittliche Laufzeiten von 2 Jahren aufweisen können. Sowohl Jordanien als auch Marokko unternehmen Versuche, eine Ertragskurve zu entwickeln. Beide Länder verfügen zurzeit nur über eine jeweils unvollständige Ertragskurve, Jordanien am langen Ende der Kurve und Marokko in der kurzen Frist. Von allen Ländern der Region sind es allein die Staatsanleihen Ägyptens und Marokkos, die in internationalen Anleiheindizes Berücksichtigung gefunden haben.

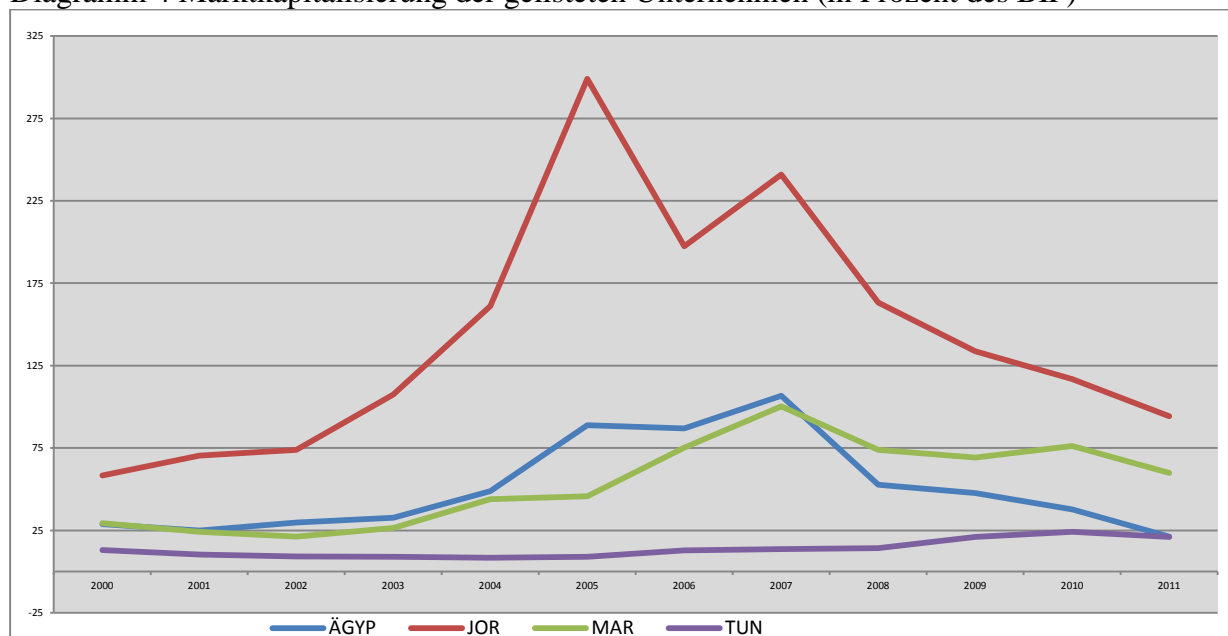
Mit Ausnahme von Marokko sind private Anleihen marginal, das *Anleihevolumen der privaten Emittenten* geringfügig im Vergleich zum ausstehenden Kreditvolumen an den privaten Sektor und hoch konzentriert auf Banken und andere FinanzdienstleistungseR wie Immobilienentwickler oder Leasinggesellschaften. „The stock of corporate bonds and mortgage-backed securities remains negligible, and mortgage-covered bonds do not exist“ (Rocha 2011a, S. XIX).

Marokko und Tunesien haben entsprechende Reformschritte initiiert, die die gesetzlichen *Rahmenbedingungen für Verbriefungsaktivitäten* wie beispielsweise hypothekarisch gesicherte Wertpapiere und Pfandbriefe verbessern sollen (Rocha 2011a). Wenn sich entsprechende Ergebnisse einstellen und sich zukünftig ein Anstieg von Verbriefungsaktivitäten ergibt,

können Banken die Laufzeiten ihrer Kredite auch für KMU entsprechend nach oben anpassen, ohne dass sie sich wie noch zurzeit einem *Liquiditätsrisiko* aussetzen. Wenn darüber hinaus Großunternehmen viel stärker als bisher ihre Fremdkapitalfinanzierung über den Anleihemarkt mobilisieren, ergibt sich für Banken ein Anreiz, ihre Kreditgeschäfte auf KMU stärker als bisher auszuweiten.

Die Aktienmärkte der MENA- Länder sind mit Ausnahme Tunesiens durch eine hohe Volatilität der Kurse als direkte Folge *umfangreicher Kapitalzuflüsse und schneller Kapitalabflüsse* gekennzeichnet. Insbesondere Jordanien und Ägypten sind von diesen *erratischen Schwankungen* betroffen. Im Vergleich zu ihren Höchstständen hat die Marktkapitalisierung bis 2011 um zwei Drittel im Falle Jordaniens und sogar um vier Fünftel in Ägypten abgenommen (Diagramm 4). Starke Wertverluste in diesem Ausmaß bilden wenig Anreize für heimische institutionelle Investoren, den Anteil an lokalen Aktien in ihrem Portfolio auszubauen.

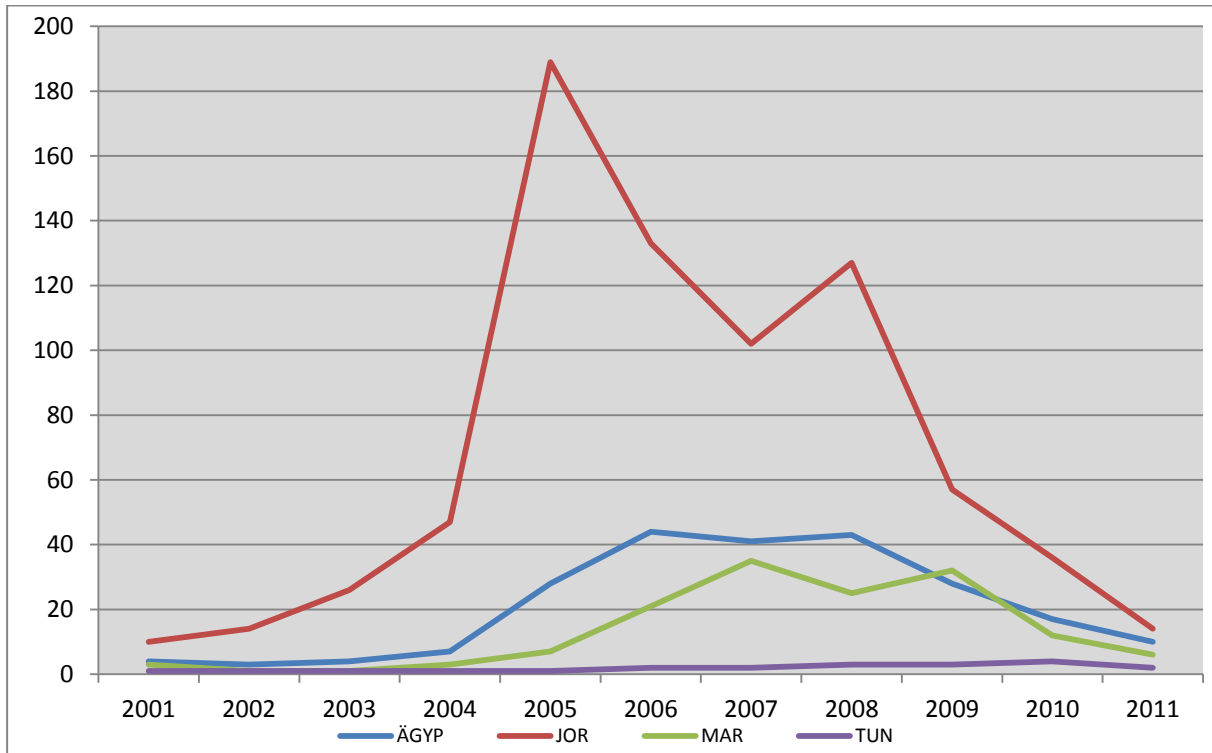
Diagramm 4 Marktkapitalisierung der gelisteten Unternehmen (in Prozent des BIP)



Quelle: World Bank, World Development Indicator statistical online database.

Entsprechend niedrig ist das jeweilige Handelsvolumen (Diagramm 5). Viele heimische Investoren verfolgen eine *Buy-and-hold Strategie* und versuchen so, sich gegenüber der Volatilität der Kursentwicklung zu immunisieren und die Realisierung von Wertverlusten zu umgehen. Insgesamt sind die Aktienmärkte der vier MENA-Länder wie viele wenig liquide Aktienmärkte in anderen Entwicklungs- und Schwellenländern auch mit dem *big fish, small pond*-Problem konfrontiert (Haldane 2011). Durch die Enge des Marktes ist die Aufnahmefähigkeit relativ gering. Kapitalzu- oder Kapitalabflüsse durch einen relevanten international agierenden institutionellen Investor können bereits starke Schwankungen der Kurse verursachen.

Diagramm 5 Handelsvolumen (in Prozent des BIP)



Quelle: World Bank, World Development Indicator statistical online database.

Tunesien ist aufgrund der *Kapitalverkehrskontrollen* nicht solch heftigen Kapitalzu- und – abflüssen ausgesetzt, so dass die Marktkapitalisierung stetig, aber langsam und von einem niedrigen Niveau aus zunimmt, wobei das Handelsvolumen insgesamt vernachlässigbar ist.

Die *Marktkapitalisierung* ist in Jordanien und Marokko generell sehr hoch gemessen an der jeweiligen Vergleichsgruppe. Das spiegelt sich auch in der *Anzahl der gelisteten Unternehmen* wider (Tabelle 5). Jordanien, das im Hinblick auf seine Bevölkerungszahl und dem Bruttoinlandsprodukt das kleinste Land der vier MENA-Länder repräsentiert, weist an seiner Börse die höchste Anzahl von notierten Unternehmen aus. Bei Jordanien, Marokko und Tunesien ist seit spätestens Mitte der 2000er Jahre ein stetiger Anstieg von an der Börse notierten Unternehmen zu beobachten und sie erreichen ihren (vorläufigen) Höchststand 2010, 2009 bzw. 2011.

Tabelle 5 Entwicklung der Anzahl der gelisteten Unternehmen

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ÄGYP	1110	1148	967	792	744	603	435	373	305	213	231
JOR	161	158	161	192	201	227	245	262	272	277	247
MAR	55	55	53	52	56	65	74	77	78	73	75
TUN	46	47	46	44	46	48	50	49	52	56	57

Quelle: World Bank, World Development Indicator statistical online database. Höchststand in blauer Farbe, Niedrigstand in roter Farbe hervorgehoben.

Dagegen markiert Ägypten seinen Höchststand an notierten Unternehmen bereits zu Beginn der 2000er Jahre und die Börse durchläuft seitdem einen kontinuierlichen *Schrumpfungsprozess*, der 2010 mit der niedrigsten Anzahl von gelisteten Unternehmen (vorerst) beendet wurde. Somit verläuft die Entwicklung der Aktienmärkte über die vier Länder hinweg wie die Entwicklung des Bankensektors ebenfalls zeitlich nicht parallel.

Wie auf den privaten Anleihemärkten sind auch auf den Aktienmärkten Banken und andere *Finanzdienstleister in der Regel die Hauptemittenten*, gefolgt von Unternehmen aus dem Infrastruktursektor. Von allen Regionen weist nur noch Subsahara-Afrika einen höheren Anteil von Finanzdienstleistern an der Marktkapitalisierung auf (Rocha 2011a).

Relevant für eher mittelständische Unternehmen ist ein *Marktsegment für Nebenwerte* wie es beispielsweise Ägypten und Tunesien erst kürzlich eingerichtet haben. Bei entsprechender Gestaltung kann ein solcher Markt für Nebenwerte für mittelständische Unternehmen ein Sprungbrett für eine weitere Professionalisierung und Erschließung neuer Finanzierungsmöglichkeiten darstellen.

Der Markt für Nebenwerte kann die Barrieren für den Börsengang senken, in dem insgesamt *niedrigere finanzielle und institutionelle Anforderungen für die Börsenzulassung* gestellt werden. Empfehlenswert ist ein Modell, das gewährleistet, dass entsprechende Unternehmen befähigt werden, die Anforderungen für die Börsenzulassung sowie die entsprechenden Veröffentlichungsvorschriften nach dem Börsengang vollständig und termingerecht zu erfüllen. Die Börse für Nebenwerte in Ägypten stellt genau dies sicher, in dem sie jedem Unternehmen für den Zeitraum von 2 Jahren verbindlich die Verpflichtung eines zugelassenen Betreuers vorschreibt.

Um es nationalen, regionalen und internationalen Investoren zu erleichtern, an ihren Aktienmärkten notierte Werte in ihr Portfolio aufzunehmen und diese aktiv zu managen, haben die Börsen von Casablanca und Tunis *Aktienindizes für unterschiedliche ökonomische Sektoren* entwickelt. Wenn die Aktienmärkte dergestalt weiterentwickelt werden können, dass sie insgesamt breiter sowohl hinsichtlich der dort gehandelten Aktien als auch hinsichtlich der Investorenbasis werden, wird sich dies positiv auch für KMU auswirken.

Eine höhere Nachfrage auf dem Hauptmarkt wird zeitverzögert auch auf den Markt für Nebenwerte ausstrahlen und dort ebenfalls zu höheren Kaufaufträgen führen. In einem solchen Fall wären es nicht nur Großunternehmen, sondern darüber hinaus noch mittelständische Unternehmen, die verstärkt Finanzierungsmittel an der Börse und außerhalb des klassischen Bankkredits aktivieren können. Die dann stattfindende *Veränderung der Fremdkapitalstruktur von mittelständischen Unternehmen* bildet dann einen weiteren Anreiz für Banken, ihre Geschäftstätigkeit mit KMU weiter auszuweiten.

Allerdings haben viele der Klein- und mittelständischen Unternehmen den entsprechenden Reifegrad noch nicht erreicht, um sich Kapital auf dem Aktien- oder gar Anleihemarkt zu beschaffen. Als Alternative zum Aktienmarkt und als Ergänzung zu Bankkrediten werden

deshalb häufig *Risiko- und Beteiligungskapitalfonds* als ideale Investoren für KMU vorgeschlagen, da sie noch geringere Anforderungen an KMU stellen wie ein Markt für Nebenwerte.

Tatsächlich finden sich in der MENA-Region seit mehreren Jahren ansteigende Aktivitäten im Bereich der Risikokapitalgeber. Allerdings sind mit insgesamt 46 Transaktionen seit 2006 die *Reichweite der Risikokapitalfonds relativ gering* geblieben (MENAPEA 2012). Das finanzielle Engagement von Risikokapitalgebern entfällt allein zu 60 Prozent auf Marokko, 9 Prozent auf Ägypten, 5 Prozent auf Tunesien und 3 Prozent auf Jordanien und konzentriert sich dort mehrheitlich auf IT- und Softwarefirmen sowie Unternehmen aus den Bereichen Handel und Finanzdienstleistungen (MENAPEA 2012).

Der *Schwerpunkt der Investitionen der Risikokapitalgeber* liegt jedoch entgegen den Erwartungen auf *eher mittelständisch bis großen Unternehmen*. “Despite the reality of limited access to bank loans, which makes SMEs in the region ideal candidates for PE capital, the PE industry has traditionally neglected this segment because it is considered as too risky. Small firms often sell just one product or service and rely on a handful of suppliers and customers, boosting their failure rates” (INSEAD PwC 2011, S. 32). Das bedeutet, dass es sich bei Risikokapital nicht so sehr um eine Ergänzung zu Bankkrediten für KMU handelt, die noch keinen Zugang zum Aktienmarkt haben, sondern vielmehr um *eine zu klassischen Bankkrediten und der Aktienaussage substitutiven Fremdkapitalfinanzierung*.

Aufgrund des Arabischen Frühlings und der dadurch verursachten Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfeldes rechnen Risikokapitalfonds mit steigenden Ausfällen ihrer Engagements u.a. in Ägypten und Tunesien (INSEAD PwC 2011). Solange die *wirtschaftlichen und politischen Unsicherheiten* fortbestehen ist nicht mit einem qualitativen Sprung im Angebot von Risikokapital in den vier Ländern zu rechnen. Andererseits gibt es auch seitens von KMU, die in ihrem jeweiligen Marktsegment erfolgreich sind und deshalb zu den für Risikokapitalgeber attraktiveren *KMU* zählen, *Vorbehalte gegenüber einer Finanzierung* durch Risikokapitalfonds insbesondere hinsichtlich eines befürchteten Verlusts von Kontrolle und Entscheidungskompetenz über das eigene Unternehmen (MENAPEA 2012).

5. Übersicht über Geberaktivitäten in Ägypten und Tunesien

Mit der Deauville-Partnerschaft, die im Mai 2011 von der G8 angekündigt und im September 2011 geschlossen wurde, wurden die Grundlagen einer engeren Kooperation zwischen den G8-Staaten einerseits und den vier nordafrikanischen Ländern Ägypten, Jordanien, Marokko und Tunesien andererseits gelegt. Das Ziel der Deauville-Partnerschaft besteht darin, die nordafrikanischen Länder in den Zeiten des gesellschaftlichen Umbruchs zu unterstützen insbesondere hinsichtlich der Fortführung des Demokratisierungsprozesses sowie der Stärkung der wirtschaftlichen und sozialen Entwicklung.

Unter Einbeziehung von zahlreichen internationalen und regionalen Geldgebern mit der Weltbankgruppe an der Spitze gemeinsam mit der Europäischen Investitionsbank, der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, der Afrikanischen Entwicklungsbank und den Arabischen regionalen Fonds (Arabischer Fonds für ökonomische und soziale Entwicklung, Arabischer Währungsfonds sowie OPEC Fonds) wurden mit dem Abschluss der Deauville-Partnerschaft umfangreiche Mittel bis zu 70 Milliarden US Dollar in Aussicht gestellt (Khandfir 2013).

Im Folgenden findet sich eine knappe Darstellung über Geberaktivitäten im Bereich der Finanzsektorentwicklung in Ägypten und Tunesien.

5.1. Geberaktivitäten in Ägypten⁷

Im Vergleich zu anderen afrikanischen Ländern nimmt Ägypten mit 43 durchgeführten Projekten *nur den 10. Platz hinter u.a. Marokko* mit 59 Projekten und *vor Tunesien* mit 37 Projekten ein. Von den 43 Projekten werden mehr als die Hälfte in Form von Darlehen und etwa ein Viertel als Zuschüsse vergeben. Projekte mit einer Kapitalbeteiligung von internationalen Gebern sind nur mit 4 angegeben. Insgesamt sind bereits 28 Projekte abgeschlossen.

Der wichtigste internationale Geldgeber in Ägypten ist die Weltbankgruppe mit 23 einzelnen Projekten, von denen mehr als *die Hälfte thematisch sich mit dem Zugang zum Finanzsektor, der KMU-Finanzierung oder der Verbesserung der institutionellen und regulativen Rahmenbedingungen* beschäftigt. Darüber hinaus weisen noch andere internationale Geldgeber Engagements im ägyptischen Finanzsektor auf wie beispielsweise die First Initiative, die Europäische Investitionsbank, die Afrikanische Entwicklungsbank oder der African Fund for Private Sector Assistance mit jeweils 7, 5, 4 und 2 Projekten. *Nationale Geber* wie die Agence Française de Développement, Canadian International Development Agency, die Japan International Cooperation Agency, die KfW oder auch die GIZ ergänzen die Aktivitäten der internationalen Geber in Ägypten.

⁷Wenn nichts anderes angegeben ist stammen Zahlen und Informationen von Zaki (2013).

Projekte im Banken und Nicht-Bankensektor

Bezogen auf den Bankensektor ist es vor allem die Organisation First Initiative, die Projekte mit dem Ziel der *Verbesserung der Finanzinfrastruktur* wie beispielsweise des Zahlungssystems sowie der Verstärkung der Kreditüberwachungs- und der Bankenaufichtskapazitäten durchführt. Ein erst kürzlich begonnenes Projekt stellt der ägyptischen Zentralbank ein spezifisches Modell zur *Identifikation von Risiken im Bankensystem* zur Verfügung, um auf dieser Grundlage frühzeitig und präventiv Gegenmaßnahmen ergreifen zu können.

Andere internationale Geldgeber führen Projekte eher im Nichtbankensektor durch. Beispielsweise unterstützt die Weltbank mit einem Kredit im Umfang von 300 Millionen US Dollar ein Programm der ägyptischen Regierung zur *Restrukturierung und Verbesserung der staatlichen Förderung zum Erwerb von Wohnungseigentum*. Zielgruppe ist hier die untere Mittelschicht. Die Kreditmittel wurden seit 2009 bereitgestellt und das Projekt soll noch 2013 abgeschlossen werden.

Entwicklung der Kleinstunternehmen sowie KMU

Die Förderung der Kleinst-, Klein- und mittelständischen Unternehmen (KKMU) konzentriert sich auf *drei Bereiche*. Zum einen verfolgen die Afrikanische Entwicklungsbank, Canadian International Development Agency und USAID ein Projekt zur *Verbesserung der Interessensvertretung* von KKMUs.

Weitere Projekte, an denen ebenfalls die Canadian International Development Agency und USAID, aber auch die Internationale Arbeitsorganisation, das Entwicklungsprogramm der Vereinten Nationen oder die KfW beteiligt sind, legen den Schwerpunkt auf die *Unterstützung von KMU vor und nach der Gründung* durch Weiterbildungsmaßnahmen beispielsweise im Bereich Buchhaltung und Bilanzierung, Vermarktung, Anwendung von Informationstechnologien oder der Einhaltung ökologischer Kriterien. Außerdem wurden Projekte in mehreren Investitions- und Industriegebieten mit dem Ziel implementiert, *die ländliche Wertschöpfungskette auf KMU auszuweiten*, so dass sie mit einem entsprechenden Auftragsvolumen ausgestattet bessere Ausgangsbedingungen bei der Kreditbeantragung haben.

Zugang zum Finanzsektor

In diesem Bereich sind vor allem die Weltbank als internationaler Geber zusammen mit den nationalen Institutionen Agence Française de Développement und die KfW sowie die Canadian International Development Agency und USAID aktiv. Beispielsweise hat Agence Française de Développement einen Kredit in Höhe von 30 Millionen Euro an die National Bank of Egypt vergeben. Ziel des Kredites war es, *die Kreditvergabe an KMU sowie die KMU-Expertise auf Seiten der National Bank of Egypt zu erhöhen* bzw. Unterstützung beim Aufbau ihrer KMU-Abteilung zu leisten. Die Zielgruppe sind Unternehmen mit einem Umsatzvolumen zwischen 1 und 40 Millionen ägyptischen Pfund. Bisher konnten Kredite für

Investitionen von 500 KMU bereitgestellt und Fachkenntnisse an etwa 1000 Personen vermittelt werden.

Die KfW ist mit 2 unterschiedlichen Projekten in Ägypten aktiv. Auf der Grundlage eines bilateralen Programms zwischen der ägyptischen und deutschen Regierung fördert sie die *Generierung von Arbeitsplätzen durch KMU*. Darüber hinaus hat die KfW den Fonds SANAD aufgelegt, an dem sich auch andere Geldgeber und Investoren beteiligen. Über Partnerinstitutionen in Ägypten und anderen MENA-Ländern werden *Kredite an KMU* vergeben. Die Partnerinstitutionen sind letztendlich verantwortlich für die Selektion der Kreditnehmer und erhalten von SANAD selbst Finanzierungsmittel in Form von Krediten, Garantien oder Eigenkapital.

Die MasterCard-Stiftung finanziert Weiterbildungsmaßnahmen von Finanzdienstleistern speziell für Jugendliche, um sie mit der Idee einer Unternehmensgründung sowie im Umgang mit Banken vertraut zu machen. Die Weltbank sowie die Canadian International Development Agency und die Japan International Cooperation Agency führen Projekte zur Verbesserung des Zugangs von Kleinunternehmen zu Bank- und Finanzdienstleistungen in ländlichen und anderen abgelegenen Gebieten durch.

Verbesserung der institutionellen und regulativen Rahmenbedingungen

Einige internationale Geber waren im Bereich Mikrofinanzierung aktiv, u.a. durch eine Mediation zwischen dem ägyptischen Netzwerk der *Mikrofinanzinstitutionen* und dem Kreditbüro I-score. Es konnten Verhandlungen mit dem Ergebnis einer Einigung über den Austausch von Daten und die zu zahlenden Preise abgeschlossen werden. Ergänzend haben die Weltbank, die Internationale Finanzkorporation sowie die Canadian International Development Agency Projekte angeboten, die darauf abzielen, den Verwaltungsaufwand für Unternehmen zu reduzieren, indem beispielsweise eine zentrale Genehmigungsagentur für die Vergabe von Konzessionen eingerichtet wurde.

5.2. Geberaktivitäten in Tunesien⁸

Von den 37 Projekten von internationalen und nationalen Geldgebern im Bereich Finanzsektorentwicklung werden mehr als 70 Prozent als Darlehen, 10 Prozent als Risikokapital und der Rest als Zuschüsse vergeben (MFWA 2013). *20 Projekte sind bereits abgeschlossen* und 2 der 27 Projekte befinden sich erst im Abschlussverfahren (MFWA 2013). Der *wichtigste internationale Geldgeber* in Tunesien ist ebenfalls wie in Ägypten die *Weltbankgruppe* mit 24 einzelnen Projekten, gefolgt von der Europäischen Investitionsbank, der Afrikanischen Entwicklungsbank, der Agence Française de Développement mit jeweils 5, 4 und 3 Projekten (MFWA 2013). Das Gesamtgebervolumen beläuft sich in Tunesien auf 12,5 Milliarden Euro,

⁸ Wenn nichts anderes angegeben ist stammen Zahlen und Informationen von Khandfir (2013).

wovon allein die internationalen Finanzinstitutionen 1,6 Milliarden Euro im Jahre 2010 beisteuerten.

Mit dem *Jasmin-Plan*, der im September 2011 in Marseille präsentiert wurde, stellte Tunesien seinen *Finanzierungsbedarf* gegenüber internationalen Finanzinstitutionen mit 7 Milliarden Euro über die nächsten 3 Jahre vor, was das Niveau der bisherigen Fördermitteln weit übersteigt. Die Weltbank geht davon aus, dass sie in den kommenden 3 Jahren 1,5 Milliarden US Dollar für Tunesien genehmigen kann und dass die Europäische Investitionsbank weitere 1,9 Milliarden Euro bzw. die Internationale Finanzkorporation 1 Milliarde US Dollar beisteuern können.

Im Einzelnen haben nach der Arabischen Revolution die Weltbankgruppe sowie die Afrikanische Entwicklungsbank, Agence Française de Développement und die EU Mittel in Höhe von insgesamt 1,3 Milliarden US Dollar für *Beratungsleistungen zur Förderung der Informationsfreiheit, Koalitions- und Vereinigungsfreiheit sowie Transparenz in öffentlichen Ausschreibungsverfahren* zur Verfügung gestellt.

Darüber hinaus haben die Afrikanische Entwicklungsbank, die Weltbank und die zur Weltbankgruppe gehörende Internationale Finanzkorporation eine Kreditlinie im Umfang von 550 Million US Dollar für ein Projekt eingerichtet, das den *Zugang von KMU zu Finanzierungsmitteln* verbessern soll. Eine Auszahlung von je 50 Millionen US Dollar von der Afrikanische Entwicklungsbank und der Weltbank wurde bereits vorgenommen. Die Europäische Investitionsbank hat in einem *Projekt mit ähnlicher Zielsetzung* 3 Kredite mit einem Gesamtkreditvolumen von 307 Millionen Euro bereitgestellt.

Die EU stellt über ihre *Nachbarschaftinvestitionsfazilität Zuschüsse* im Umfang von 23 Millionen Euro zu 3 Projekten zur Verfügung, die von der Kreditanstalt für Wiederaufbau, der Agence Française de Développement sowie der Europäischen Investitionsbank kofinanziert werden.

6. Schlussfolgerungen und Empfehlungen

Während sich das ägyptische Finanzsystem noch in einer Konsolidierungsphase befindet, sind die Finanzsysteme von Jordanien, Marokko und Tunesien bereits leicht im Wachsen begriffen, was sich in einer insgesamt ansteigenden Kreditversorgung der Ökonomie, aber auch in der Ausweitung des Kreditangebotes gegenüber dem privaten Sektor sowie in einer zunehmenden Anzahl von an der Börse notierten Unternehmen widerspiegelt. Trotz vielsprechender Entwicklungen im Bereich der Aktien- und Anleihemärkte insbesondere in Jordanien und Marokko, und mit der Gründung der NILEX ebenfalls in Ägypten, sind die Finanzsysteme der vier Länder sowohl hinsichtlich der Mobilisierung von Ersparnissen als auch der Gewährung von Finanzierungsmitteln im Wesentlichen bankdominiert und werden dies erwartungsgemäß auch in der nahen Zukunft noch sein. Die Empfehlungen sind deshalb zweigeteilt zwischen dem Bankensektor einerseits und den Anleihe- und Aktienmärkten andererseits.

6.1. Grundsätzliche Überlegungen

Die *Empfehlungen verfolgen mehrere Ziele. Erstens* soll durch die vorgeschlagenen Maßnahmen die *Solidität der Bankensysteme verbessert* werden. Das beinhaltet auch den *Abbau der systemischen Risiken* und schließt Maßnahmen aus, die tendenziell zu einer Erhöhung der Systemrisiken führen. Zu letzteren zählen beispielsweise Vorschläge, die auf eine weitere Akkumulation von Auslandsverschuldung oder den Anstieg der Dollarisierung der Bankensysteme abzielen. Solche Vorschläge verringern den Spielraum der monetären Autoritäten, auf (externe) Schocks mit Veränderungen der Wechselkurse zu reagieren und verursachen bei Abwertungen eine reale Aufwertungen der in ausländischer Währung denominierten Verbindlichkeiten mit dem Risiko, eine Insolvenz der inländischen Schuldner herbeizuführen. Die im Folgenden hier empfohlenen Maßnahmen sollen deshalb die bereits vorhandenen Währungs- und Laufzeitinkongruenzen sowie die Zinsänderungs- und Liquiditätsrisiken nicht erhöhen, sondern einen Beitrag zur ihrer Verringerung leisten.

Ein *weiteres Ziel*, das den noch folgenden Empfehlungen zugrundeliegt, ist die *Verbesserung des Zugangs von KMU zu Bankdienstleistungen* sowohl im Sinne des Aktiv- als auch des Passivgeschäfts. Da Verbriefungen oder ähnliche Finanzinstrumente in den vier MENA-Ländern nur marginal entwickelt sind, ist die Kreditversorgung durch die jeweiligen Bankensysteme zum jetzigen Zeitpunkt stark abhängig von der Entwicklung des Einlagengeschäftes. Entsprechend berücksichtigen die Empfehlungen, die auf eine Ausweitung der Kreditversorgung abzielen, auch die Passivseite des Bankgeschäftes.

Drittens sollen die vorgeschlagenen Maßnahmen zu einer *Verbesserung des Zugangs von mittelständischen Betrieben und Großunternehmen zu den heimischen Aktien- und Anleihemärkten* beitragen, so dass lokale Finanzierungsmittel im gewünschten Umfang und der erforderlichen Laufzeit auf den jeweiligen Kapitalmärkten als wirkliche Alternativen zu

Bankkrediten zur Verfügung stehen. Darüber hinaus erleichtern abnehmende Kreditforderungen des Bankensektors an Unternehmen, die ausreichend professionell und groß genug sind, um sich mit Kapital über den Aktien- oder Anleihemarkt zu versorgen, die *Veränderung der Forderungsstruktur der Bankbilanzen zugunsten von KMU-Krediten*.

Ein *viertes Ziel*, das Grundlage für die Entwicklung der Empfehlungen war, besteht in der *Verbreiterung und Vertiefung der heimischen Aktien- und Anleihemärkte*. Dies umfasst eine Ausweitung der Emittenten zugunsten von mehr privaten Akteuren insgesamt, aber auch eine Verbreiterung der Nachfrage und damit der Investorenbasis. Das aktive Management von Portfolien insbesondere durch institutionelle Investoren erfordert darüber hinaus das Vorhandensein von unterschiedlichen Finanzprodukten, einschließlich von Absicherungsinstrumenten und Scharia-konformen Finanzierungsmöglichkeiten. Durch differenzierte Produkte und eine erweiterte Emittenten- und Investorenbasis reduziert sich die Verwundbarkeit des Finanzsektors gegenüber externen Schocks und wird insgesamt belastbarer.

6.2. Empfehlungen zum Bankensektor

I. Ausbau der legalen und finanziellen Infrastruktur

Die Untersuchungen haben gezeigt, dass Banken aufgrund eines hohen Absicherungsbedürfnisses eine vorsichtige Kreditvergabepolitik gegenüber dem privaten Sektor, aber insbesondere gegenüber KMU realisieren. Neben diesen eher angebotsseitigen Faktoren sind auch auf Seiten der Kreditnachfrage Mängel vorhanden, die den Zugang zu Bankdienstleistungen und insbesondere zu Krediten beschränken und die Banken in ihrer Einschätzung über ein mit KMU verbundenes höheres Risiko und damit auch höhere Kreditausfallraten bestärken. *Unsere erste Empfehlung lautet deshalb, die finanzielle und legale Infrastruktur auszubauen.*

I.a. Erfassung von immobilien und mobilen Sicherheiten

Das beinhaltet die *Erfassung von Liegenschaften in Form von Katastern* als auch die Anlegung eines Pfandregisters für mobile Sicherheiten. Realvermögen sei es in Form von Land, Gewerbe- oder Wohnimmobilien sind ein entscheidender, wenn nicht gar *der* Wegbereiter für den Zugang privater Unternehmen zu Kreditmitteln. Damit Unternehmen bzw. deren Eigentümer ihr Realvermögen zur Besicherung eines Hypothekendarlehens zur Verfügung stellen können, ist die Anlegung eines zuverlässigen und umfassenden Liegenschaftskatasters unabdingbar, aus dem hervorgeht, um welche Liegenschaft es sich genau handelt und ob weitere Ansprüche anderer Gläubiger darauf schon lasten. Da in den MENA-Ländern eine Kultur existiert, auch mobile Sicherheiten grundsätzlich zu akzeptieren, erscheint es darüber hinaus sinnvoll, *ein (elektronisches) Pfandregister für mobile Sicherheiten* wie Fuhrparks, Maschinen oder Informations- und Kommunikationstechnik anzulegen, so dass auch diejenigen Unternehmen, die über kein Realeigentum verfügen, einen Kredit besichern können.

I.b. Etablierung von Kreditinformationssystemen

Kreditinformationssysteme in Form von öffentlichen Kreditregistern oder Kreditauskunftsdateien in privater Hand können die mangelnde Transparenz und Offenlegung der wesentlichen betriebswirtschaftlichen Kennziffern, einschließlich der Ansprüche weiterer Gläubiger, teilweise kompensieren. *Quantitativ mehr und qualitativ bessere Informationen über die Bonität und Zuverlässigkeit von privaten Unternehmen* verbessert das Vermögen der Banken, zu einer belastbaren Einschätzung des Kreditrisikos zu kommen. Die Etablierung von Kreditinformationssystemen sollte jedoch immer mit einem Beratungsangebot an (potentiellen) Schuldner verknüpft werden, wie sie ihre Kreditwürdigkeit und Dokumentation ihrer Finanzbeziehungen verbessern können.

I.c. Beschleunigte Verfahren der Liquidierung von Sicherheiten

Der Kreditumfang ist abhängig vom Wert der Sicherheit(en) vermindert um die Kosten, die mit einer Zwangsvollstreckung im Falle eines teilweisen oder kompletten Kreditausfalls einhergehen. Bis zum jetzigen Zeitpunkt sind Zwangsvollstreckungen sehr *zeit- und kostenintensiv*. Entsprechend niedrig ist der Wert, zu dem die Sicherheiten von den Banken akzeptiert werden als auch der Kreditumfang, den die Banken für die Hereinnahme der Sicherheiten zur Verfügung stellen. Können die Kosten der Zwangsvollstreckung durch beschleunigte rechtsstaatliche Verfahren reduziert werden, so kann es bei gleichbleibenden Sicherheiten zu einer Erhöhung der Kreditvergabe kommen. Einem *beschleunigten Zwangsvollstreckungsverfahren* sollte gleichzeitig jedoch eine entsprechende Schuldnerberatung für KMU *zur besseren Schuldenregulierung bereits vor dem Insolvenzfall* und zur Begleitung durch die Insolvenz verknüpft werden.

II. Migrationsüberweisungen als zentrales Instrument zur Verbesserung des Zugangs zu Bankdienstleistungen

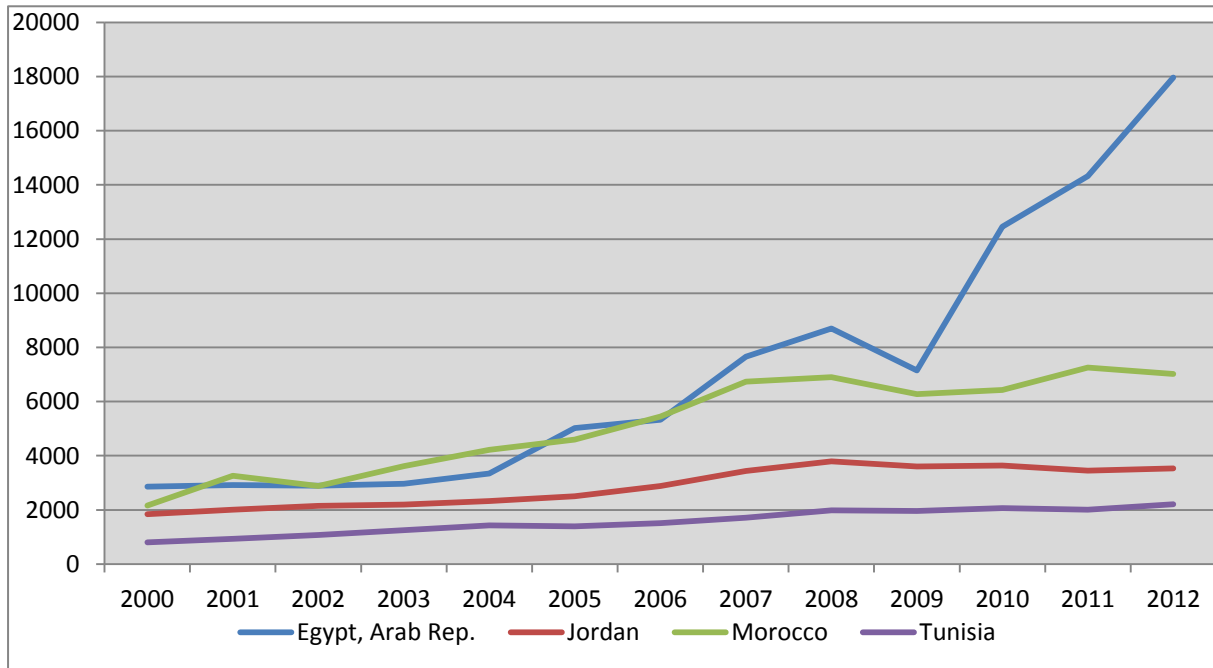
Migrationsüberweisungen sind in den vier MENA-Ländern sehr bedeutend. Ihr Anteil an den weltweiten Migrationsüberweisungen an Entwicklungs- und Schwellenländer liegt höher als ihr entsprechender Anteil am Welthandel oder den Direktinvestitionen (IMF 2012a).⁹ Gemessen an den absoluten Zahlen befinden sich die MENA-Länder *unter den ersten 30 Empfängerländern*, angeführt von Ägypten (6), Marokko (12), Jordanien (24) und Tunesien (27) (World Bank 2013). Der Anteil der Migrationsüberweisungen am Bruttoinlandsprodukt liegt 2011 zwischen 4,4 Prozent (Tunesien) und 12,0 Prozent (Jordanien) und trägt damit wesentlich dazu bei, die Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren.

Untersuchungen haben darüber hinaus gezeigt, dass *Migrationsüberweisungen einen positiven und statistisch signifikanten Einfluss auf Wachstum und Einkommen haben*. “Some Mediterranean countries to which Egypt, Jordan and Morocco belong exhibit a positive effect of remittances on economic growth, with average investment and income multipliers of 2.3 and 0.6” (UNCTAD 2012, S. 59).

⁹ Die angegebenen Zahlen beziehen sich lediglich auf die offiziellen Transfers. Schätzungen des IWF gehen davon aus, dass die nicht aktenkundigen Migrantüberweisungen sich auf einen Wert von etwa 50 Prozent des Volumens der offiziellen Migrantentransfers belaufen.

Migrationsüberweisungen gelten als *deutlich stabiler und weniger volatil als traditionelle Kapitalimporte*, einschließlich von Direktinvestitionen. Hinzukommt, dass Migrationsüberweisungen zwar pro-zyklisch mit dem Konjunkturverlauf der Sendeländer, aber eher anti-zyklisch mit den Entwicklungen in den Empfängerländern korreliert sind. Entsprechend sind die Überweisungen durch die globale Finanzkrise und Eurokrise gesunken, aber seit Ausbruch des Arabischen Frühlings insbesondere in Ägypten angestiegen (Diagramm 6).

Diagramm 6 Entwicklung der Migrationsüberweisungen (in Mio. US Dollar)



Quelle: World Bank, Annual Remittances Data online statistical database.

Schließlich haben Studien beispielsweise über Ägypten darauf hingewiesen, dass *rückkehrende Migranten* in aller Regel nicht nur über eine höhere Bildung und Ausbildung verfügen, sondern dass sie *relativ häufiger selbständig arbeiten oder eher ein Unternehmen gründen* als die Wirtschaftssubjekte, die nicht im Ausland gearbeitet haben (UNCTAD 2012). Je länger die Migrationszeit gedauert hat, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass rückkehrende Migranten, unternehmerisch tätig werden.

Aus all diesen Gründen besteht unsere zweite Empfehlung darin, Migrationsüberweisungen zum zentralen Instrument zur Verbesserung des Zugangs zu Finanzdienstleistungen zu machen.

Da Migrationsüberweisungen von den Empfängern sowohl für Konsumausgaben, aber auch für die Bildung von Haushaltsersparnissen bzw. von Eigenkapital und für Investitionsausgaben verwendet werden können, ist es sinnvoll *Strukturen und Finanzprodukte zu entwickeln, mit Hilfe derer Anreize für eine Reduzierung der Konsumausgaben zugunsten der anderen Verwendungsarten, insbesondere die Bildung von Ersparnissen und Eigenkapital als Voraussetzung für zukünftige Investitionskredite* gesetzt werden können.

Beispielsweise könnten durch *die Entwicklung spezifischer Ansparprogramme* – ähnlich wie Bausparverträge – für Empfänger von Migrationsüberweisungen sowohl Haushaltsersparnisse bzw. die Bildung von Eigenkapital als auch in der Auszahlungsphase Investitionen induziert werden. Bei einer Förderung der Ansparprogramme durch beispielsweise staatliche Garantien über die bereits vorhandenen staatlichen Kreditgarantiefonds sowie Zuschüsse könnte die Auszahlungssumme in der Darlehensphase deutlich erhöht werden.

Eine solche Vorgehensweise weist unterschiedliche Vorteile auf. Einerseits könnten *Einlagen attrahiert und so das Passivgeschäft der Banken generell verbreitert werden*, wodurch eine entsprechende Ausweitung der Aktivgeschäfte erst ermöglicht wird. Eine vertragliche *Bindung der Anspar- mit der Darlehensphase* sichert ab, dass die Einlagenzuwächse auch für diese – und nicht etwa eine andere – Zielgruppe verwendet werden.

Andererseits könnte durch die Laufzeit der Ansparprogramme eine *Veränderung der Struktur der Bankeinlagen zugunsten mittel- bis längerfristiger Verbindlichkeiten* bewirkt werden. Dies würde das Liquiditätsrisiko sowie die Laufzeitinkongruenzen von Aktiv- und Passivgeschäften verringern und könnte so Mittel, die jetzt für die Vorhaltung von Liquidität gebunden sind, freimachen.

Darüber hinaus könnten die Ansparprogramme Anreize enthalten, die Ersparnisse vorwiegend oder sogar ausschließlich *in heimischer Währung* zu halten, so dass die Depositen-Dollarisierung reduziert und die bei der Zentralbank vorhandenen Devisenreserven erhöht werden könnten. Eine *Reduzierung von Fremdwährungseinlagen* ermöglicht auch eine Reduzierung von Fremdwährungskrediten *und damit der Dollarisierung* der Bankensysteme insgesamt.

Neben der Entwicklung spezifischer Ansparprogramme ist die Zurverfügungstellung von *kostengünstigen Girokonten* durch die anbietenden Banken erforderlich. In den MENA-Ländern selbst gibt es kein Anrecht auf die Eröffnung eines Girokontos, so dass ein nicht unerheblicher Teil der Bevölkerung, einschließlich Empfänger von Migrationsüberweisungen, zurzeit noch keinen Zugang zu Girokonten hat. In einzelnen Ländern gibt es bereits Bemühungen, diesen Teil der Bevölkerung *stärker in den formellen Finanzsektor zu integrieren*.¹⁰

Im Gegenzug zur Einwerbung von in heimischer Währung denominierter höherer Einlagen durch die Ansparprogramme könnten *Banken ihre Dienstleistungen für diese Zielgruppe ausbauen*. Beispielsweise könnte die *Überweisung von Transfers aus den Sendeländern an die Empfänger* mit Hilfe der Banken, die die Ansparprogramme anbieten, durchgeführt werden. Um sich allerdings gegenüber traditionellen Geldtransfervermittlern wie der Western Union durchzusetzen, ist eine Kostensenkung und Verringerung der Bearbeitungsdauer der

¹⁰ Zum Beispiel hat die Banque Centrale Populaire in Marokko seit einigen Jahren ein spezifisches Angebot für Haushalte in ihr Programm aufgenommen, die bislang kein Girokonto hatten. Sie bietet ein Girokonto mit allen Grundfunktionen (einschließlich Internet- und Telefonbanking, aber ohne Dispokredit) mit Gebühren in Höhe von 1 US Dollar pro Monat an und konnte dadurch zahlreiche neue Kunden gewinnen.

Banken beider beteiligter Länder notwendig. Eine *Stärkung der Marktposition von formellen Banken* könnte auch über eine *ansteigende Diversifizierung von Bankdienstleistungen* wie etwa die Haus-zu-Haus Überbringung und Auszahlung der Migrationsüberweisung in Ägypten (UNCTAD 2012) erfolgen.

Idealerweise werden deshalb durch die Ansparprogramme nicht nur die Einlagen im Bankensystem und der Kreditzugang für diese Zielgruppe erhöht, sondern auch die *Aktivitäten im Schattenbankensystem verringert* und so ein weiterer Beitrag zur Solidität der Finanzsysteme geleistet.

Solche Ansparprogramme repräsentieren individuelle Formen, die Migrationsüberweisungen zum Mittel der Verbesserung des Zugangs zu Finanzdienstleistungen zu machen. Darüber hinaus existieren auch *kollektive Formen, in denen die Diaspora mit einbezogen werden kann*. Mehrere Länder haben mit solchen kollektiven Formen weitreichende Erfahrungen gemacht, auf die in diesem Zusammenhang zurückgegriffen werden könnte.

6.3. Empfehlungen zu den Aktien- und Anleihemärkten

Idealerweise würden die vier MENA-Länder im Aufbau der Anleihe- und Aktienmärkte miteinander kooperieren. Länder mit geringer Einwohnerzahl *ohne weitreichende industrielle Basis können schwerlich breite und tiefe Finanzmärkte entwickeln*. Es sei denn, sie konzentrieren sich ausschließlich auf die Entwicklung und Förderung des Finanzsektors und orientieren sich dabei an Ländern wie der Schweiz, Liechtenstein oder Luxemburg.

Daher befürwortet unsere dritte Empfehlung, eine enge Kooperation zwischen Ägypten und Jordanien sowie Marokko und Tunesien in der Entwicklung der Anleihe- und Aktienmärkte.

Jordanien und Tunesien würden auf die Entwicklung eigenständiger Anleihe- und Aktienmärkte verzichten und die entsprechenden *Regulierungen von Ägypten und Marokko übernehmen*. In Amman und Tunis würden lediglich Zweigstellen der Anleihe- und Aktienmärkte Ägyptens und Marokkos vorhanden sein. Jordanische und tunesische Anleihen und Aktien wiederum *würden in ihren jeweiligen Landeswährungen* an den Börsen Ägyptens und Marokkos entsprechend gehandelt und dadurch ihre Investorenbasis deutlich ausbauen können.

Voraussetzungen dafür sind formale Vereinbarungen sowie eine *Liberalisierung der Kapitalströme* zwischen diesen Ländern. Da die Länder unterschiedliche Kapitalverkehrsregime und Devisenkontrollen haben, würden sich im Kooperationsfall die *liberaleren Regulierungen in der Praxis durchsetzen*. Selbst wenn de jure noch Kapitalverkehrskontrollen in einem der Länder aufrechterhalten würde, würde durch die Liberalisierung der Kapitalströme zwischen den Ländern immer eine Möglichkeit der Umgehung der Kapitalverkehrskontrollen existieren. Obgleich sie aus wirtschaftspolitischer Sicht empfehlenswert und angemessen

sind, erscheinen *solche Kooperationen jedoch zurzeit keine sehr realistische Option* zu sein. Auf diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll darüber nachzudenken, ob eventuelle Maßnahmen im Bereich der Anleihe- und Aktienmärkte auf Ägypten und Marokko konzentriert werden sollten.

Wenn die MENA-Länder auf eine eigenständige Entwicklung ihrer Anleihen- und Aktienmärkte nicht verzichten wollen, so besteht unsere vierte Empfehlung darin, Marktsegmente für Nebenwerte einzurichten.

Marktsegmente für Nebenwerte können - wie NILEX in Ägypten - Barrieren für mittelständische Unternehmen, die noch nicht ausreichend professionalisiert sind und nicht genügend Umsatz realisieren, um an den Hauptbörsen notiert zu werden, senken. Durch die *Einrichtung solcher Marktsegmente für Nebenwerte* können sich mittelständische Unternehmen einfacher als bisher am Kapitalmarkt refinanzieren. Erforderlich sind dafür die Einrichtung sog. One-Stop Agenturen, die Verpflichtung professioneller Berater und die Entwicklung lokaler bzw. regionaler Rating-Agenturen, die eine externe Bewertung der Bonität der Unternehmen ermitteln können.

Die Erfahrungen bei der Entwicklung von Anleihe- und Aktienmärkten zeigen allerdings, dass *ein gewisser Schwellenwert an Aktivitäten auf diesen Märkten erreicht* werden muss, bevor ein endogener, sich selbst verstärkender Prozess einsetzen kann, der dann auch private Akteure als Emittenten und als Nachfrager attrahiert. Um den Teufelskreis ‚Kapitalmärkte sind wenig liquide, weil sie wenige Emittenten und Investoren mobilisieren können. Und Kapitalmärkte können wenige Emittenten und Investoren mobilisieren, weil sie nicht liquide sind‘ zu durchbrechen, können Aktien- und Anleihemärkte durch gezielte staatliche Emissionen gestärkt und vertieft werden.

Unsere fünfte Empfehlung lautet deshalb, die Begebung von Anleihen und Aktien in Börsengängen durch staatliche Schuldner sowie die Etablierung von staatlichen Fonds als Testinvestoren im Rahmen von Pilotprojekten zu konzipieren.

Im Rahmen dieser *Pilotprojekte* können *unter realen Bedingungen Hindernisse identifiziert werden*, die es privaten Unternehmen bzw. Investoren erschweren, wenn nicht gar vereiteln, an den lokalen Kapitalmärkten tätig zu werden. *Solche Barrieren* können zum Beispiel in einer *nicht ausreichenden oder fehlenden Marktinfrastruktur und Finanzprodukten, der mangelnden Zuverlässigkeit und Bandbreite der Zahlungssysteme und Abwicklungsmechanismen oder etwa dem Nichtvorhandensein von lokalen oder regionalen Ratingagenturen* begründet sein. Darüber hinaus kann die Tauglichkeit von Lösungsansätzen für bereits identifizierte Hindernisse ebenfalls unter realen Bedingungen getestet werden, bevor sie auf alle Marktteilnehmer ausgedehnt werden.

Für die vier MENA-Länder impliziert dies, dass sie viel stärker als bisher den *Finanzierungsbedarf ihrer staatlichen Institutionen*, einschließlich großer Kommunen und Staatsunternehmen, an den *Entwicklungserfordernissen der Aktien- und Anleihemärkte* ausrichten und

sich weniger an der Kosteneffizienz oder Liquiditätssteuerung per se orientieren, um *mittelfristig ein Crowding-in von privaten Unternehmen als Emittenten und Investoren* zu erreichen.

6.4. Zusammenfassende Übersicht über die Empfehlungen

I. Ausbau der legalen und finanziellen Infrastruktur des Bankensektors

- I.1. Erfassung von immobilien und mobilen Sicherheiten
- I.2. Etablierung von Kreditinformationssystemen
- I.3. Beschleunigte Verfahren der Liquidierung von Sicherheiten

II. Migrationsüberweisungen als zentrales Instrument zur Verbesserung des Zugangs zu Finanzdienstleistungen zu machen.

- II.1. Entwicklung spezieller Ansparprogramme
- II.2. Etablierung des Anrechts auf ein Girokonto
- II.3. Anpassung der Bedingungen bestehender Kreditgarantiefonds für Auszahlungsphase

III. Kooperation zwischen Ägypten und Jordanien sowie Marokko und Tunesien in der Entwicklung der Anleihe- und Aktienmärkte

- III.1. Abschluss formaler Kooperationsverträge Verträge zwischen Ägypten und Jordanien bzw. Marokko und Tunesien
- III.2. Übernahme der Regulierungen des ägyptischen Anleihe- und Aktienmarktes durch Jordanien
- III.3. Übernahme der Regulierungen des marokkanischen Anleihe- und Aktienmarktes durch Tunesien
- III.4. Einrichtung einer Zweigstelle der ägyptischen Börse in Amman
- III.5. Einrichtung einer Zweigstelle der marokkanischen Börse in Tunis
- III.6. Liberalisierung des Kapitalverkehrs zwischen Ägypten und Jordanien
- III.7. Liberalisierung des Kapitalverkehrs zwischen Marokko und Tunesien

V. Einrichtung von Marktsegmenten für Nebenwerte

- IV.1. Einrichtung von One-Stop Agenturen
- IV.2. Verpflichtung von professionellen Betreuern
- IV.3. Gründung von lokalen Rating-Agenturen

V. Begebung von Anleihen und Aktien in Börsengängen durch staatliche Schuldner sowie Etablierung von staatlichen Fonds als Testinvestoren im Rahmen von Pilotprojekten

V.1. Ausrichtung des staatlichen Schuldenmanagements an Entwicklung der Anleihemärkte

V.2. Begebung von Anleihen durch staatliche Institutionen

V.3. Durchführung von Börsengängen durch staatliche Unternehmen

V.4. Einrichtung von staatlichen Fonds als Testinvestoren

Verzeichnis der Übersichten, Tabellen und Diagramme

Übersicht 1 Allgemeine Hintergrundinformationen	6
Übersicht 2 Bankensysteme der vier Länder	7
Tabelle 1 Entwicklung des Kreditvolumen des Bankensektors	40
Tabelle 2 Entwicklung des Kreditvolumens des privaten Sektors	42
Tabelle 3 Entwicklung notleidender Kredite (in Prozent der ausstehenden Kredite)	43
Tabelle 4 Entwicklung der Liquiditätsreserven	43
Tabelle 5 Entwicklung der Anzahl der gelisteten Unternehmen	52
Diagramm 1 Entwicklung des Kreditvolumens des Bankensektors	41
Diagramm 2 Versorgung von Unternehmen mit Kreditlinien	45
Diagramm 3 Kredite an KMU in ausgewählten Ländern	46
Diagramm 4 Marktkapitalisierung der gelisteten Unternehmen	51
Diagramm 5 Handelsvolumen	52
Diagramm 6 Entwicklung der Migrationsüberweisungen	62

Bibliographie

Amman Stock Exchange [ASE], Total Bonds. Spreadsheet download on 13-2-13. Available at:

http://www.ase.com.jo/en/bonds_table/all

Bank Al-Maghrib [BAM] (2012), Monetary Policy Report No. 24.

Bank Al-Maghrib [BAM] (2011), ANNUAL REPORT 2011.

Bourse de Tunis (2013), Composition des indices sectoriels selon la nomenclature ICB. Available at:

<http://www.bvmt.com.tn/documentation/market-infos/pdf/Composition-Indices-Sectoriels.pdf>

Casablanca Finance City (2012), Several press releases. Available at: <http://www.casablancafinancecity.com/?Id=45&lang=en>

Casablanca Stock Exchange & FTSE (2010), FTSE and Casablanca Stock Exchange Launch New Index Solutions for the Moroccan Market. Media information.

Central Bank of Egypt [CBE] (2012), Economic Review Vol. 52, No.1 (2011/2012).

Central Bank of Egypt [CBE] (2011), Annual Report 2010/2011.

Central Bank of Jordan [CBJ] (2010), Financial Stability Report.

Central Bank of Tunisia [CBT] (2012), 53rd Annual Report.

Deutsche Gesellschaft für Internationale Entwicklung (GIZ) (2013). Terms of Reference: Feasibility Study on Financial Systems Development in the MENA Region. Synthesis Report. 20. Februar.

Haldane, A. (2011), The Big Fish Small Pond Problem. Speech given at the Institute for New Economic Thinking Annual Conference, Bretton Woods, New Hampshire, 9 April.

Ilzetzki, E., Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2011), The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements into the 21st Century: Will the Anchor Currency Hold? Mimeo.

Available at: http://personal.lse.ac.uk/ilzetzki/data/ERA-Country_Chronologies_2011.pdf

INSEAD PwC (2011), The Next Five Years MENA PE, (September).

International Monetary Fund [IMF] (2012a), Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia, Washington, D.C., November.

International Monetary Fund [IMF] (2012b), IMF Country Report No. 12/119, Jordan: 2012 Article IV Consultation, Washington, D.C., May.

International Monetary Fund [IMF] (2012c), IMF Country Report No. 12/241, Tunisia: Financial System Stability Assessment, Washington, D.C., August 2012.

International Monetary Fund [IMF] (2012d), IMF Country Report No. 12/255, Tunisia: 2012 Article IV Consultation—Staff Report. Washington, D.C., September 2012.

International Monetary Fund [IMF] (2011), IMF Country Report No. 11/341, Morocco: 2011 Article IV Consultation, Washington, D.C., December.

International Monetary Fund [IMF] (2010), IMF Country Report No. 10/94, Arab Republic of Egypt 2010 Article IV Consultation, Washington, D.C., April.

International Monetary Fund [IMF] (2004), IMF Country Report No.04/122, Jordan: 2004 Article IV Consultation and Second Review under the Stand-By Arrangement - Staff Report, Washington, D.C., April.

Khandfir, M. (2013), Feasibility Study on Bond Market and Financial System Development to Boost Private Capital in Tunisia. Report on behalf of GIZ, Frankfurt/Main. February 14th.

Khouri, R.Z. (2013), Status of Financial System Development in Jordan. Report on behalf of GIZ, Frankfurt/Main.

Making Finance Work for Africa [MFWA] (2013). Online statistically dataset. Available at: <http://www.mfw4a.org/>

MENA Private Equity Association [MENAPEA] (2012), 2nd Venture Capital in the Middle East and North Africa Report (August).

Rocha, R., Arvai, Z. and S. Farazi [Rocha] (2011a), Financial Access and Stability: A Road Map for the Middle East and North Africa, World Bank, Washington D.C.

Rocha, R., Farazi, S., Khouri, R. and D. Pearce [Rocha] (2011b), The Status of Bank Lending to SMEs in the Middle East and North Africa Region: The Results of a Joint Survey of the Union of Arab Banks and the World Bank, Union of Arab Banks and the World Bank, Washington, D.C.

United Nations Conference on Trade and Development [UNCTAD] (2012), Least Developed Countries Report 2012: Harnessing Remittances and Diaspora Knowledge to Build Productive Capacities, New York and Geneva.

Wielezynski, T (2013), Feasibility Study on Financial Systems Development in the MENA Region. Country: Morocco. Report on behalf of GIZ, Frankfurt/Main (draft version).

World Bank (2012), Global Development Finance, Washington, D.C.

World Bank (2013), World Development Indicator online statistical database (download February).

Zaki, C. (2013), Feasibility Study on Financial Systems Development in the MENA Region: Evidence from Egypt. Report on behalf of GIZ, Frankfurt/Main.