

Robert N. McCauley

+852 2878 7106

robert.mccauley@bis.org

San-Sau Fung

+44 20 7685 3088

s.fung@ucl.ac.uk

Blaise Gadanecz

+41 61 280 8417

blaise.gadanecz@bis.org

Finanzielle Verflechtung in Ostasien¹

Einige Beobachter haben kürzlich beklagt, dass Ostasien unter einer mangelnden Integration des Finanzsektors leide. Zwar haben die Finanztransaktionen zwischen den ostasiatischen Volkswirtschaften und der übrigen Welt im Laufe der Zeit zugenommen, doch – so wird argumentiert – es fliesse eher Kapital zwischen Ostasien und London bzw. New York als innerhalb der Region.² Angesichts des abrupten Mittelabzugs aus Ostasien vor fünf Jahren vermittelt dieses vermeintliche Muster der Kapitalflüsse den Eindruck eines störanfälligen Finanzsektors. Einige Beobachter sehen in den staatlichen Bemühungen zur Vertiefung der finanziellen Zusammenarbeit, z.B. dem Netz von Swapvereinbarungen zwischen den „ASEAN Plus Drei“-Ländern³, den Versuch, diese Störanfälligkeit zu verringern.

Im vorliegenden Feature soll die finanzielle Verflechtung Ostasiens am internationalen Anleihemarkt und am internationalen Konsortialkreditmarkt beurteilt werden. Auf dieser Basis ist der ostasiatische Finanzsektor stärker verflochten als vielfach angenommen. Zwar treten meist Finanzinstitute mit Hauptsitz ausserhalb der Region als federführendes Emissionsinstitut bzw. Konsortialführer auf, doch sind ostasiatische Fonds und Banken unter den eigentlichen Anleiheanlegern ebenso wie bei den Konsortialmitgliedern stark vertreten.

Nachfrage nach internationalen Anleihen ostasiatischer Emittenten

Angaben darüber, wer im Geschäft mit am internationalen Markt platzierten asiatischen Anleihen beteiligt ist, lassen sich am einfachsten den Informationen über die Emissionsinstitute entnehmen. Hieraus wird ersichtlich, dass für internationale Anleihen, die von ostasiatischen Staaten, Banken und Unternehmen

¹ Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt. Die Autoren danken Denis Pêtre für die Unterstützung bei der Aufbereitung der Anleihedaten.

² S. beispielsweise Park und Bae (2002), wonach ostasiatische Länder im Rahmen der finanziellen Öffnung engere finanzielle Bindungen mit fortgeschrittenen Ländern geknüpft haben als untereinander.

³ Hierzu zählen die ursprünglichen ASEAN-Länder (Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand), die Erweiterungslander (Brunei, Kambodscha, Laos, Myanmar, Vietnam) sowie China, Japan und Korea. Für einen Überblick über die Fortschritte beim Abschluss von Swapvereinbarungen s. Wang (2002).

begeben werden, zumeist grosse, global agierende Banken und Wertpapierhäuser mit Hauptsitz ausserhalb der Region federführend tätig sind.⁴ Das Emissionsinstitut einer Anleihe – also das Finanzinstitut, das eine Preisgarantie für den Emittenten abgibt und den Erstabsatz organisiert – kann problemlos ermittelt werden. Bei den internationalen Anleihen ostasiatischer Schuldner von April 1999 bis August 2002 betrug der Anteil der federführenden Emissionsinstitute aus Nordamerika und Europa 54% bzw. 29%; 17% stammten aus Asien.^{5,6} Angesichts der Rolle, die allein schon die US-Finanzinstitute weltweit als Emissionsbanken für auf US-Dollar lautende Anleihen spielen, überrascht diese Verteilung nicht. Beispielsweise fungierten US-Finanzinstitute im Jahr 1996, drei Jahre vor der Einführung des Euro, als federführendes Emissionsinstitut bei ebenfalls 54% der internationalen US-Dollar-Emissionen von Nicht-US-Schuldern (s. McCauley und White 1997, S. 340).

Als federführendes
Emissionsinstitut für
asiatische Anleihen
hauptsächlich
Banken aus den
USA und Europa ...

Was dies für die Integration des Finanzsektors in Ostasien bedeutet, ist allerdings weniger offensichtlich. Es sei daran erinnert, dass sich alle beteiligten Emissionsinstitute im Allgemeinen eine Gebühr von maximal einem halben Prozent des Emissionsvolumens teilen. Um die Frage der regionalen finanziellen Verflechtung bezüglich internationaler Anleihen untersuchen zu können, wäre deshalb die Kenntnis der Nationalität der Anleiheninvestoren hilfreich. Bei jeglicher Analyse des Marktes für internationale Anleihen sind Daten über die Herkunft des Kapitals jedoch nur begrenzt verfügbar. Es gibt einige Marktinformationen über den Erstabsatz der internationalen Anleihen, deren Erhebung zwar mühsam, aber möglich ist. Vielleicht noch interessanter wäre die Zusammensetzung der Anleiheninvestoren zu einem bestimmten Zeitpunkt. Diese Information ist jedoch nicht verfügbar, da ihre Beschaffung den Zugang zu zahlreichen Datenebenen der Wertpapierverwahrung erforderlich machen würde.

⁴ Park und Bae (2002) untersuchen die Nationalität der Finanzinstitute, die in den Jahren 1998-2001 als Emissionsinstitute für Anleihen ostasiatischer Schuldner fungierten, und kommen zu dem Ergebnis, dass 74% der Emissionsinstitute aus den USA oder Europa und 6% aus Japan stammten. Daraus schliessen sie, dass westliche Investmentbanken, insbesondere aus den USA und Europa, im Emissionsgeschäft am Primärmarkt für internationale Schuldtitle und Kredite eine Monopolstellung einnehmen.

⁵ HSBC und Standard Chartered werden als Banken aus Hongkong betrachtet. Von 1999 bis 2002 fungierten diese beiden Konzerne als Emissionsinstitute für 10% der begebenen Anleihen.

⁶ Vor der Asienkrise hatte das einheimische Wertpapierhaus Peregrine mit Hauptsitz in der Sonderverwaltungsregion Hongkong Jardine Fleming Securities überholt und war zur grössten unabhängigen Investmentbank Asiens aufgestiegen, die eine Konkurrenz für die grossen internationalen Emissionsinstitute bei der Platzierung asiatischer Kredite am Markt darstellte. Während der Krise brachte ein Überbrückungskredit an das indonesische Taxiunternehmen Steady Safe die Bank in Bedrängnis und führte zu ihrem Konkurs im Jahre 1998 (s. Clifford und Engardio 2000, S. 77 und S. 211). Bis gegen Ende des Jahres 2002 haben die Gläubiger von Peregrines grösster Geschäftseinheit vom Konkursverwalter den Gegenwert von 35 Cents je Dollar ausstehender Forderungen erhalten. Dieser Fall stellt eine Parallele zu Drexel Burnham Lambert dar, das Ende der 80er Jahre als Emissionsinstitut für einen grossen Teil der Junk Bonds am US-Markt für Unternehmensanleihen fungierte und dann, als der Markt für Junk Bonds im Jahr 1989 in eine Krise geriet, unter der Last seiner Bestände an solchen Risikoanleihen und Überbrückungskrediten zusammenbrach.

Um den Anteil Asiens an den Erstzuteilungen der Anleihen, die von asiatischen Schuldern seit April 1999 emittiert wurden, zu ermitteln, wird daher auf Kommentare über neue Anleiheemissionen in den Markt-publikationen *FinanceAsia*, *Asiamoney* und *International Financing Review* zurückgegriffen. In der Stichprobe werden Schuldner aus China, der Sonderverwaltungsregion Hongkong, Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen, Singapur und Taiwan, China⁷, berücksichtigt. Dieser Ansatz hat den Nachteil, dass er ausschliesslich auf Angaben von Emissionsinstituten aus zweiter Hand basiert, die bestenfalls Schätzungen darstellen. Des Weiteren ist der Erfassungsbereich unvollständig, da es unmöglich ist, Einzelheiten zu jeder Anleiheemission in Erfahrung zu bringen. Im Falle der Emissionen, die von der Marktberichterstattung erfasst werden, sehen die Angaben zur regionalen Aufgliederung eine grobe geografische Unterteilung in drei Regionen vor, und zwar USA, Europa und Asien, wobei sich „Asien“ im Allgemeinen auf Ostasien einschliesslich Japan bezieht. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die herangezogenen Quellen nur einen Hinweis auf die Allokationen am Primärmarkt geben. Gespräche mit Marktteilnehmern haben ergeben, dass durch den späteren Handel am Sekundärmarkt wahrscheinlich ein grösserer Teil der Papiere in die regionalen Portfolios fliesst.

Gemessen an einem gängigen Referenzindex ist unsere Stichprobe recht gross. Der aggregierte Wert der untersuchten Anleihen beläuft sich auf \$ 41,2 Mrd. (Tabelle 1), verglichen mit \$ 60,2 Mrd. beim J.P. Morgan Asia Credit Index (JACI). Da in der Stichprobe nur Anleihen enthalten sind, die nach 1999 emittiert wurden, ist es nicht verwunderlich, dass der Wert des JACI-Portfolios, das z.B. die letzte Anleihe des Königreichs Thailand aus dem Jahr 1996 enthält, höher liegt.

Die Analyse von 71 Anleihen ergibt, dass sich der durchschnittliche Anteil Asiens an der Primärmarktallokation auf 46% beläuft. Der gewichtete durchschnittliche Anteil liegt mit 44% nur leicht darunter. Innerhalb Asiens schwankt der Anteil zwischen 36% bei Emittenten aus Singapur und Korea und 78% bei indonesischen Emittenten (Grafik 1). Das Vorgehen am Primärmarkt ist nicht selten wie folgt: Ein asiatischer Emittent benennt die Tochtergesellschaft eines nordamerikanischen oder europäischen Finanzinstituts als federführende Emissionsbank. Diese führt gemeinsam mit dem Emittenten eine Reihe von Roadshows durch und stellt ein Konsortium von Emissionsinstituten zusammen. Schliesslich verkaufen die Emissionsinstitute etwa die Hälfte der Emission an asiatische Kunden. Dabei findet die Abrechnung normalerweise im Finanzzentrum New York (bzw. bei Euro-Emissionen in Europa) statt. Letztlich befindet sich jedoch die Mehrheit der asiatischen Schuldtitle in asiatischen Portfolios.

... aber Erwerb von
fast der Hälfte dieser Anleihen durch
asiatische Anleger

⁷ Im Folgenden Taiwan genannt.

Gewichtung der Länder und Emittenten bei den Anleihen im JACI-Index und in der Stichprobe

Prozent

	JACI	Stichprobe
Land		
China	9,9	8,5
Hongkong SVR	19,4	18,0
Indien	1,9	0,0
Indonesien	0,7	1,6
Korea	20,5	12,5
Malaysia	17,7	21,1
Philippinen	15,4	13,4
Singapur	12,3	15,3
Thailand	2,2	0,0
Supranational ¹	0,0	9,7
Art des Emittenten		
Bank	11,6	18,2
Nichtbank	28,9	31,0
Supranational	0,0	9,7
Staatlich/staatsnah	59,5	41,1
<i>Nachrichtlich: Gesamtbetrag²</i> (Mrd. US-Dollar)	60,2	41,2

¹ Asian Development Bank. ² Emissionsvolumen.

Quelle: J.P. Morgan Asian Credit Research am 5. September 2002 (s. Li 2002).

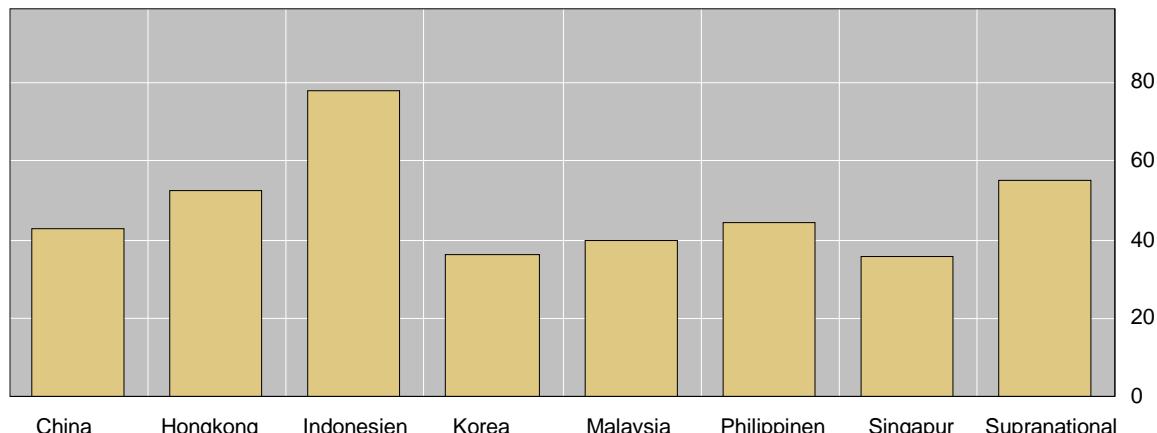
Tabelle 1

Welche Eigenschaften der Anleihen bestimmen die höhere oder niedrigere regionale Primärmarktallokation? Dazu wurde der Anteil Asiens auf die Bonitätseinstufung der Anleihe, das Volumen und die Laufzeit sowie auf binäre Variablen für die Währung und den staatlichen Emittenten regressiert. Zwar stützen die Daten die Vermutung, dass Anleihen von Emittenten mit niedrigerer Bonität auf eine höhere asiatische Nachfrage stoßen, doch scheint das Emissionsvolumen noch wichtiger zu sein. So werden vor allem grossvolumige Emissionen in höherem Masse ausserhalb der Region platziert. Ebenso bewirken längere Laufzeiten eine verstärkte Platzierung ausserhalb der Region. Dieser Laufzeiteffekt deckt sich mit der höheren Nachfrage aus den USA für Anleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren und darüber. Hierin zeigt sich die Bedeutung von Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften, deren Verbindlichkeiten eine lange Duration aufweisen. Der Laufzeiteffekt steht zudem in Einklang mit der wichtigen Rolle der Geschäftsbanken und Zentralbanken als Käufer von auf US-Dollar lautenden Anleihen in Asien mit ihrer Präferenz für mittlere Laufzeiten. Bei den auf Euro lautenden Emissionen liegt der Anteil, der ausserhalb Asiens platziert wurde, um 20% über dem entsprechenden Anteil der auf US-Dollar lautenden Emissionen. Dies spiegelt die begrenzte Nachfrage der Zentralbanken nach relativ illiquiden Euro-Anleihen und die geringe Verbreitung des Euro bei den Fremdwährungseinlagen von Banken in Ostasien wider. Der schwache Einfluss des Status eines staatlichen

Regionale Verteilung bei der Erstplatzierung internationaler Anleihen asiatischer Schuldner abhängig von den Eigenschaften der Anleihe ...

Regionaler Erwerb von internationalen Anleihen ostasiatischer Emittenten, April 1999 bis August 2002

X-Achse: Sitzland des Emittenten; y-Achse: durch asiatische Anleger erworbene Anleihen, in % der Emissionen



Quellen: *Asiamoney*, *FinanceAsia*; *International Financing Review*; Dealogic; Schätzungen der Autoren.

Grafik 1

Emittenten auf den Platzierungsort deckt sich mit den Ergebnissen für die Bonitätseinstufung. Insgesamt ist die Qualität der Übereinstimmung für eine Querschnittsanalyse beachtlich.

Eine Auffassung, die unter Marktteilnehmern weit verbreitet ist, sich aber nicht überprüfen lässt, ist, dass der Handel mit Anleihen ostasiatischer Emittenten am Sekundärmarkt im Laufe der Zeit tendenziell einen höheren Anteil ausstehender Anleihen in asiatische Portfolios lenkt. Zwei Entwicklungen lassen diese Auffassung tatsächlich plausibel erscheinen. Erstens sind die auf US-Dollar lautenden Anlagen von Geschäftsbanken und Zentralbanken in der Region seit der Asienkrise kräftig angestiegen.⁸ Zweitens haben sich in einigen Ländern, vor allem in Korea, Märkte für langfristige Währungswaps entwickelt, die einen Swap von US-Dollar-Anleihen in synthetische, in lokaler Währung denomierte Schuldtitle erlauben, die für Lebensversicherer und andere institutionelle Anleger geeignet sind.⁹ So bieten Offshore-Emissionen, die in lokale Währung getauscht werden, manchmal eine bei lokalen Emissionen nicht verfügbare Duration; ebenso bieten Offshore-Emissionen, deren Laufzeit mit derjenigen lokaler Emissionen vergleichbar ist, gelegentlich eine höhere Rendite.

... wie Volumen,
Bonitätseinstufung
und Laufzeit

⁸ Häufig wird die Abnahme des Verhältnisses von Krediten zu Einlagen bei den meisten Bankensystemen angeführt (s. z.B. Fernandez und Li 2002). Allerdings kann die in Landeswährung reichlich vorhandene Liquidität meist nur dann zur Finanzierung einer Anlage in Fremdwährung herangezogen werden, wenn dies mit einem Währungsswap kombiniert wird. Deshalb dürfte der Aufbau von Fremdwährungsliquidität von gröserer Relevanz sein. Für eine Analyse der Zunahme von Fremdwährungseinlagen in Taiwan und China s. Fung und McCauley (2001) sowie Ma und McCauley (2002).

⁹ Die BIZ (2002, S. 79-81) gibt für die Währungswaps im April 2001 ein tägliches Geschäftsvolumen von \$ 285 Mio. für den Hongkong-Dollar, \$ 46 Mio. für den Koreanischen Won, \$ 21 Mio. für den Neuen Taiwan-Dollar, \$ 18 Mio. für den Singapur-Dollar, \$ 13 Mio. für die Indonesische Rupie und \$ 11 Mio. für den thailändischen Baht an.

Kreditsyndizierung für ostasiatische Schuldner

Die Herkunft von Finanzmitteln, und damit das Ausmass der Verflechtung der Bankkreditmärkte Ostasiens, lässt sich im Idealfall über die bilateralen konsolidierten Bankendaten der Region ermitteln. Trifft es zu, dass – wie behauptet wurde – dem hohen und weiter zunehmenden intraregionalen Handel kein entsprechend hoher und rasch wachsender Bestand an Bankforderungen gegenübersteht, einschliesslich Forderungen im Zusammenhang mit der Finanzierung des internationalen Handels? Bedauerlicherweise lassen die der BIZ derzeit vorliegenden Daten keine für Ostasien allgemein gültige Antwort zu.¹⁰ Deshalb wurde der Ansatz gewählt, die Beteiligung an internationalen Konsortialkreditfazilitäten zu untersuchen. Bei diesen Fazilitäten gehen Banken die vertragliche Verpflichtung ein, Finanzmittel zur Verfügung zu stellen. Allerdings nimmt der Schuldner die Finanzmittel nicht in jedem Fall sofort oder in voller Höhe in Anspruch. Normalerweise verbirgt sich hinter den Konsortialkrediten nichts anderes als die Mittelströme, die in etwa den Veränderungen der zugrunde liegenden Bestände an Bankkrediten entsprechen (Gadanecz und von Kleist 2002). Daher stützt sich die Analyse der Konsortialkredite wie oben bei den Anleihen auf den Vertrieb am Primärmarkt. Nach dem Entstehen des Sekundärmarkthandels mit Vertragsstandards, die durch Organisationen wie die Asia Pacific Loan Market Association festgelegt werden, dürften durch den auf die ursprüngliche Kreditsyndizierung folgenden Handel am Sekundärmarkt allerdings mehr Forderungen in die Bilanzen regionaler Banken oder in regionale Portfolios übergehen.

Wie bei Anleihen ist zwischen dem Finanzinstitut, das das Geschäft arrangiert, und den Käufergruppen am Primärmarkt zu unterscheiden. Der Arrangeur eines Konsortialkredits erhält eine auf das gesamte Kreditvolumen bezogene Gebühr und trägt im Gegenzug die Verantwortung für die Aushandlung der Kreditbedingungen, die Vermarktung des Kredits und die Zuteilung an sämtliche Konsortialmitglieder, sich selbst eingeschlossen.

Von 1999 bis 2002 wurden nach einer von Dealogic Loanware zur Verfügung gestellten Rangliste der Arrangeure 63% der von Schuldern aus Ostasien¹¹ gezeichneten Konsortialkreditfazilitäten durch ostasiatische und japanische Banken arrangiert. Weitere 12% der Fazilitäten wurden von US-Banken und 23% von europäischen Banken bereitgestellt. Anders als am internationalen Anleihemarkt treten am internationalen Konsortialkreditmarkt mehrheitlich asiatische Finanzinstitute als Arrangeure auf.

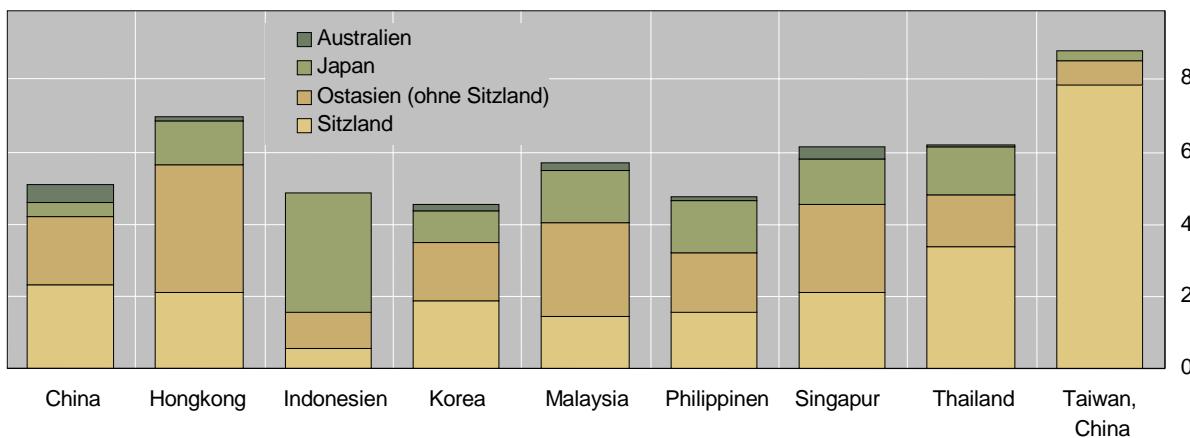
Asiatische Banken
arrangieren und
finanzieren einen
hohen Anteil der
asiatischen
Konsortialkredite ...

¹⁰ Gemäss den Daten der konsolidierten BIZ-Bankenstatistik, die bis zum Berichtszeitpunkt von ostasiatischen Zentralbanken gemeldet wurden, hielten Banken aus Hongkong, Singapur und Taiwan Ende Juni 2002 etwa ein Fünftel ihrer konsolidierten internationalen Forderungen gegenüber Schuldern aus den aufstrebenden Volkswirtschaften der Asien-Pazifik-Region, aus der Sonderverwaltungsregion Hongkong und aus Singapur. 74% der gesamten konsolidierten Forderungen dieser Banken entfielen auf Industrieländer. Bei japanischen Banken lag die Verteilung der Forderungen bei 9% bzw. 77%. Die Konzentration der grenzüberschreitenden Forderungen von Banken des Euro-Raums gegenüber Schuldern des Euro-Raums war mit 45% der Gesamtforderungen höher als die für Asien genannten Zahlen.

¹¹ China, Sonderverwaltungsregion Hongkong, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand.

Regionale Beteiligung an internationalen Konsortialkrediten für ostasiatische Schuldner, Januar 1999 bis August 2002

X-Achse: Sitzland des Schuldners; y-Achse: bereitgestellte Mittel nach Nationalität der Banken, in %



Anmerkung: Aufgliederung nach Nationalität aufgrund des eigentlichen Eigentümers. HSBC und Standard Chartered wurden als Banken aus Hongkong betrachtet. Konsortialkredite mit Konsortium aus Banken einer einzigen Nationalität wurden nicht berücksichtigt.

Quellen: Dealogic Loanware; Schätzungen der Autoren.

Grafik 2

Wenn die Analyse auf die Konsortialmitglieder ausgeweitet wird, zeigt sich, dass Banken aus der Ostasien-Pazifik-Region am Primärmarkt rund 40% bis 80% der Mittel aus international syndizierten Kreditfazilitäten für ostasiatische Schuldner bereitgestellt haben (Grafik 2).^{12, 13} Banken mit gleicher Nationalität wie der Schuldner stellten in der Regel etwa 20% des Nominalwerts der Fazilität bereit. Bemerkenswerte Ausnahmen hiervon sind Indonesien (aufgrund hoher Beteiligung japanischer Banken stellten indonesische Banken nur 5% des Nominalwerts bereit)¹⁴ sowie Taiwan (79%). Es ist zu vermuten, dass die Fragmentierung des taiwanischen Bankensystems – nur eine Bank

¹² Im Vergleich dazu stellten US-Banken im selben Zeitraum schätzungsweise 55% der Finanzmittel für Schuldner, die internationale Konsortialkredite in den USA zeichneten, bereit. Rund 64% der für Schuldner im Euro-Raum bereitgestellten Finanzmittel stammten von Banken des Euro-Raums.

¹³ Der genaue Betrag, der letztlich von jeder Bank bereitgestellt wird, ist nur für eine geringe Anzahl von Kreditgeschäften bekannt. Der beste Näherungswert für eine weitergehende Analyse der Herkunft der für die untersuchten Konsortialkredite bereitgestellten Finanzmittel ergibt sich deshalb dadurch, dass das gesamte Volumen der Fazilität den beteiligten Finanzinstituten zu gleichen Teilen zugewiesen wird. Ein Vergleich mit den Ranglisten von Dealogic Loanware, wo die Beteiligung der Finanzinstitute teilweise auf den tatsächlich bereitgestellten Finanzmitteln basiert, zeigt, dass die hier vorgenommene Schätzung der Finanzmittelverteilung nach Nationalitäten insgesamt der Wirklichkeit nahe kommt. Der absolute Wert der Abweichungen von Dealogic Loanware beträgt bei allen asiatischen Schuldern zwischen 1 und 9 Prozentpunkten. Eine Ausnahme stellt China dar, wo die Beteiligung ostasiatischer Banken um 20 Prozentpunkte tiefer liegt als bei Dealogic Loanware. Dies ist möglicherweise auf die hohen Zuteilungen solcher Kredite an die Bank of China zurückzuführen. Anders als bei Anleihen unterscheidet sich die regionale Beteiligung an Konsortialkrediten kaum vom regionalen Anteil der Arrangeure.

¹⁴ Mehrere umfangreiche, in Indonesien bereitgestellte Konsortialkredite wurden entweder an Tochtergesellschaften japanischer Unternehmen vergeben oder von japanischen Exportkreditagenturen garantiert. Dies könnte der Grund für die hohe Beteiligung japanischer Banken an diesen Fazilitäten sein.

verfügt über einen Marktanteil von mehr als 10% – dazu führt, dass zahlreiche kleine Banken Zuteilungen erhalten (McCauley und Hobson 2002). Ostasiatische Banken anderer Nationalität als der Schuldner stellten gewöhnlich weitere 20% der Finanzmittel bereit. Bei Schuldern aus Hongkong lag dieser Anteil mit 35% deutlich höher. Vermutlich profitierten sie davon, dass die Auslandsbanken in diesem Finanzzentrum so zahlreich vertreten sind. Japanische Banken zeichneten im Durchschnitt weitere 13% der Fazilitäten.

Welche Eigenschaften der Kreditfazilitäten bestimmen die höhere oder niedrigere regionale Primärmarktsyndizierung? Um diese Frage zu beantworten, wurde der asiatische Anteil auf Kreditvolumen, Laufzeit, Währung, Kreditzweck, Bonitätseinstufung des Schuldners,¹⁵ dessen Sektor und Unternehmenssitz¹⁶ sowie die Nationalität des Arrangeurs regressiert. Um die Wirkung der Kreditdenominierung in lokaler Währung zu testen, wurden binäre Variablen für die vier am weitesten verbreiteten ostasiatischen Währungen einbezogen (Tabelle 2): den Hongkong-Dollar, den Neuen Taiwan-Dollar, den Singapur-Dollar und den koreanischen Won. Banken mit einer führenden Rolle im Konsortium, wie etwa Arrangeure oder Agent-Banken, haben grossen Einfluss auf die Zusammensetzung des Konsortiums und die Identität der Institute, die in dem jeweiligen Konsortium Finanzmittel bereitstellen. Es wird die Hypothese aufgestellt, dass lokale Arrangeure lokale Mitglieder ins Konsortium bringen.

Betrachtet wird eine Stichprobe von 1 195 Konsortialkreditfazilitäten, die von Januar 1999 bis August 2002 von asiatischen Schuldern gezeichnet wurden und bei denen Banken mit mindestens zwei unterschiedlichen Nationalitäten Finanzmittel bereitgestellt haben. Die Aufgliederung der Stichprobe nach Nationalität und Art des Schuldners sowie nach der Währung der Fazilität ist in Tabelle 2 dargestellt. Der Anteil der Kredite, die in US-Dollar aufgenommen wurden, liegt für Schuldner aus China, Korea, Malaysia und den Philippinen bei mehr als 70%. In der Sonderverwaltungsregion Hongkong, Singapur, Taiwan und Thailand schwankt der Anteil der internationalen Konsortialkreditfazilitäten, die in lokaler Währung denominiert sind, zwischen 40% und 80%.¹⁷

... mit Unterschieden je nach Währung ...

Der Anteil asiatischer Banken bei grösseren Konsortialkreditfazilitäten ist deutlich niedriger. Dies lässt darauf schliessen, dass – ähnlich wie bei den Anleihen – aus Gründen der Risikostreuung eine stärkere Beteiligung von Banken ausserhalb der Region notwendig ist. Die Ergebnisse bezüglich der Laufzeitwirkung auf die Zusammensetzung des Konsortiums sind gemischt.

¹⁵ Da die Anforderungen in Bezug auf das Vorhandensein einer Bonitätseinstufung für den Schuldner bei einem Konsortialkredit geringer sind als bei einer Anleihe, werden nicht die Auswirkungen sämtlicher Bonitätsgrade auf die Zusammensetzung des Konsortiums analysiert, sondern ausschliesslich die Auswirkung eines „investment grade“-Ratings.

¹⁶ Dies steht im Einklang mit der üblichen Praxis in der empirischen Literatur zu Konsortialkrediten (s. beispielsweise Kleimeier und Megginson 2000).

¹⁷ Zur Bedeutung der Kreditvergabe in Landeswährung von an die BIZ berichtenden Banken s. McCauley et al. (2002).

Verteilung von Ländern, Schuldnergruppen und Währungen bei der Stichprobe der Konsortialkredite

In Prozent der Kreditbeträge in US-Dollar

Land und Landeswährung	Ländergewichtung innerhalb der Stichprobe	Anteil der Kredite in Landeswährung an Gesamtkrediten des Landes
China	4,0	1,4
Hongkong SVR	39,4	78,9
Indonesien	1,2	0,2
Korea	15,4	21,1
Malaysia	8,0	20,3
Philippinen	6,1	5,9
Singapur	8,7	39,5
Taiwan, China	14,0	81,9
Thailand	3,1	50,0
Verteilung von Schuldnergruppen und Währungen innerhalb der Stichprobe		
Schuldner		
Bank	11,4	
Nichtbankfinanzinstitut	21,3	
Wirtschaftsunternehmen	63,6	
Supranational	0,0	
Staatlich/staatsnah	3,6	
Währung		
US-Dollar	43,0	
Hongkong-Dollar	31,9	
Neuer Taiwan-Dollar	11,4	
Singapur-Dollar	3,5	
Koreanischer Won	3,3	
Yen	1,7	
Australischer Dollar	1,2	
Euro	0,2	
Pfund Sterling	0,1	
Sonstige ostasiatische Währungen	3,6	
<i>Nachrichtlich:</i>		
<i>Gesamtbetrag (Mrd. US-Dollar)</i>		147,5

Quelle: Dealogic Loanware.

Tabelle 2

... Volumen, Sektor, Kreditzweck und Bonitätseinstufung

Bezüglich Sektor und Kreditzweck scheint die Beteiligung asiatischer Banken bei Fazilitäten, die an die Bau-, Immobilien- und Hochtechnologiebranche sowie an Nichtbankfinanzinstitute und den bevölkerungsnahen Dienstleistungssektor gingen, stärker als bei Fazilitäten, die der Projekt-, Flugzeug- und Schiffsfinanzierung dienten. Die Beteiligung hängt offenbar grob gesprochen davon ab, ob der Kredit an einen Sektor aus dem Bereich der nicht handelbaren oder der handelbaren Güter vergeben wurde; im letztgenannten Bereich spielen Banken von ausserhalb der Region nämlich eine grössere Rolle. Bei Schuldern mit „investment grade“-Rating ist der Anteil asiatischer Banken tendenziell niedriger, ein Hinweis darauf, dass Schuldner mit höherer

Bonitätseinstufung in der Lage sind, mehr Finanzmittelzusagen von nicht asiatischen Kreditgebern zu erhalten. Fazilitäten, die in Hongkong-Dollar, Neuen Taiwan-Dollar und koreanischen Won denominiert sind, weisen ebenso eine signifikant höhere Beteiligung asiatischer Banken auf wie Konsortialkredite in der Währung des Schuldners. Dies lässt vermuten, dass eine Abkehr von Finanzierungen in US-Dollar die regionale Integration des Finanzsektors fördert. Stammen der Schuldner und zumindest eine der führenden Banken im Konsortium aus demselben Land, dann ist der Anteil asiatischer Banken höher. Dies weist darauf hin, dass lokale Banken mit einer Führungsrolle im Konsortium mehr asiatische Banken für asiatische Kreditfazilitäten gewinnen können, vielleicht weil sie mit den regionalen Banken besser vertraut sind.

Zusammenfassung

Eine Analyse der seit 1999 für Schuldner in Ostasien aufgelegten Anleihen und syndizierten Kredite lässt vermuten, dass ostasiatische Anleger und Banken im Durchschnitt die Hälfte dieser Finanzmittel bereitstellten. Nimmt man dies als Massstab, so scheint der Finanzsektor Ostasiens stärker integriert, als neuere Kommentare nahe legen. In Ostasien dürfte deshalb auch die Gefahr, dass die Kapitalflüsse zwischen der Region und den USA bzw. Europa plötzlich weitgehend zum Stillstand kommen, geringer sein als häufig angenommen. Die Erkenntnis, dass Anleiheemissionen und Kreditfazilitäten mit höherer Bonitätseinstufung am Primärmarkt zu einem grösseren Teil an Anleger ausserhalb Asiens verkauft werden, könnte das Risiko eines plötzlichen Abzugs von Finanzmitteln ebenfalls verringern. Allerdings fällt es angesichts der raschen Bonitätsrückstufungen in den Jahren 1997/98 schwer, diesem Argument zu viel Gewicht beizumessen. Ausserdem ist ein besseres Verständnis der Auswirkungen des Handels von Krediten und Anleihen an den Sekundärmarkten sowie von anderen Risikotransfermechanismen notwendig, um abzuschätzen, in welchem Masse die ostasiatischen Risiken letztlich in die Portfolios von Anlegern und Banken in Asien einfließen.

Relativ betrachtet erscheint die Beteiligung asiatischer Banken an Konsortialkrediten, die für ostasiatische Schuldner bereitgestellt wurden, höher als der Anteil asiatischer Anleihen, der von asiatischen Anlegern am Primärmarkt erworben wurde. Dies weist darauf hin, dass die Anleihemarkte ausserhalb Asiens weiter entwickelt sind und dass die Banken bei der Finanzierung in Asien die Hauptrolle spielen.

Aufgrund dieser Ergebnisse ist eine neue Interpretation der jüngsten Bemühungen um eine stärkere regionale Zusammenarbeit im Finanzsektor denkbar. Eine weit verbreitete Auffassung ist, dass diese Bemühungen dazu beitragen können, die Anfälligkeit des asiatischen Finanzsektors gegenüber den in Europa und Nordamerika getroffenen Entscheidungen zu verringern. Eine andere Interpretation wäre, dass die staatliche Zusammenarbeit im Finanzsektor die erheblich vorangeschrittene Integration, wie sie an den Privatmärkten bereits sichtbar ist, nachvollzieht.

Die Beteiligung von Anlegern aus Asien an von asiatischen Schuldern emittierten Anleihen

Ausgewählte empirische Ergebnisse

Es kam eine normale Regression nach der Methode der kleinsten Quadrate für die Stichprobe von 71 Anleihen zur Anwendung. Der Anteil Asiens bei der Anleiheplatzierung am Primärmarkt wurde auf Emissionsvolumen, Laufzeit, Bonitätseinstufung, eine binäre Variable für Euro-Anleihen sowie binäre Variablen für die Art des Emittenten regressiert. Im Falle von Euro-Anleihen wurde das Emissionsvolumen unter Verwendung des zeitgleichen Wechselkurses in US-Dollar umgerechnet. Die Bonitätseinstufungen wurden in eine Ordinalskala von 1 bis 19 umgewandelt (S&P: AAA = 19, CCC- = 1; Moody's: Aaa = 19, Caa3 = 1; bei abweichenden Einstufungen wurde die Bonitätseinstufung von S&P verwendet). Emissionen ohne Bonitätseinstufung wurden nicht berücksichtigt.

Die empirischen Ergebnisse legen den Schluss nahe, dass asiatische Anleger dazu neigen, sich stärker an Emissionen mit kleinerem Volumen und kürzerer Laufzeit zu beteiligen. Dagegen scheint die Art des Emittenten – Bank, Nichtbank, staatliche Institution oder supranationale Organisation – keinen signifikanten Einfluss auf die Beteiligung zu haben. Bei auf Euro lautenden Emissionen ist die Beteiligung europäischer Anleger tendenziell höher; dementsprechend ist die Beteiligung asiatischer Anleger in Euro-Anleihen signifikant niedriger. Weitere Ergebnisse s. unten.

Anzahl Beobachtungen: 71, darunter 7 Euro-Anleihen

Durchschnittliche asiatische Beteiligung (ungewichtet): 46,3%

Durchschnittliche asiatische Beteiligung (gewichtet nach Volumen): 43,9%

Die folgende Tabelle zeigt die Veränderungen, wenn unterschiedliche Variablen einbezogen werden.

Abhängige Variable: AS

	Konstante	<i>rating</i>	Ln size	<i>mat</i>	<i>d_{eur}</i>	<i>d_{sov}</i>	R ²
(1)	76,6 (8,7)	-1,2 (-1,9)		-1,7 (-3,2)	-18,6 (-2,4)	-4,8 (-1,0)	0,22
(2)	109,4 (5,0)		-7,9 (-2,1)	-1,4 (-2,6)	-19,2 (-2,5)	-1,8 (-0,3)	0,23
(3)	105,1 (4,6)	-0,7 (-0,9)	-5,9 (-1,4)	-1,5 (-2,7)	-19,0 (-2,4)	-2,6 (-0,5)	0,24

wobei

- AS = asiatische Beteiligung an der Anleiheplatzierung am Primärmarkt (Prozent)
- rating = Credit rating (1–19)
- size = Anleihevolumen in Mio. US-Dollar
- mat = Laufzeit in Jahren
- d_{eur}* = binäre Variable (= 1) für Emissionen in Euro
- d_{sov}* = binäre Variable (= 1) für staatliche Emissionen

Anmerkung: 1. T-Statistik in Klammern. 2. In dieser Regression wird lediglich *d_{sov}* verwendet; keine der übrigen binären Variablen für Banken, Nichtbanken und Supranationale hat für sich genommen eine signifikante Wirkung auf AS.

Ein F-Test zeigt, dass die Koeffizienten von *rating* und Ln size zusammengekommen nicht signifikant sind (F-Statistik = 2,68; Wahrscheinlichkeit = 0,076).

Die Beteiligung von Banken aus Asien an von asiatischen Schuldern gezeichneten Konsortialkrediten

Ausgewählte empirische Ergebnisse

Parallel zur Analyse der Anleihen wurde eine ähnliche Regression für die Stichprobe der Konsortialkredite über einen vergleichbaren Zeitraum durchgeführt. Da eine Aufschlüsselung der Bankdaten nach der Grösse der Beteiligung an jedem einzelnen Kredit nicht verfügbar war, wurde die Annahme getroffen, dass die Beteiligung jedes Konsortialmitglieds gleich hoch war. Somit ergab sich die geschätzte „asiatische Beteiligung“ für jeden Kredit aus der Anzahl der asiatischen Banken, dividiert durch die Gesamtzahl der Konsortialmitglieder. Dabei wurden die Bankkonzerne HSBC und Standard Chartered, die seit 1999 insgesamt etwa 8% der Finanzmittel für von asiatischen Schuldern gezeichnete Konsortialkredite bereitgestellt haben, als Banken aus Hongkong eingestuft. Zudem wurden Konsortialkredite, deren Konsortium sich aus Banken einer einzigen Nationalität zusammensetzt, von der Stichprobe ausgeschlossen.

Berücksichtigt wurden Schuldner aus China, der Sonderverwaltungsregion Hongkong, Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen, Singapur, Taiwan und Thailand. Hingegen wurden japanische Schuldner nicht berücksichtigt, während japanische Anleger, ähnlich wie bei den Anleihen, in der asiatischen Beteiligung erfasst wurden.

Die Ergebnisse der Regression (s. S. 106) lassen vermuten, dass die asiatische Beteiligung (analog zu den Anleihen) mit steigendem Kreditvolumen abnimmt. Die Laufzeitwirkung ist dagegen unterschiedlich. Besitzt der Schuldner ein „investment grade“-Rating, verringert sich die asiatische Beteiligung in zwei von fünf Modellspezifikationen signifikant. Wenn Arrangeur und Schuldner dieselbe Nationalität aufweisen oder wenn die Fazilität auf Hongkong-Dollar, Neue Taiwan-Dollar oder Koreanische Won lautet, ist die asiatische Beteiligung durchwegs höher.

Modellspezifikationen:

Abhängige Variablen:

ASISHR	=	ostasiatische Beteiligung an der Kreditallokation (geschätzt, in %)
ASIJPSHR	=	ostasiatische und japanische Beteiligung an der Kreditallokation (geschätzt, in %)

Unabhängige Variablen:

size	=	Fazilitätsvolumen in Mio. US-Dollar
mat	=	Laufzeit in Jahren
invgrade	=	binäre Variable (= 1), falls der Schuldner zum Zeitpunkt der Zeichnung über ein „investment grade“-Rating von Standard & Poor's verfügt

Sektorale binäre Variablen (= 1) für Bau und Immobilien (*constrpty*), Finanzdienstleistungen – Banken (*finservbk*), Finanzdienstleistungen – Nichtbanken (*finservnb*), Hochtechnologiebranche (*hightech*), Versorgungsunternehmen (*utilities*), bevölkerungsnahe Dienstleistungen (*popserv*), öffentliche Dienstleistungen (*state*), traditionelle Industrie (*tradind*), Transportdienstleistungen (*transport*). Die binäre Variable für Infrastrukturunternehmen wurde im Modell als Standardfall nicht berücksichtigt.

Binäre Variablen für den Verwendungszweck (= 1) für Übernahmen und Rekapitalisierungen (*acqrecap*), Projektfinanzierungen (*project*), Flugzeug- und Schiffsfiananzierungen (*airshp*), Bereitschafts- und Auffangkreditlinien (*backup*), Immobilien- und Hypothekenfinanzierungen (*pty*). Die binären Variablen für andere Kreditzwecke wurden als Standardfall nicht berücksichtigt.

Binäre Variablen für die Nationalität des Schuldners (= 1) für China (CN), die SVR Hongkong (HK), Indonesien (ID), Korea (KR), Malaysia (MY), die Philippinen (PH), Taiwan (TW) und Thailand (TH).

Binäre Variablen für die Währung (= 1) für Hongkong-Dollar (*HKD*), Neue Taiwan-Dollar (*TWD*), Singapur-Dollar (*SGD*), Koreanische Won (*KRW*) und die Heimatwährung des Schuldners (*OWNCUR*).

grpnatmatch = binäre Variable (= 1), falls der Schuldner und der Eigentümer von zumindest einer der führenden Banken im Konsortium dieselbe Nationalität aufweisen.

**Determinanten der Beteiligung asiatischer Banken an Konsortialkrediten für
asiatische Schuldner**

	ASISHR	ASIJPSHR	ASIJPSHR		ASISHR	ASIJPSHR
Konstante	53,2 (8,8)	55,5 (9,9)	51,6 (10,0)	Konstante	36,8 (9,4)	45,2 (12,0)
<i>Ln size</i>	-5,2 (-6,7)	-3,8 (-5,5)	-2,3 (-3,4)	<i>Ln size</i>	-2,0 (-2,9)	-1,0 (-1,5)
<i>mat</i>	0,8 (2,5)	0,9 (2,8)	0,3 (1,0)	<i>mat</i>	-1,1 (-4,7)	-0,7 (-2,9)
<i>invgrade</i>	-7,2 (-1,7)	-3,7 (-0,8)	-1,5 (-0,3)	<i>invgrade</i>	-8,6 (-2,0)	-3,9 (-0,8)
<i>constrpty</i>	16,9 (3,3)	21,3 (4,4)	18,4 (4,0)	<i>CN</i>	12,5 (2,9)	1,9 (0,5)
<i>finservbk</i>	-1,5 (-0,3)	-1,0 (-0,2)	-4,8 (-1,0)	<i>HK</i>	5,7 (2,0)	4,0 (1,5)
<i>finservnb</i>	12,9 (2,5)	15,0 (3,0)	9,5 (2,1)	<i>ID</i>	-3,8 (-0,7)	20,6 (3,9)
<i>hightech</i>	9,9 (2,0)	12,1 (2,6)	2,5 (0,6)	<i>KR</i>	-2,7 (-0,9)	-5,2 (-1,8)
<i>utilities</i>	-0,6 (-0,1)	4,0 (0,8)	0,7 (0,1)	<i>MY</i>	8,3 (2,2)	8,2 (2,1)
<i>popserv</i>	12,2 (2,1)	13,0 (2,3)	7,4 (1,4)	<i>PH</i>	2,3 (0,7)	1,8 (0,6)
<i>state</i>	-5,6 (-0,9)	6,1 (1,0)	5,0 (0,8)	<i>TH</i>	0,9 (0,2)	-0,5 (-0,1)
<i>tradind</i>	5,6 (1,1)	10,0 (2,0)	6,2 (1,3)	<i>TW</i>	30,4 (11,2)	23,5 (9,4)
<i>transport</i>	8,7 (1,5)	13,1 (2,5)	10,4 (2,1)	<i>grpnatmatch</i>	22,1 (14,0)	19,8 (13,3)
<i>acqrecap</i>	-5,0 (-1,1)	-8,0 (-2,2)	-7,5 (-2,5)	<i>OWNCUR</i>	20,7 (10,3)	17,1 (9,7)
<i>project</i>	-18,7 (-4,4)	-15,3 (-3,6)	-12,4 (-3,3)	<i>R</i> ²	0,52	0,44
<i>airshp</i>	-33,3 (-7,6)	-39,3 (-9,2)	-33,2 (-8,2)			
<i>backup</i>	-3,0 (-0,5)	-5,8 (-1,0)	-8,0 (-1,7)			
<i>pty</i>	5,0 (1,1)	4,4 (1,0)	3,9 (0,9)			
<i>grpnatmatch</i>	28,7 (16,2)	24,1 (14,8)	20,4 (13,7)			
<i>HKD</i>			4,0 (1,8)			
<i>TWD</i>			32,6 (21,0)			
<i>SGD</i>			-1,5 (-0,5)			
<i>KRW</i>			7,4 (1,9)			
<i>R</i> ²	0,35	0,34	0,47			

Anzahl der Beobachtungen: 1 195. Gesamtbetrag: \$ 147,5 Mrd. Durchschnittlicher Anteil Asiens und Japans: 61,9% (ungewichtet). Durchschnittlicher Anteil Asiens und Japans: 62,6% (gewichtet nach Volumen). Anmerkung: Heteroskedastizitäts-konsistente T-Statistik nach White in Klammern.

Bibliografie

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2002): *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity 2001*, März.
- Clifford, M. L. und P. Engardio (2000): *Meltdown: Asia's boom, bust, and beyond*, Prentice Hall Press, Paramus, New Jersey.
- Fernandez, D. G. und A. Li (2002): „Asian dollar bonds: in a class by themselves”, *Asian credit markets research: Asia markets outlook and strategy*, J.P. Morgan Chase, 19. September, S. 3-6.
- Fung, B. S. C. und R. N. McCauley (2001): „Analyse der Zunahme der Fremdwährungseinlagen in Taiwan”, *BIZ-Quartalsbericht*, September, S. 55-63.
- Gadanecz, B. und K. von Kleist (2002): „Antizipiert das Konsortialkreditgeschäft die konsolidierte BIZ-Bankenstatistik?”, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 75-85.
- Li, A. (2002): „Introducing the JACI model portfolio”, *Asian Credit Research*, J.P. Morgan Chase, 2. Mai.
- Kleimeier, S. und W. Megginson (2000): „Are project finance loans different from other syndicated credits?”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, Teil 1, S. 75-87.
- Ma, G. und R. N. McCauley (2002): „Zunehmende Fremdwährungsliquidität der Banken in China”, *BIZ-Quartalsbericht*, September, S. 76-84.
- McCauley, R. N. und J. Hobson (2002): „The future of banking in Asia”, erscheint demnächst.
- McCauley, R. N., J. S. Ruud und P. D. Wooldridge (2002): „Globalisierung des internationalen Bankgeschäfts”, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 46-59.
- McCauley, R. N. und W. R. White (1997): „The euro and European financial markets”, in P. R. Masson et al. (Hrsg.), *EMU and the international monetary system*, IWF, Washington, S. 324-88.
- Park, Y. C. und K.-H. Bae (2002): „Financial liberalization and economic integration in East Asia”, vorgestellt an der PECC Finance Forum Conference, „Issues and prospects for regional cooperation for financial stability and development”, Honolulu, 11.-13. August.
- Wang, Y. (2002): „Korea's perspective on regional financial cooperation”, vorgestellt an der PECC Finance Forum Conference, „Issues and prospects for regional cooperation for financial stability and development”, Honolulu, 11.-13. August.

