

---

## Asiatische Märkte für Anleihen in Landeswährung<sup>1</sup>

*Die Liquidität der asiatischen Anleihemärkte in Landeswährung variiert nach Gesamtgrösse, Umsatz, Umfang der Emissionen und Streuung des Besitzes. In letzter Zeit hat die Renditenentwicklung bei höher rentierenden Vermögenswerten dazu geführt, dass Anleihen in Landeswährung insgesamt die Erträge von US-Schatzpapieren übertroffen haben.*

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

Die Entwicklung regionaler Anleihemärkte bildet im Rahmen verschiedener Initiativen einen Schwerpunkt der finanziellen Zusammenarbeit ostasiatischer Länder. Im Juni 2003 gaben elf Zentralbanken ihren Beschluss bekannt, zusammen rund US-\$ 1 Mrd. ihrer Währungsreserven in US-Dollar-Anleihen von Staaten oder staatsnahen Körperschaften aus acht der elf Volkswirtschaften anzulegen. Darüber hinaus begannen sie Fonds vorzubereiten, die in Anleihen in Landeswährung investieren (EMEAP 2003, 2004).

Welche Merkmale machen diese Anleihen in Landeswährung als Anlagekategorie so interessant? Mit dieser Frage setzt sich das vorliegende Feature auseinander. Es umfasst eine Einführung in die asiatischen Märkte für Anleihen in Landeswährung, eine Analyse ihrer Grösse und Liquidität sowie eine Beschreibung ihres Erfolgs in den letzten Jahren.

Der Umfang dieser Märkte macht asiatische Anleihen in Landeswährung zu einer potenziell wichtigen Anlagekategorie, doch mehrere Faktoren schränken die Liquidität ein. Seit der Asien-Krise sind diese Märkte und ihr liquidestes Segment so stark gewachsen, dass sie heute deutlich grösser sind als der Markt für asiatische US-Dollar-Anleihen. Die Liquidität der einzelnen asiatischen Anleihemärkte ist sehr unterschiedlich, und einige – insbesondere in Nordostasien – haben beachtliche Handelsvolumina erreicht. Wenn es um Liquidität geht, kommt es durchaus auf die Grösse an: Grössere Märkte haben ein grösseres Handelsvolumen, und dieses wiederum ermöglicht engere Geld-Brief-Spannen. Mit dem durchschnittlichen Umfang ihrer Emissionen steigt auch die Liquidität der Märkte; sie wird hingegen gedrückt, wenn grosse Bestände auf passive Anleger mit „Buy-and-hold“-Strategie konzentriert sind.

---

<sup>1</sup> Dieser Beitrag gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

Eine breitere Anlegerbasis, die auch gebietsfremde Anleger einschliesst, könnte die Liquidität somit verbessern, vielleicht besonders in Zeiten der Anspannung.

Zumindest die jüngsten Erfahrungen deuten darauf hin, dass diese weniger liquiden Märkte ansehnliche Erträge bieten. Während die Renditen bei Anleihen in Landeswährung teils höher, teils niedriger stehen als bei US-Schatzpapieren, erzielten asiatische Anleihen in Landeswährung ohne entsprechende Währungsabsicherung von Januar 2001 bis März 2004 höhere Erträge als US-Schatzpapiere mit ähnlichen Laufzeiten. Dieser Erfolg war weitgehend Kapitalgewinnen und höheren Renditen bei Anleihen zu verdanken, die von vornherein höher rentiert hatten. Wie sich diese Papiere in globale Anleihenportfolios einfügen, wird künftig noch zu untersuchen sein.

### Grösse der asiatischen Anleihemärkte in Landeswährung

Asiens Anleihemärkte in Landeswährung sind seit der Asien-Krise rasant gewachsen. Von 1997 bis 2002 hat sich ihre Grösse (ohne Australien, Japan und Neuseeland) mehr als verdoppelt. Der gesamte Umlauf erreichte zum Jahresende 2002 \$ 1,2 Bio. und entsprach damit rund 50% des regionalen BIP (Tabelle 1).<sup>2</sup> Treibende Kräfte dieses beeindruckenden Wachstums waren staatliche Massnahmen zur Erschliessung alternativer Wege der Finanzintermediation sowie der Finanzierungsbedarf für Bankensanierungen und Haushaltsdefizite.

Umlauf von über  
\$ 1 Bio. ...

Trotz des raschen Wachstums sind Asiens Märkte für Anleihen in Landeswährung noch unterentwickelt, wenn auch unterschiedlich stark. Im Vergleich mit den Märkten der USA oder Japans, deren Umlauf an inländischen Anleihen über 150% des BIP entspricht, sind sie klein; auch besteht die Hälfte des Marktes aus Staatsanleihen. Die Unternehmen finanzieren sich vorwiegend über Bankkredite und Eigenkapital.<sup>3</sup> Zudem sind die Märkte u.a. durch Quellensteuern, regulatorische und rechtliche Faktoren sowie Mängel der Infrastruktur in einem gewissen Ausmass voneinander und von den Weltmärkten für festverzinsliche Papiere isoliert.

Der „investierbare“ Anteil dieser Märkte ist weit kleiner als der gesamte Umlauf, aber nicht ohne Bedeutung. Das Spektrum der Anlagemöglichkeiten in Inlandsanleihen, wie es der Asian Local Currency Bond Index von HSBC definiert, hatte im März 2004 eine Kapitalisierung von rund \$ 270 Mrd., weniger als ein Viertel des Umlaufs von \$ 1,2 Bio. Wegen der Kapitalverkehrskontrollen

... davon nur ein  
kleinerer Anteil  
leicht zugänglich ...

---

<sup>2</sup> Die in Tabelle 1 für Staatsanleihen angegebenen Beträge geben kein vollständiges Bild ab, da Schuldtitel der Zentralbanken nicht berücksichtigt sind. In einigen Volkswirtschaften emittiert die Zentralbank eigene Schuldtitel, um Devisenkäufe zu finanzieren bzw. zu „sterilisieren“ (McCauley 2003). In Korea sind z.B. Geldwertstabilisierungsanleihen mit Anfangslaufzeiten von bis zu zwei Jahren im Umlauf, deren Wert mit inzwischen 100 Bio. Won etwa dem der gesamten Staatsanleihen in Tabelle 1 entspricht. Ähnliche Zentralbankschulden, wenn auch im Allgemeinen mit kürzeren Laufzeiten, finden sich in China, Indonesien, Malaysia, Taiwan (China) und Thailand.

<sup>3</sup> Dieses Muster der Unternehmensfinanzierung ist auch in Europa zu beobachten.

Umfang der inländischen Anleihemärkte in EMEAP-Volkswirtschaften, 2002						
Volkswirtschaft	Anleihemarkt		Darunter:			
			Staatsanleihen		Unternehmensanleihen	
	Mrd. US-Dollar	in % des BIP	Mrd. US-Dollar	in % des Gesamtvolumens	Mrd. US-Dollar	in % des Gesamtvolumens
Australien	208	53	71	34	58	28
China	465	38	243	52	10	2
Hongkong SVR	68	42	15	22	5	7
Indonesien	56	31	54	96	2	4
Japan	6 735	161	4 838	72	753	11
Korea	381	76	96	25	151	40
Malaysia	83	87	34	41	38	46
Neuseeland <sup>1</sup>	18	29	18	..	..	..
Philippinen	26	34	25	97	1	3
Singapur	53	60	33	62	3	5
Thailand	47	38	29	61	7	14
Insgesamt	8 140	115	5 456	67	1 027	13
Insgesamt ohne Japan	1 405	48	618	44	274	19
Insgesamt ohne Australien, Japan und Neuseeland	1 179	48	528	45	216	18
<i>Nachrichtlich:</i>						
<i>Indien</i>	156	34	154	99	2	1
<i>Taiwan, China</i>	107	38	61	57	33	31
<i>USA</i>	16 324	156	4 537	28	2 421	15

Anmerkung: Unternehmensanleihen ohne Anleihen von Finanzinstituten.

<sup>1</sup> Daten zu Anleihen des privaten Sektors nicht verfügbar.

Quellen: Deutsche Bank (2003); Hong Kong Monetary Authority; Reserve Bank of New Zealand; CEIC; IFS; BIZ.      Tabelle 1

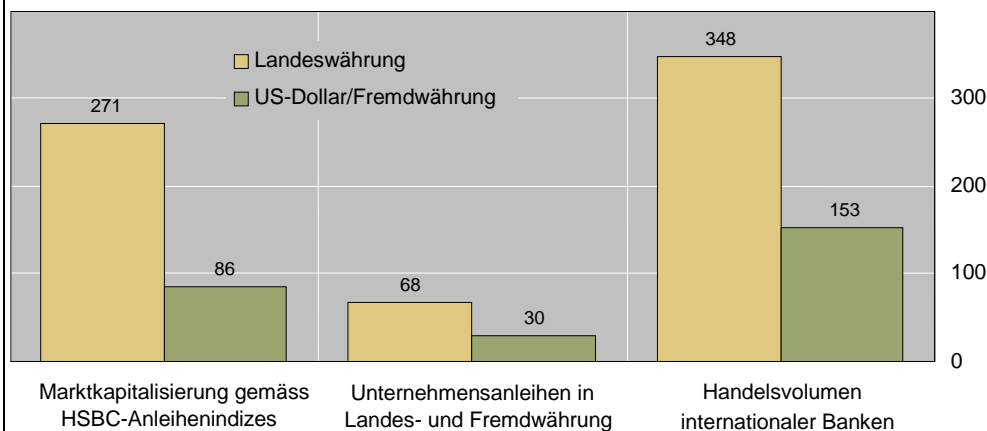
berücksichtigt HSBC chinesische Anleihen nicht. Ebenfalls nicht berücksichtigt werden Anleihen zur Rekapitalisierung illiquider Banken in Indonesien und Retail Bonds für den inländischen Privatkundenmarkt, die in Thailand im Jahr 2002 emittiert wurden, um die Kosten der Rettung von Banken zu decken.

... dennoch mehr als bei asiatischen Dollar-Anleihen

Im Vergleich mit den Märkten für Anleihen in Fremdwährung haben die Märkte für Anleihen in Landeswährung dennoch wesentlich mehr Grösse, umfangreichere Emissionen und höhere aggregierte Handelsvolumina zu bieten. Schon der investierbare Anteil der lokalen Märkte ist, gemessen am HSBC Asian US Dollar Bond Index wie auch am ähnlichen JPMorgan Asian Credit Index, mit einer Kapitalisierung von rund \$ 86 Mrd. bzw. rund \$ 94 Mrd. grösser als der asiatische US-Dollar-Anleihemarkt (Grafik 1). Am Primärmarkt war der Absatz in letzter Zeit sowohl bei Staatsanleihen als auch bei Unternehmensanleihen in Landeswährung höher als in Fremdwährung (Reserve Bank of Australia 2003, Fernandez/Klassen 2004). Für den Sekundärmarkt weisen allein die multinationalen Finanzunternehmen, aus denen die Emerging Markets Traders Association (EMTA) besteht, im Jahr 2003 bei den asiatischen Anleihen in Landeswährung ein mehr als doppelt so hohes Handelsvolumen

## Landes- und Fremdwährungsanleihen in Ostasien: Grösse, Absatz und Handel

Mrd. US-Dollar



Anmerkung: Die Marktkapitalisierung ist den Indizes für asiatische Anleihen in Landeswährung und in US-Dollar von HSBC entnommen; Indexstand März 2004. Unternehmensanleihen in Landes- und Fremdwährung von 1998 bis 2003 gemäss Fernandez und Klassen (2004). Handelsvolumen der Landeswährungsanleihen und Eurobonds, gemeldet von internationalen Banken für 2003, gemäss EMTA (2004).

Quellen: Bloomberg; BondWare; EMTA; HSBC.

Grafik 1

aus wie bei den internationalen asiatischen Anleihen. Nur für Anleihen von Schuldern in China, Indonesien und den Philippinen werden mehr Transaktionen in internationalen Anleihen ausgewiesen.

### Liquidität der asiatischen Anleihemärkte in Landeswährung

An einem liquiden Markt können Transaktionen ohne Preiswirkung kostengünstig und schnell durchgeführt werden. Liquidität hat mehrere Aspekte: Breite, Tiefe, Unmittelbarkeit und Widerstandsfähigkeit (CGFS 2000). Für den Grad an Marktbreite ist der Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufspreis ausschlaggebend, z.B. die Geld-Brief-Spanne an einem durch Kursstellung geprägten Markt. Markttiefe bezieht sich auf den Umfang der Transaktionen, die ohne Preiswirkung absorbiert werden können. Unmittelbarkeit steht für die Geschwindigkeit, mit der Orders ausgeführt werden können, und Widerstandsfähigkeit dafür, wie leicht die Kurse nach vorübergehenden Order-Ungleichgewichten zum „Normalwert“ zurückkehren. Zwischen diesen verschiedenen Aspekten können Wechselwirkungen bestehen. Beispielsweise kann der Wettbewerb unter Marktmachern oder der regulatorische Rahmen für engere Geld-Brief-Spannen sorgen. Dadurch kann sich jedoch die Rentabilität verschlechtern, sodass weniger Kapital für Marktmacherdienstleistungen eingesetzt wird. Ein liquider Markt für Staatsanleihen ist wichtig für die Finanzierungsliquidität, denn er verbessert die Fähigkeit der Finanzinstitute, durch Verkauf von Staatspapieren Werte zu realisieren.

### Messgrößen für Liquidität

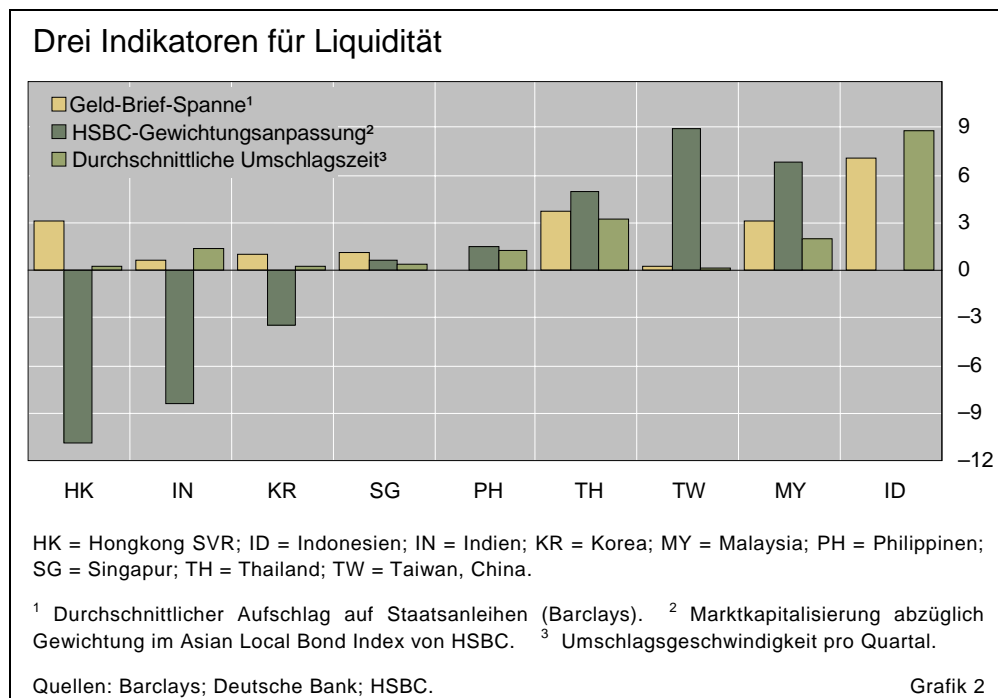
Drei Messgrößen

Da Liquidität ein multidimensionaler Begriff ist, berücksichtigt diese Untersuchung mehrere Indikatoren: die Einschätzung eines Marktmachers, den Umsatz und die Geld-Brief-Spanne. Wie sich zeigt, sind diese Indikatoren weitgehend konsistent (Grafik 2).

HSBC gewichtet seinen Local Bond Index aufgrund seiner Einschätzung der Liquidität, Zugänglichkeit und Infrastruktur höher oder niedriger, als die Marktkapitalisierung allein rechtfertigen würde. Die übergewichteten Märkte der SVR Hongkong, Indiens und Koreas haben laut HSBC eine höhere Liquidität und Zugänglichkeit als die anderen Märkte.

Diese Einschätzung entspricht ungefähr dem zweiten Indikator – dem Umsatz und seinem Verhältnis zur Marktkapitalisierung. Gemessen an der Umsatzfrequenz erfreuen sich Hongkong, Taiwan (China),<sup>4</sup> Korea und Singapur liquiderer Anleihemärkte.

Ein ähnliches Bild ergibt der dritte Indikator, der Durchschnitt der ausgewiesenen Geld-Brief-Spannen. Dieser liegt zwischen etwa 1 Basispunkt (Indien, Korea, Singapur und Taiwan) und 7 Basispunkten (Indonesien). Die ausgewiesenen Spannen sind generell eng, selbst im Vergleich mit den liquiden Märkten für US-Schatzpapiere, deren Geld-Brief-Spannen von 0,5 Basispunkten für Schatzwechsel bis zu 3 Basispunkten für Schatzanleihen betragen. Fleming (2003) stellt zwar fest, dass die Geld-Brief-Spanne der beste Indikator für die Liquidität ist; die Enge dieser Spanne in Ostasien kann jedoch zum Teil



<sup>4</sup> Im Folgenden Taiwan.

Vorschriften der jeweiligen Staaten oder Börsen widerspiegeln, die die Geld-Brief-Spannen der Marktmacher einschränken. Die angesichts der engen Spanne zu vermutende Liquidität kann durch eine geringere Markttiefe gemindert werden.

#### *Bestimmungsfaktoren der Liquidität*

Nicht nur bei der Messung der Liquidität, sondern auch bei der Ermittlung ihrer Bestimmungsfaktoren sind mehrere Aspekte zu beachten (CGFS 2000). Auf der Angebotsseite könnte die Grösse der Anleihenmärkte in Asien – für die Eichengreen und Luengnaruemitchai (2004) einen empirischen Bezug zur Grösse der jeweiligen Volkswirtschaft feststellen – zu ihrer mangelnden Tiefe und Liquidität beitragen. Auch der geringe Umfang der einzelnen Emissionen, der ein Merkmal fehlender Markttiefe sein könnte, kann den Handel und dadurch die Liquidität schwächen. Auf der Nachfrageseite könnte eine schmale, von lokalen Geschäftsbanken und/oder einem staatlichen Pensionsfonds dominierte Anlegerbasis zu einem einseitigen Anleihemarkt führen, an dem jeweils alle Akteure gleichzeitig zu verkaufen oder zu kaufen suchen. Fehlende oder kostenintensive Absicherungsinstrumente und Beschränkungen für Leerverkäufe könnten Handelsstrategien fördern, die die kurzfristige Marktdynamik nutzen und eine breite Marktbeteiligung erschweren. Richtet sich die Nachfrage hingegen nach dem historischen Wert statt dem Marktwert, könnten „Buy-and-hold“-Strategien in einem Masse zunehmen, das der Marktliquidität abträglich wäre (Mohanty 2002).

In Asien ist die Liquidität der Märkte durchaus von ihrer Grösse abhängig (Grafik 3 obere Felder). Ein grösserer Markt ist meist mit höheren Handelsvolumina verbunden (beide Variablen sind logarithmiert) und diese wiederum mit engeren Geld-Brief-Spannen. Diese Beziehung ist ähnlich (wenn auch etwas schwächer) wie die an den Staatsanleihenmärkten der Zehnergruppe zu beobachtende Beziehung zwischen Grösse, Umsatz und Liquidität, die laut McCauley und Remolona (2000) auf Grössenvorteilen bei der Marktmachertätigkeit beruht.

Nach dem Erfolg von Märkten für Futures auf Staatsanleihen sowie den Geld-Brief-Spannen an den Märkten der Zehnergruppe zu urteilen, dürfte die erforderliche Mindestgrösse laut McCauley und Remolona (2000) bei rund \$ 100–200 Mrd. liegen. Asien, China und Indien haben diese Schwelle überschritten; Korea und Taiwan nähern sich ihr. Allerdings zeigt die Entwicklung in Australien, dass Kassa- ebenso wie Futures-Märkte für Staatsanleihen unter den richtigen Umständen auch bei weit geringerer Grösse liquide bleiben können (Australia 2003). Andererseits kann die Schwelle von \$ 100–200 Mrd. unter weniger günstigen Bedingungen auch zu niedrig sein.

Einzelemissionen von grossem Umfang sind ein Gradmesser für Markttiefe (die selbst ein Indikator für Liquidität ist), können die Liquidität aber auch dadurch fördern, dass sie mehr Handelsaktivität anziehen. In Asien korreliert die durchschnittliche Grösse der Emissionen negativ mit den Geld-Brief-Spannen; dies deutet auf eine höhere Liquidität der Anleihenmärkte mit im Durchschnitt umfangreicheren Emissionen hin (Grafik 3 unten links). Auch hier

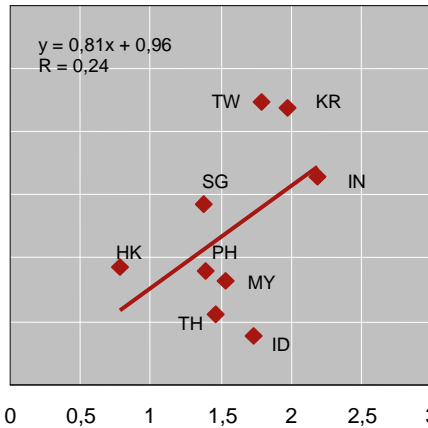
Faktoren auf der Angebotsseite: Marktgrösse ...

... und Grösse der einzelnen Emissionen

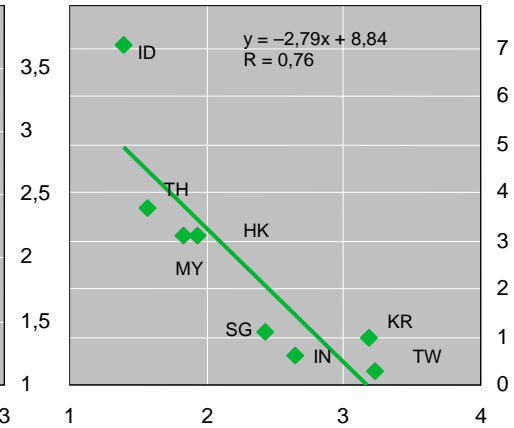
## Liquidität an ostasiatischen Anleihemärkten

Umfang, Handel, Emissionsgrösse und Konzentration

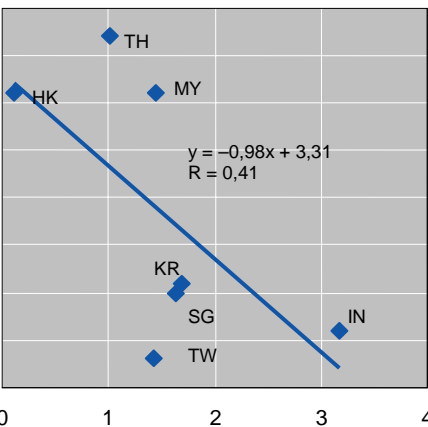
Umfang (x-Achse) und Handelsvolumen (y-Achse)<sup>1</sup>



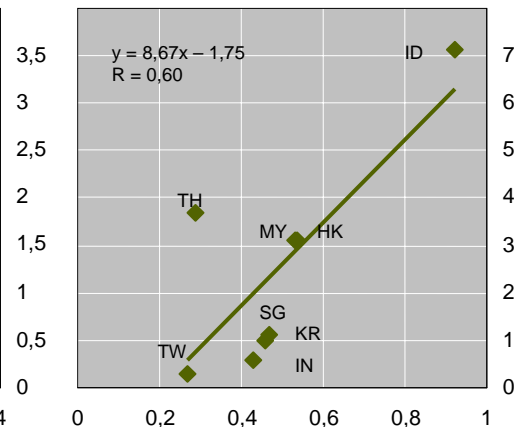
Handelsvolumen (x-Achse)<sup>1</sup> und Geld-Brief-Spanne (y-Achse)<sup>2</sup>



Emissionsgrösse (x-Achse)<sup>1</sup> und Geld-Brief-Spanne (y-Achse)<sup>2</sup>



Konzentration der Anleihenbestände (x-Achse)<sup>3</sup> und Geld-Brief-Spannen (y-Achse)<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Mrd. US-Dollar; logarithmisiert. <sup>2</sup> Basispunkte. <sup>3</sup> Herfindahl-Hirschman-Index.

Quellen: Barclays Capital; Bloomberg; Deutsche Bank; HSBC; Berechnungen der BIZ.

Grafik 3

stehen China und Indien mit durchschnittlichen Grössen von über \$ 3 Mrd. weit vorn. So ist es in grösseren Volkswirtschaften zweifellos einfacher als in kleineren, die Liquidität der Anleihemärkte zu fördern, doch mit umsichtigem Schuldenmanagement ist mehr Liquidität zu erreichen, als die Marktgrösse allein vermuten liesse.

Ein Weg zum Erreichen von Grösse ist die Zusammenlegung verschiedener Arten von Schuldtiteln. In asiatischen Volkswirtschaften hat dies zwei Aspekte: wenige oder viele Laufzeiten, ein einziger staatlicher Emittent oder mehrere. Bei der Laufzeit gilt es zwischen einer Konzentration auf Emissionen von Referenzwerten und dem Angebot einer kontinuierlichen Renditenstrukturkurve bei gleichzeitiger Verlängerung der Laufzeiten zu wählen. Industrieländer mit Haushaltsüberschüssen neigen zur Konzentration auf wenige, grosse Referenzwerte, um die Liquidität zu bewahren. In Indien, Taiwan und Thailand scheint es noch Spielraum zu geben, um den Umfang der Emissionen von

Referenzwerten zu steigern, da die Korrelation zwischen der maximalen und der minimalen bzw. der durchschnittlichen Grösse hier relativ gering ist (zumindest bei den Anleihen, die der HSBC Asian Local Currency Bond Index berücksichtigt). Gleichzeitig splittet eine Vielzahl von Emittenten den Markt in vergleichsweise weniger liquide Segmente auf. Die ostasiatischen Staaten könnten zur Vereinheitlichung des inländischen Anleihemarktes ihren eigenen Haushaltsbedarf „überfinanzieren“ und den Erlös als Einlagen bei der Zentralbank platzieren, sodass diese ihre an das Anlagepublikum ausgegebenen Schuldtitel ablösen kann, wie McCauley (2003) vorschlägt.

Eine schmale, von Banken beherrschte Anlegerbasis hemmt die Entwicklung eines liquiden sekundären Anleihemarktes. In Asien halten Banken durchschnittlich über die Hälfte der inländischen Schuldtitel – weit mehr als in anderen aufstrebenden und in entwickelten Volkswirtschaften. Stärker konzentrierte Anleihebestände gehen mit breiteren Geld-Brief-Spannen einher; dies deutet darauf hin, dass die Konzentration der Anleihebestände in Asien die Liquidität beeinträchtigt (Grafik 3 unten rechts). Die Konzentration der Anleihebestände wird anhand des Standardindex von Herfindahl-Hirschman (HH) gemessen, der als die Summe der quadrierten Marktanteile definiert ist. Je höher der HH-Index, desto konzentrierter ist der Markt. Eine verstärkte Beteiligung institutioneller und gebietsfremder Anleger – die hier, in scharfem Gegensatz zu den Aktienmärkten in der Region, durch Abwesenheit auffallen – könnte dazu beitragen, die Marktkonzentration zu verringern, und dadurch die Liquidität verbessern.

Quellensteuern können das Interesse gebietsfremder Anleger an asiatischen Anleihen in Landeswährung dämpfen (Takeuchi 2004). In den meisten Fällen ausser Hongkong sind solche Steuern ein Problem; es ist allerdings nicht klar, inwieweit die Zinseinbussen oder der für die Erstattung von Quellensteuern erforderliche Aufwand an Zeit und Mühe die geringe Beteiligung gebietsfremder Anleger an den lokalen Märkten erklärt. In Korea sind offenbar Long-Positionen in 3-Jahres-Futures auf Staatsanleihen (und nicht der Kassamarkt) das wichtigste Instrument der Beteiligung von Gebietsfremden; dies lässt vermuten, dass Quellensteuern das Haupthemmnis sein könnten.

Lücken bei den Märkten für Absicherungsinstrumente wie z.B. Zinsswaps und Futures auf Staatsanleihen sowie unterentwickelte Refinanzierungsmärkte, z.B. Repo-Märkte, können die Liquidität der Märkte für Inlandsanleihen in Asien beeinträchtigen (Barclays 2003, Hohensee/Lee 2004). Swapmärkte sind, ausser in Hongkong und Singapur, in vielen Ländern entweder unterentwickelt oder inaktiv, vor allem aufgrund regulatorischer Beschränkungen und des Mangels an verlässlichen Referenzsätzen. In Hongkong, Singapur, Korea, Taiwan, Malaysia und Indien wurden Versuche mit börsengehandelten Futures unternommen; doch nur die Futures auf koreanische 3-Jahres-Anleihen erreichten eine kritische Masse. Die Entwicklung der Repo-Märkte ist ungleichmässig, da sie zum Teil durch Regulierung und Besteuerung gehemmt wird. An den meisten Transaktionen sind Zentralbanken beteiligt; in Korea, Malaysia und Singapur gibt es begrenzte Händlermärkte. Bei den meisten Landeswährungen unterliegt die Absicherung durch Terminkontrakte Beschränkungen, doch die steigende Liquidität von Terminkontrakten ohne Lieferung

Faktoren auf der Nachfrageseite: breite Anlegerbasis ...

... und Märkte für Absicherungsinstrumente



kann die Beteiligung gebietsfremder Anleger an Märkten für Anleihen in Landeswährung durch die Verfügbarkeit von Absicherungsinstrumenten erleichtern (Ma et al. 2004).

#### *Liquidität in Anspannungssituationen*

Für die Liquidität in Anspannungssituationen, die für die asiatischen Inlandsmärkte eine besondere Herausforderung sein kann, gelten nicht unbedingt die gleichen Messgrößen und Bestimmungsfaktoren wie für die Liquidität unter normalen Marktbedingungen. Selbst gut entwickelte Anleihemärkte können in rückläufigen Phasen wie im Jahr 1994 oder Mitte 2003 (Borio/McCauley 1996) unter Druck geraten. Für die ostasiatischen Märkte können Zeiten der Anspannung aufgrund ihrer geringen Grösse, schwächeren Liquidität und weniger diversifizierten Anlegerbasis noch schwieriger werden.

Die Märkte Koreas und Thailands haben Beispiele dafür geliefert, dass Märkte ebenso wie einzelne Finanzinstitute zur Zielscheibe eines Runs werden können (Borio 2000). Zu solchen Runs kann es im Zentrum eines Marktes kommen, etwa wenn Händler an der Solvenz und Liquidität anderer Händler zu zweifeln beginnen (Kontrahentenrisiken an einem ausserbörslichen Markt), doch jüngere Fälle in Asien zeigen, dass die Runs bei den Endanlegern beginnen können: Als Reaktion auf negative Kursbewegungen infolge generell höherer Zinssätze oder unerwarteter Konkurse von Schuldnern versuchten Anleger, die bei Nichtbank-Finanzinstituten in Anleihen investiert hatten, ihre Mittel abzuziehen. Dies zwang die Finanzinstitute, ihrerseits ihre Anleihebestände zu liquidieren, sodass die Liquidität der Anleihemärkte versiegt (s. Kasten auf S. 86).<sup>5</sup>

Runs auf  
Anleihemärkte

#### Renditen und Erträge asiatischer Anleihen in Landeswährung

Bei den Renditen auf Anleihen in Landeswährung ist eine erhebliche Streuung zu beobachten; sie rentieren teils höher, teils niedriger als US-Schatzpapiere. Die Renditenaufschläge asiatischer Anleihen zu US-Schatzpapieren variieren zwischen -270 und +1 350 Basispunkten, während asiatische Staatsanleihen in US-Dollar ausnahmslos höher rentieren als die entsprechenden US-Schatzanweisungen und die Renditenaufschläge sich in der Grössenordnung 50–800 Basispunkte bewegen (Tabelle 2). Anleihen in Landeswährung von Singapur, Taiwan und in jüngster Zeit der SVR Hongkong werden mit niedrigeren Renditen als vergleichbare US-Schatzanweisungen gehandelt. In Singapur und Taiwan ist die Verzinsung infolge niedrigerer Leitzinsen und der erwarteten Aufwertung der Landeswährungen gegenüber dem US-Dollar geringer. Anleihen von Schuldnern in Hongkong boten bis September 2003 gewöhnlich einen Aufschlag gegenüber den entsprechenden US-Schatzpapieren, der das Risiko der Wechselkursfreigabe widerspiegelte, doch seither

Asiatische Anleihen  
in Landeswährung  
teils mit höheren,  
teils mit tieferen  
Renditen als  
US-Schatzpapiere

---

<sup>5</sup> Es ist nicht klar, ob die Clearing- und Abrechnungssysteme in Asien, die laut Braeckevelt (2004) Risiken des Abrechnungsprozesses nicht in allen Fällen ausreichend mindern, zu Liquiditätsverlusten bei Marktanspannungen beitragen.

## Volatilität und Liquidität in Asien

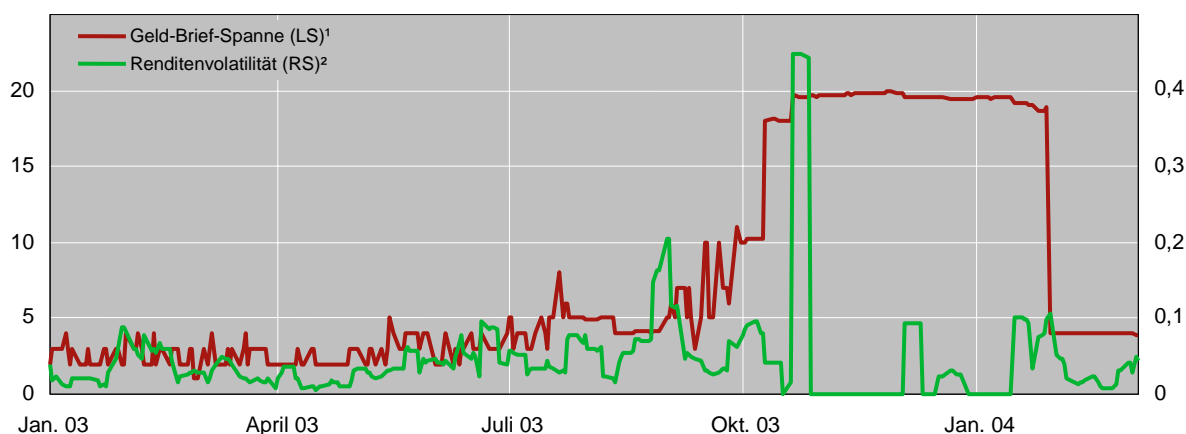
Zu Beginn des Jahres 2003 erlebte der koreanische Anleihemarkt seine dritte Krise seit der Asien-Krise von 1997–98. Gemeinsame Faktoren der drei Krisen waren ein Schock in der Bewertung eines Privatunternehmens (Daewoo, Hyundai, SK Group/LG Card), ein Run der Privathaushalte und Unternehmen auf in Anleihen investierte Investmentgesellschaften, Notverkäufe von Anleihen (insbesondere Staatsanleihen), Illiquidität und schliesslich staatliche Intervention.

Danach führten die Verkaufswelle an den Märkten für US-Schatzpapiere im Sommer 2003 sowie inländische Entwicklungen zu Volatilitätsschüben an den asiatischen Märkten für Anleihen in Landeswährung und beeinträchtigten die Marktliquidität. In der zweiten Jahreshälfte 2003 rentierten Anleihen mit 10-jähriger Laufzeit in China, Singapur, Taiwan und Thailand ausnahmslos schlechter als vergleichbare US-Schatzanweisungen.

In China hatten die Erhöhung der Mindestreserveanforderungen im September, der Anstieg der Inflation und die Erwartung eines umfangreichen Angebots an Schatzanleihen eine grosse Verkaufswelle an einem von Geschäftsbanken beherrschten Anleihemarkt zur Folge. Die Renditen 10-jähriger Anleihen stiegen von 2,9% im September auf 3,9% im November. Diese Steigerung führte zu einem Liquiditätsschwund am Primärmarkt mit unzureichender Zeichnung und Stornierung neuer Emissionen von Schatzanleihen.

Die Verkaufswelle am Markt für Anleihen in thailändischen Baht wurde durch die Volatilität der Märkte für US-Schatzpapiere ausgelöst. Doch inländische Faktoren – die Lockerung von Beschränkungen für Kapitalabflüsse, Ungewissheit über den Zeitpunkt der Emission von Staatsanleihen sowie die Stärke des Aktienmarktes – trieben die Baht-Renditen auch nach der Stabilisierung der US-Märkte weiter in die Höhe. Der Nettovermögenswert von Rentenfonds brach ein, da es an Absicherungsinstrumenten fehlte. Daraufhin zogen viele Anleger ihre Mittel ab. Investmentfonds mussten Anleihen veräussern, um Rücknahmeaufträge zu erfüllen, sodass die Anleihekurse weiter gedrückt wurden. Ab Juni nahm die Kursvolatilität zu, und die Geld-Brief-Spannen setzten zu einem Höhenflug von rund 3 Basispunkten auf 10 Basispunkte und weiter bis zu fast 20 Basispunkten an (s. unten stehende Grafik). Zwar stiegen die Geld-Brief-Spannen auch an den volatilen Märkten für US-Schatzpapiere, doch die Bewegung am thailändischen Markt war weit stärker und hielt länger an (Kos 2003). Das tägliche Handelsvolumen fiel von rund 10 Mrd. Baht auf unter 1 Mrd. Baht.

### Renditenvolatilität und Geld-Brief-Spanne für thailändische Staatsanleihe mit Fälligkeit 2012



<sup>1</sup> Basispunkte. <sup>2</sup> Standardabweichungen der täglichen Renditenveränderungen in der Vorwoche.

Quellen: Bloomberg; HSBC; Berechnungen der BIZ.

fielen die Renditen der Hongkong-Anleihen aufgrund einer erwarteten Aufwertung des Renminbi hinter die Renditen von US-Papieren zurück. In China und Malaysia blieben die Renditen aufgrund der Kapitalverkehrs-

kontrollen niedriger als US-Renditen, trotz der festen Wechselkurse gegenüber dem Dollar und obwohl bis zum Jahr 2003 keine Aufwertung erwartet wurde. In Thailand führten niedrige Leitzinsen und die Erwartung einer Baht-Aufwertung während eines grossen Teils des vergangenen Jahres zu einer rückläufigen Verzinsung, doch in jüngster Zeit haben die inländischen Renditen infolge eines rascheren Wachstums und einer deutlich geringeren Deflationsgefahr angezogen.

Während der letzten drei Jahre erzielten diese relativ hoch rentierenden Instrumente generell höhere Erträge in Landeswährung (Tabelle 2). Die höher rentierenden indischen und philippinischen Anleihen waren aufgrund von Kapitalgewinnen während des Rückgangs der Renditen, aber auch aufgrund der höheren Renditen selbst erfolgreicher. Anleihen mit geringeren Renditen als vergleichbare US-Schatzanleihen brachten generell auch geringere Erträge in Landeswährung.

Da die Wechselkurse gegenüber dem Dollar während dieses Zeitraums im Durchschnitt relativ stabil blieben, ergab eine Mischung aus Erträgen in Landeswährungen beachtliche Erträge in US-Dollar. Dies zeigt ein Vergleich der in Landeswährung und in US-Dollar berechneten Gesamterträge asiatischer Anleihen in Landeswährung (ohne Absicherung der Positionen), wie sie HSBC zusammenstellt, mit den entsprechenden Erträgen aus US-Schatzpapieren, wie sie die European Federation of Financial Analysts' Societies (EFFAS) zusammenstellt. Da Angaben über diese Erträge nur für Indizes verfügbar sind, wird hier jeweils der EFFAS-Index zum Vergleich mit dem asiatischen Index der entsprechenden Laufzeit herangezogen.

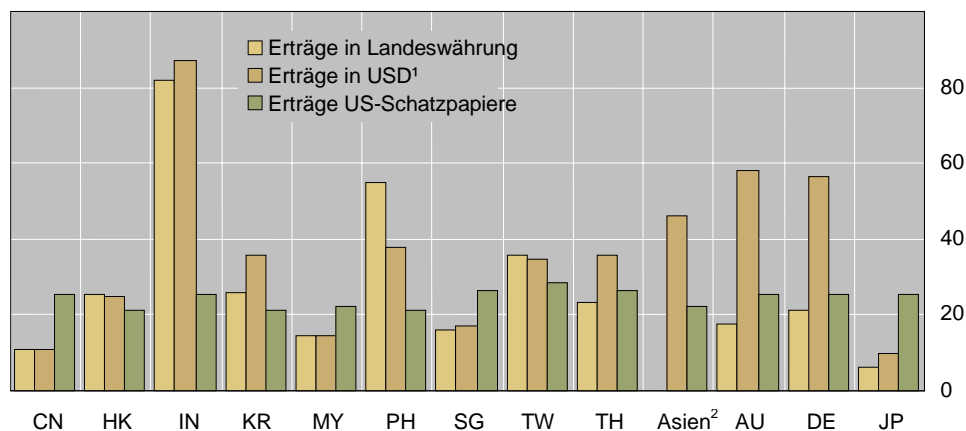
Renditenaufschläge und Renditen bei asiatischen Anleihen in Landeswährung			
Prozent			
	Renditen-aufschlag <sup>1</sup> 31. Jan. 2001	Renditen-aufschlag <sup>1</sup> 1. März 2004	Ertrag auf Index <sup>2</sup>
China 11-jährig	-1,64 <sup>3</sup>	0,44	10,94
Hongkong SVR 5-jährig	0,61	-0,33	25,42
Indien 10-jährig	5,45	1,29	81,65
Korea 3-jährig	0,93	2,64 <sup>4</sup>	25,99
Malaysia 10-jährig	-0,01	0,69	14,30
Philippinen 3-jährig	11,94 <sup>5</sup>	9,60	54,88
Singapur 10-jährig	-1,42	-0,71	16,16
Taiwan, China 10-jährig	-0,04	-1,44	35,65
Thailand 10-jährig	-0,27	0,42	23,20

<sup>1</sup> Aufschlag auf US-Schatzpapiere der entsprechenden Laufzeit. <sup>2</sup> Von Januar 2001 bis März 2004; Ertrag auf Index in Landeswährung, ermittelt von HSBC. <sup>3</sup> 11. Oktober 2001. <sup>4</sup> 27. Februar 2004. <sup>5</sup> 19. Oktober 2001.

Quellen: Bloomberg; HSBC; Berechnungen der BIZ. Tabelle 2

## Erträge von asiatischen Anleihen in Landeswährung und von US-Schatzpapieren

Januar 2001 – März 2004



AU = Australien; CN = China; DE = Deutschland; HK = Hongkong SVR; IN = Indien; JP = Japan; KR = Korea; MY = Malaysia; PH = Philippinen; SG = Singapur; TH = Thailand; TW = Taiwan, China.

<sup>1</sup> Nicht abgesichert. <sup>2</sup> Aufgeführte asiatische Länder, ohne Japan.

Quellen: Bloomberg; HSBC; Berechnungen der BIZ.

Grafik 4

Diesen Indizes zufolge übertrafen die Gesamterträge asiatischer Inlandsanleihen von Januar 2001 bis März 2004 die der vergleichbaren US-Schatzobligationen (Grafik 4). Insbesondere waren die Gesamterträge in US-Dollar aus dem HSBC Asian Local Bond Index während dieses Zeitraums um etwa 24 Prozentpunkte höher als die der vergleichbaren US-Schatzpapiere.<sup>6</sup> Während dieser 39 Monate brachten asiatische Inlandsanleihen in jeder Volkswirtschaft ausser China, Malaysia und Singapur (wo die Renditen generell niedrig und die Währungen stabil waren) in US-Dollar berechnet höhere Erträge als US-Schatzpapiere. In Korea und Thailand trug die Aufwertung der Währung signifikant zum Anstieg der Erträge bei; hier lagen die Dollar-Erträge um 10–13 Prozentpunkte über den Erträgen in Landeswährung. Im Gegensatz hierzu verringerte die Schwäche der philippinischen Währung die Erträge in Landeswährung um 17 Prozentpunkte, doch diese Wechselkursverluste wurden durch höhere Renditen und Kapitalzuwächse mehr als aufgewogen. In Indien und in weit geringerem Masse auch in Hongkong führten diese Faktoren, wie bereits angemerkt, im gleichen Zeitraum zu höheren Erträgen.<sup>7</sup>

Diese Erträge asiatischer Anleihen in Landeswährung lassen sich mit den Erträgen von Anleihen in australischen Dollar, Euro und Yen vergleichen. Die Gesamterträge in US-Dollar aus asiatischen Anleihen blieben in den

Höhere Erträge als bei US-Schatzpapieren ...

... jedoch nicht gegenüber Anleihen in Euro oder australischen Dollar

<sup>6</sup> Der HSBC Asian Local Bond Index, ein Index für die Gesamterträge asiatischer Inlandsanleihen, erfasst die SVR Hongkong, Indien, Korea, Malaysia, die Philippinen, Singapur, Taiwan sowie Thailand und wird in US-Dollar berechnet. China wird nicht berücksichtigt, da sein Anleihemarkt nicht für ausländische Anleger geöffnet worden ist.

<sup>7</sup> S. Remolona/Schrijvers (2003) über höher rentierende Anleihen und Erträge.

39 Monaten um rund 10 Prozentpunkte hinter den Erträgen aus Anleihen in australischen Dollar oder Euro zurück; die einzige Ursache hierfür war die Stärke dieser Währungen gegenüber dem US-Dollar.<sup>8</sup> Asiatische Anleihen brachten höhere Dollar-Erträge als japanische Anleihen.

Geringere Bonität

Da asiatische Anleihen mit grösseren Kreditrisiken behaftet sind, hätten die realisierten Erträge allein nicht notwendigerweise ausgereicht, um diese Anleihen attraktiv für Anleger zu machen. Asiatische Staatsanleihen haben in Landeswährung generell bessere Ratings als in US-Dollar (Kisselev/Packer 2004). Dennoch blieben diese Anleihen während des untersuchten Zeitraums mit einem durchschnittlichen Rating von etwa A/A2 hinter US-Schatzpapieren, den besten europäischen Staatspapieren und australischen Staatspapieren zurück. Darüber hinaus zeigte sich im gleichen Zeitraum ein Trend zu höheren Ratings in Asien, sodass eine Steigerung der realisierten Erträge zu erwarten ist.

## Zusammenfassung

Asiatische Anleihemärkte in Landeswährung haben seit der Asien-Krise eine beachtliche Grösse erreicht. Die Liquidität ist in den einzelnen asiatischen Volkswirtschaften sehr unterschiedlich; grössere Märkte und umfangreichere Emissionen steigern die Liquidität, während eine Konzentration von Anleihebeständen bei passiven Anlegern mit „Buy-and-hold“-Strategie sie verringert. Dies impliziert, dass Massnahmen zur Konsolidierung mehrerer Marktsegmente, z.B. weniger zahlreiche, aber umfangreichere Emissionen und die Zusammenlegung von Staats- und Zentralbankschulden, zu besserer Liquidität beitragen würden. Auch Bemühungen, Märkte für Absicherungsgeschäfte zu entwickeln und eine breite Anlegerbasis aufzubauen, könnten der Liquidität zugute kommen. Solche Massnahmen könnten die Wahrscheinlichkeit verringern, dass Märkte für Anleihen in Landeswährung bei plötzlichen Änderungen der Liquiditätspräferenzen oder sonstigen Anspannungen kollabieren.

In den meisten ostasiatischen Volkswirtschaften erzielten asiatische Anleihen in Landeswährung ohne entsprechende Absicherung der Positionen, in US-Dollar berechnet, in letzter Zeit höhere Erträge als ähnliche Anlagen in US-Schatzpapieren, aber geringere Erträge als Anleihen in australischen Dollar oder Euro. Den grössten Beitrag zu diesem Ergebnis leisteten höher rentierende Inlandsanleihen, die von Kapitalgewinnen profitierten. In einem gewissen Ausmass spiegeln diese Erträge auch ein höheres Kreditrisiko wider.

---

<sup>8</sup> Die Erträge werden hier aus der Sicht eines in US-Dollar investierten Anlegers betrachtet, wie es für viele in Asien verwaltete Portfolios zutrifft. Für in Euro investierte Anleger wäre die Rangfolge die gleiche gewesen: Anleihen ohne Absicherung in Euro oder australischen Dollar hätten die höchsten Erträge erzielt, gefolgt von asiatischen Anleihen und dann US-Schatzpapieren.

## Bibliografie

- Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2000): *Market liquidity: research findings and selected policy implications*, BIZ, März.
- Australia, Commonwealth of (2003): „Statement 7: budget funding“, Budget for 2003/04, Canberra, Mai.
- Barclays (2003): „The Asian bond market: from fragmentation to aggregation“, Asian Rates and Credit Research, Barclays Research, Singapur, September.
- Borio, C. (2000): „Marktliquidität und Anspannungen: Ausgewählte Fragen und ihre Bedeutung für die Gestaltung der Rahmenbedingungen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November.
- Borio, C. und R. McCauley (1996): „The economics of recent bond market volatility“, *BIS Economic Papers*, Nr. 45, Juli.
- Braeckevelt, F. (2004): „Clearing, settlement and depository issues in Asia“, paper presented at the Korea University/BIZ conference *Asian bond markets: issues and prospects*, Seoul, März.
- Deutsche Bank (2003): „Asian local bond markets“, Emerging Markets – Global Markets Research, Singapur, Juni.
- Eichengreen, B. und P. Luengnaruemitchai (2004): „Why doesn't Asia have bigger bond markets?“, an der Korea University/BIZ-Konferenz *Asian bond markets: issues and prospects* präsentiertes Papier, Seoul, März.
- EMEAP (2003): „EMEAP central banks to launch Asian Bond Fund“, 2. Juni.
- (2004): „EMEAP central banks announce the initial structure of the Asian Bond Fund 2“, 15. April.
- Emerging Markets Traders Association (2004): *2003 Annual Debt Trading Volume Survey*, 19. Februar.
- Fernandez, D.G. und S. Klassen (2004): „Choice of currency by East Asia bond issuers“, an der Korea University/BIZ-Konferenz *Asian bond markets: issues and prospects* präsentiertes Papier, Seoul, März.
- Fleming, M.J. (2003): „Measuring treasury market liquidity“, Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, September.
- Hohensee M. und K. Lee (2004): „A survey of hedging markets in Asia – a description of Asian derivative markets from a practical perspective“, an der Korea University/BIZ-Konferenz *Asian bond markets: issues and prospects* präsentiertes Papier, Seoul, März.
- Kisselev, K. und F. Packer (2004): „Minding the gap in Asia: foreign and local currency ratings“, an der Korea University/BIZ-Konferenz *Asian bond markets: issues and prospects* präsentiertes Papier, Seoul, März.
- Kos, D. (2003): „Recent trends in US government debt markets“, EMEAP Forum, Hongkong SVR, 15. Dezember.

Ma, G., C. Ho und R. McCauley (2004): „Die Märkte für Terminkontrakte ohne Lieferung auf asiatische Währungen“, in diesem *Quartalsbericht*, Juni.

McCauley, R. (2003): „Vereinheitlichung der Staatsanleihemärkte in Ostasien“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.

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

Mohanty, M.S. (2002): „Improving liquidity in government bond markets: what can be done?“, *BIS Papers*, Nr. 11, Juni.

Remolona, E. und M. Schrijvers (2003): „Auf der Suche nach höheren Renditen: Herausforderungen für die Manager von Währungsreserven“, *BIZ-Quartalsbericht*, September.

Reserve Bank of Australia (2003): „Bond market development in East Asia“, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, Dezember, S. 1–8.

Takeuchi, A. (2004): „Identifying impediments to cross-border bond investment and issuance in Asian countries“, paper presented at the Korea University/BIS conference *Asian bond markets: issues and prospects*, Seoul, März.

