

## V. Entwicklung an den Devisenmärkten

### Schwerpunkte

Die Stärke des Yen, die Schwäche des Euro und die Position des US-Dollars dazwischen waren 1999 und Anfang 2000 die herausragenden Merkmale an den bedeutendsten Devisenmärkten. Die Bewegungen der wichtigsten Wechselkurse wurden offenbar überwiegend durch Wechselwirkungen der jeweils aktuellen und der zu erwartenden relativen Positionen im Konjunkturzyklus, zusammen mit technischen Faktoren sowie Portfolio- und Direktinvestitionsströmen, bestimmt. Die Einschätzung an den Märkten bezüglich Veränderungen in den grundlegenden strukturellen Merkmalen der drei größten Volkswirtschaften dürfte gleichfalls eine Rolle gespielt haben. An den Devisenmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften kehrte nach den von Turbulenzen gekennzeichneten Perioden 1997 und 1998 sowie zu Beginn des Jahres 1999 wieder vermehrt Ruhe ein. Die Aktienmärkte dieser Länder entwickelten sich in enger Anlehnung an die US-Aktienkurse und den Dollarkurs der jeweiligen Landeswährung.

Während der letzten zwei Jahre waren die Devisenmärkte von grundlegenden strukturellen Veränderungen geprägt; hierzu gehören die Einführung des Euro, die Tendenz zur Konzentration unter den Marktteilnehmern und die zunehmende Bedeutung des elektronischen Handels. Diese Veränderungen gingen zwar auch mit einer allgemeinen Verringerung des Umsatzes einher, noch ist es aber zu früh, um ihren Einfluß auf das allgemeine Verhaltensmuster der Wechselkursvolatilität abschätzen zu können.

Der Goldpreis gab in den ersten drei Quartalen 1999 nach, zog dann aber Ende September scharf an, nachdem ein Übereinkommen zur Beschränkung der Währungsgoldverkäufe in den nächsten fünf Jahren getroffen worden war. Bisweilen schienen Nachrichten über Goldverkäufe von Zentralbanken den Preis zu beeinflussen, doch war dieser Zusammenhang keineswegs systematisch.

### Dollar, Yen und Euro

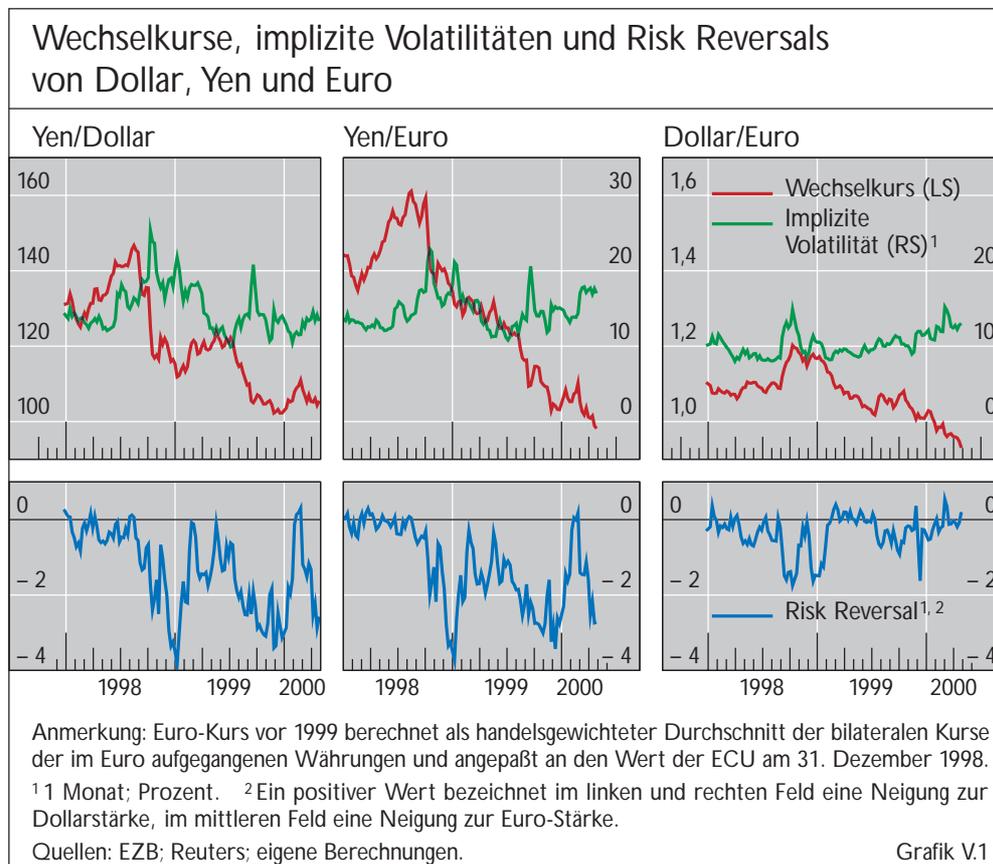
Die Bewegungen der wichtigsten Währungen im Jahr 1999 und Anfang 2000 wurden durch konjunkturelle Faktoren und damit verbundene Erwartungen geldpolitischer Anpassungen in den USA, Japan und im Euro-Raum, aber auch durch technische Faktoren sowie die Portfolio- und Direktinvestitionsströme beeinflusst. Der Wechselkurs des Euro dürfte darüber hinaus auch durch eine negative Stimmung an den Märkten aufgrund als schleppend eingeschätzter struktureller Anpassungen in Kontinentaleuropa geprägt worden sein.

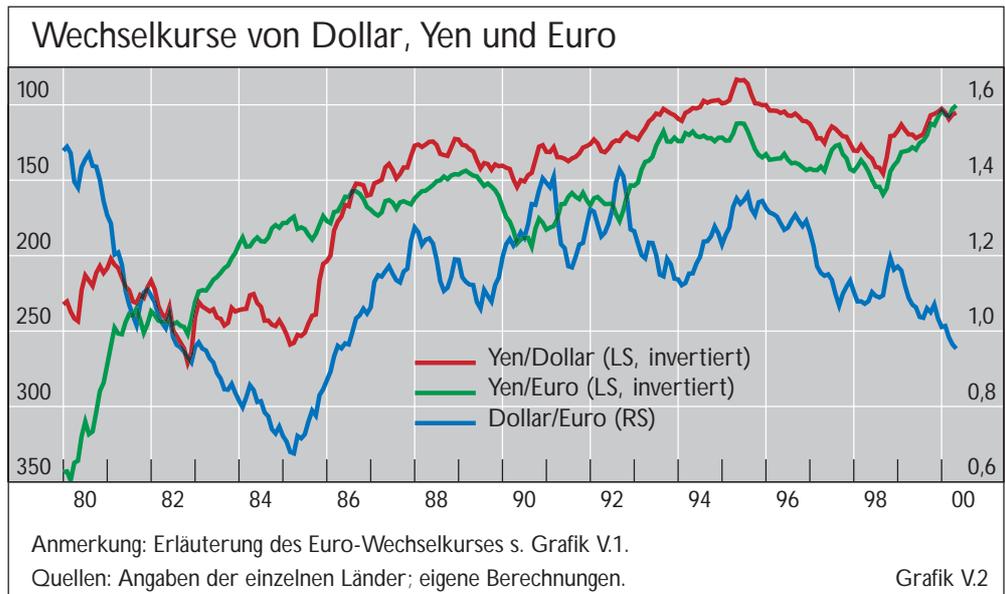
#### *Wesentliche Entwicklungen und langfristige Perspektiven*

Die wichtigsten Wechselkurse verzeichneten im Berichtszeitraum ausgeprägte Schwankungen (Grafik V.1). In der ersten Jahreshälfte 1999 stieg der Dollar um

rund 14% gegenüber dem Yen (von ¥ 109 auf ¥ 124) wie auch dem Euro (von \$ 1,18 auf \$ 1,03). Im Gegensatz dazu wertete dann im zweiten Halbjahr 1999 der Yen stark auf und erreichte am Ende des Jahres einen Kurs von ¥ 102,30 je Dollar und ¥ 102,70 je Euro. Der Euro gewann zwar zwischen Juni und September gegenüber dem Dollar wieder etwas an Boden, gab aber im letzten Vierteljahr 1999 erneut nach. In den ersten vier Monaten 2000 wurde der Aufwertungstrend des Yen verhaltener, während der Euro deutlich unter den Stand von 1:1 gegenüber dem Dollar sank. Die Schwäche des Euro im gesamten Berichtszeitraum lief früheren allgemeinen Erwartungen, daß er an Wert zulegen werde, zuwider. Darüber hinaus lassen die Risk Reversals darauf schließen, daß die Optionshändler sogar für den größten Teil des Jahres 1999 bereit waren, mehr für Positionen auf einen gegenüber dem Dollar deutlich stärkeren Euro zu zahlen (oder sich dagegen abzusichern) als für Positionen auf einen deutlich schwächeren Euro (Grafik V.1, unten).

Von seinen Tiefständen im Jahr 1998 bis zu seinen Höchstständen Anfang 2000 wertete der Yen gegenüber dem Dollar um annähernd 45% und gegenüber dem Euro um 65% auf. Das Ausmaß dieser Ausschläge bei den wichtigsten Währungen war bemerkenswert, aber nicht beispiellos. Im langfristigen Vergleich war das Niveau, das der Yen Anfang 2000 erreichte, sehr hoch; nur 1995 war er gegenüber dem Dollar noch stärker gewesen. Zieht man einen „synthetischen“ Euro als Maßstab heran, verzeichnete der Yen außerdem gegenüber dem Euro einen Rekordhöchststand (Grafik V.2). Bezogen auf denselben Maßstab erreichte der Euro im März 2000 ein 13-Jahres-Tief gegenüber dem Dollar, bewegte sich

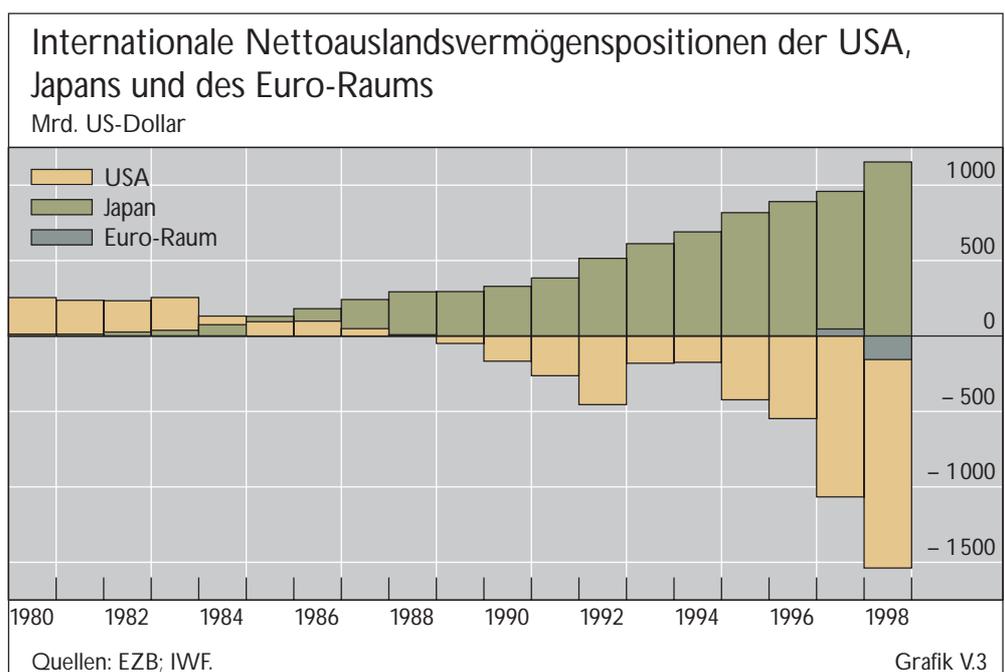




aber immer noch deutlich oberhalb seines historischen Tiefststands von Mitte der achtziger Jahre. Die Zwischenposition des Dollars – eine Abwertung gegenüber dem Yen bei einer Aufwertung gegenüber der wichtigsten europäischen Währung – war zuletzt im Sommer 1997 zu beobachten gewesen, als sich der Yen nach einem Stimmungsumschwung hinsichtlich einer (letztlich fälschlicherweise) erwarteten Erholung der japanischen Volkswirtschaft gegenüber dem Dollar stark und gegenüber der D-Mark sogar noch stärker gefestigt hatte.

Kurzfristige ...

Aus dem Blickwinkel einer Umverteilung der weltweiten Gesamtnachfrage von der kräftig wachsenden US-Wirtschaft auf Volkswirtschaften mit unzureichender Nachfrage war die stetige Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro und – im Laufe der ersten Jahreshälfte 1999 – gegenüber dem Yen für die



Offizielle Devisenreserven					
	1996	1997	1998	1999	Stand Ende 1999
	Mrd. US-Dollar				
	Veränderungen zu jeweiligen Wechselkursen				
Insgesamt	172,3	62,4	58,4	127,5	1 746,0
Industrieländer	69,6	-12,0	-10,5	46,1	704,7
Asien <sup>1</sup>	64,4	8,5	62,2	79,1	642,0
Lateinamerika <sup>2</sup>	18,4	16,5	-8,4	-8,0	124,7
Osteuropa <sup>3</sup>	-2,6	4,9	5,1	0,8	74,3
Übrige Länder	22,5	44,5	9,9	9,4	200,3
	Veränderungen zu konstanten Wechselkursen <sup>4</sup>				
Insgesamt	200,3	121,2	21,0	159,4	1 746,0
Reserven in Dollar	161,7	87,6	40,2	191,1	1 358,9
Reserven in anderer Währung	38,7	33,7	-19,2	-31,7	387,1
Anmerkung: Stromgrößen für 1999 ohne Verringerung der Reserven infolge des Wegfalls der Bestände der EWU-Mitgliedsländer an Reserven der im Euro aufgegangenen Währungen.					
<sup>1</sup> China, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand.					
<sup>2</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Venezuela. <sup>3</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Rußland, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>4</sup> Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Jahresende.					
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.					Tabelle V.1

Weltwirtschaft wünschenswert. Demgegenüber dürfte die Festigung des Yen seit Juni 1999 die Nachfrage nach japanischen Produkten zu einem Zeitpunkt gebremst haben, als die Wirtschaft noch keine Anzeichen eines selbsttragenden Aufschwungs aufwies.

Längerfristig betrachtet warfen das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit und der Aufbau der Nettoauslandsverschuldung der USA (Grafik V.3) die Frage der Tragfähigkeit der derzeitigen Wechselkursniveaus auf. Die Beurteilung der längerfristigen Angemessenheit eines Wechselkursniveaus ist mangels präziser Schätzungen langfristiger Gleichgewichtswechselkurse stets schwierig. Gemessen anhand der realen effektiven Wechselkurse lag der Dollar 1999 um 11 % und der Yen um 4 % über dem jeweiligen Durchschnittswert im letzten Jahrzehnt, während der Euro um rund 4 % unter seinem Durchschnitt in den neunziger Jahren zu liegen schien.

Schätzungen des fundamentalen Gleichgewichtswechselkurses, die das reale Wechselkursniveau abzubilden versuchen, das langfristig mit einer stabilen Relation der Auslandsverschuldung zur Produktion im Einklang steht, können beträchtlich variieren und erlauben deshalb nur unverbindliche Aussagen. Diesen Schätzungen zufolge lag der Yen/Dollar-Wechselkurs im April 2000 nahe seinem langfristigen Gleichgewichtsniveau, während der Dollar gegenüber dem Euro erheblich überbewertet erschien. Der letztgenannte Befund muß allerdings um die Tatsache ergänzt werden, daß die Nettoeinkommen aus der US-Auslandsvermögensposition erst in den letzten Jahren negativ wurden und in Relation zum BIP noch immer sehr gering sind, denn die US-Auslandsanlagen weisen traditionell höhere Renditen auf als die ausländischen Anlagen in den USA.

... und langfristige Perspektiven

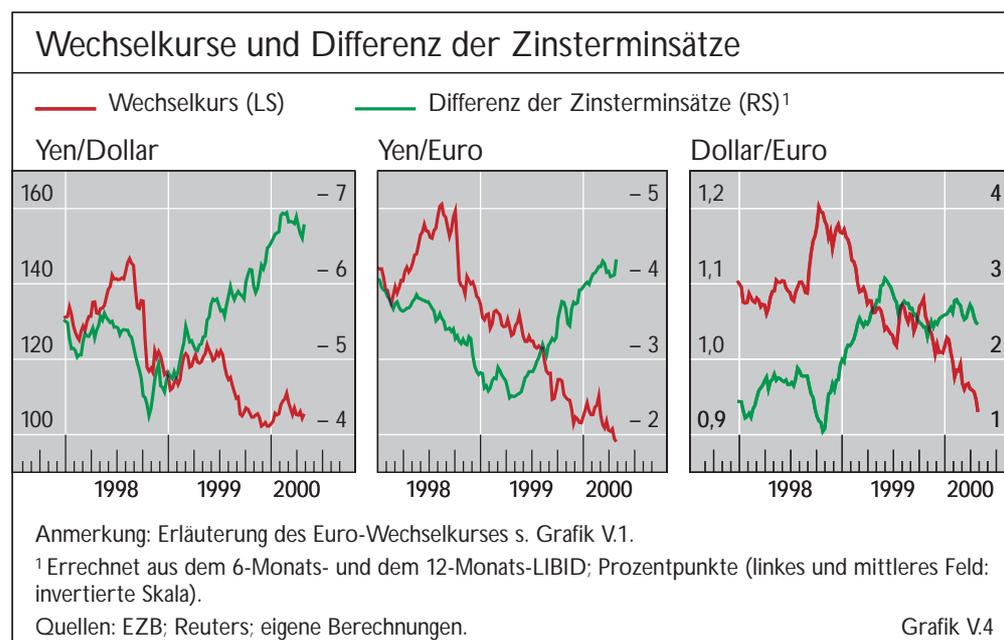
Die Anleger des privaten wie des öffentlichen Sektors waren offensichtlich weiterhin mehr als bereit, das Leistungsbilanzdefizit der USA, das im Jahr 1999 auf \$ 339 Mrd. wuchs, zu finanzieren. Die in Dollar gehaltenen Devisenreserven stiegen steil an, insbesondere in Asien (Tabelle V.1). Die privaten Anlageströme in die USA nahmen gleichfalls kräftig zu (s. Kapitel II), wobei die Direktinvestitionen rund 40% des US-Leistungsbilanzdefizits entsprachen, was die Abhängigkeit des Landes von Portfoliokapitalzuflüssen insgesamt verringerte. Allerdings weckte der starke Anstieg der internationalen Kapitalzuflüsse auf die US-Aktienmärkte Besorgnis über die Auswirkungen möglicher Anspannungen an diesen Märkten auf die zukünftige Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits (s. weiter unten).

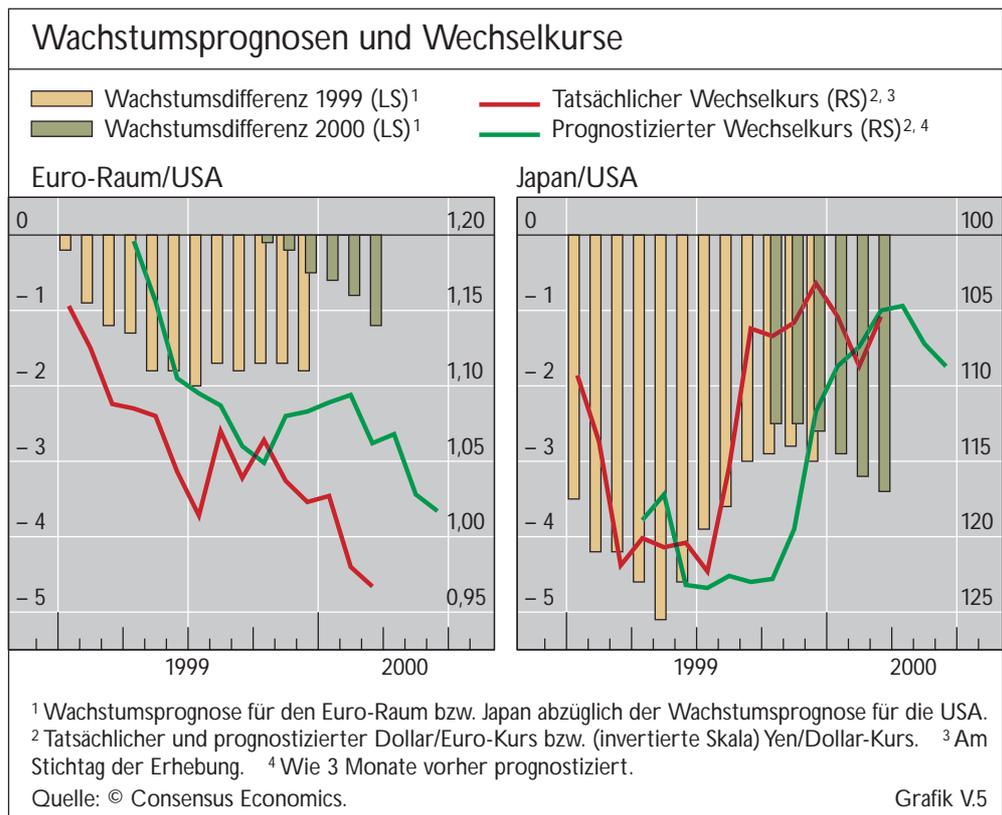
#### Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen

Die Stärke des Dollars gegenüber dem Euro und seine Aufwertung gegenüber dem Yen während des ersten Halbjahrs 1999 standen im Einklang mit der kräftigen Wirtschaftsentwicklung in den USA, verglichen mit dem schwächeren Wachstum in den anderen Wirtschaftsräumen. Darüber hinaus bildeten die anhaltend positiven Überraschungen bezüglich des US-Wachstums im Jahr 1999 einen Gegensatz zu den eher gemischten Signalen im Euro-Raum und in Japan und trugen dazu bei, daß sich der Vorsprung bei den kurzfristigen Zinsen noch stärker zugunsten des Dollars ausweitete (Grafik V.4).

Der steile Anstieg des Yen nach Juni 1999 kann zum Teil darauf zurückgeführt werden, daß die erwarteten Wachstumsunterschiede zwischen den USA und Japan geringer wurden (Grafik V.5). Im Gegensatz dazu schwächte sich der Euro gegen Ende 1999 weiter ab, obgleich sich die Erwartungen bezüglich des Wachstumsabstands zwischen dem Euro-Raum und den USA nicht veränderten. Auch reagierte der Euro insbesondere im zweiten Halbjahr offensichtlich nicht systematisch auf positive neue Informationen über gesamtwirtschaftliche Entwicklungen. Zum Teil dürfte dies damit zusammenhängen, daß sich Devisenhändler wie Portfoliomanager unverändert und in zu starkem Maße an der

Veränderte  
Konjunktur-  
einschätzungen





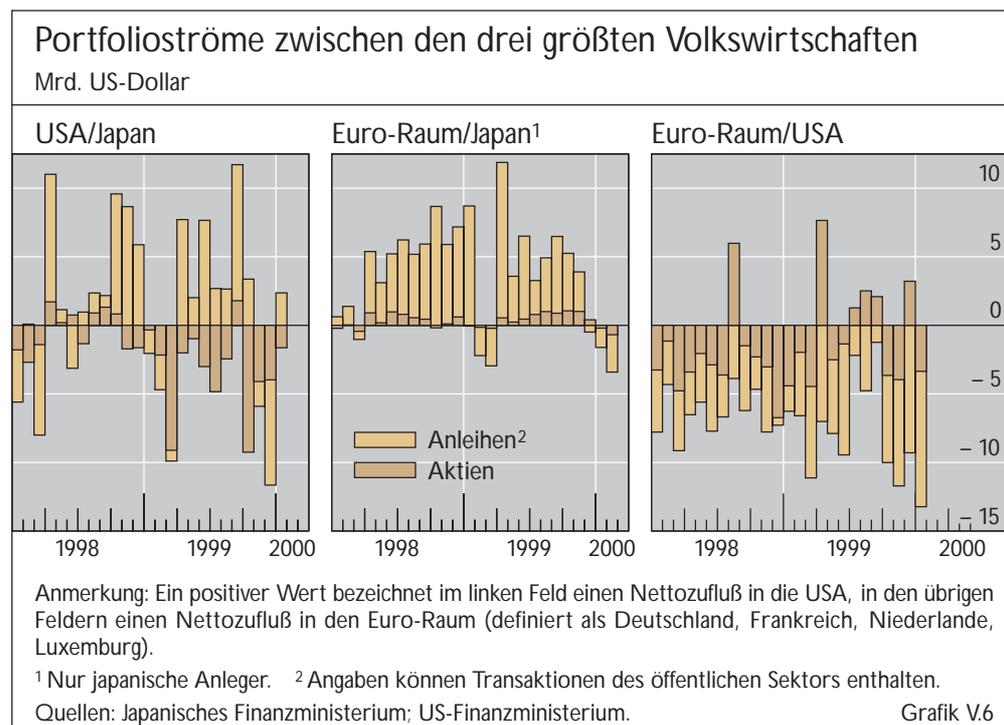
Entwicklung der deutschen Wirtschaft orientierten, auf die sie sich früher vor allem konzentriert hatten. So gab der Euro z.B. am 28. Januar 2000 um mehrere Cents nach und durchbrach die Parität zum Dollar, obgleich am selben Tag in verschiedenen anderen Ländern des Euro-Raums günstige gesamtwirtschaftliche Daten veröffentlicht wurden. Zwischen Januar und März 2000 schwächte sich der Euro weiter ab, obwohl der Abstand der Zinsterminsätze zwischen dem Euro-Gebiet und den USA enger geworden war.

Technische Faktoren dürften ebenfalls zur Erklärung der Wechselkursdynamik der drei wichtigsten Währungen im Beobachtungszeitraum beitragen. Die Glattstellung von Yen-Carry-Trades, möglicherweise durch Hedge Funds, als der Yen nach Juni 1999 nach oben tendierte, dürfte die Aufwertung der japanischen Währung zeitweise noch verstärkt haben. Stop-loss-Orders zu Marken mit Symbolcharakter, wie der Euro/Dollar-Parität oder einem impliziten DM/Dollar-Wechselkurs von DM 2,00, scheinen die Abwertung des Euro beschleunigt zu haben. Anfang 2000 dürfte zuweilen die Dynamik der Händlererwartungen eine Rolle gespielt haben. Die Risk Reversals für den Dollar/Euro-Kurs sind ein Anhaltspunkt dafür, wie die Optionshändler mit Blick auf den Terminkurs einen deutlich stärkeren oder einen deutlich schwächeren Euro gegenüber dem Dollar gewichten. Diese Risk Reversals liefern Hinweise darauf, daß in Zeiten eines starken Wertverlusts des Euro die Befürchtung bestand, daß sich diese Entwicklung fortsetzen würde (Grafik V.1). Der Yen dürfte auch durch die Repatriierung von Mitteln durch japanische Finanzinstitute zum Ende des Fiskaljahres im März 2000 gestützt worden sein. Am 28. Februar 2000 wurde ein plötzlicher Sprung im Wert des Yen gegenüber dem Euro durch das begrenzte

Auswirkungen technischer Faktoren auf kurzfristige Dynamik

Volumen und die beschränkte Liquidität des Euro/Yen-Marktes vergrößert, und der Wechselkurs veränderte sich innerhalb weniger Stunden vorübergehend um rund ¥ 3.

Derartige technische Faktoren können zwar bedeutende Auswirkungen auf die kurzfristige Wechselkursdynamik haben, doch währt ihr Einfluß in der Regel nicht lange. Daher ist es wahrscheinlich, daß für die mittelfristigen Schwankungen der wichtigsten Wechselkurse andere Bestimmungsfaktoren maßgeblich waren, die nur teilweise im Zusammenhang mit konjunkturellen Überlegungen standen, wie die Dynamik der internationalen Anlageströme. Die umfangreichen Nettokäufe japanischer Aktien durch US-Anleger im Jahr 1999, die die Nettokäufe von US-Anleihen durch japanische Anleger überstiegen, dürften zur Abwertung des Dollars gegenüber dem Yen beigetragen haben (Grafik V.6). Ebenso steht die Stärke des Dollars gegenüber dem Euro im Einklang mit beträchtlichen Portfolioinvestitionsströmen aus dem Euro-Raum in die USA im Jahr 1999 und Anfang 2000. Diese waren das Ergebnis von Nettokäufen von US-Anleihen und -Aktien durch Anleger aus dem Euro-Gebiet einerseits und Nettoverkäufen von in Euro denominierten Finanzaktiva durch US-Anleger andererseits. Der Einfluß der Portfolioinvestitionsströme auf den Euro wurde durch die sogar noch größeren Ströme ausländischer Direktinvestitionen verstärkt; Zuflüssen von Direktinvestitionen in die USA in Höhe von \$ 130 Mrd. standen 1999 Abflüsse aus dem Euro-Raum von € 147 Mrd. gegenüber (s. auch Kapitel II). Doch obwohl die Richtung der Nettoströme im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen, an denen Unternehmen in den USA und Europa beteiligt waren, mit der Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar im Einklang stand, schienen Ankündigungen solcher Geschäfte oder Berichte über Kassatransaktionen keinen systematischen Effekt auf den Wechselkurs zu haben.



Insgesamt dürften die internationalen Kapitalbewegungen nicht nur durch konjunkturelle Überlegungen beeinflusst worden sein, sondern – insbesondere im Falle der Direktinvestitionen – auch durch die Einschätzung, daß sich strukturelle Veränderungen in manchen Währungsräumen schneller vollzogen als in anderen. Die Richtung der Nettoströme von Portfolioinvestitionen aus Kontinentaleuropa nach Japan entspricht der optimistischen Sichtweise der Marktteilnehmer bezüglich der Fortschritte bei der Umstrukturierung des Unternehmensbereichs in Japan. Dagegen wurde das Vorankommen struktureller Reformen im Euro-Raum skeptischer beurteilt. Abflüsse von Portfolioinvestitionen aus dem Euro-Gebiet könnten zum Teil auch auf die Enttäuschung von US-Anlegern über Verluste aus in Euro denominierten Finanzaktiva im Jahr 1999 sowie die überraschenden Gewinne aus japanischen Vermögenstiteln zurückzuführen sein. Allerdings kauften japanische Anleger seit Anfang 1999, mit Ausnahme der Monate vor dem Ende des Fiskaljahres, Finanzaktiva in Euro.

Im Falle des Euro wurden die Auswirkungen der internationalen Anlageströme durch das Verhalten im Bereich des Passivmanagements verstärkt. Sowohl im privaten wie im öffentlichen Sektor war 1999 ein starker Anstieg der Euro-Emissionen gegenüber den Emissionen in im Euro aufgegangenen Währungen zu beobachten (s. Grafik VII.4, S. 145). Zwar sind Rückschlüsse bezüglich des Einflusses dieser Begebungen auf die Wechselkursentwicklung kaum möglich, da keine Informationen über den Abschluß von Absicherungsgeschäften im Rahmen des Passivmanagements vorliegen, doch dürfte die ungleichgewichtige Reaktion von Schuldner und Gläubigern auf die Einführung des Euro ein weiterer belastender Faktor für die neue Währung gewesen sein.

#### *Aktienmärkte und Wechselkurse*

Neben der Bedeutung der Portfoliokapitalströme für die jüngsten Wechselkursbewegungen fällt die gleichzeitige Verlagerung der internationalen Anlagen von den Anleihe- zu den Aktienmärkten auf (Tabelle V.2). Vor dem Hintergrund von Befürchtungen, daß ein Einbruch am US-Aktienmarkt in Verbindung mit einem sich abschwächenden Dollar möglicherweise deflationären Einfluß auf die übrige Welt haben könnte, wirft dies die grundsätzliche Frage nach der Beziehung zwischen Aktienmärkten und Wechselkursen auf.

Inwieweit Aktienmärkte und Wechselkurse durch eine gleichgerichtete Bewegung gekennzeichnet sind, ist je nach Land sehr unterschiedlich. Für die letzten 25 Jahre ist die Korrelation der monatlichen Renditen von Aktienmarktindizes und der Wertveränderungen der inländischen Währung, gemessen anhand des nominalen effektiven Wechselkurses, in Australien, Kanada, Japan, Italien und dem Vereinigten Königreich positiv, in den USA, Deutschland und einigen anderen kontinentaleuropäischen Ländern jedoch negativ (Tabelle V.3). Während dieses Zeitraums erklären die Aktienmarktrenditen die monatlichen Wechselkursveränderungen in den betrachteten Ländern im allgemeinen zu 5–20%.

Auch im Zeitverlauf variieren Vorzeichen und Stärke der statistischen Beziehung zwischen Aktienmarktrenditen und Wechselkursveränderungen beträchtlich (Grafik V.7). Mitte der neunziger Jahre bewegten sich die Tagesrenditen am US-Aktienmarkt recht parallel zu den Kursveränderungen des Dollars gegenüber Yen und D-Mark. Im Jahr 1999 verstärkte sich die Parallelität

Parallelität der Bewegungen ...

... unterschiedlich je nach Land ...

... und im Zeitverlauf

Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen <sup>1</sup>								
	1975–79	1980–89	1990–94	1995	1996	1997	1998	1999 ts
	in Prozent des BIP							
USA								
Anleihen	4,0	36,5	94,0	110,2	129,0	163,6	166,3	125,8
Aktien	1,9	6,7	14,7	22,4	27,2	44,3	56,5	53,1
Japan								
Anleihen	2,2	63,3	74,5	55,2	66,1	78,3	72,4	56,0
Aktien	0,6	9,7	9,8	9,6	13,4	17,1	18,2	29,1
Deutschland								
Anleihen	5,3	25,0	87,3	148,8	171,0	211,6	259,1	250,9
Aktien	1,6	7,3	15,2	18,5	24,8	44,7	69,8	83,4

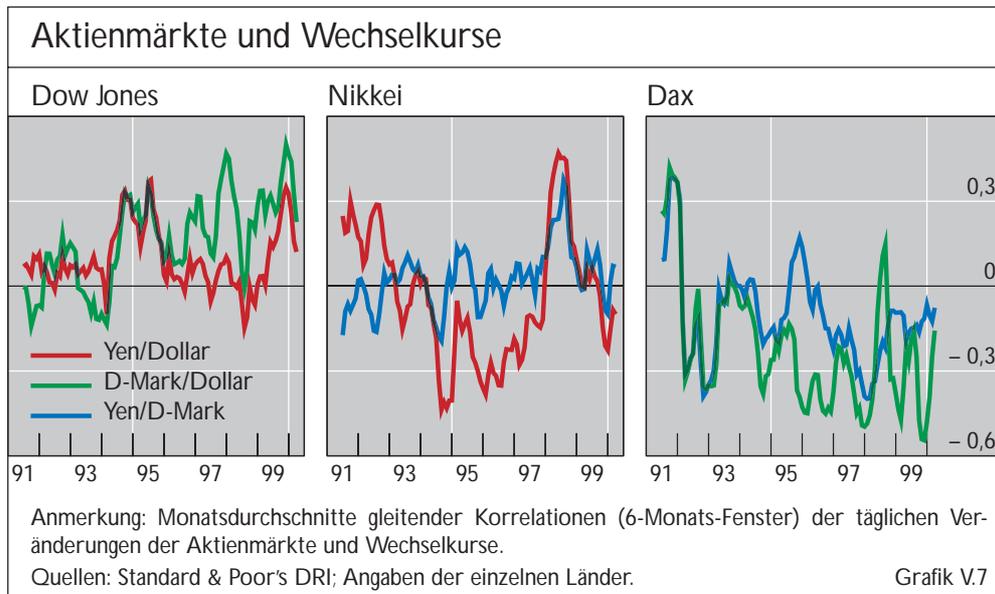
<sup>1</sup> Bruttowertpapierkäufe und -verkäufe zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden.  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.2

der Bewegungen der US-Aktienmärkte und des Dollars erneut, als die täglichen Veränderungen der Aktienkurse in den USA beinahe zur Hälfte mit Veränderungen des Yen/Dollar- oder des DM/Dollar-Kurses im Einklang standen. Allerdings schwächte sich diese Korrelation Anfang 2000 erheblich ab, als Phasen sinkender US-Aktienkurse nicht von einer Dollarabwertung begleitet wurden. Bemerkenswert ist, daß der in Grafik V.7 für den Dow-Jones-Index dargestellte Zusammenhang auch für den breiter gefaßten S&P-Index und den Nasdaq-Index, bei dem ein größeres Gewicht auf Aktien des Hochtechnologiebereichs liegt, beobachtet werden kann.

Die Korrelationen zwischen den täglichen Veränderungen des japanischen Aktienmarktes und des Yen sowie des deutschen Aktienmarktes und der D-Mark (bzw. des Euro) stellen sich anders dar. Die Renditen des Nikkei und des Yen gegenüber dem Dollar entwickelten sich in den Jahren 1996 und 1997 parallel, als ein Abwärtstrend am japanischen Aktienmarkt von einer Abschwächung des Yen begleitet wurde. Anders als bei Dow Jones und Dollar waren allerdings die täglichen Veränderungen des Nikkei und des Yen 1999 nicht eng korreliert. Das Bild für den deutschen Aktienmarkt und die D-Mark ist noch weniger eindeutig, da Aufwärtsentwicklungen des Dax während der letzten fünf Jahre zwar häufig positiv mit Änderungen der D-Mark gegenüber dem Dollar korreliert waren, nicht jedoch mit der Entwicklung gegenüber dem Yen. Darüber hinaus stand die Abwertung des Euro 1999 im Gegensatz zum Aufwärtstrend des Dax (und anderer Aktienmarktindizes im Euro-Raum).

Aktienmärkte und Wechselkurse in ausgewählten Industrieländern <sup>1</sup>									
AU	CA	JP	IT	GB	FR	US	SE	CH	DE
0,20**	0,17*	0,11*	0,10	0,06	-0,02	-0,06	-0,08	-0,09	-0,15**

Anmerkung: Länderabkürzungen s. Grafik II.2, S. 15. \* bzw. \*\* bedeutet statistisch signifikant auf dem 95%- bzw. 99%-Niveau.  
<sup>1</sup> Korrelationskoeffizienten über den Zeitraum 1975–2000 der monatlichen Renditen von Aktienmarktindizes und nominalen effektiven Wechselkursen definiert als Differenzen der Logarithmen.  
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; BIZ; eigene Berechnungen. Tabelle V.3



Alles in allem deuten diese Ergebnisse darauf hin, daß die Beziehung zwischen Wechselkursbewegungen und Aktienmarktrenditen schwach ausgeprägt ist. Die Veränderungen der wichtigsten bilateralen Wechselkurse scheinen durch die (absolute oder relative) Entwicklung der Aktienmärkte in den USA, Japan und Deutschland nicht nennenswert beeinflußt zu werden. Außerdem läßt das Muster dieser Korrelationen im Zeitverlauf nicht den Schluß zu, daß sie grundlegend von gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten wie der konjunkturellen Situation oder der relativen Haltung der Geldpolitik bestimmt wurden.

Insgesamt schwache Beziehung

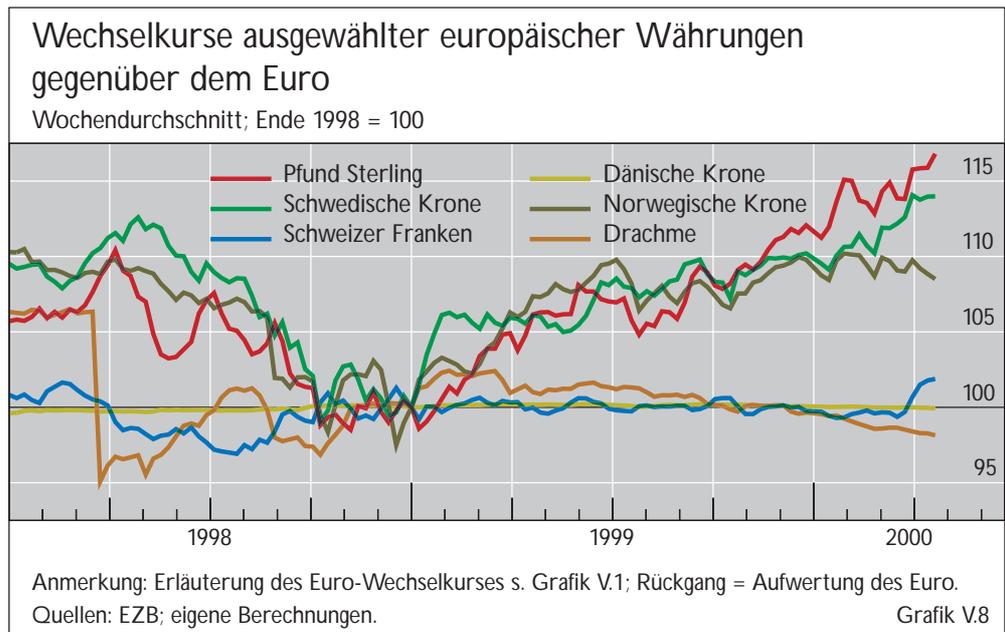
## Entwicklung an anderen Devisenmärkten

Die Bewegungen der wichtigsten europäischen Währungen außerhalb des Euro-Raums wurden in einem beträchtlichen Ausmaß durch konjunkturelle Faktoren gesteuert. Die Währungen anderer Industrieländer reagierten zudem auf sich wandelnde Trends bei den Rohstoffpreisen. In den aufstrebenden Volkswirtschaften blieben die Währungen weitgehend stabil; hierin spiegelten sich verbesserte Bedingungen im Inland, höhere Rohstoffpreise und die reichliche weltweite Liquidität wider. Die Aktienbörsen in diesen Ländern entwickelten sich recht ähnlich wie die US-Aktienmärkte und wie der Dollarkurs der jeweiligen Landeswährung.

### *Währungen in Europa*

Vor dem Hintergrund einer nahezu voll ausgelasteten Wirtschaft und – im Vergleich zu anderen Industrieländern – hoher kurzfristiger Zinsen verzeichnete das Pfund Sterling eine fortgesetzte Phase anhaltender Stärke. Zwischen Januar 1999 und März 2000 wertete es gegenüber dem Euro um rund 15% auf (Grafik V.8), während es gegenüber dem Dollar recht stabil blieb, und näherte sich in realer effektiver Betrachtung wieder dem Rekordniveau von 1980. Im Hinblick sowohl auf die allgemeinen Ausschläge als auch auf die täglichen Veränderungen nimmt das Pfund weiterhin eine mittlere Position zwischen Dollar und Euro ein, wie

Pfund durch Konjunktur-entwicklung gestützt ...



sie in der Vergangenheit auch zur D-Mark bestanden hatte, als die britische Währung die täglichen Bewegungen des Dollars gegenüber der D-Mark tendenziell etwa zur Hälfte mitvollzog.

... ebenso  
schwedische Krone

Ähnlich wie das Pfund Sterling wertete im Berichtszeitraum auch die schwedische Krone angesichts positiver Wachstumsunterschiede zwischen Schweden und dem Euro-Raum stetig gegenüber dem Euro auf (s. Kapitel II). Die Parallelbewegung der Krone zum Euro stellt sich insgesamt ähnlich dar wie ihre frühere Beziehung zur D-Mark. Im Durchschnitt wertete die Krone im Jahr 1999 in der Regel jeweils um rund 0,7% gegenüber dem Dollar ab, wenn der Euro gegenüber dem Dollar um 1% an Wert verlor.

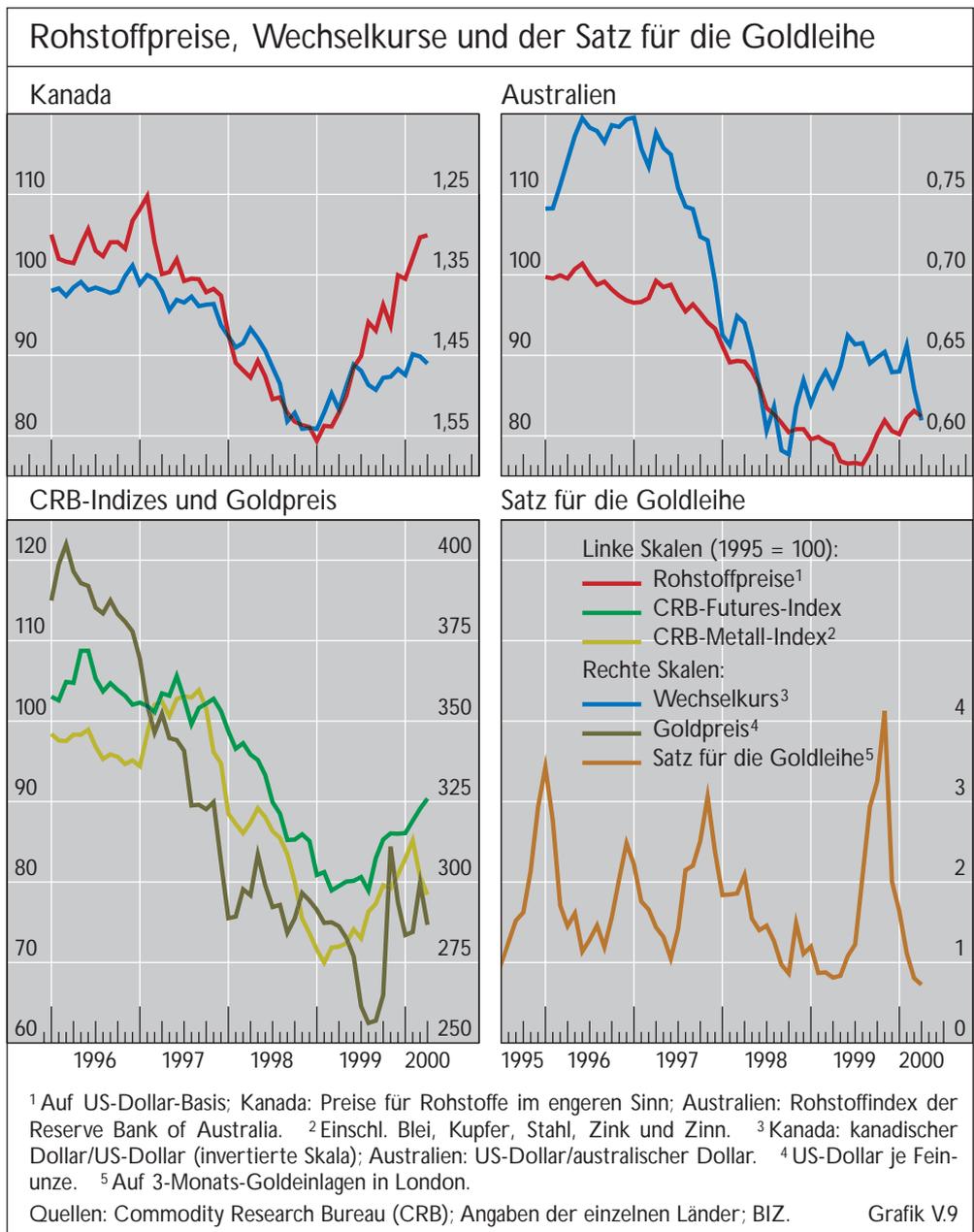
Veränderte  
Beziehung  
zwischen  
Schweizer Franken  
und Euro

Der Schweizer Franken bewegte sich im Jahr 1999 überwiegend innerhalb einer engen Marge von 1,59–1,61 gegenüber dem Euro und vollzog im Durchschnitt die täglichen Veränderungen des Euro gegenüber dem Dollar mit. Die stärker gleichgerichtete Entwicklung von Schweizer Franken und Euro war mit weitgehend parallelen geldpolitischen Schritten während des Jahres verknüpft. In der Vergangenheit dagegen hatte der Schweizer Franken tendenziell gegenüber der deutschen Währung abgewertet, wenn sich diese gegenüber dem Dollar abschwächte, und umgekehrt. In der deutlichen Verlagerung der Handelsvolumina von der D-Mark – als umsatzstärkster der im Euro aufgegangenen Währungen – zum Dollar kam die Einschätzung der Devisenhändler zum Ausdruck, daß sich durch eine engere Beziehung zwischen Schweizer Franken und Euro die Gewinnmöglichkeiten an diesem Markt verringert hatten. Ende März 2000 zogen die Entscheidungsträger in der Schweiz die geldpolitischen Zügel jedoch deutlich stärker an als die EZB, und in den darauffolgenden Wochen gewann der Schweizer Franken gegenüber dem Euro 2,5% an Wert.

Unterschiedliche  
Entwicklung beim  
australischen und  
kanadischen Dollar

#### *Währungen anderer Industrieländer*

Als wichtiger Bestimmungsfaktor für den kanadischen Dollar und – in noch stärkerem Maße – den australischen Dollar gelten traditionell die Rohstoffpreise.



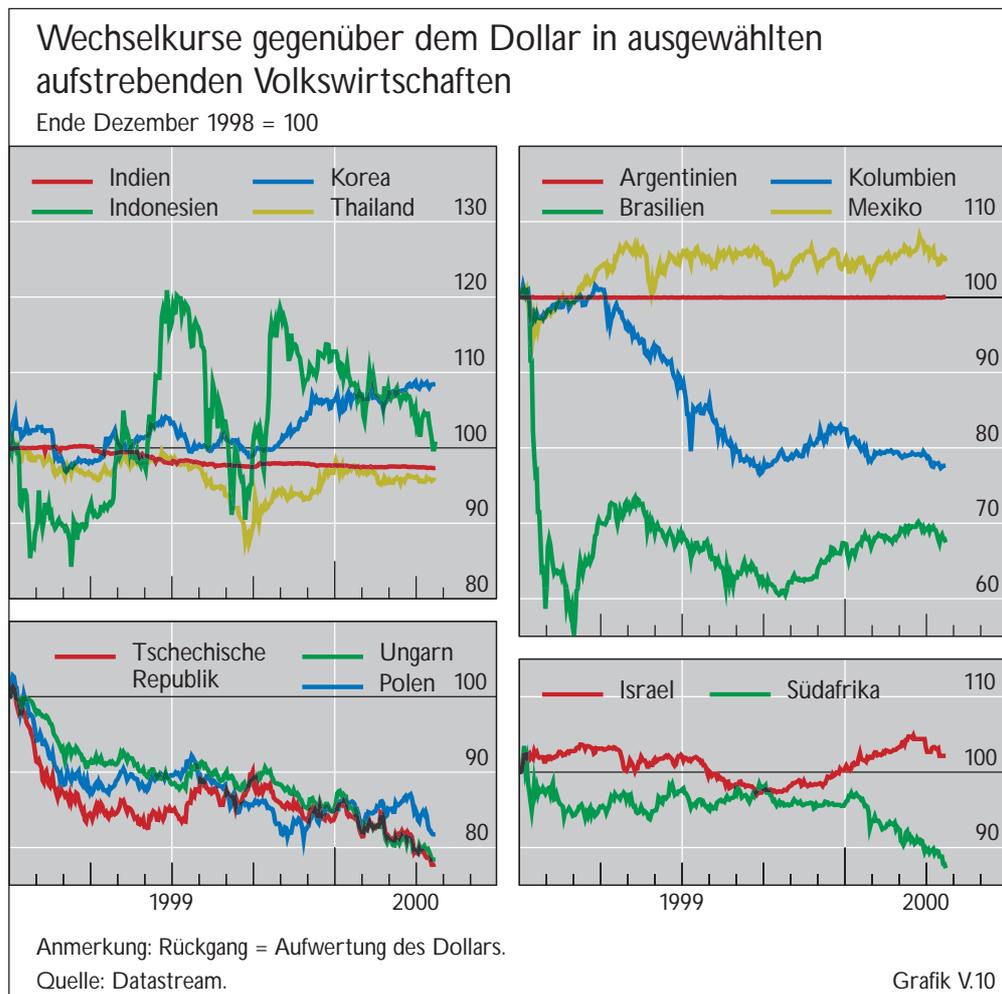
Allgemein wird angenommen, daß die Devisenhändler außerhalb der beiden Länder die Währungen in Verbindung mit dem Index des Commodity Research Bureau (CRB) sehen, der seit Mitte 1999 um 10% gestiegen ist. Dieser Zusammenhang scheint im vergangenen Jahr schwächer geworden zu sein. Als die Rohstoffpreise im letzten Sommer anzogen, nachdem sie über mehrere Jahre hinweg gesunken waren, festigte sich der kanadische Dollar, während der australische Dollar gegenüber dem US-Dollar abwertete (Grafik V.9). Zum Teil dürfte dieser Unterschied darauf zurückzuführen sein, daß die Händler die unterschiedliche Rohstoffstruktur der Exporte Kanadas und Australiens zu berücksichtigen begannen, da der für Kanada relevante Rohstoffindex zu einem früheren Zeitpunkt und deutlich stärker anstieg als der entsprechende Index für Australien. Auch dürfte sich darin die Erwartung eines schwächeren Wachstums in Australien widerspiegeln, während es in Kanada Anzeichen für eine anhaltend robuste Expansion gab.

Marktbeobachter führten die Schwäche der australischen Devisen- und Aktienmärkte in den ersten Monaten des Jahres 2000 darauf zurück, daß ausländische Anleger ihre Aufmerksamkeit auf das geringe Gewicht von Hochtechnologiewerten am australischen Aktienmarkt richteten. Damit würde Australien im Gegensatz zu Kanada eher als „Old Economy“ und nicht als „New Economy“ eingestuft. Allerdings ist es viel zu früh, um die Effekte des Hochtechnologiebereichs auf die Devisenmärkte zu beurteilen. Darüber hinaus spielt für die australische Wirtschaft zwar die Produktion im Hochtechnologiebereich keine große Rolle, jedoch deutet das kräftige Produktivitätswachstum darauf hin, daß Australien in hohem Maße Anwender neuer Technologien ist.

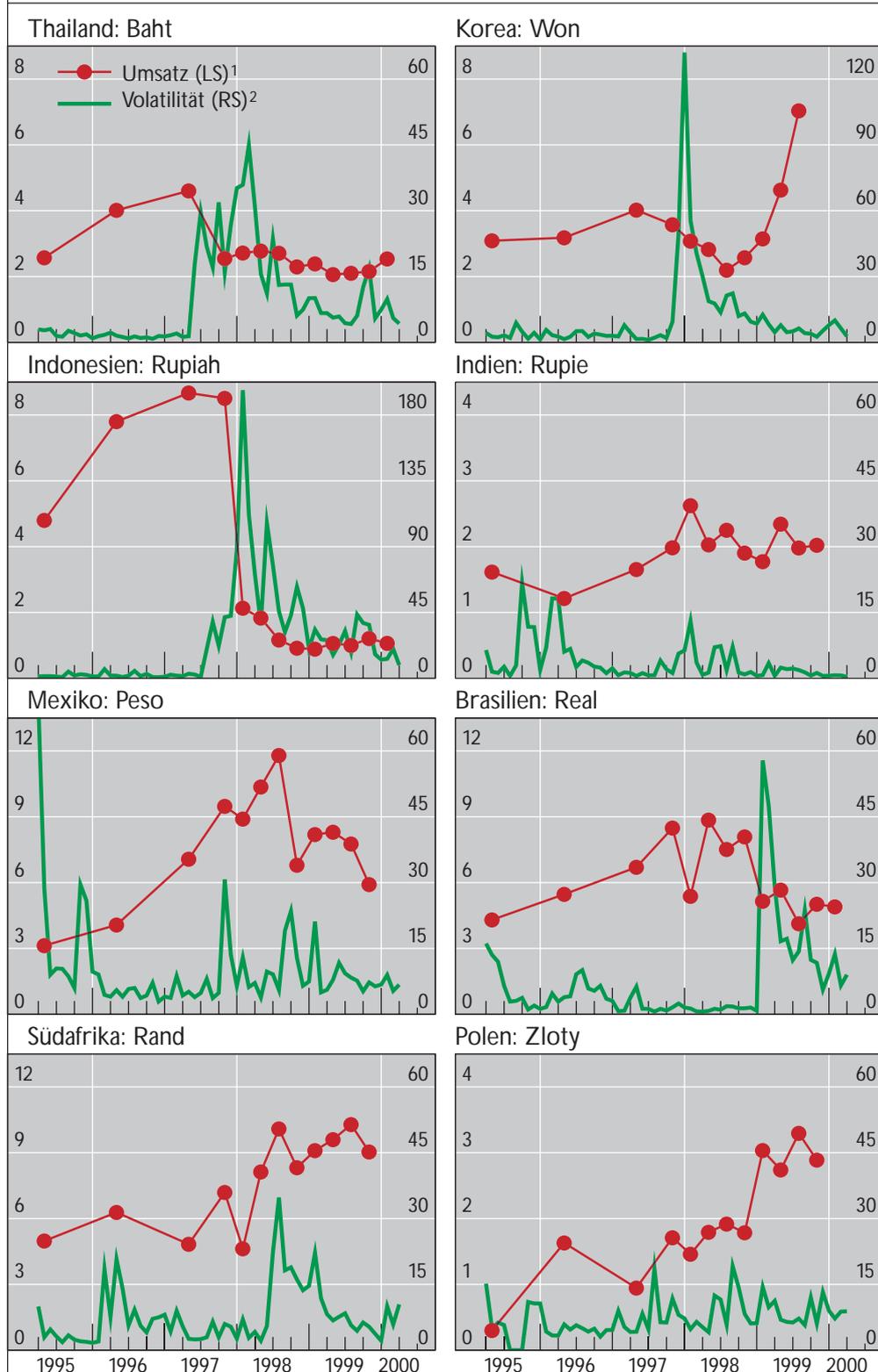
*Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften*

Weitgehend ruhige Märkte

Anders als in den vergangenen Jahren verhielten sich die Devisenmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften während der Beobachtungsperiode recht ruhig. Die meisten asiatischen Währungen zeigten sich 1999 und in den ersten Monaten 2000 weitgehend stabil oder gewannen an Stärke (Grafik V.10). In der zweiten Jahreshälfte 1999 wertete der Won um rund 7% gegenüber dem Dollar auf, während Baht und Rupiah zunächst abwerteten, anschließend aber das verlorene Terrain wieder gutmachten. Auf den lateinamerikanischen Märkten lastete in den Monaten nach dem spekulativen Angriff auf den Real und der anschließenden



## Umsatz und Volatilität in ausgewählten aufstrebenden Volkswirtschaften



<sup>1</sup> Geschätzter inländischer Umsatz in Landeswährung gemäß Meldung der betreffenden Zentralbank; ohne Doppelzahlungen; pro Handelstag des gezeigten Monats (Mrd. US-Dollar). Mexiko, Brasilien und Südafrika: einschl. andere Währungen; Indonesien und Polen: auf Bruttobasis; Thailand: 2. Halbjahr 1995 sowie 1996 Jahresdurchschnitte; Indonesien: 1995 und 1996 Jahresdurchschnitte. <sup>2</sup> Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar je Monat auf das Jahr hochgerechnet.

Quellen: Zentralbanken; Datastream; eigene Berechnungen.

Grafik V.11

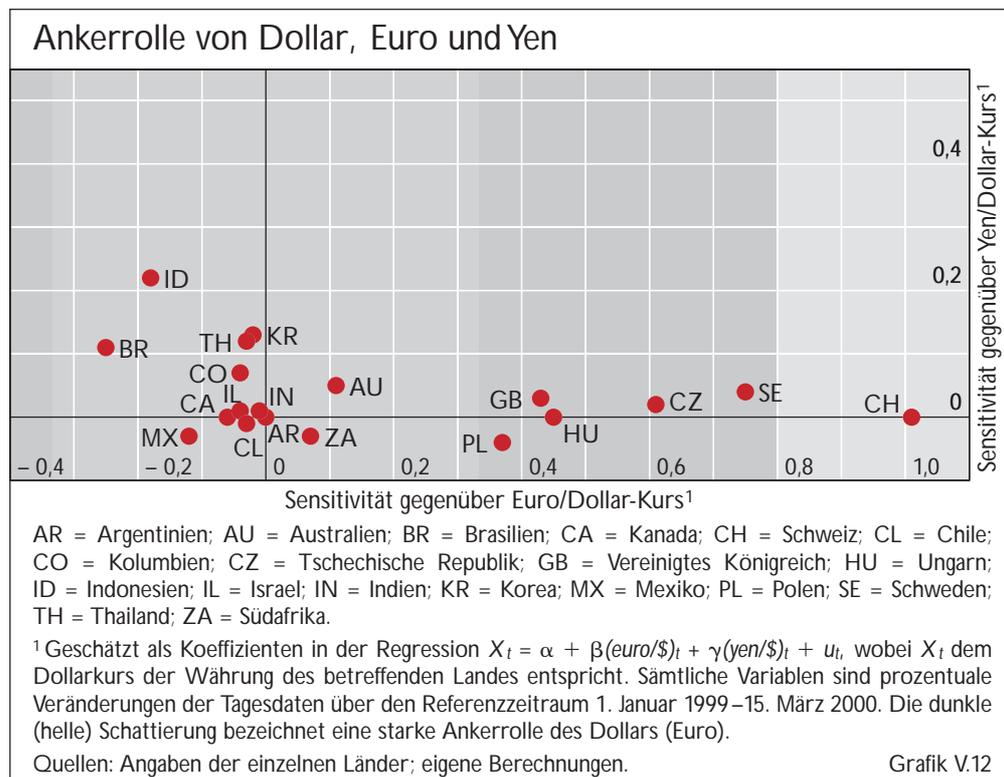
Freigabe seines Wechselkurses einiger Druck. Dies galt besonders für Kolumbien, wo der Peso zwischen April und Juli 1999 deutlich abwertete, und für Ecuador, das Anfang 2000 offiziell die Dollarisierung einführte. Die Devisenmärkte in der Region wurden jedoch von großen Turbulenzen verschont. Die Währungen Osteuropas blieben gegenüber dem Euro allgemein stabil und schwächten sich gegenüber dem Dollar um etwa 20% ab. Von den sonstigen Währungen sah sich der Rand Anfang 1999 und nochmals im Januar 2000, als die Geldpolitik gelockert wurde, einem gewissen Abwertungsdruck ausgesetzt.

Die Volatilität der Wechselkursentwicklung an den asiatischen und einigen lateinamerikanischen Märkten war im allgemeinen weiter rückläufig, aber in manchen Ländern lag sie höher als vor der Asien-Krise der Jahre 1997 und 1998 (Grafik V.11). Der Umsatz an den Devisenmärkten dieser Länder war stabil oder erhöhte sich, blieb allerdings in vielen Fällen weit unter dem Wert von Mitte der neunziger Jahre. Der koreanische Devisenmarkt war eine bemerkenswerte Ausnahme: Der Handel belebte sich 1999 stark, was mit einem Boom an den Aktienmärkten des Landes im Zusammenhang stand; diese verzeichneten 1999 ausländische Zuflüsse in Höhe von \$ 5,2 Mrd. und einen weiteren Zufluß von mehr als \$ 6 Mrd. in der Zeit von Januar bis Mitte März 2000.

Dieses allgemein günstigere Bild spiegelte in großem Umfang inländische Faktoren wie die Erholung des Wirtschaftswachstums wider. In einigen asiatischen Ländern übten erhebliche Leistungsbilanzüberschüsse zusammen mit Kapitalzuflüssen Aufwärtsdruck auf die Währung aus, und in manchen Fällen intervenierten die Währungsbehörden auf dem Devisenmarkt, um die Aufwertung einzudämmen.

Rolle des Dollars ...

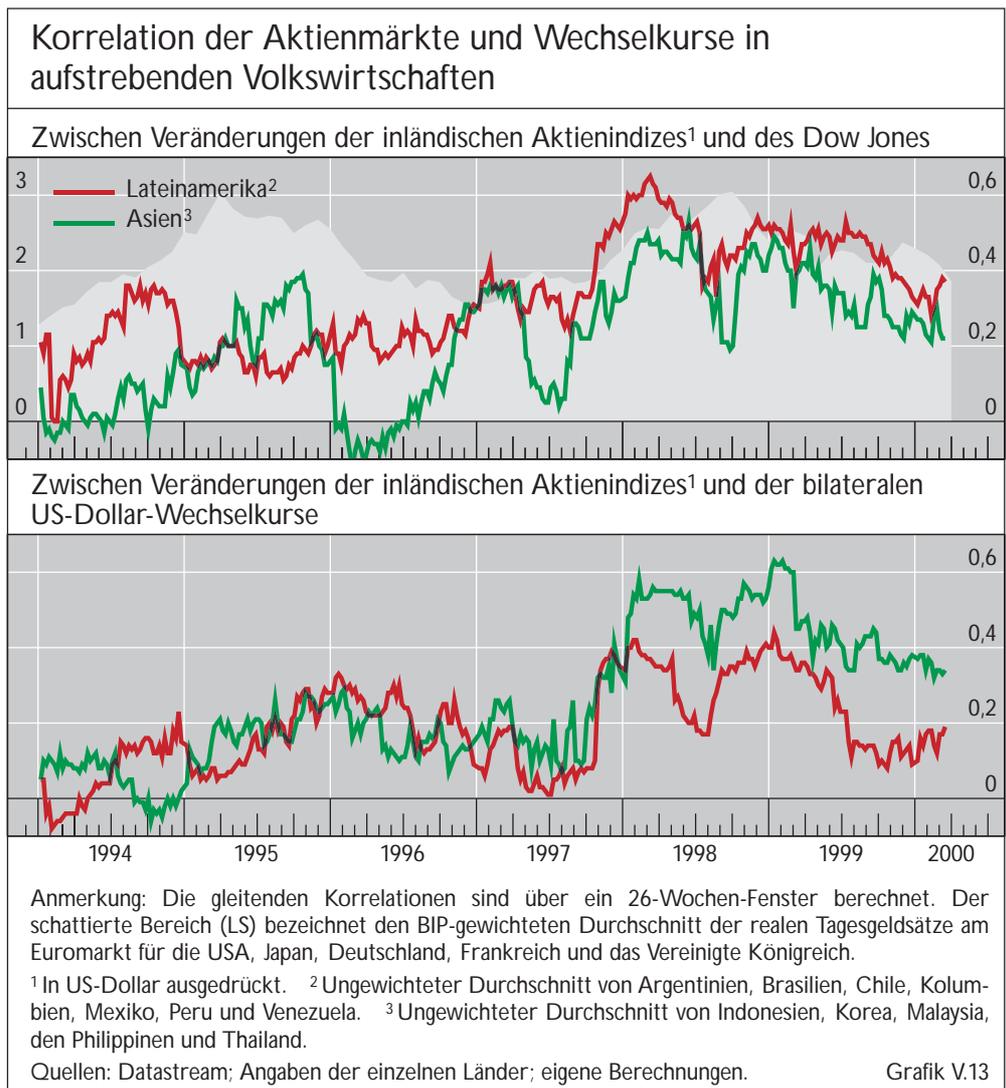
Im Verlauf der Beobachtungsperiode wurden die Währungen Asiens und Lateinamerikas weiterhin stark vom Verhalten des Dollars geprägt und folgten



seinen Kursschwankungen gegenüber Yen und Euro tendenziell sehr eng (Grafik V.12). Der Yen dagegen spielte nach wie vor eine untergeordnete Rolle, selbst in Asien, während der Euro einen vergleichbaren Einfluß hatte wie zuvor die D-Mark.

Von Bedeutung für die günstigere Entwicklung der Währungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften mag auch der Kursanstieg an den US-Aktienmärkten gewesen sein, der die Aktienmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften sehr positiv beeinflusst zu haben scheint. Zwar dürften die niedrigen Zinssätze in diesen Ländern den Aktienerwerb durch inländische Anleger begünstigt haben, doch haben sich die Aktienmärkte hier in den letzten Jahren ganz ähnlich entwickelt wie die US-Aktienmärkte (Grafik V.13). Darüber hinaus waren die Änderungen an den Aktienmärkten und die Entwicklung der Dollarkurse der betreffenden Landeswährungen im selben Zeitraum offenbar stark korreliert. Angesichts der engen Beziehung der Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas zum Dollar läßt sich diese Korrelation zum Teil wohl durch den generellen Einfluß von Änderungen der US-Geldpolitik erklären.

... und der  
US-Aktienmärkte



Auch verschiedene andere externe Faktoren begünstigten 1999 und Anfang 2000 die Wechselkursentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Erholung der Rohstoffpreise im Sommer 1999 unterstützte die Währungen der Länder, die traditionell auf Rohstoffexporte angewiesen sind. Vor allem aber profitierten die aufstrebenden Volkswirtschaften allgemein von der weiterhin reichlichen Liquidität an den internationalen Finanzmärkten (s. den schattierten Bereich in Grafik V.13).

## Strukturänderungen und Umsatz an den Devisenmärkten

Weltweit  
gedämpfter  
Umsatz ...

Die Beobachtungsperiode war insgesamt durch eine gedämpfte Aktivität an den Devisenmärkten gekennzeichnet. Informelle Schätzungen von Marktteilnehmern deuten darauf hin, daß an den wichtigsten Plätzen ein beträchtlicher Umsatzrückgang stattgefunden hatte. Dieser läßt sich bis zum Herbst 1998 zurückverfolgen, als sich der Handel im Zusammenhang mit den generellen Finanzmarkturbulenzen und der damit verbundenen weltweiten Abnahme der Liquidität deutlich verringert hatte. Zwar könnten kurzfristige Entwicklungen für die niedrigen Handelsvolumina verantwortlich gewesen sein, doch möglicherweise wurde das Geschäft auch durch wichtige strukturelle Änderungen beeinflusst, die sich in den letzten Jahren an den Devisenmärkten niederschlugen. Eine wesentliche Frage ist, ob der Rückgang der Handelsvolumina auch in anhaltend geringer Liquidität zum Ausdruck kam.

... aufgrund der  
EWU ...

Die europäischen Märkte begannen bereits mehrere Jahre vor der Einführung der EWU zu schrumpfen. Daten von 1995 und 1998, die alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten entnommen, lassen darauf schließen, daß die Devisenhandelsumsätze mit dem Näherrücken der EWU nach und nach um insgesamt rund 8% sanken. 1999 wurde dieser Rückgang nicht durch eine Zunahme des Handels in Euro gegenüber dem Umsatz in den im Euro aufgegangenen Währungen kompensiert. Der Anteil des Handels von Euro gegen Dollar im Jahr 1999 entsprach ungefähr dem zusammengefaßten Anteil von D-Mark, französischem Franc und italienischer Lira gegen Dollar im April 1998. Außerdem war der Euro/Yen-Markt offenbar ähnlich klein wie der DM/Yen-Markt im Jahr 1998. Das Bestreben der Geschäftsbanken, die erwarteten Ertragseinbußen aus dem europäischen Handel auszugleichen, hatte das rasche Wachstum der Devisenmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften unterstützt. Mit dem Ausbruch der Asien-Krise sank jedoch auch an diesen Märkten das Handelsvolumen, so daß der Rückgang des Handels in Europa nicht ausgeglichen wurde.

... und des immer  
wichtigeren  
elektronischen  
Handels

Die Einführung des Euro hat nicht nur zum Wegfall des intraeuropäischen Devisenhandels geführt, sondern schien den Umsatz an den Devisenmärkten auch indirekt zu beeinflussen, indem sie die Konsolidierung im Bankensektor in Kontinentaleuropa (s. Kapitel VII) und die sich daraus ergebende Verringerung der Zahl der Marktteilnehmer beschleunigte. Dieser Einfluß wurde durch die Zunahme der Fusionen und Übernahmen im Bankensektor in den USA und im Vereinigten Königreich in den letzten Jahren noch verstärkt.

Ein weiterer Grund für die niedrigeren Handelsvolumina im Jahr 1999 könnte darin liegen, daß sich der Trend zum Zusammenschluß von Brokern an

Volatilität an den wichtigsten Devisenmärkten			
	Yen/Dollar	Yen/Euro <sup>1</sup>	Dollar/Euro <sup>1</sup>
Historische Volatilität <sup>2</sup>			
1980 – 89	10,1	7,3	11,4
1990 – 98	10,9	10,4	10,3
Implizite Volatilität <sup>3</sup>			
1997	11,6	10,9	10,1
1998	16,1	14,9	9,8
1999	14,5	14,4	10,0
1. Q. 2000	13,6	16,5	13,5
Hoch/Tief-Differenz <sup>4</sup>			
1997	6,9	...	...
1998	17,7	15,8	0,4
1999	14,3	17,4	2,7
1. Q. 2000	4,6	16,9	21,5

<sup>1</sup> Vor 1999: Yen/D-Mark bzw. Dollar/D-Mark. <sup>2</sup> Auf Jahresrate hochgerechnete monatliche Standardabweichung der täglichen Renditen. <sup>3</sup> 1 Monat. <sup>4</sup> Häufigkeit der Tage, an denen der Unterschied zwischen Höchst- und Tiefstwert innerhalb des Tages größer als 2% war; Prozent.  
Quellen: EZB; Standard & Poor's DRI; eigene Berechnungen. Tabelle V.4

den Devisenmärkten beschleunigte. Im Jahresverlauf wuchs der elektronische Handel am Kassamarkt weiter an, zum Nachteil traditioneller Handelsformen wie Telefon- oder Direkthandel. Zwischen 1995 und 1998 stieg der Anteil des elektronischen Handels am Devisenkassamarkt von rund 10% auf rund 15%. In den darauffolgenden zwei Jahren verdoppelte er sich, und in bestimmten Marktsegmenten, wie z.B. in denen, die die wichtigsten Währungen betreffen, deckten elektronische Brokersysteme Angaben zufolge sogar zwischen 50% und 80% des Marktes ab.

Vorteile elektronischer Brokersysteme sind die niedrigen Kosten, die höhere Effizienz und vor allem die größere Transparenz im Vergleich zu herkömmlichen Handelsmethoden. Die Devisenkassamärkte waren traditionell unübersichtlich, da die Weitergabe von Preisinformationen mangels zentraler Börsen schwierig war. Vor der Einführung elektronischer Brokersysteme mußten die Händler in der Regel eine Reihe von Geschäftsabschlüssen tätigen, um Informationen über die am Markt bestehenden Preise zu erhalten. Beim Handel über elektronische Brokersysteme können sie dagegen sofort den „besten“ Preis erfahren, der am Markt verfügbar bzw. ihnen vor dem Hintergrund ihrer Kreditlimits sowie der Limits ihrer Geschäftspartner zugänglich ist, ohne einen unsicheren Preisfindungsprozeß durchlaufen zu müssen. Dies bedeutet, daß Devisenhändler beim elektronischen Handel im allgemeinen wesentlich weniger Abschlüsse tätigen müssen, als wenn sie auf traditionelle Weise handeln. Die Marktliquidität könnte daher trotz eines geringeren Umsatzes die gleiche sein. Eine weitere Folge ist, daß die Geld-Brief-Spannen bei den wichtigsten Wechselkursen drastisch auf rund 2–3 Hundertstel eines US-Cent gefallen sind.

Obwohl mit der Ausweitung des elektronischen Devisenhandels die Handelsvolumina sicherlich zurückgegangen sind, lassen die verfügbaren Daten keineswegs den eindeutigen Schluß zu, daß die Liquidität beeinträchtigt wurde,

Gewisse  
Auswirkungen auf  
Volatilität

denn im elektronischen Handel können Devisenpositionen leicht und zu niedrigen Kosten verändert werden. Auch die Auswirkung der anderen erwähnten strukturellen Änderungen auf die Liquidität ist nicht ohne weiteres klar. In den letzten Jahren ist die Volatilität im Vergleich zum Durchschnitt der beiden vorangegangenen Jahrzehnte gestiegen, insbesondere am Dollar/Yen- und am Euro(DM)/Yen-Markt (Tabelle V.4). Der beispiellose Einbruch des Dollars um je 10% gegenüber dem Yen an zwei Tagen Anfang Oktober 1998 zeigt, daß auch die Amplitude der Veränderungen innerhalb eines Tages manchmal größer war. Überdies gibt es Anzeichen dafür, daß drastische Kursveränderungen innerhalb eines Tages, wie etwa der Einbruch des Euro am 28. Februar 2000 innerhalb weniger Stunden um ¥ 3, häufiger geworden sind. Es gibt jedoch keine Hinweise darauf, daß sich die Dauer von starken Ausschlägen in der Volatilität im Jahr 1999 geändert hat. Insgesamt läßt sich daher noch nicht feststellen, ob sich die Volatilitätsmuster deutlich gewandelt haben.

## Entwicklungen am Goldmarkt

Der Goldmarkt verzeichnete in der Beobachtungsperiode eine ereignisreiche Entwicklung. In den ersten drei Quartalen 1999 wies der Goldpreis eine fallende Tendenz auf und sank von rund \$ 291 je Feinunze im Januar auf einen Tiefstand von \$ 254 Ende August (Grafik V.9). Der Rest des Berichtszeitraums wurde durch zwei wichtige Ereignisse geprägt. Das erste war der Anstieg des Goldpreises um rund ein Viertel in den beiden Wochen nach der gemeinsamen Erklärung der Zentralbanken vom 26. September 1999. In den darauffolgenden Wochen verlor der Goldpreis an einem äußerst volatilen Markt wieder einen Teil der gewonnenen Stärke. Das zweite Ereignis fand am 7. Februar 2000 statt, als der Goldpreis innerhalb weniger Stunden nach der Entscheidung einer großen Goldmine, ihre Absicherungsstrategien zu ändern, um etwa \$ 20 pro Feinunze in die Höhe schnellte. Dieser Anstieg kehrte sich jedoch innerhalb der darauffolgenden Tage wieder um.

Langfristige, zyklische und eher technische Faktoren belasteten den Goldpreis in der Berichtsperiode. Die weltweit rückläufigen Inflationserwartungen hatten im vergangenen Jahrzehnt die Attraktivität des Goldes als Wertaufbewahrungsmittel verringert und seinen Preis gedämpft. In den letzten Jahren litt der Goldpreis zusätzlich unter dem allgemeinen Rückgang der Rohstoffpreise und einer schwachen Nachfrage in Asien. Der beträchtliche Preiseinbruch 1999 kann auch auf eine Welle von Terminverkäufen durch Goldproduzenten zurückgeführt werden. Um sich den bestehenden Marktpreis zu sichern und sich so vor zukünftigen Preisrückgängen zu schützen, erhöhten die Goldminen ihre Absicherungsverkäufe in den ersten drei Quartalen des Jahres um über 400%, was rund 10% des gesamten Goldangebots eines Jahres entsprach. Ein starker Anstieg des Goldleihesatzes im Sommer 1999 übte Druck auf Banken aus, die Gold normalerweise von Goldproduzenten per Termin mit langfristigen Fälligkeiten kaufen und ihr Risiko absichern, indem sie Gold mit kurzfristigen Fälligkeiten aufnehmen und am Kassamarkt verkaufen. 1999 haben die Goldproduzenten offenbar begonnen, ihre Preise auf längere Fälligkeiten (nicht mehr 5–10 Jahre, sondern 10–15 Jahre) festzuschreiben, woraufhin die Banken versuchten, die Fälligkeit ihrer Goldkredite

Währungsgoldbestände <sup>1</sup>		
	Tonnen	Anteil (Prozent)
Unterzeichner <sup>2</sup>	15 998	47,6
Deutschland	3 469	10,3
Frankreich	3 024	9,0
Schweiz	2 590	7,7
Italien	2 452	7,3
Niederlande	1 012	3,0
EZB	747	2,2
Vereinigtes Königreich	665	2,0
Portugal	607	1,8
Spanien	523	1,6
Österreich	407	1,2
Belgien	258	0,8
Schweden	185	0,6
Finnland	49	0,1
Irland	6	–
Luxemburg	2	–
Sonstige:	17 623	52,4
<i>darunter:</i>		
USA	8 138	24,2
IWF	3 217	9,6
Japan	754	2,2
BIZ	192	0,6
Südafrika	124	0,4
Australien	80	0,2

<sup>1</sup> Ende September 1999. <sup>2</sup> Unterzeichner der gemeinsamen Golderklärung vom 26. September 1999.  
Quellen: IWF; World Gold Council; BIZ. Tabelle V.5

über 3–6 Monate hinaus zu verlängern. Zwar entspannten sich die Bedingungen am Goldleihemarkt im Herbst, doch scheinen auch für die vorübergehende Zunahme der Volatilität im Oktober 1999 und den jähen Anstieg des Goldpreises von \$ 294 auf \$ 313 am 7. Februar 2000 Absicherungsaktivitäten verantwortlich gewesen zu sein.

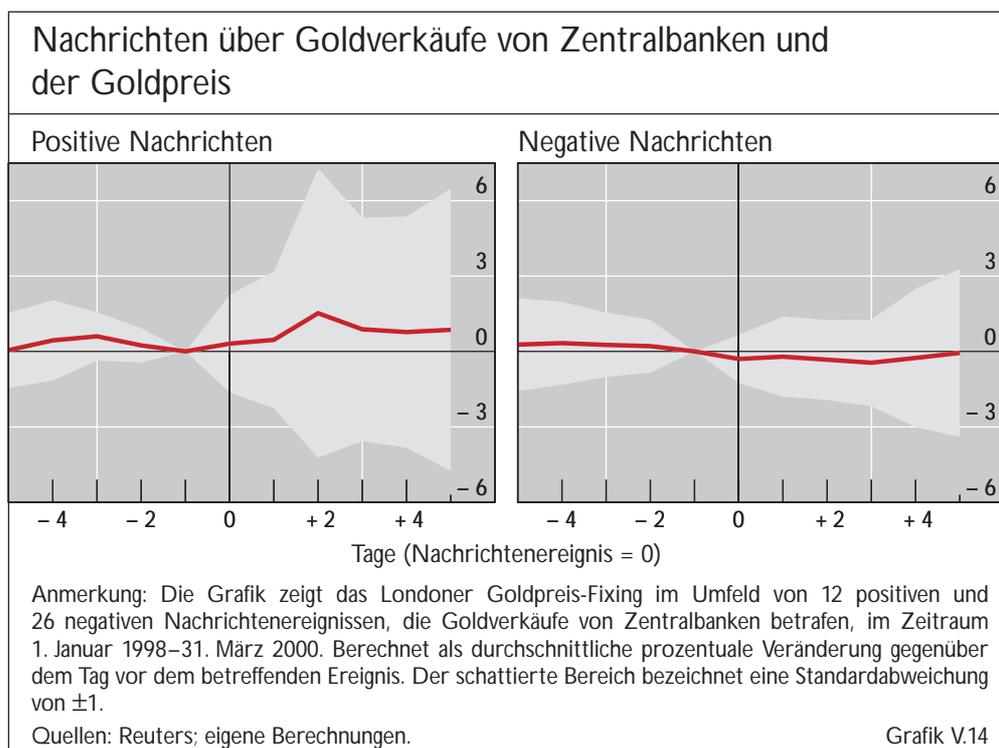
Die gemeinsame Golderklärung, die den Goldpreis Ende September 1999 hochtrieb, wurde von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems, der Bank of England, der Sveriges Riksbank und der Schweizerischen Nationalbank abgegeben, die zusammen etwa die Hälfte der gesamten offiziellen Goldreserven halten (Tabelle V.5). Die Unterzeichner kamen überein, die Goldverkäufe auf maximal rund 400 Tonnen jährlich und 2 000 Tonnen im Zeitraum von fünf Jahren zu begrenzen. Sie erklärten überdies, daß Gold ein wichtiger Bestandteil der Währungsreserven bleiben werde, daß nur bereits beschlossene Verkäufe tatsächlich ausgeführt werden könnten und daß die Unterzeichner ihre Tätigkeit an den Märkten für die Goldleihe und für Goldderivate nicht ausweiten würden. Das Übereinkommen der Zentralbanken schien den rückläufigen Trend des Goldpreises zu brechen. Nach seiner Bekanntgabe erholte sich der Goldpreis von rund \$ 260 auf über \$ 330 Anfang Oktober. Insgesamt ist am Goldmarkt seither wieder größere Ruhe eingekehrt.

Goldpreis durch  
gemeinsame  
Golderklärung  
gestützt

Meldungen über Verkäufe von Währungsgoldbeständen der Zentralbanken wurden ebenfalls als Einflußfaktor für den Goldpreis in der Berichtsperiode gewertet. Dafür spricht zwar das Argument, daß solche Verkäufe das Gleichgewicht zwischen Nachfrage und Angebot von Gold zum jeweiligen Zeitpunkt verändern, doch waren sie in Relation zur Größe des Goldmarktes verhältnismäßig gering. Beispielsweise entspricht ein Verkauf von 100 Tonnen etwa 4% der geschätzten weltweiten Jahresproduktion von Gold und rund 10% des geschätzten durchschnittlichen Tagesumsatzes am Londoner Kassamarkt für Gold. Ein anderes mögliches Argument dafür, daß Währungsgoldverkäufe den Goldpreis beeinflussen, ist, daß sie unabhängig von ihrer Größenordnung wichtige Signale über die künftigen Absichten vermitteln. Zusammen mit dem IWF sind die Zentralbanken die größte Einzelgruppe von potentiellen Goldanbietern; mit offiziellen Goldreserven von rund 33000 Tonnen entspricht ihr Bestand einer weltweiten Produktion von 13 Jahren, und wenn der Markt beginnen sollte, zukünftige Verkäufe zu antizipieren, würde dies den Marktpreis wahrscheinlich beeinflussen.

Nachrichten über Goldverkäufe von Zentralbanken ...

Vor dem Hintergrund der Wirkung des Zentralbankübereinkommens auf den Goldpreis ist es aufschlußreich, das Verhalten des Goldpreises im Umfeld sämtlicher Tage zu analysieren, an denen Nachrichten über offizielle Verkäufe im Zeitraum Januar 1998–März 2000 den Markt erreichten. Zu beachten ist, daß die Analyse Meldungen über Währungsgoldverkäufe betrachtet, die die Marktteilnehmer erreichten, und nicht tatsächliche Verkaufszahlen untersucht. Allerdings entspricht sie damit dem oben erwähnten Argument der Signalwirkung, wonach solche Nachrichten für die Reaktion des Marktes und damit für den Goldpreis von größerer Bedeutung sind. Die entsprechenden Nachrichten können danach klassifiziert werden, ob sie ex ante einen positiven oder einen



negativen Einfluß auf den Goldpreis haben dürften. Zu den positiven Nachrichten gehören Beschlüsse, auf geplante Goldverkäufe zu verzichten, oder offizielle Erklärungen, daß keine Goldverkäufe geplant seien. Beispiele für negative Nachrichten sind Berichte über tatsächliche Verkäufe von Währungsgold oder darüber, daß die Wahrscheinlichkeit künftiger Verkäufe steigt. Natürlich ist diese Klassifikation nicht unanfechtbar. Wird erst ex post über einen bereits durchgeführten Verkauf informiert, so könnte sich dies positiv auf den Goldpreis auswirken, da das Wissen um die Tatsache, daß ein Verkauf absorbiert wurde, dem Markt Auftrieb verleihen würde.

Im Durchschnitt ging der Goldpreis an den Tagen zurück, an denen negative Nachrichten über Goldverkäufe bekannt wurden (Grafik V.14). Der Rückgang war jedoch jeweils sehr gering (nicht größer als 0,25%) und wurde in den darauffolgenden Tagen nahezu vollständig kompensiert. Im Falle positiver Meldungen stieg der Goldpreis im Durchschnitt an, jedoch ebenfalls nur vorübergehend. Dabei ist zu beachten, daß dafür offenbar das Zentralbankübereinkommen vom 26. September 1999 ausschlaggebend war. Läßt man dieses eine Ereignis unberücksichtigt, folgt auf positive Nachrichten im Durchschnitt ein geringfügiger Rückgang des Goldpreises.

Abgesehen von den erwähnten Einschränkungen läßt diese Analyse darauf schließen, daß Meldungen über offizielle Goldverkäufe in den letzten beiden Jahren einen gelegentlich erheblichen, im Durchschnitt aber unbedeutenden Einfluß auf den Goldpreis hatten. Eine Interpretation dieses scheinbaren Rätsels ist, daß im Zeitraum 1998–Anfang 2000 die meisten Meldungen vergangenheitsbezogen waren, die Marktteilnehmer wurden also über Verkäufe informiert, die bereits stattgefunden hatten.

... im Durchschnitt  
mit geringem  
Einfluß