

Devisenterminmärkte in Asien: Lehren aus den Erfahrungen Australiens¹

Beschränkungen des Kapitalverkehrs haben zur Schaffung zahlreicher Offshore-Märkte für Quasi-Termingeschäfte („non-deliverable forwards“, NDF) auf asiatische Währungen geführt. Die Erfahrungen Australiens in den 1970er und frühen 1980er Jahren deuten darauf hin, dass ein NDF-Markt den reibungslosen Übergang zu einer voll konvertierbaren Währung begünstigen kann.

JEL-Klassifizierung: F310, G150, G180, N250.

In den vergangenen Jahren haben die Märkte für Quasi-Termingeschäfte („non-deliverable forwards“, NDF) für eine Reihe von Währungen der Asien-Pazifik-Region vermehrt an Bedeutung gewonnen. NDF-Kontrakte unterscheiden sich dadurch von herkömmlichen Devisenterminkontrakten, dass sie im Allgemeinen vollständig in einer Fremdwährung abgerechnet werden, d.h. es erfolgt keine Lieferung in Landeswährung. NDF-Märkte haben sich für Währungen herausgebildet, deren Konvertierung in Fremdwährungen Beschränkungen unterliegt; dabei findet der Handel meist in Offshore-Finanzzentren statt. Die Verfügbarkeit von NDF gestattet selbst für Währungen, die Devisenhandelsbeschränkungen unterliegen, ein gewisses Mass an Absicherung gegen das Wechselkursrisiko.

In Asien erwägen derzeit einige Behörden die Liberalisierung ihrer Währungsmärkte. Damit stellt sich für sie die zentrale Frage der Gestaltung eines möglichst reibungslosen Übergangs von Offshore- zu regulären Onshore- bzw. echten Terminmärkten.

Auch in Australien hatte sich in den frühen 1970er Jahren angesichts von Devisenhandelsbeschränkungen ein NDF-Markt entwickelt. Diese Beschränkungen wurden von den zuständigen Stellen ungefähr zum Zeitpunkt der Freigabe des Wechselkurses des australischen Dollars 1983 ausser Kraft gesetzt. Das vorliegende Feature zieht Lehren aus dem in Australien erfolgten Übergang von einem NDF-Markt zu einem echten Terminmarkt, nachdem der

¹ Die Autoren danken Mirza Baig, Claudio Borio, Michael Davies, Dan Fabbro, Robert McCauley, Frank Packer, Claudio Piron, Lee Chuan Teck und besonders Eli Remolona und Mike Sinclair für hilfreiche Diskussionen und Kommentare. Das Feature gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ bzw. der Reserve Bank of Australia deckt.

australische Dollar frei schwanken konnte. Dabei gilt den gegenwärtigen Strukturen asiatischer NDF-Märkte besonderes Augenmerk.

Der folgende Abschnitt bietet einen Überblick über die Devisenkontrollen, die in den 1970er Jahren in Australien galten, sowie über die Entwicklung des australischen NDF-Marktes, des sogenannten „Hedge-Marktes“. Danach folgt eine Betrachtung der gegenwärtigen NDF-Märkte in Asien, die mit dem australischen NDF-Markt verglichen werden. Anschliessend werden die Besonderheiten des australischen Übergangs von einem NDF-Markt zu einem echten Terminmarkt dargestellt, woraus Lehren für die asiatischen Terminmärkte gezogen werden. Im letzten Abschnitt werden die Ergebnisse zusammengefasst.

Die Erfahrungen Australiens

Ehe es im Dezember 1983 zur Freigabe des Wechselkurses des australischen Dollars kam, durchlief die Wechselkurspolitik Australiens eine Reihe von Stadien, die durch feste oder gesteuerte Wechselkurse gekennzeichnet waren.² Dieses Wechselkursregime wurde untermauert durch ein umfassendes System von Devisenkontrollen, wobei sämtliche Fremdwährungstransaktionen von der Reserve Bank of Australia (RBA) genehmigt werden mussten. In der Regel wurden bestimmte Arten von Transaktionen ohne Weiteres genehmigt, etwa solche, die den Aussenhandel oder private Investitionen in Australien betrafen. Um jedoch den Spielraum für Spekulationsgeschäfte zu minimieren, wurden dem zeitlichen Ablauf derartiger Transaktionen Beschränkungen auferlegt, mit Vorlauf- und Wartezeiten zwischen dem Eingang der Mittel und der vollständigen Transaktionsabwicklung. Von 1972 bis 1974 beispielsweise wurde Gebietsansässigen in Australien keine Genehmigung für die Aufnahme von Auslandskrediten mit Tilgung innerhalb von weniger als zwei Jahren erteilt (Handelsfinanzierungen ausgenommen). Zudem bestanden strenge Beschränkungen für Auslandsinvestitionen von Australiern sowie für die Mittelaufnahme von Ausländern in Australien.

Fester oder gesteuerter Wechselkurs in Australien bis 1983

In den 1950er und 1960er Jahren herrschte in Australien eine geringe Nachfrage nach Absicherungsmöglichkeiten für das Wechselkursrisiko. Die Zinsvolatilität war niedrig, und die Wechselkurse waren im Allgemeinen stabil, da der australische Dollar an das Pfund Sterling gekoppelt war. Terminmärkte standen lediglich für Transaktionen des internationalen Handels zur Verfügung, und es galt für sie die zusätzliche Auflage, wonach künftige Zahlungsverpflichtungen eine Fälligkeit von höchstens sechs Monaten aufweisen durften. Termingeschäfte für den Kapitalverkehr gab es nicht, wodurch derartige Transaktionen Wechselkursschwankungen ausgesetzt waren. Unter diesen Rahmenbedingungen, die seit 1939 in Kraft waren, sicherte die RBA Banken gegen Risiken ab, die ihnen aus Termingeschäften mit hierfür zugelassenen Kunden entstanden – somit ging das Risiko vom privaten Unternehmenssektor auf die Zentralbank über. Die Geschäftsbanken waren dazu

Geringe Nachfrage nach Absicherungsgeschäften vor Beginn der 1970er Jahre

² Für eine ausführlichere Erörterung s. Debelle und Plumb (2006).

verpflichtet, jeden Monat den Sterling-Gegenwert des Nettobetrags ihrer Fremdwährungszahlungen und -einzüge bei der RBA zu erwerben bzw. zu veräußern, und zwar zu einem Preis, der als fester Prozentsatz des Nennwerts des Termingeschäfts festgelegt war.³ Die Banken mussten ihren Kunden diesen Preis belasten und ihn der RBA als Ausgleich dafür überlassen, dass diese das Wechselkursrisiko übernahm. Mithin handelten die Banken lediglich als Beauftragte der Zentralbank.⁴

Entstehung des Hedge-Marktes

Nachfrage nach
Absicherungen
aufgrund von
Zinsvolatilität und
Freigabe des
Wechselkurses
wichtiger
Währungen

Als in den frühen 1970er Jahren die Zinsvolatilität anstieg und eine Reihe wichtiger Währungen sich der freien Wechselkursbildung öffneten, gewann die Steuerung des Wechselkursrisikos zunehmend an Bedeutung. Da der australische Terminmarkt nur sehr begrenzte Möglichkeiten im Währungsbereich bot, entwickelten die Marktteilnehmer einen Terminmarkt ohne Lieferung, um sich gegen das Wechselkursrisiko bei Transaktionen abzusichern, für die ansonsten kein Hedging möglich gewesen wäre. Dieser neue Markt wurde als „Hedge-Markt für Fremdwährungen“ bekannt.

Hedge-Markt durch
veränderte
Kapitalverkehrs-
kontrollen
begünstigt ...

In der ersten Hälfte der 1970er Jahre begünstigten geänderte Kontrollmechanismen, denen der Devisenmarkt und besonders Termingeschäfte unterworfen waren, die Entstehung des Hedge-Marktes. So wurde es den Banken Ende 1971 gestattet, sämtliche Devisentransaktionen mit ihren Kunden (sowohl per Kassa als auch auf Termin) auf eigene Rechnung statt als Beauftragte der RBA durchzuführen. Australische Banken waren somit in der Lage, ihre Positionen bis zum Ende jedes Tages untereinander oder mit ausländischen Banken glattzustellen, obwohl die RBA weiterhin Einrichtungen für das Clearing sowohl von Kassa- als auch von Terminpositionen der Banken bereitstellte. Überdies wurden Beschränkungen hinsichtlich der zeitlichen Gestaltung zulässiger Devisentermintransaktionen eingeführt, wonach Absicherungspositionen auf Termin für diese Transaktionen innerhalb von sieben Tagen nach Übernahme des Wechselkursrisikos einzugehen waren. Diese „seven day rule“ galt ab Mai 1974, nachdem sich eine Reihe von kostspieligen Vorfällen zugetragen hatte, in denen Importeure die RBA unmittelbar vor einer Abwertung des australischen Dollars mit Anträgen für Absicherungsgeschäfte auf Termin bestürmt hatten.

Die Funktionsweise von NDF-Märkten wird in Kasten 1 beschrieben. In Australien sahen die Kontrakte die Abwicklung in australischen Dollar vor; ein

³ Die meiste Zeit über entsprach der Preis einem Gegenwert von 25 Cent pro £ 100; allerdings wurde er von November 1967 bis September 1971 auf 10 Cent pro £ 100 herabgesetzt.

⁴ Ab 1948 wurde kein Preis für Kontrakte auf US-Dollar oder kanadische Dollar erhoben. Die Banken führten Termingeschäfte in diesen Währungen mit ihren Kunden auf eigene Rechnung durch, zu Sätzen, die sich am Londoner Devisenmarkt orientierten. Die Banken waren (oberhalb einer Bagatellgrenze) verpflichtet, Risiken aus Termingeschäften in diesen Währungen täglich bei der Zentralbank, bei anderen Banken oder in ausländischen Handelszentren abzusichern.

Kasten 1: Funktionsprinzip von NDF-Kontrakten

Ein Devisenterminkontrakt ist eine verbindliche Vereinbarung, zu einem künftigen Zeitpunkt (Abrechnungstag) eine Währung gegen eine andere zu tauschen, und zwar zu einem zum Zeitpunkt des Kontraktabschlusses (Handelstag) festgelegten Wechselkurs. Ein typischer NDF-Kontrakt auf eine Währung gleicht einem Devisentermingeschäft herkömmlicher Art, mit dem Unterschied, dass der NDF bei Fälligkeit in einer Fremdwährung (meist US-Dollar) abgerechnet wird, da die Landeswährung Kapitalverkehrskontrollen unterliegt und somit nicht lieferbar („non-deliverable“) ist. Wenn am Abrechnungstag der aktuell gültige Devisenkassakurs vom zuvor vereinbarten Devisenterminkurs abweicht, muss derjenige Kontrahent, der durch diese Währungskursentwicklung begünstigt wird, an seinen Handelspartner eine Ausgleichszahlung in Höhe der Differenz zwischen dem verbindlich vereinbarten Terminkurs und dem aktuellen Kassakurs entrichten. Der Kontrakt wird nach Massgabe seines Nominalwerts in US-Dollar netto abgerechnet. Der Fixing-Preis bezieht sich im Allgemeinen auf den aktuell gültigen Kurs am inländischen oder Onshore-Kassamarkt für die nicht lieferbare Währung.

Zu beachten ist, dass im Falle eines *Onshore*-NDF-Marktes für den Zweck der Umgehung von Devisenkontrollen gewöhnlich die Abrechnung der Kontrakte in Landeswährung erforderlich ist. Die den Fremdwährungsgeschäften inländischer Marktteilnehmer auferlegten Beschränkungen können mithin umgangen werden, indem der Handel in Landeswährung stattfindet. An einem *Offshore*-Markt dagegen verhindern Beschränkungen der Währungskonvertibilität, dass die Abrechnung in Landeswährung erfolgt. Deshalb muss die Abrechnung in einer Fremdwährung, wie dem US-Dollar, erfolgen.

Zur Verdeutlichung sei folgendes Beispiel aus einem *Offshore*-NDF-Markt für den australischen Dollar (AUD) angeführt: Angenommen, Kontrahent A sei verpflichtet, AUD 1 000 nach Ablauf eines Jahres zu zahlen. Wegen der Befürchtung, dass der australische Dollar vor Fälligkeit dieser Zahlungsverpflichtung eine Aufwertung erfahren könnte, schliesst Kontrahent A einen NDF-Kontrakt mit Kontrahent B ab, um den Kontraktgegenwert zwischen AUD und USD zu erwerben. Angenommen, Kontrahent A erwirbt die benötigten AUD 1 000 zu einem Devisenterminkurs von USD 0,7 pro AUD, d.h. dieser Terminkurs entspricht einem Gegenwert von US-\$ 700. Wenn am Abrechnungstag der Kassakurs 0,6 beträgt (der AUD also gegenüber dem Terminkurs an Wert verloren hat), so zahlt Kontrahent A einen Betrag in Höhe von USD 100 an Kontrahent B als Ausgleich für den geringeren USD-Gegenwert der benötigten AUD 1 000. Wenn andererseits der Abrechnungskurs 0,8 betrüge, so würde Kontrahent A von Kontrahent B USD 100 als Ausgleich erhalten, da der Wert der AUD 1 000, die Kontrahent B verkauft, gestiegen ist. Diese Berechnung beruht auf folgender Formel:

$$\text{USD-Abrechnungsbetrag} = (\text{Terminkurs} - \text{Abrechnungskurs}) \times \text{AUD-Nominalwert}$$

Zu beachten ist, dass Kontrahent A den benötigten AUD-Betrag noch zu erwerben hat. Die entsprechende Transaktion muss am Kassamarkt getätigt werden und erfolgt unabhängig von der NDF-Transaktion. Für gewöhnlich wird Kontrahent A sorgsam darauf bedacht sein, die zeitliche Gestaltung und Ausführung des Kassageschäfts so vorzunehmen, dass der dabei erzielte Kurs dem Abrechnungskurs des NDF-Absicherungsgeschäfts so nahe als möglich kommt. Das Risiko einer Diskrepanz zwischen diesen beiden Kursen wird als Basisrisiko bezeichnet.

Weil die Notwendigkeit von Bartransfers am inländischen Markt entfällt, ergeben sich bei NDF-Geschäften eine Reihe von Vorteilen. Erstens ermöglichen NDF-Transaktionen den Marktteilnehmern die Absicherung von Preisrisiken aus Engagements, für die unter den geltenden Kapitalverkehrskontrollen Absicherungsgeschäfte nicht zulässig sind. Dabei kann eine Struktur geschaffen werden, in der nur zwei *Offshore*-Parteien als Kontrahenten auftreten und somit devisenwirtschaftliche Kontrollen und Beschränkungen umgangen werden können. Zweitens ist das Kontrahentenrisiko bei NDF-Transaktionen niedriger, da im Gegensatz zu Termingeschäften mit Lieferung nur Differenzbeträge Gegenstand der Abrechnung sind. Drittens schliesslich vermeiden die Kontrahenten potenziell hohe Transaktionskosten, die beim Handel in Landeswährung anfallen können.

Fremdwährungstausch fand also nicht statt. So wurde die Absicherung des Wechselkursrisikos ermöglicht, ohne die Devisenkontrollen zu verletzen.⁵ Der erste Währungs-Hedge-Kontrakt Australiens wurde 1973 abgeschlossen. Abgesehen von geringfügigen Änderungen wurde die Struktur dieses Kontrakts während der gesamten Lebensdauer des Hedge-Marktes beibehalten (Carew 1985, S. 164).

... im Inland durch den Privatsektor aufgebaut und von den Behörden geduldet

Es ist bemerkenswert, dass der australische Hedge-Markt sich im Inland entwickelte, wohingegen die meisten NDF-Märkte im Ausland entstehen. Er wurde im Privatsektor von inländischen Banken und Nichtbankinstituten geschaffen. Die zuständigen Stellen waren sich dessen bewusst und verfolgten seinen Aufbau aufmerksam, und sie zogen es vor, ihn zu dulden, statt ihm entgegenzutreten. Es wurde argumentiert, dass Transaktionen im Hedge-Markt keinen Druck auf den Devisenkassakurs ausübten, da kein unmittelbarer Zusammenhang zwischen den Bewegungen am Hedge-Markt und am Kassamarkt bestehe. Ein Stimmungswandel im einen Markt freilich konnte einen Einfluss auf den Handel im anderen haben. Wenn z. B. Teilnehmer des NDF-Marktes eine Neubewertung erwarteten und deshalb den NDF-Wechselkurs in die Höhe trieben, war damit zu rechnen, dass Exporteure und Kreditnehmer zulässige Zahlungen im Kassamarkt frühzeitig absicherten, woraus ein Aufwärtsdruck auf den Wechselkurs entstand.

Rasanten Wachstum des Hedge-Marktes in den späten 1970er Jahren ...

In den späten 1970er und frühen 1980er Jahren entwickelte sich der Hedge-Markt rasant: Ende 1979 wurden die offenen Hedge-Kontrakte auf etwa AUD 3 Mrd. geschätzt, weniger als die Hälfte der offenen Kontrakte am echten Terminmarkt zur gleichen Zeit (rund AUD 7 Mrd.). Allerdings ergaben Schätzungen der RBA, dass der Anteil des echten Terminmarktes am Gesamtgeschäft mit Termin- und Absicherungstransaktionen von 60% im Dezember 1980 auf etwa 20% Ende 1983 gefallen war. Sehr stark beteiligt waren Banken, die rund 40% der von ihnen eingegangenen Terminkontrakte am Hedge-Markt abschlossen.

... und Schaffung von Interbank-NDF-Märkten im Ausland ...

Während sich der Hedge-Markt vornehmlich im Inland entwickelte, da die bestehenden Vorschriften Gebietsfremde daran hinderten, sich am australischen Hedge-Markt abzusichern, etablierten sich in ausländischen Finanzzentren Interbank-Hedge-Märkte für den australischen Dollar. Ungeachtet dessen spielten australische Handelsbanken eine bedeutende Rolle. Diese Offshore-Märkte waren kleiner als die inländischen Hedge-Märkte. Der Jahresumsatz an den nordamerikanischen Märkten wurde auf ca. AUD 2–3 Mrd. geschätzt. Ein wichtiger Unterschied zwischen den inländischen und den Offshore-Hedge-Märkten für den australischen Dollar lag in der Abwicklungswährung: Im Inlandsmarkt erfolgte die Abwicklung der Hedge-Kontrakte in australischen Dollar. Damit wurden Beschränkungen für Fremdwährungstransaktionen (z.B. das Verbot der Absicherung auf Termin für ausländische Kapitaltransfers) umgangen. Demgegenüber war an den

⁵ In der Regel waren Kontrakte mit einer Laufzeit von mehr als zwölf Monaten nicht ohne Weiteres verfügbar. Die Spreads zwischen Geld- und Briefnotierungen für Kontrakte mit kurzer Laufzeit waren vergleichbar mit den Spreads, die seinerzeit von Reuters für die europäischen Terminmärkte notiert wurden.

Offshore-Märkten die Abwicklung in australischen Dollar durch die herrschenden Devisenkontrollen ausgeschlossen (z.B. Beschränkungen für Ausländer bei der Mittelaufnahme in australischen Dollar). Folglich wurde an den Offshore-Märkten in US-Dollar abgerechnet.

Trotz der Entwicklung eines inländischen Hedge-Marktes galten die zu jener Zeit bestehenden Terminmärkte als unzureichend: Kapitalgeber hatten keinen direkten Zugang zu den echten Terminmärkten, und die NDF-Märkte, denen es an Tiefe und Breite mangelte, erwiesen sich mitunter als leistungsschwach, wenn es galt, Transaktionen mittleren bis grösseren Umfangs zu bewältigen. Teilweise war dies auf die Beschränkung sowohl der Teilnahme von Gebietsfremden am NDF-Markt als auch der Möglichkeiten von Banken, Bestände im Ausland zu halten, zurückzuführen.

... dennoch unzureichende Marktentwicklung

Asiatische NDF-Märkte

Trotz des zeitlichen Abstands von etwa drei Jahrzehnten zeigt sich eine Reihe von Parallelen zwischen den asiatischen NDF-Märkten heutzutage und dem australischen Hedge-Markt der 1970er und frühen 1980er Jahre. Wie in Australien sind die NDF-Märkte in Asien aus dem Bedarf an alternativen Absicherungsinstrumenten heraus entstanden. In Asien benötigen ausländische Investoren mit Positionen in Landeswährung eine Möglichkeit zur Absicherung, z.B. wenn die Konvertibilität einer Währung eingeschränkt oder der inländische Markt in der betreffenden Währung illiquide ist. Zudem ermöglichen NDF-Märkte es Anlegern, Investitionen in nicht konvertierbaren Währungen zu tätigen. Die Nutzung von NDF-Märkten durch Gebietsansässige spiegelt üblicherweise das Bedürfnis von im Import und Export engagierten inländischen Firmen wider, ihr aus dem internationalen Handel entstandenes Wechselkursrisiko bei Transaktionen, die Kapitalverkehrskontrollen unterliegen, abzusichern.

Asiatische NDF-Märkte ähneln dem australischen Hedge-Markt

Die gegenwärtig in bestimmten asiatischen Märkten geltenden Devisenbeschränkungen und Kapitalverkehrskontrollen sind von der Art her den früheren Beschränkungen im australischen Markt sehr ähnlich.⁶ Wie seinerzeit in Australien dienen die heutzutage in asiatischen Märkten für Devisentermingeschäfte geltenden Beschränkungen zur Begrenzung kurzfristiger Kapitalströme, die weder Handelsgeschäfte noch Direktinvestitionen betreffen. Ebenso sollen ausländische Marktteilnehmer davon abgehalten werden, Long- oder Short-Positionen in einer Größenordnung einzugehen, die den Devisenkassakurs unter Druck setzen könnte. Es gibt verschiedene solche Beschränkungen. Zum einen stützen sich einige asiatische Länder auf formale Genehmigungsverfahren oder auf Programme für zugelassene Investoren („qualified investor schemes“), die die Teilnahme von Ausländern an inländischen Währungsmärkten regeln. Zweitens gestatten die meisten Länder Absicherungsgeschäfte nur für Transaktionen, die den internationalen Handel oder ausländische Direktinvestitionen betreffen. Diese werden häufig als Real-

Ähnliche Kapitalverkehrskontrollen

⁶ Für einen Überblick über Beschränkungen an asiatischen Devisenmärkten s. Giacomelli et al. (2006) und Citigroup (2006).

transaktionen bezeichnet.⁷ Drittens ist es Gebietsfremden untersagt, sich am inländischen Markt zu verschulden oder zu refinanzieren, mit Ausnahme von Transaktionen, die nachweislich im Zusammenhang mit dem internationalen Handel stehen. Viertens schliesslich gelten in einigen Ländern, anders als in Australien, Beschränkungen bei der Wahl der Kontrahenten, mit denen ein ausländischer Marktteilnehmer am inländischen Währungsmarkt handeln darf.

Ähnliche Struktur

Ma et al. (2004) untersuchen die an diesen Märkten erzielten Preise, um die Auswirkungen der Kapitalverkehrskontrollen abzuschätzen. Ähnlich wie am australischen Hedge-Markt in den frühen 1980er Jahren verfügen die asiatischen Märkte über bewährte Handels- und Preisfindungspraktiken sowie über gut organisierte Einrichtungen für das Marktmachergeschäft (Kasten 2). Dies ist zum Teil den gemeinsamen Bestrebungen sowohl der Marktteilnehmer als auch den jeweiligen Behörden des Landes, in dem diese Offshore-Märkte angesiedelt sind, zu verdanken.

Die Art des Handels an den asiatischen NDF-Märkten ist mit dem Geschehen am australischen Hedge-Markt vergleichbar: Ein grosser Teil des Gesamthandels findet zwischen Händlern statt. An den asiatischen NDF-Märkten wie am Hedge-Markt beträgt der Anteil von Geschäftsabschlüssen zwischen Händlern mehr als drei Viertel des Gesamthandelsvolumens.⁸

Dienste von Maklern sehr gefragt

Ogleich die asiatischen NDF-Märkte in den letzten Jahren an Reife gewonnen haben, werden – wie seinerzeit am australischen Hedge-Markt – die Dienste von Maklern im Telefonhandel intensiv in Anspruch genommen. An den meisten NDF-Märkten wird die Mehrheit (in einigen praktisch die Gesamtheit) der NDF-Handelsabschlüsse, die die Marktmacher mit Nichtkunden tätigen, von Maklern vermittelt statt im direkten Interbankverkehr. Obwohl weniger effizient als die elektronische Geschäftsvermittlung, dürften die Makler im Telefongeschäft dazu beigetragen haben, dass an den führenden NDF-Märkten eine ausreichende Markttiefe und Liquidität entstehen konnte, damit die Marktmacher in der Lage sind, ihre in dieser Funktion eingegangenen Positionen rasch abzusichern.

Wichtige Unterschiede zwischen den NDF-Märkten in Asien und Australien ...

Es bestehen freilich auch Unterschiede zwischen den asiatischen NDF-Märkten und dem australischen Hedge-Markt. Erstens werden die asiatischen NDF-Kontrakte durchweg in Fremdwährung abgerechnet (d.h. US-Dollar), wohingegen die australischen Hedge-Kontrakte in Landeswährung, also in australischen Dollar abgerechnet wurden. Zweites sind die asiatischen NDF-Märkte Offshore-Einrichtungen, während der australische Markt ein

⁷ In Japan unterlag der Kapitalverkehr vor Beginn der Liberalisierung 1984 ähnlichen Beschränkungen. S. Osugi (1990).

⁸ Dies steht im Gegensatz zu den Märkten für die wichtigsten Währungen. 1995 wurden nahezu zwei Drittel aller Devisentransaktionen unmittelbar zwischen Händlern durchgeführt. 2004 erfolgte nur ungefähr jeder zweite Handelsabschluss am Interbankmarkt. Für weitere Einzelheiten s. Galati (2001) und BIZ (2005).

Kasten 2: Grösse und Struktur der asiatischen NDF-Märkte

Asiatische NDF-Kontrakte werden ausserbörslich („over the counter“) und ausserhalb des jeweiligen Inlandmarktes („offshore“) gehandelt, wobei der Handel vorwiegend in Singapur stattfindet, gefolgt von Hongkong und in geringerem Masse in London und Tokio. Wegen des ausserbörslichen Charakters der NDF-Märkte ist es schwierig, das Volumen der gehandelten Kontrakte und die Identität der Akteure zu bestimmen. Allerdings ergeben Gespräche mit Marktteilnehmern, dass die Liquidität sich verbessert hat, da der Umsatz an den asiatischen NDF-Märkten in den letzten Jahren ein beträchtliches Wachstum verzeichnete (für Angaben über Grösse und Liquidität im Zeitraum 2003/04 s. Ma et al. 2004). Überdies hat sich in den vergangenen Jahren ein NDF-Markt für den malaysischen Ringgit entwickelt.

Umsatz und Liquidität der asiatischen NDF-Märkte

	Kontraktlaufzeiten	Tägliches Handelsvolumen am asiatischen Händlermarkt, USD Mio.	Abschlussgrösse, USD Mio.	Geld-Brief-Spanne, Basispunkte
China	Liquide bis 12 Monate, begrenzte Liquidität auf 3–5 Jahre	700	10	3–5
Indien	Liquide bis 12 Monate, begrenzte Liquidität bis zu 5 Jahren	500	5–10	3–5
Indonesien	Mässig liquide bis zu 12 Monaten, darüber hinaus illiquide	250	3–5	10–20
Korea	Liquide bis 2 Jahre, begrenzte Liquidität bis 5 Jahre	2 000	10	2
Malaysia	Mässig liquide bis zu 12 Monaten, darüber hinaus illiquide	450	5	10–12
Philippinen	Mässig liquide bis 12 Monate, begrenzte Liquidität auf 3–5 Jahre	250	3–5	7–9
Taiwan (China)	Liquide bis 12 Monate, begrenzte Liquidität bis zu 5 Jahren	1 000	5–10	2–4

¹ Umfang von Handelsabschlüssen, die an „normalen“ Tagen ohne Preisbeeinflussung abgeschlossen werden können.

Quelle: Schätzungen der BIZ für 2006 Q2, basierend auf Gesprächen mit Citigroup, der Deutschen Bank und JPMorgan Chase.

Im Allgemeinen beruht die Preisfindung auf der Zinsparitätsformel, anhand derer äquivalente Renditen für einen gegebenen Betrachtungszeitraum unter Zugrundelegung der Zinssätze für zwei Währungen sowie des aktuellen Devisenkassakurses ermittelt werden. Wenn international tätige Anleger kaum Zugang zu den betreffenden Onshore-Märkten für Zinsinstrumente oder zu Einlagen in Landeswährung haben, stützen sich die NDF-Preise hauptsächlich auf Prognosen des Devisenkassakurses.

Ferner sind führende Finanzinstitute durch ihr Marktmachergeschäft an den NDF-Märkten beteiligt. Marktmacher gleichen die im Zuge ihrer Marktmacheraktivitäten mit anderen führenden Banken eingegangenen NDF-Positionen üblicherweise durch Geschäfte mit anderen Handelsadressen aus. Derartige Positionen können so lange unter Banken weitergegeben werden, bis ein Firmenkunde eine entgegengesetzte Position eingehen will. Im Falle von NDF-Währungen, für die verhältnismässig gut entwickelte Onshore-Märkte für Devisen, Anleihen und Zinsinstrumente bestehen, werden internationale Banken in begrenztem Masse auch für den Risikoausgleich am Inlandsmarkt herangezogen.

Inlandsmarkt war. Drittens spielen an den asiatischen NDF-Märkten von heute global operierende Banken eine bedeutendere Rolle, während der Hedge-Markt in Australien stärker von lokalen Teilnehmern beeinflusst wurde.

... aufgrund
verschiedener
Faktoren

Die Unterschiede zwischen den heutigen NDF-Märkten in Asien und dem australischen Hedge-Markt sind auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen. Erstens lassen Gespräche mit Marktmachern in Asien vermuten, dass ein wichtiger Grund für die Bevorzugung von Offshore-Standorten und die Abwicklung in US-Dollar darin liegt, dass der Zugang zu inländischen Geldmärkten unzulänglich ist, was die Fähigkeit der Marktmacher zur Absicherung im Inland einschränkt, selbst wenn ein inländischer Terminmarkt existiert. Dies war in Australien nicht der Fall, wo die Teilnehmer inländische Institute mit Zugang zum heimischen Geldmarkt waren. Zweitens nutzen Marktmacher Verbundvorteile („economies of scope“), indem sie den NDF-Handel in unterschiedlichen Währungen an einem Standort konzentrieren, überwiegend in Singapur. Die Dominanz eines einzigen Standorts könnte auch zum Teil die grössere Bedeutung von globalen und grossen regionalen Teilnehmern an den asiatischen Märkten erklären, denn diese sind eher in der Lage, in einer Reihe von regionalen Währungen als Marktmacher aufzutreten. Drittens schliesslich spiegelt die Konzentration der Aktivitäten auf einen einzigen Offshore-Standort den Umstand wider, dass das heutige globale Finanzsystem stärker integriert ist als in den 1970er und 1980er Jahren und dass bei der Anwendung von Informationstechnologien in der Finanzindustrie erhebliche Fortschritte erzielt worden sind.

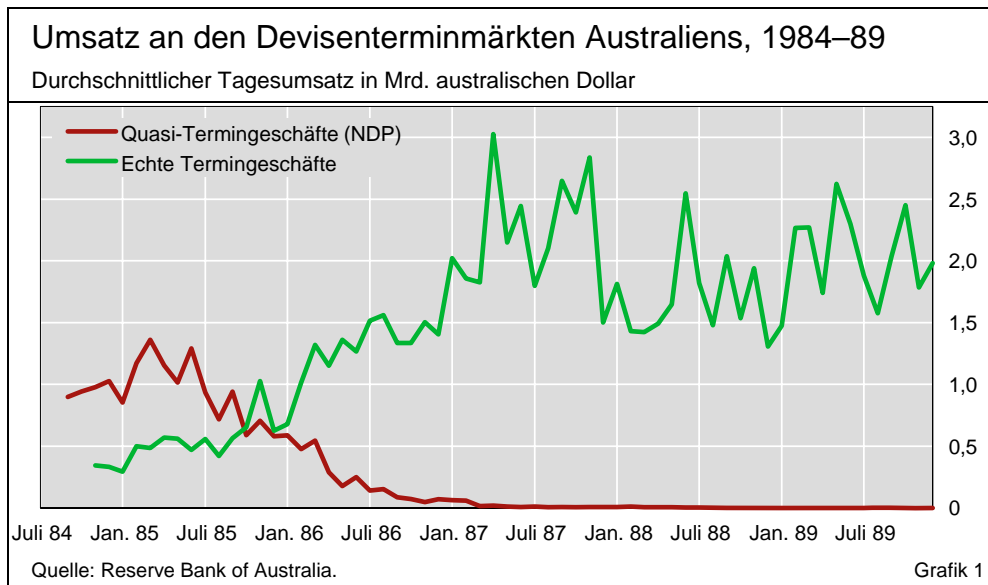
Übergang zu einem echten Terminmarkt in Australien

Australischer
Hedge-Markt in den
frühen 1980er
Jahren von Märkten
mit Lieferung
abgelöst

Nachdem 1983 in Australien die Beschränkungen am Markt für lieferbare Termingeschäfte aufgehoben wurden, versiegte das Geschäft am Hedge-Markt im Laufe mehrerer Jahre allmählich und wurde vom heutigen Terminmarkt abgelöst. Verschiedene Entwicklungen trugen zum Entstehen dieses Marktes bei. Erstens weiteten sich im Laufe der Zeit die Schwankungen in den Auf- oder Abschlägen der Terminkurse aus – das Ergebnis von stärkeren Zinsschwankungen und Spekulationsgeschäften im Zusammenhang mit künftigen Wechselkursbewegungen. So führte im Februar 1983 die Ankündigung von Wahlen auf Bundesebene für Anfang März in Australien zu erhöhter Unruhe und Volatilität an den Finanzmärkten. Im Bereich des kurzfristigen Kapitalverkehrs waren beträchtliche Abflüsse zu beobachten, und der US-Dollar wurde mit einem erheblichen Aufschlag gehandelt (der deutlich über der Zinsdifferenz lag), worin sich die Erwartung einer bevorstehenden kräftigen Abwertung des australischen Dollars widerspiegelte. Kurz nach dem durch die Wahlen herbeigeführten Regierungswechsel kam es dann auch tatsächlich zu einem Rückgang des mit dem Aussenhandelsvolumen gewichteten effektiven Wechselkurses um 10%.

Zusammenwachsen
der Finanzmärkte
hohlte Kapital-
verkehrscontrollen
aus

Zweitens trug in den frühen 1980er Jahren – neben der stärkeren Verflechtung mit den internationalen Finanzmärkten – das Wachstum der Märkte für Devisenabsicherungsgeschäfte und Futureskontrakte zur



Aushöhlung der Wirksamkeit von Devisenkontrollen bei.⁹ Schliesslich wurde Ende Oktober 1983 eine bedeutende Änderung hinsichtlich der Rahmenbedingungen für Devisentermingeschäfte vorgenommen: Die RBA zog sich aus dem täglichen Geschäft zurück und hob die Beschränkungen für das Kundengeschäft der Banken auf. Die Terminkurse konnten den Kräften von Angebot und Nachfrage nun unmittelbar folgen, und die Banken durften mit ihren Kunden Termingeschäfte zu bilateral ausgehandelten Kursen durchführen. Die Banken waren nicht mehr dazu verpflichtet, ihre Nettoterminpositionen bei der RBA auszugleichen, und konnten nunmehr innerhalb festgelegter Limits Terminpositionen mit Kassapositionen kompensieren. Auch die „seven day rule“ wurde ausser Kraft gesetzt, wenngleich die Absicherung per Termin für Transaktionen, die nicht im Zusammenhang mit dem internationalen Handel standen, bis Juni 1984 unzulässig blieb. Kurz nach Freigabe des Devisenkassakurses im Dezember 1983 löste die RBA auch ihre Nettoterminpositionen auf. Der Terminkurs war bereits im Oktober freigegeben worden, sodass die Banken Kassapositionen gegen Terminpositionen stellen konnten. Als der Devisenkassakurs im Dezember freigegeben wurde, entsprach der Kassa-spread am Hedge-Markt demjenigen am echten Terminmarkt mit Lieferung, da die Banken nun Arbitrage zwischen den Märkten betreiben konnten.

Mitte 1987 war der Umsatz am Hedge-Markt kaum noch der Rede wert, stattdessen wuchs der Umsatz am echten Terminmarkt stetig (Grafik 1). Der Umsatzanstieg am Terminmarkt war zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Zahl der Marktteilnehmer zunahm. Im Laufe des Jahres 1984 erhielten 39 Nichtbanken die Zulassung zum Devisenhandel, darunter einige wichtige Teilnehmer am Hedge-Markt. Ende 1987 besaßen 59 Nichtbanken die Zulassung zum Devisenhandel. Ein weiterer Grund für die Umsatzzuwächse lag darin, dass Geschäftsbanken und nicht politische Entscheidungsträger die

⁹ S. Laker (1988).

Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors dazu ermutigten, am Terminmarkt mit Lieferung teilzunehmen.¹⁰

Dank Hedge-Markt
verbessertes
händlerisches
Können

Was die allgemeine Entwicklung des australischen Finanzsystems angeht, kam dem Hedge-Markt für Fremdwährungen, im Zusammenspiel mit dem Handel in Drittwährungen (etwa US-Dollar gegen D-Mark), das wichtige Verdienst zu, den Marktteilnehmern Gelegenheit zur Verfeinerung ihres händlerischen Könnens gegeben zu haben. Dies begünstigte einen gut funktionierenden Devisenmarkt, als der Wechselkurs freigegeben wurde. Die Fertigkeiten, die die Marktteilnehmer am Hedge-Markt erworben hatten, waren leicht zu übertragen auf den Terminmarkt mit Lieferung und ganz allgemein auf den deregulierten Devisenmarkt, nachdem in der ersten Hälfte der 1980er Jahre der Wechselkurs des australischen Dollars freigegeben und die Kapitalverkehrskontrollen aufgehoben worden waren. Ohne Zweifel hat dies den Übergang von einem gesteuerten zu einem auf freier Kursbildung beruhenden System erleichtert.

Lehren für die asiatischen Märkte

Australische
Erfahrungen
lehrreich für Asien

Für die asiatischen NDF-Märkte von heute lassen sich drei Lehren aus den Erfahrungen Australiens ziehen. Erstens können die gegenwärtigen asiatischen NDF-Märkte den Übergang zu vollständig konvertierbaren Währungen erleichtern, indem sie interimistische Absicherungsmöglichkeiten eröffnen. Zweitens kann die für NDF-Märkte entwickelte Infrastruktur den Zwecken eines Marktes mit Lieferung angepasst werden. Drittens schliesslich ermöglichen es NDF-Märkte, Erfahrung und Fertigkeiten im Handel zu gewinnen, die sich auf den Terminmarkt mit Lieferung übertragen lassen, vorausgesetzt, dass sie für einheimische Teilnehmer zugänglich sind. Die Unterschiede zwischen dem australischen Hedge-Markt und den derzeitigen NDF-Märkten in Asien versehen diese Lehren jedoch auch mit gewissen Nuancen.

Begrenzte
Absicherungs-
möglichkeiten bei
NDF-Märkten

Ungeachtet der Vorzüge der asiatischen NDF-Märkte bei der Absicherung (besonders bei den Währungen von Ländern, die vergleichsweise hohe Auslandsinvestitionen anziehen), weisen Marktteilnehmer auch auf eine Anzahl von einschränkenden Bedingungen hin, die in der Übergangsphase Beachtung verdienen. Erstens wäre als wichtigstes Hindernis in Asien die Tatsache zu nennen, dass nur global agierende Institute und eine beschränkte Zahl von inländischen Instituten in der Lage sind, die Instrumente einzusetzen. Zweitens ist die Liquidität bei Kontrakten mit Laufzeiten von über einem Jahr an den meisten Märkten gering. Drittens ist nicht gewährleistet, dass der Inhaber eines Kontrakts tatsächlich die Möglichkeit haben wird, bei seinem Devisengeschäft einen Handelsabschluss zum Fixing-Preis zu tätigen. Somit nimmt bei Erwartung einer Änderung des Wechselkurssystems die Wahrscheinlichkeit zu, dass der Fixing-Preis als Indikator für die Konditionen, zu denen Handels-

¹⁰ Futures auf den australischen Dollar werden weiterhin an der Sydney Futures Exchange gehandelt, jedoch ist das Geschäftsaufkommen geringer als am Terminmarkt mit Lieferung. Das höchste Geschäftsaufkommen bei Futures auf den australischen Dollar verzeichnet die Chicago Mercantile Exchange.

abschlüsse tatsächlich erzielt werden können, weit weniger zuverlässig ist. Viertens schliesslich dürfte sich die Brauchbarkeit von NDF-Märkten für Absicherungszwecke bei angespannten Marktverhältnissen als begrenzt erweisen.¹¹

Die asiatischen NDF-Märkte sind Offshore-Märkte, weshalb sie sich beim Übergang zu einer voll konvertierbaren Währung als weniger bedeutsam erweisen könnten. Insbesondere ist zu bedenken, dass wegen des NDF-Handels an Offshore-Standorten inländische Marktteilnehmer nicht im gleichen Masse Gelegenheit haben dürften, Fertigkeiten im Handel zu entwickeln, wie an einem Onshore-Markt. Andererseits gibt es Gründe anzunehmen, dass die Teilnehmer an den asiatischen Märkten sehr wohl im Begriff sind, Fertigkeiten im Handel zu erwerben, die sich auf veränderte Verhältnisse übertragen lassen. Erstens weist die deutliche Präsenz sowohl von global operierenden als auch von regionalen Akteuren an den asiatischen NDF-Märkten darauf hin, dass einige im inländischen Markt tätige Teilnehmer bereits über hohe derartige Fertigkeiten verfügen. Zweitens haben in einigen asiatischen Ländern Onshore-Teilnehmer zumindest beschränkten Zugang zu NDF-Märkten, die im Ausland angesiedelt sind. Koreanische Banken beispielsweise haben schon seit 1999 Zugang zum NDF-Markt für den koreanischen Won, wobei die täglichen Transaktionsvolumina beträchtlich sind (Bank of Korea 2006). Überdies können sich Onshore-Banken bisweilen durch Offshore-Tochtergesellschaften indirekten Zugang zu NDF-Märkten verschaffen, wenn z.B. die in Hongkong angesiedelte Tochter einer chinesischen Bank im NDF-Markt für Renminbi am Handel teilnimmt. Drittens haben in einigen Ländern (z.B. China) die inländischen Marktteilnehmer grösseren Zugang zu echten Terminmärkten, als dies in Australien vor 1983 der Fall war.¹² In dieser Hinsicht könnte der Zugang zu Terminmärkten – mit und ohne Lieferung – eher den Schlüssel zum Erwerb von Erfahrung und Fertigkeiten darstellen als der konkrete Standort des Marktes.

Asiatische NDF-Märkte haben Offshore-Status ...

... aber auch inländische Teilnehmer am Handel beteiligt

Abschliessende Überlegungen

Die Erfahrungen Australiens deuten darauf hin, dass der Übergang zu einem Terminmarkt mit Lieferung dadurch begünstigt wird, dass die am NDF-Markt erworbenen Fertigkeiten und Erfahrungen übertragbar sind. Ein NDF-Markt stellt demnach nicht nur ein Instrument zur Handhabung des Wechselkursrisikos dar, sondern erleichtert auch den Übergang zu einem deregulierten Devisenmarkt. Somit können NDF-Märkte als ein vorübergehendes Hilfsmittel

Übergang zu echtem Terminmarkt durch NDF-Märkte erleichtert

¹¹ Nachdem der feste Wechselkurs zwischen dem argentinischen Peso und dem US-Dollar Ende 2001 aufgegeben wurde, setzten die zuständigen argentinischen Stellen den Handel ausserplanmässig für drei Wochen aus. Infolgedessen kam es zu Störungen bei der Bestimmung der Abrechnungskurse für offene NDF-Kontrakte, die auf Peso lauteten. Im Ergebnis war der NDF-Markt für Pesos blockiert – selbst nach Wiederaufnahme des Devisenhandels –, da über die Fixing-Preise, die für die Abrechnung gelten sollten, weiterhin Unsicherheit bestand. S. Lipscomb (2005).

¹² Im August 2005 ermöglichten neue Bestimmungen in China tätigen Banken, eine Lizenz zu erwerben, die es ihnen gestattet, sich am Handel von Renminbi-Terminkontrakten und Renminbi-Swaps zu beteiligen. S. People's Bank of China (2005).

der Marktentwicklung von eingeschränkter zu vollständiger Konvertibilität angesehen werden. Wie die Erfahrungen Australiens lehren, verschwinden NDF-Märkte meist, wenn eine Währung uneingeschränkt konvertibel geworden ist.

Trotz Risiken von NDF-Märkten ...

Bei der Duldung von NDF-Märkten bestehen zugegebenermassen Risiken für Länder, die darauf bedacht sind, den kurzfristigen Kapitalverkehr unter Kontrolle zu halten, während sich die Finanzmärkte entwickeln. Ein Risiko besteht darin, dass Auf- oder Abwertungsdruck zu umfangreicheren und stärker schwankenden Kapitalflüssen führt und dadurch vom NDF-Markt auf den Kassamarkt übergreifen könnte. Ein zweites Risiko entsteht, wenn NDF-Märkte den Aufbau von sehr hohen spekulativen Positionen erleichtern. Die entsprechenden Auswirkungen bleiben unter Umständen nicht auf die betreffende Währung beschränkt, sondern können auch andere Währungen erfassen, die als Ersatz für Absicherungsgeschäfte eingesetzt werden.

... wäre Duldung von NDF-Märkten durch politische Entscheidungsträger zu erwägen

Dennoch: Der Vergleich zwischen dem australischen Hedge-Markt und den heutigen asiatischen NDF-Märkten legt es nahe, dass politische Entscheidungsträger, die den Übergang von einem Terminmarkt ohne Lieferung zu einem echten Terminmarkt erleichtern wollen, durchaus eine Rolle zu spielen haben. Erstens kann es wünschenswert sein, NDF-Märkte zu dulden, anstatt sie zu behindern, denn sie können ein „Übungsgelände“ für in- und ausländische Marktteilnehmer darstellen, auf dem diese sowohl ihre analytischen als auch ihre händlerischen Fertigkeiten verbessern können. Zweitens könnten politische Entscheidungsträger die potenziellen Vorteile eines Engagements grosser, global operierender Akteure beim Aufbau von Märkten in Betracht ziehen, ähnlich der Rolle, die ihnen in einigen Ländern als Primärhändler für Staatsanleihen zugestanden worden ist. Und drittens schliesslich: Ob der Markt im In- oder im Ausland angesiedelt ist, kann den Entwicklungsprozess beeinflussen, doch mindestens ebenso wichtig ist, ob die politischen Entscheidungsträger inländischen Instituten das Recht gewähren, am NDF-Markt teilzunehmen, gleichgültig, an welchem Standort er sich befindet.

Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2005): *Triennial central bank survey – foreign exchange and derivatives market activity in 2004* (alle drei Jahre durchgeführte Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten des Jahres 2004).

Bank of Korea (2006): *Foreign exchange market trends in 1Q, 2006*, Pressemitteilung.

Carew, E.(1985): *Fast money 2: the money market in Australia*, Sydney, Allen und Unwin.

Citigroup (2006): *Guide to Asian currency and bond markets – 8th edition*, Citigroup.

Debelle, G. und M. Plumb (2006): „The evolution of exchange rate policy and capital controls in Australia“, demnächst in *Asian Economic Papers*.

Galati, G. (2001): „Warum der Umsatzrückgang an den weltweiten Devisenmärkten? Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2001“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember.

Giacomelli, D., S. Klassen, C.H. Lim und G. Stock (2006): „Local markets guide – global edition“, JPMorgan, *Emerging Markets Research*.

Laker, J. (1988): *Exchange rate policy in Australia*, vorgelegt am 17th SEANZA Central Banking Course, Sydney.

Lipscomb, L. (2005): *An overview of non-deliverable foreign exchange forward markets*, Federal Reserve Bank of New York.

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

Osugi, K. (1990): „Japan’s experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective“, *BIS Economic Papers*, Nr. 26.

People’s Bank of China (2005): *Notice of the People’s Bank of China on issues regarding expanding designated banks’ forward sale and purchase of foreign exchange businesses to customers and launching RMB swaps against foreign currencies*.