

V. Devisenmärkte

Schwerpunkte

Eines der auffallendsten Merkmale an den Devisenmärkten im Jahr 2000 war die anhaltende Stärke des US-Dollars gegenüber den meisten Währungen, insbesondere aber gegenüber dem Euro. Mit der relativen Stabilität des Yen auf dem überraschend hohen Niveau zum US-Dollar, das im letzten Jahr erreicht wurde, und der allgemeinen Schwäche des Euro setzten sich Trends fort, die bereits 1999 begonnen hatten. Mit der Abwertung des Yen und einer gewissen Erholung des Euro in den jüngsten Quartalen kehrte sich diese Entwicklung teilweise um.

Die Bewegungen der wichtigsten Währungen dürften überwiegend durch die unterschiedlichen Aussichten für das Wirtschaftswachstum sowie die Portfolio- und Direktinvestitionsströme hervorgerufen worden sein. Eine Reihe offizieller Devisenmarktinterventionen im Herbst stützten den Euro etwas. Die erneute Stärke des Dollars gegenüber dem Euro zu Jahresbeginn 2001 war aufgrund des unerwartet starken Konjunkturrückgangs in den USA und der damit im Zusammenhang stehenden Lockerung der Geldpolitik besonders schwer nachzuvollziehen. Sie schien auf verfestigte Markterwartungen hinsichtlich der mittelfristigen Wachstumsaussichten in den beiden Wirtschaftsräumen hinzudeuten. Ganz anders als in den achtziger Jahren und über weite Teile der neunziger Jahre dürften die Zinsunterschiede die Wechselkurse sogar hauptsächlich über ihre Wirkung auf die Wachstumserwartungen beeinflusst haben.

Im langfristigen Vergleich eher ungewöhnlich war auch das Ausmaß einiger anderer Wechselkursveränderungen. Der australische Dollar und der Neuseeland-Dollar fielen auf ein historisches Tief, und auch der kanadische Dollar wertete erheblich ab. Der Schweizer Franken wich von seinem vorherigen Verhaltensmuster ebenfalls ab; er festigte sich zum Euro, als dieser gegenüber dem US-Dollar an Wert verlor.

Nach einer Periode relativer Stabilität 1999 begannen sich eine Reihe von Währungen aufstrebender Volkswirtschaften im Laufe des Jahres 2000 vor dem Hintergrund einer weltweiten Nachfrageverlangsamung und rückläufiger US-Aktienkurse gegenüber dem Dollar abzuschwächen. Trotz vereinzelter Phasen der Anspannung blieben die Devisenmärkte jedoch allgemein ruhig.

Das Geschäft an den weltweiten Devisenmärkten lag nach wie vor deutlich unter dem Ausmaß von 1998. Gleichzeitig waren die Geld-Brief-Spannen für die wichtigsten Währungspaare weiterhin eng. Während sich die kurzfristige Volatilität in einigen Marktsegmenten erhöhte, schien sich die Gesamtliquidität nicht verschlechtert zu haben.

Dollar, Yen und Euro

Wesentliche Entwicklungen und langfristige Perspektiven

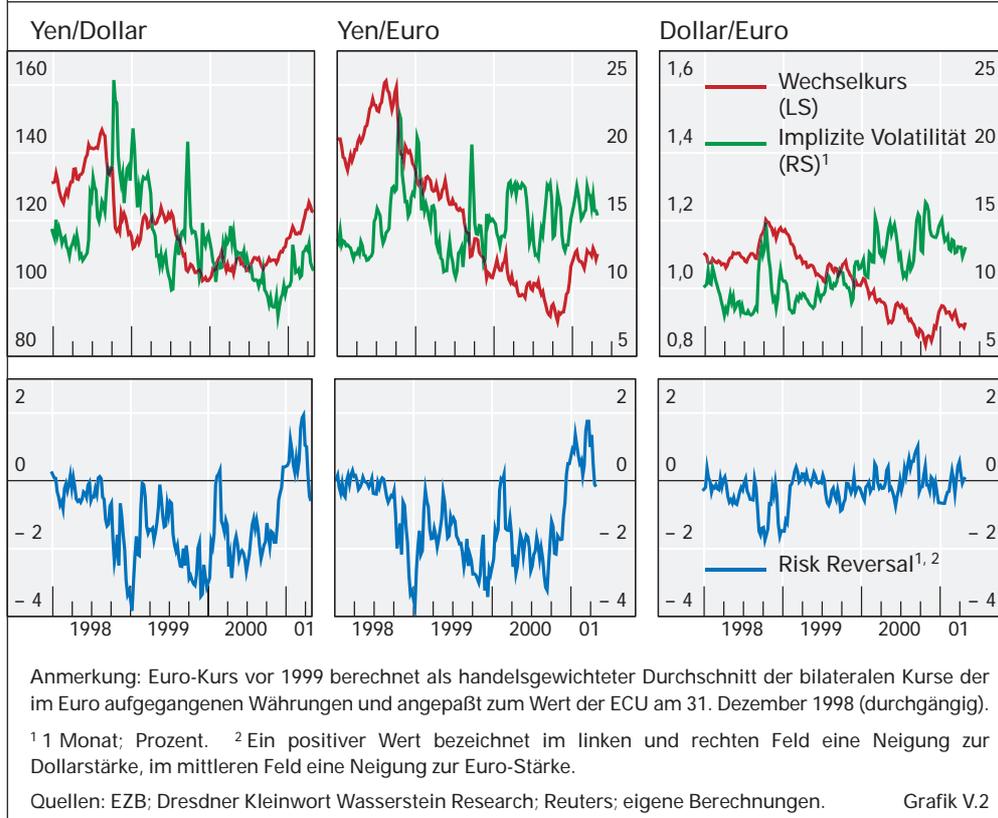
Im Jahr 2000 und Anfang 2001 wertete der Dollar in nominaler effektiver Betrachtung um rund 11% auf und erreichte ein Niveau, das zuletzt 1986 verzeichnet worden war (Grafik V.1). Dagegen sank der nominale effektive Wechselkurs des Euro um 4% auf ein historisches Tief und lag damit um 16% unter dem Durchschnitt des „synthetischen“ Euro in den neunziger Jahren. Der Yen blieb von Januar bis November 2000 auf effektiver Basis stabil, wertete aber anschließend bis Anfang April 2001 um 13% ab.

Anhaltende
Dollarstärke

Der Beobachtungszeitraum war von einer anhaltenden Stärke des Dollars gegenüber dem Euro und – in geringerem Maße – gegenüber dem Yen gekennzeichnet. Der Aufwertungsstrend gegenüber dem Euro hielt an, auch wenn sich der Euro im Mai/Juni 2000 sowie von November 2000 bis Januar



Wechselkurs, implizite Volatilität und Risk Reversal von Dollar, Yen und Euro



2001 jeweils vorübergehend erholte (Grafik V.2). Im Oktober erreichte der Euro mit \$ 0,82 seinen niedrigsten Wert im Vergleich zum Dollar. Dies entspricht einem Rückgang um 19% seit Januar 2000 und um 30% seit seiner Einführung im Januar 1999. Zieht man einen „synthetischen“ Euro als Referenzgröße heran, war dieser Stand zuletzt Ende 1985 verzeichnet worden. Die Euro-Abwertung im Jahr 2000 wurde in ihrem beachtlichen Ausmaß nur 1981 sowie 1985/86, in zwei Zeiträumen außergewöhnlicher Dollarstärke, vom Wertverlust der D-Mark übertroffen. Gegenüber dem Yen blieb der Dollar nach einer leichten Festigung Anfang 2000 fast bis zum Jahresende stabil und bewegte sich innerhalb eines ungewöhnlich engen Bereichs zwischen ¥ 105 und ¥ 110. Im November begann sich der Yen jedoch abzuschwächen, und bis April 2001 hatte er fast 15% seines Wertes gegenüber dem Dollar eingebüßt.

Der Euro erreichte Ende Oktober gegenüber dem Yen mit ¥ 89 ein historisches Tief. Dies entsprach einem Rückgang um 14% seit Januar 2000 und um 33% seit Januar 1999. Von November 2000 bis Anfang April 2001 wertete der Yen gegenüber dem Euro allerdings um 21% ab.

Diese Konstellation der Wechselkursbewegungen hat die Wirtschaftsentwicklung und die Wachstumsaussichten in allen wichtigen Regionen beeinflusst. Die effektive Stärke des Dollars half dabei, die weltweite Gesamtnachfrage von den USA zu Volkswirtschaften mit einer schwächeren Nachfragedynamik, beispielsweise dem Euro-Raum, umzulenken. Gleichzeitig übte sie einen gewissen zusätzlichen Druck auf einige Länder aus, deren Wäh-

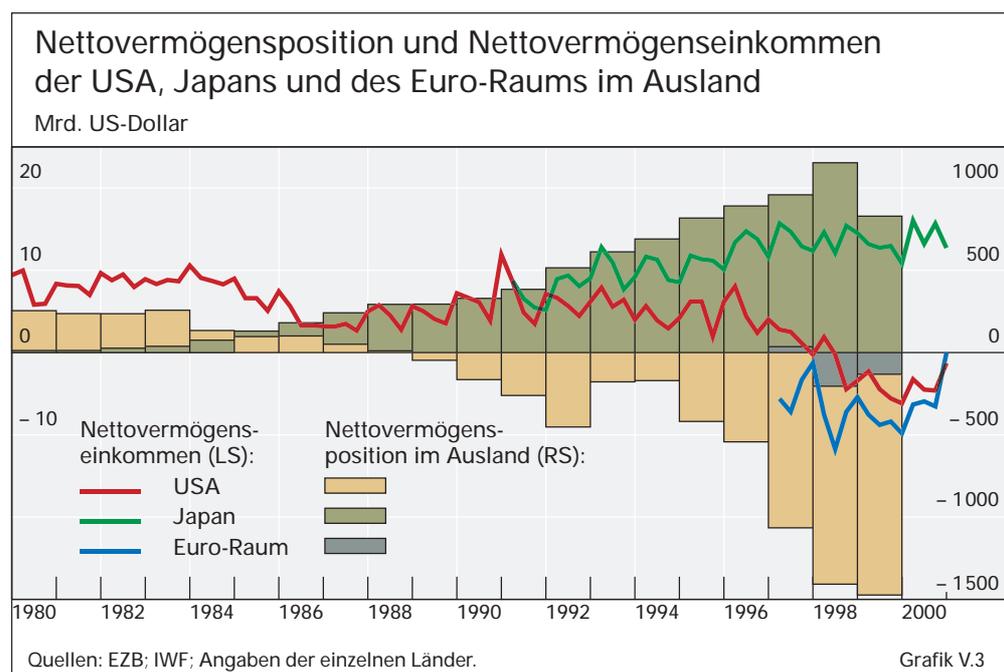
Kurzfristige
Auswirkungen ...

rungen eng an den Dollar gebunden waren, wie z.B. Argentinien. Die effektive Abwertung des Yen seit November 2000 könnte sich für die unsichere Erholung in Japan als günstig erweisen und eine lange Phase beenden, in der die Exporte des Landes vom Wechselkurs keine Unterstützung erhielten oder sogar behindert wurden. Eine weitere Abwertung des Yen könnte jedoch – je nach ihrem Ausmaß – den Exporteuren im asiatischen Raum Schwierigkeiten bereiten, die schon von der Schwäche der US-Nachfrage betroffen sind. Sollte sich die konjunkturelle Abkühlung in den USA im Dollarkurs niederschlagen, dürfte der Euro-Wechselkurs den größten Freiheitsgrad in diesem Gefüge haben, denn Europa könnte eine Euro-Aufwertung angesichts des vergleichsweise robusteren Wirtschaftswachstums leichter verkraften.

Das Gefüge der Wechselkurse und Zinsen zwischen den wichtigsten Währungsräumen dürfte auch Auswirkungen hinsichtlich potentieller Finanzmarkturbulenzen haben, die durch bestimmte Handelsstrategien verursacht werden. Besonders dann, wenn sich die Auffassung durchsetzt, daß es nur wenig oder keine unmittelbaren Aussichten auf eine Stärkung des Yen gibt, könnte es für die Anleger profitabel scheinen, über Yen-Zinsdifferenzgeschäfte (Carry Trades) kurzfristige Yen-Positionen einzugehen. Tatsächlich gibt es vereinzelte Hinweise darauf, daß solche Handelsgeschäfte seit dem Herbst 2000 zugenommen haben. Carry Trades könnten nicht zuletzt zu einem wachsenden Druck auf die Währungen von aufstrebenden Volkswirtschaften mit vergleichsweise enger Wechselkursbindung beitragen. Die ausgeprägte Dollar/Yen-Bewegung im Herbst 1998 brachte den Umstand, daß Carry Trades in manchen Fällen kräftige Ausschläge der kurzfristigen Volatilität sogar an den wichtigsten Devisenmärkten hervorrufen können, klar zum Vorschein.

Längerfristig kam wieder die Frage nach der Tragfähigkeit der gegenwärtigen Wechselkursniveaus auf, da das US-Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2000 eine Rekordhöhe von \$ 435,4 Mrd. bzw. 4,4% des BIP erreichte, wodurch die Auslandsverbindlichkeiten der USA weiter stiegen (Grafik V.3).

... und langfristige
Aussichten



| Offizielle Devisenreserven | | | | | |
|-----------------------------|--|-------|-------|-------|-----------------|
| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | Stand Ende 2000 |
| Mrd. US-Dollar | | | | | |
| | Veränderung zu jeweiligen Wechselkursen | | | | |
| Insgesamt | 56,1 | 55,9 | 129,6 | 139,5 | |
| Industrieländer | -12,0 | -11,3 | 40,7 | 54,5 | 774,8 |
| Asien ¹ | 8,5 | 62,2 | 79,1 | 46,4 | 688,4 |
| Lateinamerika ² | 10,9 | - 8,3 | -8,0 | 2,4 | 127,6 |
| Osteuropa ³ | 4,9 | 5,1 | 0,6 | 21,2 | 95,2 |
| Übrige Länder | 43,8 | 8,2 | 17,2 | 15,0 | 222,7 |
| | Veränderung zu konstanten Wechselkursen ⁴ | | | | |
| Insgesamt | 113,5 | 18,6 | 181,0 | 172,1 | |
| Reserven in Dollar | 72,5 | 51,3 | 140,3 | 130,3 | 1 450,5 |
| Reserven in anderer Währung | 41,0 | -32,7 | 40,7 | 41,8 | 458,2 |

¹ China, Hongkong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand.
² Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Venezuela. ³ Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Rußland, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. ⁴ Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Jahresende.
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder: eigene Schätzungen. Tabelle V.1

Ein Lösungsansatz zur Beurteilung der längerfristigen Angemessenheit von Wechselkursniveaus besteht in Modellschätzungen fundamentaler Gleichgewichtswechselkurse. Diese Modelle basieren auf der Höhe der realen Wechselkurse, die langfristig mit einem stabilen Verhältnis zwischen Auslandsschulden und Produktionspotential kompatibel ist. Zwar weichen die Schätzungen der fundamentalen Gleichgewichtskurse in empirischen Studien stark voneinander ab und sind statistisch gesehen in der Regel sehr unsicher, doch sie unterstützen tendenziell die Ansicht, daß der Dollar gegenüber dem Euro und in einem geringeren Ausmaß auch gegenüber dem Yen derzeit über seinem langfristigen Gleichgewichtskurs liegt. Zu beachten ist jedoch auch, daß sich die Nettoerträge aus der Auslandsvermögensposition der USA erst 1998 in Nettozahlungen kehrten. Seither blieben diese Nettozahlungen gemessen an den US-Exporten auf niedrigem Niveau stabil und sind im Vergleich zum BIP der USA äußerst gering. Zudem stiegen die in Dollar denominierten Währungsreserven im Jahr 2000 und zu Beginn 2001 zwar weiter an, doch finanzierte dieser Anstieg das US-Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2000 nur noch zu 30%, verglichen mit 42% im Jahr 1999 (Tabelle V.1). Die Zuflüsse von Portfolio- und Direktinvestitionen blieben hoch und deckten dieses Defizit zu 78% (1999: 64%) bzw. 36% (1999: 38%).

Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen

Die Bewegungen von Wechselkursen lassen sich bekanntermaßen nur sehr schwer erklären. Dabei bilden die drei umsatzstärksten Währungen der Berichtsperiode keine Ausnahme. Insbesondere ist es schwierig, Erklärungen zu finden, die auf alle Währungspaare gleichzeitig zutreffen könnten.

Mittelfristige
Wachstums-
aussichten als
Erklärung für die
Stärke des
Dollars ...

Wahrscheinlich wurzelte die anhaltende Stärke des Dollars gegenüber dem Euro und – in geringerem Ausmaß – gegenüber dem Yen in der Überzeugung, daß die Wirtschaft in den USA, angetrieben durch ein höheres Produktivitätswachstum, mittelfristig weiterhin deutlich rascher expandieren würde als in den anderen wichtigen Währungsräumen. Anhaltende Kapitalzuflüsse in Form von Beteiligungskapital, insbesondere ausländische Direktinvestitionen, deuteten ebenfalls darauf hin. Der Rückgang am US-Aktienmarkt das ganze Jahr hindurch, der auch auf andere Länder übergriff, schien diese Überzeugung allenfalls vorübergehend zu erschüttern. Das gleiche galt für die Hinweise auf einen plötzlichen Abschwung in den USA, was sich mit der Sicht deckte, daß dieser Abschwung entweder von kurzer Dauer sein oder eine stärkere Wirkung auf andere Länder haben würde als in den meisten Prognosen ursprünglich angenommen. Die Rolle des Dollars als sicherer Hafen schlechthin könnte diese zweite Erklärung untermauern.

... nicht aber für die
des Yen

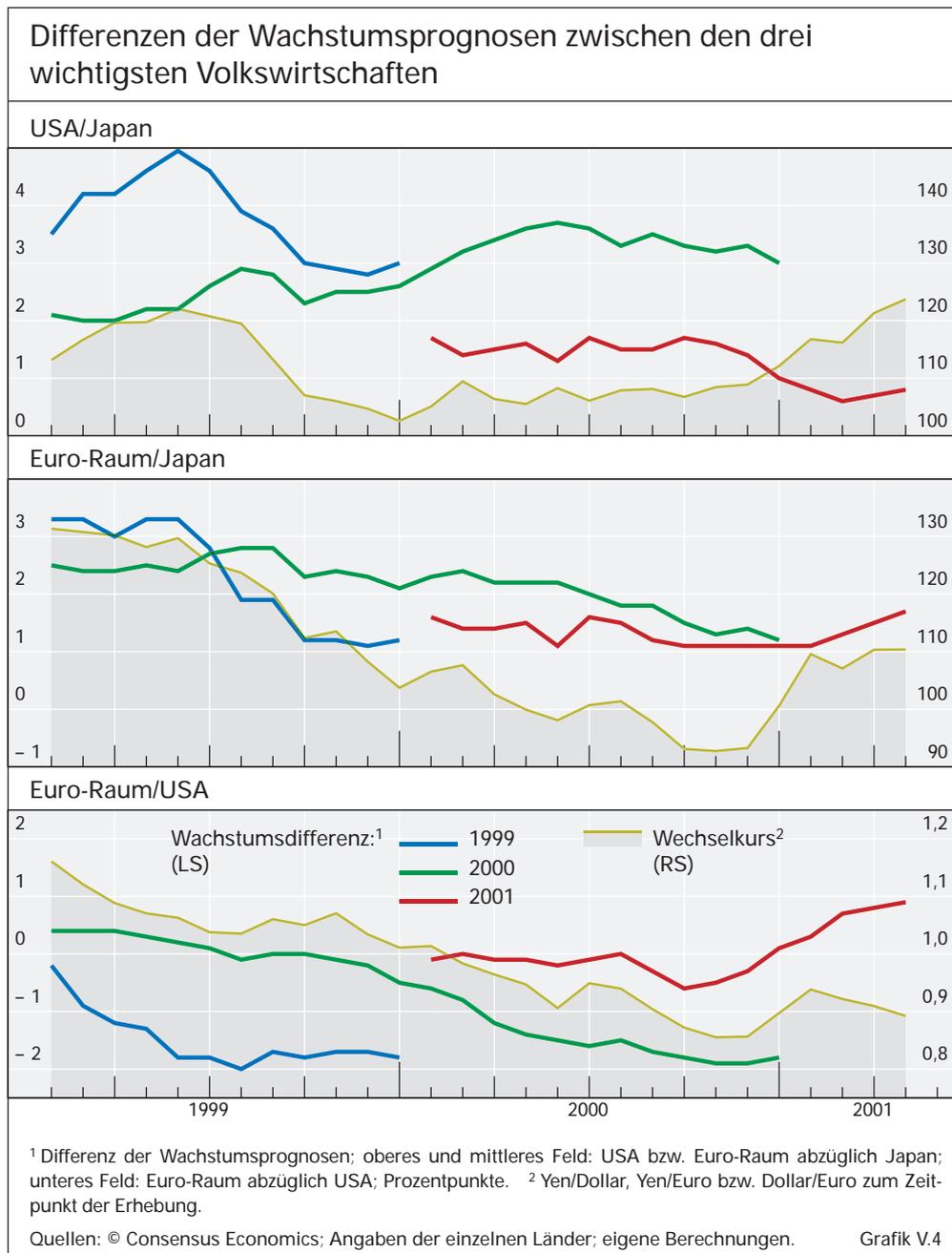
Schwieriger ist es jedoch, die relative Stärke des Yen gegenüber dem Euro anhand derselben Logik zu erklären, insbesondere bei einer etwas längerfristigen Betrachtungsweise. In diesem Fall müßte den wechselhaften Erholungsaussichten für die japanische Wirtschaft im Verlauf des letzten Jahres größere Beachtung geschenkt werden. Die Abschwächung des Yen seit November 2000 gegenüber den anderen wichtigen Währungen würde folglich eine seit langem erwartete Korrektur anzeigen, die mit der relativ schwachen Wirtschaftsentwicklung in Japan im Einklang stünde. Eine genauere Analyse der verfügbaren Daten über die kurzfristigen Wachstumsaussichten, die Kapitalströme und die Reaktion der Devisenmärkte auf neue Informationen kann diese Wechselbeziehungen näher beleuchten.

Die Abfolge der Revisionen hinsichtlich der erwarteten Wachstumsunterschiede zwischen den drei wichtigsten Währungsräumen auf der Basis von ein- bis zweijährigen Prognosen stimmt zumindest bis Ende 2000 weitgehend mit den Bewegungen der Wechselkurse überein (Grafik V.4). Die Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro über einen Großteil des Jahres 2000 scheint durch Revisionen der entsprechenden Wachstumsprognosen zugunsten der USA untermauert. Auch der Anstieg des Yen gegenüber dem Euro fast das ganze letzte Jahr über stand im Einklang mit einer Annäherung der Wachstumsprognosen zwischen dem Euro-Raum und Japan, als sich die Aussichten für die japanische Wirtschaft vorübergehend aufhellten. Außerdem war die Stabilität des Dollars gegenüber dem Yen in den ersten drei Quartalen 2000 konsistent mit den Erwartungen eines eher gleichbleibenden Wachstumsunterschieds zwischen Japan und den USA.

Offene Fragen

Vor diesem Hintergrund scheint die nachfolgende Dollarstärke allerdings schwer nachvollziehbar zu sein. Im November begann der Dollar gegenüber dem Yen aufzuwerten, obwohl erwartet wurde, daß sich die Wachstumspfade in den USA und in Japan einander annähern würden. Darüber hinaus steht die Festigung des Dollars gegenüber dem Euro im ersten Quartal 2001 im Widerspruch zu Anzeichen, daß die Marktteilnehmer im Jahresverlauf für den Euro-Raum ein stärkeres Wirtschaftswachstum erwarteten als für die USA.

Die anhaltende Stärke des Dollars wäre dann nachvollziehbar, wenn die relativen mittelfristigen Wachstumsaussichten für die USA angesichts des

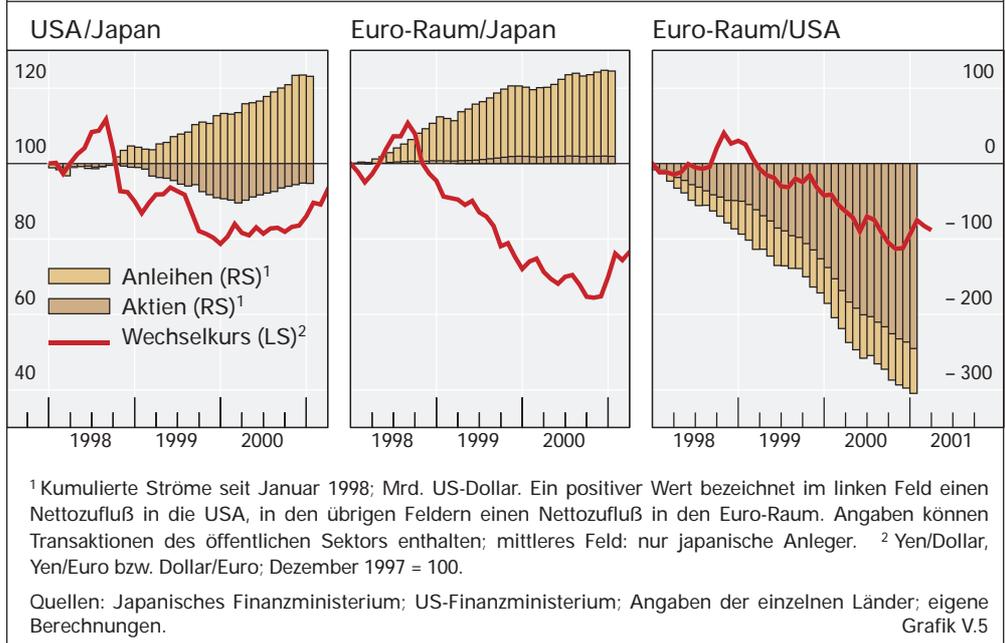


plötzlichen Konjunkturabschwungs unverändert blieben. Im Jahr 2000 bildeten solche Sichtweisen sowie die von der Idee einer „neuen Ära“ inspirierten Renditenerwartungen bei US-Vermögenswerten vermutlich die Grundlage für den deutlichen Anstieg der Nettoportfoliozuflüsse aus dem Euro-Raum, überwiegend in Form von Beteiligungskapital (Grafik V.5). Insbesondere erreichten die Nettozuflüsse an Beteiligungskapital aus dem Euro-Raum in die USA im Jahr 2000 \$ 110 Mrd., verglichen mit Zuflüssen von nur \$ 16 Mrd. an den Anleihemarkt. Gegen Jahresende schwächten sich diese Ströme etwas ab, blieben aber positiv.

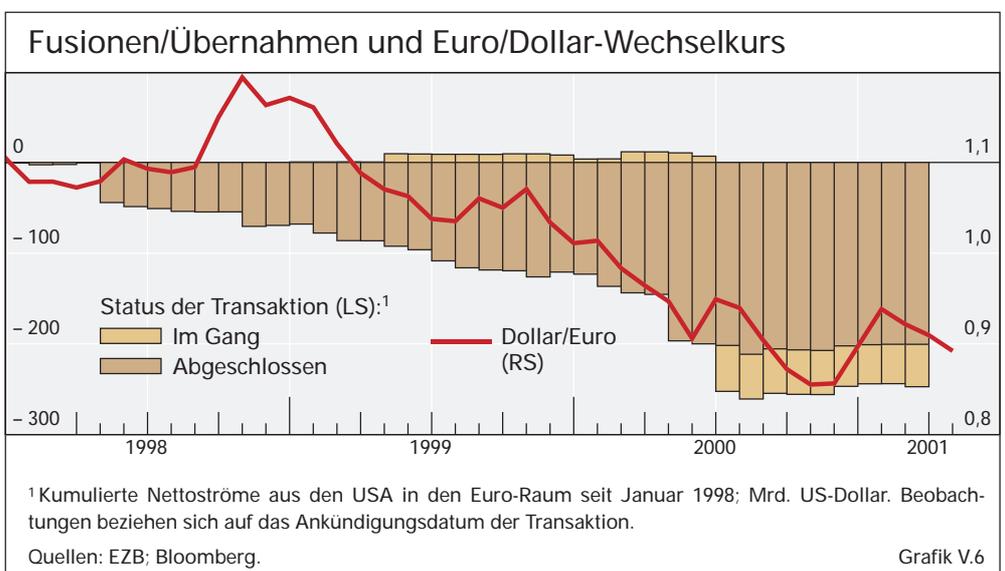
Aufschlußreicher ist vielleicht, daß diese Erwartungshaltung das ganze Jahr 2000 hindurch offenbar zu weiterhin umfangreichen Zuflüssen an ausländischen Direktinvestitionen – zumeist aus transatlantischen Unternehmens-

Dollar gegenüber Euro durch Portfolio- und Direktinvestitionen gestützt

Kumulierte Portfolioströme zwischen den drei wichtigsten Volkswirtschaften



fusionen und -übernahmen – führte, wenngleich sich deren Tempo gegenüber 1999 verlangsamte (Grafik V.6). Es ist zugegebenermaßen schwierig, Schlüsse über den kausalen Zusammenhang zwischen Fusionen und Übernahmen einerseits und Wechselkursbewegungen andererseits zu ziehen, ohne Einzelheiten über die Finanzierung solcher Geschäfte und den Zeitpunkt der damit verbundenen Zahlungsströme zu kennen. Es gibt aber statistische Hinweise darauf, daß der Dollar an den Tagen, an denen größere US-Unternehmensübernahmen durch Firmen des Euro-Raums angekündigt wurden, im Durchschnitt tatsächlich gegenüber dem Euro aufwertete. Der Trend bei den Fusionen und Übernahmen stand zudem ganz offensichtlich im Einklang mit



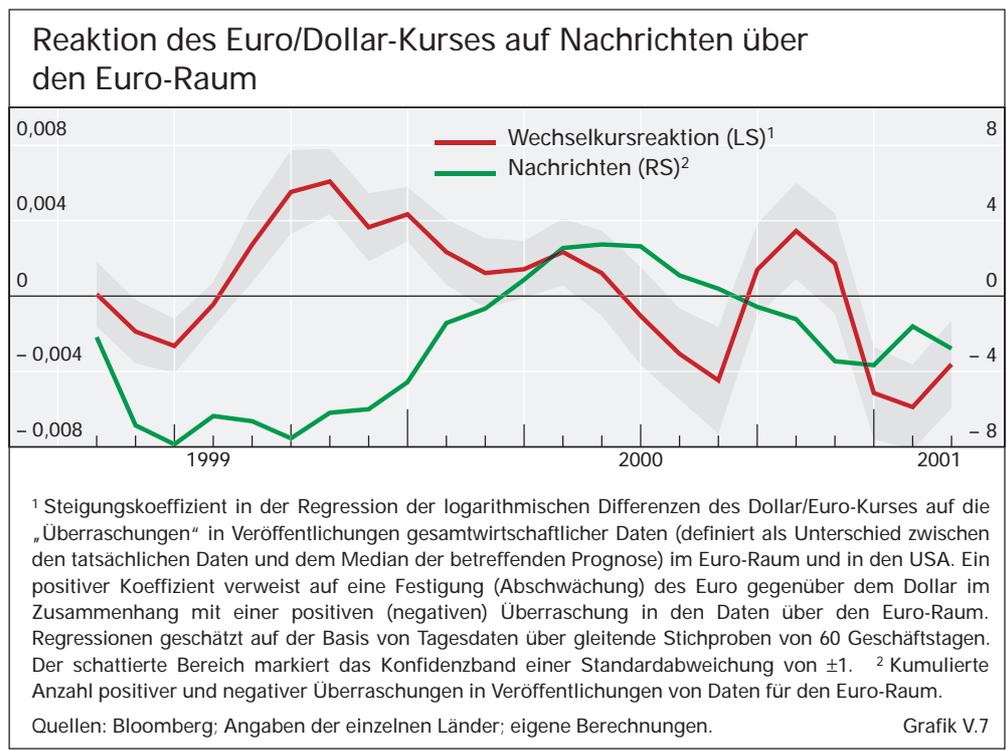
dem Verhalten des Wechselkurses und konnte als Zeichen für die mittelfristige Attraktivität von Dollar-Vermögenswerten allgemein angesehen werden. Die anhaltenden Abflüsse von Portfolio- und Direktinvestitionen aus Japan in den Euro-Raum unterstreichen vor diesem Hintergrund jedoch die Anomalie der relativen Stärke des Yen, die die meiste Zeit über zu beobachten war.

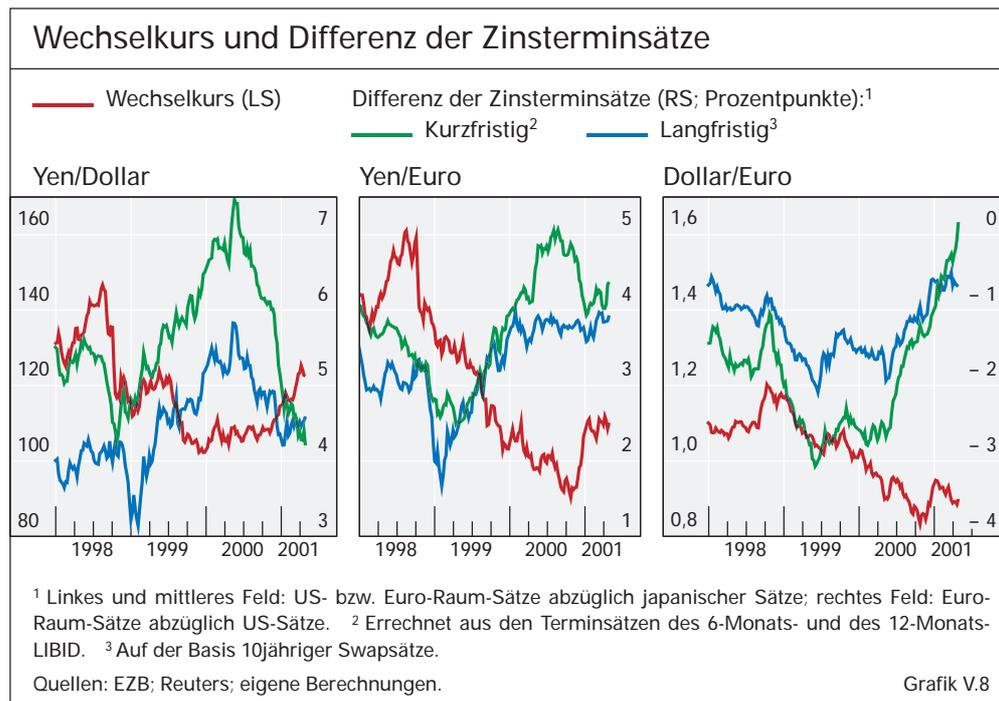
Die Relevanz von mittelfristigen Wachstumsprognosen, die sich aus den herkömmlichen Vorstellungen über ökonomische Paradigmen ergeben, läßt sich auch an der asymmetrischen Reaktion des Euro auf neue Informationen über die gesamtwirtschaftlichen Indikatoren im Euro-Raum seit der Einführung der neuen Währung ablesen. Sichtbar wird diese Asymmetrie in gleitenden Regressionen der täglichen prozentualen Veränderung des Euro/Dollar-Wechselkurses auf „Überraschungen“ in den wichtigsten im Euro-Raum veröffentlichten Wirtschaftsdaten, wie etwa dem ifo-Index oder der Industrieproduktion in Deutschland. Über weite Strecken des Jahres 1999 verlor der Euro im Anschluß an die Veröffentlichung weitgehend enttäuschender Wirtschaftsdaten im Euro-Raum an Wert (Grafik V.7). Dagegen reagierte er nicht entsprechend, als die Informationen aus dem Euro-Raum Ende 1999 und Anfang 2000 positiver wurden. Diese Asymmetrie läßt offenbar auf eine anhaltend negative Marktstimmung gegenüber der europäischen Währung schließen. Dahinter standen für die Marktteilnehmer im wesentlichen die schleppenden Strukturanpassungen in Kontinentaleuropa, obwohl in diesem Bereich Fortschritte erzielt wurden (Kapitel II).

Aus der Bedeutung der Wachstumsaussichten als Bestimmungsfaktor für die Wechselkursentwicklung folgt natürlich auch der Zusammenhang zwischen den kurzfristigen Zinsabständen und den Wechselkursen, der sonst schwer nachvollziehbar wäre. Im Jahr 2000 und Anfang 2001 fiel die beträchtliche Verengung des kurzfristigen Zinsvorsprungs der USA gegenüber dem Euro-

Asymmetrische Reaktion des Euro auf neue Informationen

Entkopplung von Zinssätzen und Wechselkurschwankungen





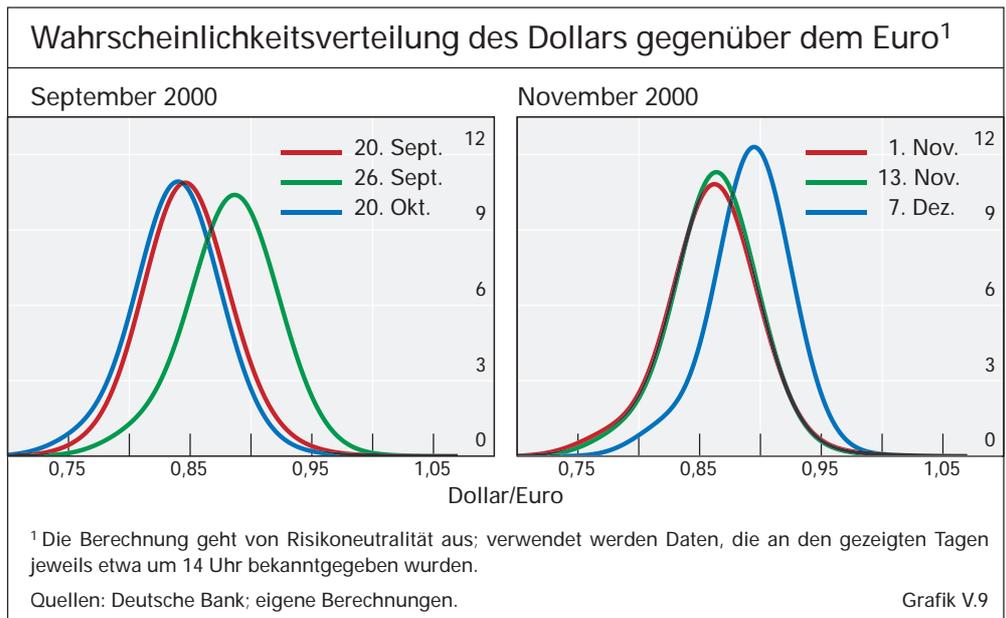
Raum mit einer Abwärtsbewegung des Euro zusammen (Grafik V.8). Falls die Marktteilnehmer annehmen, daß die Inflation unter Kontrolle ist, wäre eine solche Verengung tendenziell positiv korreliert mit den Wachstumsaussichten und daher mit der Rentabilität von Anlagen (ohne Staatsanleihen und Geldmarktpapiere). Insgesamt dürften die Marktteilnehmer den geldpolitischen Kurs des Eurosystems insofern als übertrieben straff erachtet haben, als er die Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum negativ beeinflußt haben könnte. Die gegensätzliche Entwicklung der langfristigen Renditenabstände und der Wechselkurse steht mit der Auffassung im Einklang, daß die Märkte überzeugt waren, die Inflation sei unter Kontrolle (Kapitel IV). Auch die Tatsache, daß die internationalen Beteiligungskapitalströme in Form von Portfolio- bzw. Direktinvestitionen gegenüber Anlagen in Anleihen an Bedeutung gewinnen, stützt diesen allgemeinen Erklärungsansatz.

Devisenmarktinterventionen am Euro/Dollar-Markt

In der zweiten Jahreshälfte 2000 intervenierten die EZB und die nationalen Zentralbanken des Eurosystems vor dem Hintergrund der anhaltenden Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar und ihrer Bedeutung für die mittelfristige Preisentwicklung mehrmals an den Devisenmärkten. Am 22. September agierten sie gemeinsam mit anderen G7-Währungsbehörden. Am 3., 6. und 9. November gab die EZB erneut bekannt, daß sie in Verbindung mit den nationalen Zentralbanken des Eurosystems mit Euro-Käufen interveniert habe.

Die erste Intervention zeigte die Schwierigkeiten auf, denen sich Zentralbanken gegenübersehen können, wenn sie den Wechselkurs einer stark abwertenden Währung zu beeinflussen versuchen, während die Märkte eher von einem Risiko eines wesentlich niedrigeren als dem eines wesentlich höheren Wechselkurses ausgehen. Die aus Optionspreisen gewonnenen Informationen lassen darauf schließen, daß die Devisenhändler ihre Erwartungen in bezug auf

Intervention
im September
mit geringerer
Wirkung ...



das zukünftige Wechselkursniveau im Anschluß an die Intervention vom September nur vorübergehend änderten und daß ihre Einschätzung des Risikos eines weitaus stärkeren gegenüber einem weitaus schwächeren Euro gleich blieb (Grafik V.9). In Übereinstimmung mit diesen Daten setzte der Euro seine Abwärtsbewegung gegenüber dem Dollar fort.

Die zweite Interventionsrunde dagegen dürfte alles in allem erfolgreicher gewesen sein. Nachdem sich der Euro nach den drei Interventionen Anfang November von seinem Tief erholt hatte, schienen sich die Devisenhändler eher über einen weitaus stärkeren als über einen weitaus schwächeren Euro Gedanken zu machen. Obwohl dieser Wandel der Marktstimmung erst nach mehreren Tagen sichtbar wurde, wie aus dem vorsichtigen Kursverlauf des Euro nach den Interventionen hervorgeht, war er wohl ein Hinweis darauf, daß das Eingreifen des Eurosystems dem Euro eine gewisse Stützung verlieh.

... als im November

Entwicklung an anderen Devisenmärkten

Währungen in Europa

Das Pfund Sterling bewegte sich weiterhin auf einem Mittelweg zwischen dem Dollar und dem Euro. Während es 1999 gegenüber dem Dollar verhältnismäßig stabil geblieben war, wertete es von Januar bis Mitte September 2000 um rund 15% ab, erholte sich dann aber wieder etwas. Der 1999 begonnene Aufwärtstrend des Pfund Sterling gegenüber dem Euro endete im April 2000, und der Kurs begann stark zu schwanken (Grafik V.10). Während fast des ganzen Jahres 2000 entwickelte sich die britische Währung sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Euro weitgehend im Einklang mit Revisionen von Marktprognosen über das Wachstumsgefälle; ab Anfang 2001 war dies jedoch anscheinend weniger der Fall. Wie bei den drei wichtigsten Währungen spielten Veränderungen des Zinsgefälles im kurz- und

Pfund Sterling unter dem Einfluß erwarteter Wachstumsgefälle

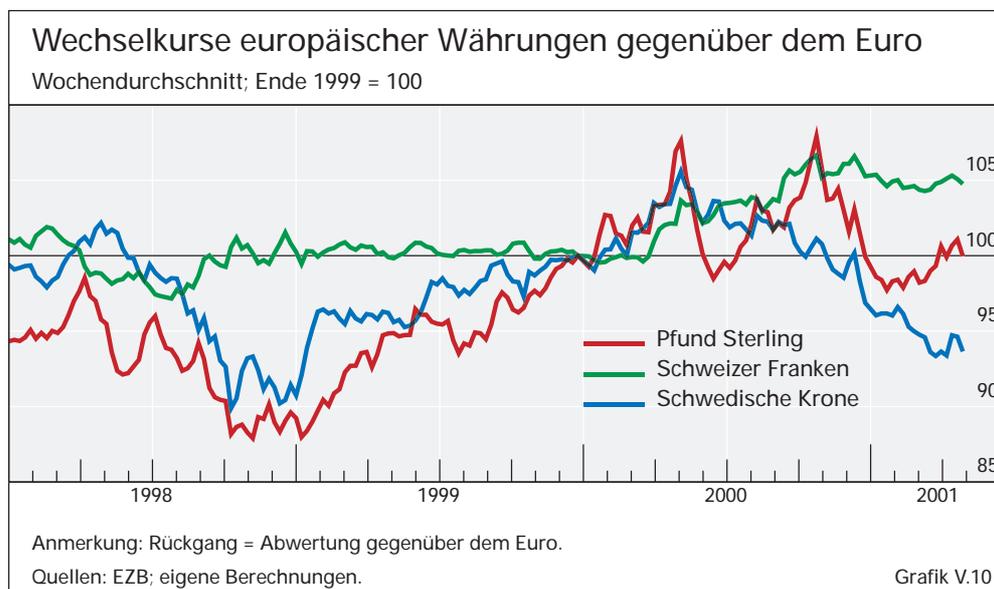
langfristigen Bereich für die Kursentwicklung des Pfund Sterling offenbar kaum eine Rolle.

Schwedische Krone belastet von High-Tech-Branche

Die schwedische Krone folgte dem Pfund bis Mai 2000 auf dessen Aufwertungspfad gegenüber dem Euro. Dann aber fiel sie bis Mitte April 2001 kontinuierlich und büßte gegenüber dem Euro rund 12% ein, obwohl die schwedische Wirtschaft schneller wuchs als die des Euro-Raums. Die Schwäche der Krone wurde hauptsächlich dem Kursverfall des Nasdaq im gleichen Zeitraum zugeschrieben. Die Händler richteten ihren Blick insbesondere auf die dominierende Stellung des Hochtechnologiebereichs in Schweden, wo die führenden Elektronikunternehmen einen Anteil von 15% am Gesamtexport haben und gegenwärtig $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt zum Wirtschaftswachstum beisteuern. Seit 1999 belaufen sich die täglichen prozentualen Schwankungen des nominalen effektiven Wechselkurses der Krone im Durchschnitt auf fast die Hälfte der entsprechenden Veränderungen des Nasdaq.

Veränderte Beziehung zwischen Schweizer Franken und Euro

Der Schweizer Franken begann Ende März 2000 gegenüber dem Euro aufzuwerten und brach damit aus der engen Handelsspanne aus, die seit Anfang 1999 gehalten hatte. Darüber hinaus folgt er seither offenbar zeitweise einem neuen Verlaufsmuster; er wertet gegenüber dem Euro auf (ab), wenn der Euro gegenüber dem Dollar fällt (steigt). Gegenüber der D-Mark hatte er dagegen früher zur Schwäche (Stärke) geneigt, wenn die D-Mark gegenüber dem Dollar abwertete (aufwertete). Diese Veränderung hing nicht mit einer geringeren konjunkturellen Gleichlauf im Euro-Raum und in der Schweiz zusammen. Vielmehr schien sie ihre Wurzeln in der Auffassung der Marktteilnehmer zu haben, daß die schweizerischen Währungsbehörden die inflationsdämpfenden Auswirkungen eines stärkeren Frankens begrüßten, wie aus der geldpolitischen Straffung durch die Schweizerische Nationalbank am 23. März 2000 geschlossen wurde, in der die Besorgnis der Zentralbank über die damalige Schwäche des Frankens gegenüber dem Dollar zum Ausdruck kam.

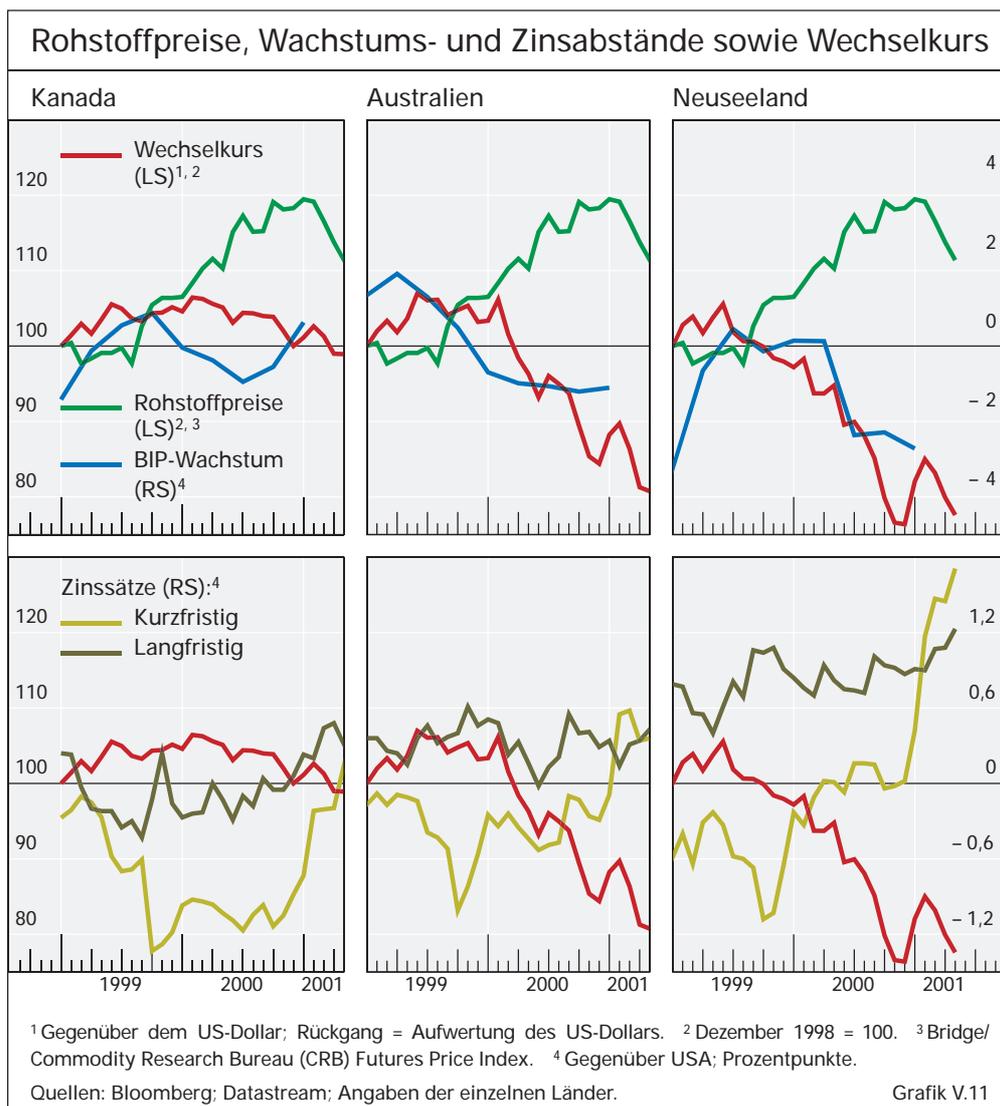


Währungen anderer Industrieländer

In einigen anderen Industrieländern nahmen die Wechselkursschwankungen während der Berichtsperiode ein außergewöhnliches Ausmaß an, für das die wirtschaftlichen Eckdaten ebenfalls keine auf der Hand liegende Erklärung boten. Bemerkenswerterweise sanken die Kurse der Währungen, die traditionell dem Dollarblock angehören, beinahe oder ganz auf historische Tiefstwerte. Von Januar 2000 bis Ende März 2001 schwächte sich der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar um insgesamt 8% auf \$ 0,64 ab und erreichte damit beinahe sein Allzeittief von 1998. Der australische Dollar hatte bis Ende März dieses Jahres rund 23% eingebüßt und war auf einen Tiefstand von fast \$ 0,48 gesunken, während der Neuseeland-Dollar um knapp 25% fiel, mit einem Tiefpunkt von \$ 0,39 Mitte Oktober 2000. Das Tempo des Kursrückgangs der australischen und der neuseeländischen Währung war ganz außergewöhnlich. Der Kursverfall des kanadischen Dollars war ebenfalls überdurchschnittlich steil, aber nicht ganz so extrem.

Deutlicher Wertverlust der Dollarblock-Währungen

Zweifellos belasteten die größeren Wachstumsrückstände gegenüber den USA sowie die beträchtlichen Leistungsbilanzdefizite die Währungen der



kleineren und offeneren Volkswirtschaften Australiens und Neuseelands (Grafik V.11). Obwohl Australien im Jahr 2000 ein höheres Produktivitätswachstum verzeichnete als die USA (Kapitel II), ließen Marktkommentare zudem darauf schließen, daß das Land als Old Economy mit einem verhältnismäßig kleinen Informationstechnologiebereich angesehen wurde. Dies könnte ein Grund für die Schwäche seiner Währung und seines Aktienmarktes sein. Die Schwäche des kanadischen Dollars hingegen ist angesichts des kanadischen Leistungsbilanzüberschusses und des geringer werdenden Wachstumsgefälles gegenüber den USA schwieriger zu erklären. Die Rohstoffpreise, die seit langem als wesentlicher Bestimmungsfaktor für den kanadischen Dollar und noch mehr für den australischen Dollar und den Neuseeland-Dollar gelten, stiegen 1999 und 2000 zwar fast durchweg, gaben den Währungen allerdings keinerlei Unterstützung.

Währungen aufstrebender Volkswirtschaften

Die Entwicklung an den Devisenmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften war im Berichtszeitraum durch zwei wesentliche Merkmale geprägt. Zum einen gaben mehrere Währungen nach einer Periode relativer Stabilität im Jahr 1999 im Verlauf des Jahres 2000 wieder nach. Zum anderen blieben die Devisenmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften trotz dieser Schwächephasen und vereinzelter Anspannungen weitgehend ruhig.

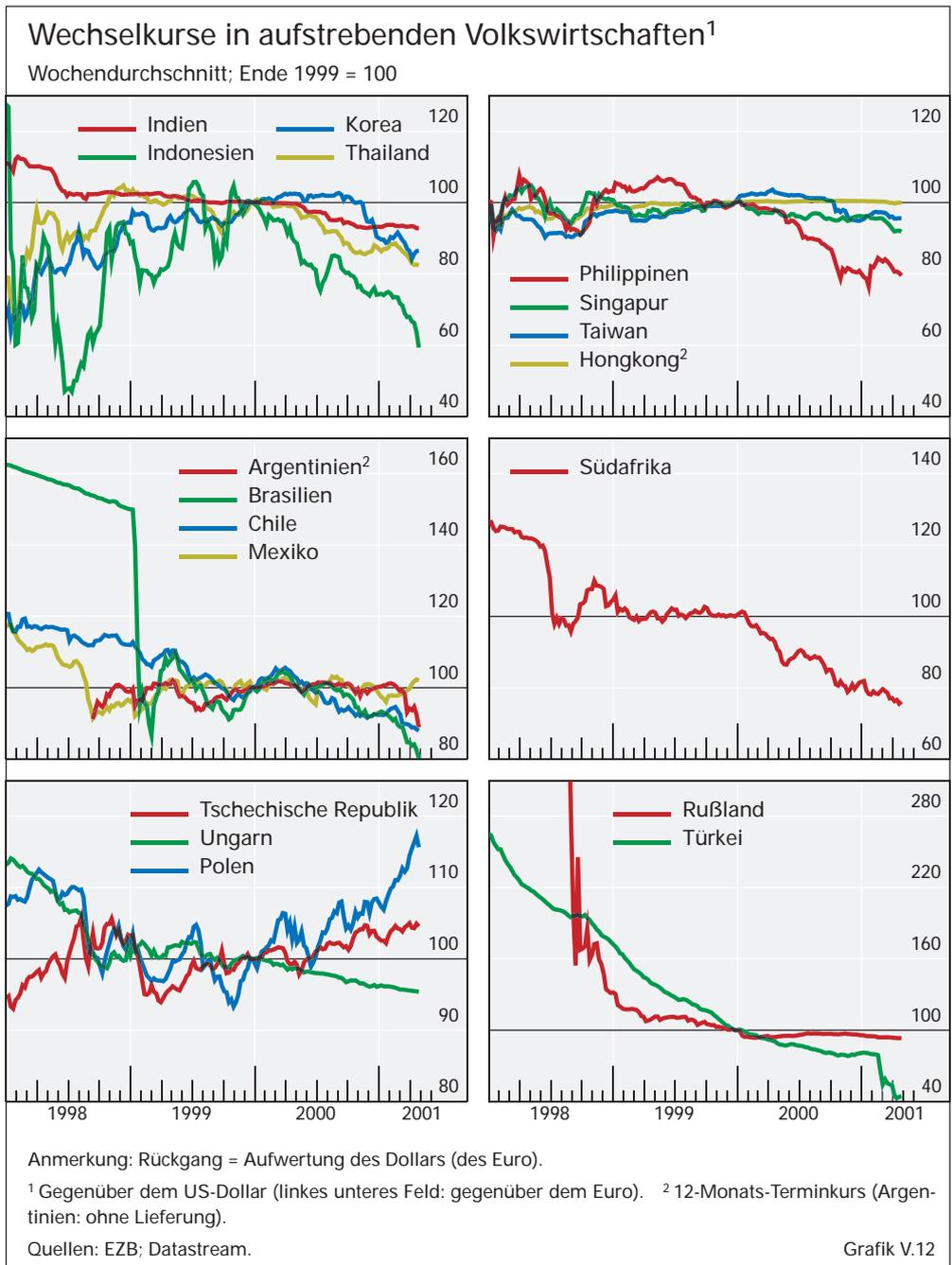
Abschwächung der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber US-Dollar

Eine Reihe asiatischer Währungen wertete im Jahr 2000 gegenüber dem US-Dollar ab (Grafik V.12), und zwar auch – wenngleich in geringerem Maße – auf realer effektiver Basis. Die Rupiah, der Baht und der philippinische Peso erlitten während des gesamten Jahres erhebliche Einbußen gegenüber dem Dollar, während der Won und der Neue Taiwan-Dollar fast das ganze Jahr über fest notierten, sich gegen Jahresende dann aber unterschiedlich stark abschwächten. In Lateinamerika drifteten der Real und der chilenische Peso im Jahr 2000 gegenüber dem Dollar in ähnlichem Tempo nach unten; Anfang 2001 beschleunigte sich allerdings der Kursrückgang des Real. In Afrika war der Rand 1999 gegenüber dem Dollar relativ stabil gewesen, im Jahr 2000 und Anfang 2001 geriet er dann aber in einen Abwärtstrend sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Euro.

Die meisten mittel- und osteuropäischen Währungen blieben gegenüber dem Euro vergleichsweise stabil. Die tschechische Krone festigte sich, während der Forint im Rahmen des gleitenden Wechselkursbandes geringfügig abwertete. Der Zloty gewann von Januar 2000 bis April 2001 insgesamt an Wert, wenngleich er nach der Freigabe des Wechselkurses im April 2000 sowohl gegenüber dem Euro als auch zum Dollar deutlich abgewertet hatte. Der Rubel war im Gegensatz zu 1999, als er sich gegenüber dem Dollar und dem Euro abgeschwächt hatte, im Jahr 2000 gegenüber dem Dollar bemerkenswert stabil und legte gegenüber dem Euro zu.

Bedeutung außenwirtschaftlicher Faktoren

Abgesehen von den binnenwirtschaftlichen Faktoren, die in Kapitel III ausführlich erörtert werden, standen die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften auch unter einer ganzen Reihe allgemeiner außenwirtschaftlicher Einflüsse. Diese hatten sich 1999 noch positiv ausgewirkt, doch in der Berichtsperiode waren sie weniger günstig. Die Abflachung der weltweiten

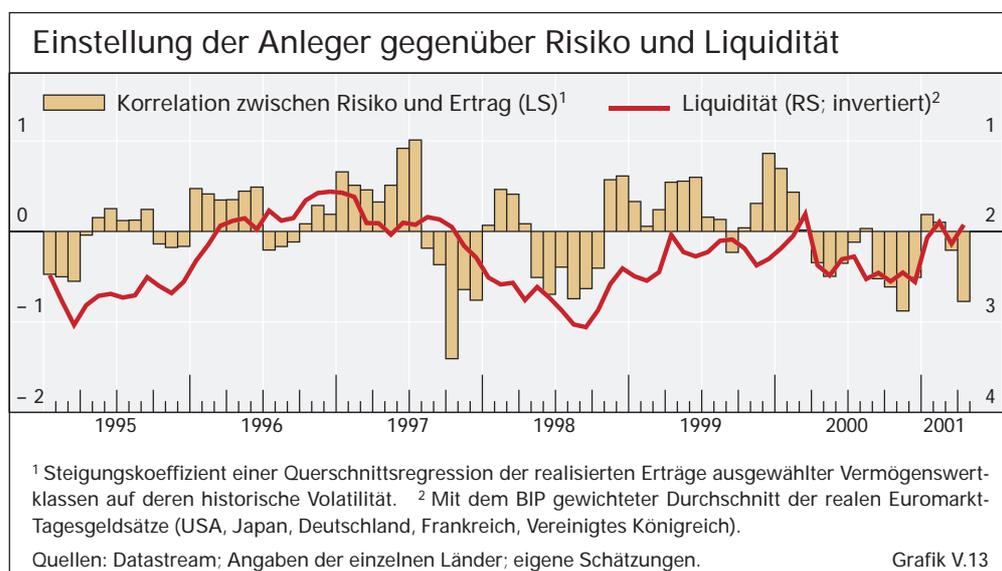


Nachfrage im Jahr 2000, die in vielen Ländern durch Preisauftriebstendenzen aufgrund der gestiegenen Ölpreise verschärft wurde, hatte insgesamt eine negative Wirkung auf die Binnenkonjunktur und die Leistungsbilanzen und somit auch auf die Landeswährungen. Die Wechselkurse wurden zudem – in unterschiedlichem Ausmaß – dadurch geprägt, daß ein Zusammenhang zwischen den Währungen und Aktienmärkten einzelner Länder einerseits und den US-Aktienmärkten andererseits bestand (Tabelle V.2). Der Rückgang der Aktienkurse in den USA im Verlauf des Jahres 2000, insbesondere der rasche Fall des Nasdaq, zog offenbar einige Währungen wie den Won, den chilenischen Peso und den Real in Mitleidenschaft. Es gibt allerdings keinen Nachweis dafür, daß die Korrelation zwischen Veränderungen des Wechselkurses gegenüber dem Dollar und den Nasdaq-Renditen vom Anteil des Hoch-

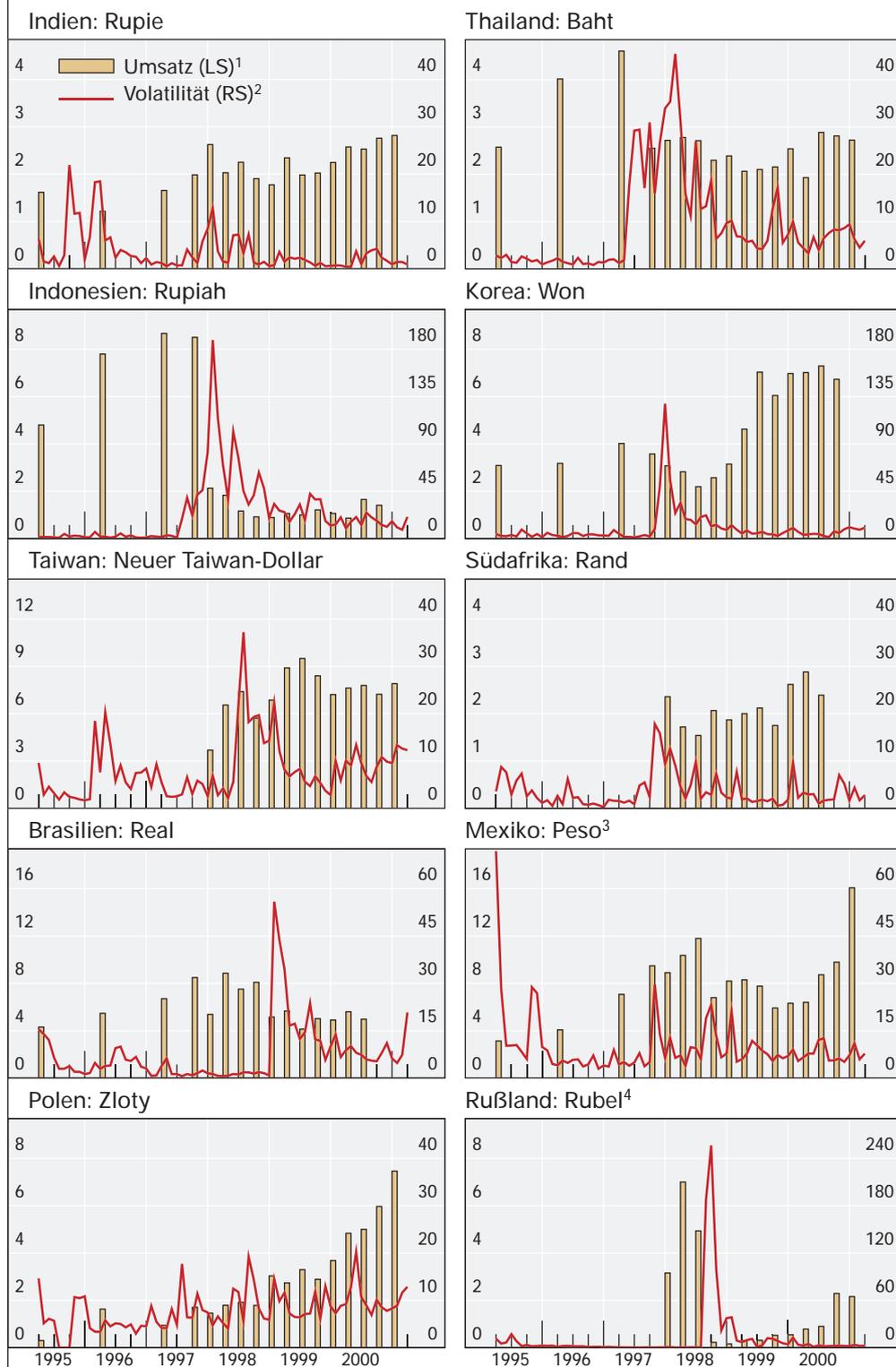
| Aktienmärkte, Wechselkurse und Hochtechnologieexporte in aufstrebenden Volkswirtschaften | | | |
|---|------------------------------------|---|--|
| | Aktienindizes ^{1, 2} | US-Dollar- Wechselkurse ¹ | Hochtechnologie- exporte ³ |
| | Veränderung gegenüber Vorwoche (%) | | Prozent |
| Asien ⁴ | 0,38 | 0,10 | 41 |
| Hongkong | 0,54 | 0,03 | 30 |
| Indien | 0,37 | -0,02 | 3 |
| Indonesien | 0,32 | 0,11 | 9 |
| Korea | 0,51 | 0,37 | 41 |
| Philippinen | 0,18 | 0,04 | 60 |
| Singapur | 0,34 | 0,08 | 77 |
| Taiwan | 0,39 | 0,08 | 50 |
| Thailand | 0,39 | 0,07 | 34 |
| Lateinamerika ⁴ | 0,42 | 0,15 | 19 |
| Argentinien | 0,34 | -0,10 | 0,4 |
| Brasilien | 0,52 | 0,38 | 3 |
| Chile | 0,34 | 0,21 | 0,1 |
| Mexiko | 0,47 | 0,11 | 29 |

¹ Korrelationen gegenüber dem Nasdaq im Zeitraum Januar 2000 bis Mitte April 2001. ² Auf US-Dollar-Basis. ³ Anteil an den Gesamtexporten der Volkswirtschaft in OECD-Länder. ⁴ Durchschnittliche Korrelation und Exportsumme der dargestellten Volkswirtschaften.
Quellen: Datastream; International Finance Corporation; OECD; Angaben der einzelnen Länder.
Tabelle V.2

technologiebereichs am Inlandsprodukt abhing. Veränderungen im Risikoverhalten der Anleger sowie der Fremdfinanzierungsmöglichkeiten im Laufe des Jahres 2000 dürften sich ebenfalls zum Nachteil der Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften ausgewirkt haben (Grafik V.13). Nettoabflüsse von Portfolioinvestitionen scheinen gegen Ende 2000 einige asiatische Währungen unter Druck gesetzt zu haben, insbesondere den Won (Kapitel III).



Umsatz und Volatilität in aufstrebenden Volkswirtschaften



¹ Geschätzter inländischer Umsatz in Landeswährung gemäß Meldung der betreffenden Zentralbank; ohne Doppelzahlungen; pro Handelstag des gezeigten Monats (Mrd. US-Dollar). Südafrika, Brasilien, Mexiko: einschl. andere Währungen; Indonesien, Polen: auf Bruttobasis, 1995 und 1996 Jahresdurchschnitt; Thailand: 2. Halbjahr 1995 sowie 1996 Jahresdurchschnitt; Rußland: seit 1999 nur Interbankhandel. ² Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar je Monat auf das Jahr hochgerechnet. ³ Seit Oktober 2000 Umsatz einschl. kleine Swaps. ⁴ Bruch in der Zeitreihe seit Oktober 2000 infolge Anstiegs der Anzahl berichtender Händler.

Quellen: Zentralbanken; Datastream; eigene Berechnungen.

Grafik V.14

Märkte nach wie vor weitgehend ruhig

Trotz der Abwertung einer Anzahl von Währungen blieben die Devisenmärkte in der Berichtsperiode, wie bereits fast das ganze Jahr 1999 hindurch, weitgehend ruhig. Die kurzfristige Volatilität war im allgemeinen weiterhin gering, und die Handelsumsätze legten leicht zu (Grafik V.14). Der Handel an Märkten, die infolge der Krise 1998 ausgetrocknet waren, wie z.B. Rußland, belebte sich wieder. Im Februar 2001 kam es allerdings in der Türkei zu einer plötzlichen und heftigen Krise. Als sich das System gleitender Paritätsanpassungen für die türkische Lira als nicht länger haltbar erwies, büßte die Währung gegenüber dem Dollar und dem Euro über 40% ein (Kapitel III). Bis zum Zeitpunkt der Drucklegung dieses Kapitels blieb die Krise aber auf die Türkei begrenzt.

Ankerfunktion des Wechselkurses

Daß die Türkei-Krise nicht auf andere Märkte überschwappte, ist vermutlich zwei Faktoren zuzuschreiben. Erstens dürfte die Ausbreitung der Turbulenzen dadurch gebremst worden sein, daß im Berichtszeitraum an den Devisenmärkten weniger offene Positionen eingegangen wurden und daß die internationalen Finanzmärkte inzwischen offenbar besser imstande sind, zwischen Schuldern unterschiedlicher Bonität zu differenzieren (Kapitel VI). Zweitens dürften die Devisenmärkte in den letzten Jahren widerstandsfähiger geworden sein, da die Wechselkurspolitik flexibler geworden ist, entsprechend dem Trend in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die Wechselkurse freier schwanken zu lassen und zur Eindämmung der Inflation eher neue geldpolitische Strategien einzusetzen (Kapitel III).

| Wechselkurs- und Zinsvolatilität in aufstrebenden Volkswirtschaften ¹ | | | | | | | | |
|--|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | Wechselkursvolatilität | | | | Zinsvolatilität ² | | Verhältnis ³ | |
| | Jan. 1995–Dez. 1996 | | Juli 1999–März 2001 | | Jan. 1995– Dez. 1996 | Juli 1999– März 2001 | Jan. 1995– Dez. 1996 | Juli 1999– März 2001 |
| | bilateral ⁴ | effektiv ⁵ | bilateral ⁴ | effektiv ⁵ | | | | |
| Hongkong | 0,2 | 3,0 | 0,1 | 3,6 | 10,9 | 15,8 | 0,02 | 0,01 |
| Indonesien | 1,4 | 4,0 | 13,9 | 14,4 | 0,9 | 3,3 | 1,55 | 4,26 |
| Korea | 2,4 | 3,9 | 4,7 | 5,4 | 14,2 | 5,6 | 0,17 | 0,83 |
| Philippinen | 1,3 | 3,1 | 5,9 | 6,7 | 42,8 | 15,4 | 0,03 | 0,38 |
| Singapur | 1,9 | 2,5 | 2,7 | 3,3 | 46,1 | 35,7 | 0,04 | 0,08 |
| Taiwan | 2,0 | 3,2 | 2,1 | 3,4 | 24,2 | 6,6 | 0,08 | 0,32 |
| Thailand | 1,0 | ... | 4,1 | ... | 27,7 | 32,3 | 0,04 | 0,13 |
| Argentinien | 0,1 | 2,1 | 0,1 | 3,5 | 29,9 | 58,8 | 0,00 | 0,00 |
| Brasilien | 3,0 | 4,6 | 6,2 | 6,6 | 42,0 | 4,3 | 0,07 | 1,45 |
| Chile | 3,4 | ... | 4,7 | ... | 8,6 | 14,1 | 0,40 | 0,33 |
| Mexiko | 9,2 | 10,3 | 4,9 | 5,4 | 38,9 | 18,9 | 0,24 | 0,26 |
| Polen | 5,1 | 4,9 | 7,3 | 6,8 | 10,2 | 9,3 | 0,50 | 0,78 |
| Tschechische Republik | 3,0 | 3,0 | 4,1 | 3,9 | 7,9 | 3,6 | 0,38 | 1,12 |
| Ungarn | 4,1 | 4,0 | 2,2 | 2,2 | 4,8 | 6,9 | 0,85 | 0,32 |
| Südafrika | 4,3 | ... | 5,9 | ... | 5,7 | 3,4 | 0,77 | 1,77 |

¹ Berechnet als monatliche Standardabweichung der auf Jahresrate hochgerechneten Veränderungen gegenüber der Vorwoche in Prozent. ² Der 3-Monats-Sätze (Brasilien: der Tagesgeldsätze). ³ Zwischen der Volatilität der bilateralen Wechselkurse und der Zinsvolatilität. ⁴ Gegenüber dem US-Dollar (Polen, Tschechische Republik, Ungarn: gegenüber dem Euro). ⁵ Handlungsgewichtet.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Tabelle V.3

Es gibt zwei statistische Anhaltspunkte dafür, daß die Wechselkurse nach der Asien-Krise flexibler geworden sind. Erstens war die Volatilität der Wechselkurse gegenüber ihrer wichtigsten Referenzwährung tendenziell etwas höher, sowohl auf absoluter Basis als auch im Vergleich zur Volatilität der kurzfristigen inländischen Zinssätze (Tabelle V.3). Zweitens ist die Volatilität der bilateralen Wechselkurse schneller gestiegen als die der nominalen effektiven Wechselkurse, obwohl die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften auf Dollarbasis weiterhin weniger variabel sind als auf nominaler effektiver Basis. Daher scheint der Einfluß des Dollars – obgleich dieser für die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika nach wie vor eine wichtige Rolle spielt – nunmehr etwas geringer zu sein als vor der Asien-Krise, der Einfluß der effektiven Wechselkurse hingegen größer.

Aber auch wenn die Wechselkurse flexibler sind als zuvor, ist einer Wechselkurssteuerung offenbar nicht völlig abgeschworen worden. Die Wechselkursvolatilität blieb im Jahr 2000 und Anfang 2001 niedrig, und zwar sowohl absolut als auch im Verhältnis zur Volatilität des Dollar/Yen- und des Euro/Dollar-Kurses.

Liquidität an den Devisenmärkten

Die Frage, ob die Liquidität an den Devisenmärkten zurückgegangen war und, falls ja, welche Folgen dies haben könnte, stand im Berichtszeitraum erneut im Vordergrund. Allgemein gilt ein Markt dann als liquide, wenn große Transaktionen durchgeführt werden können, ohne daß dies die Preise nennenswert beeinflusst. Allerdings liegen keine Daten vor, die eine direkte Messung der Liquidität an den Devisenmärkten gemäß dieser Definition ermöglichen würden. Statt dessen werden üblicherweise andere Kennziffern herangezogen, die nur mittelbar Aufschluß darüber geben, ob ein Markt liquide ist oder nicht. Dazu zählen die Handelsvolumen als Hinweis auf die Markttiefe, die Geld-Brief-Spannen, die die Markttenge anzeigen, sowie die Volatilität, die allgemein als Risikomeßgröße gilt.

Ein erster Blick auf diese indirekten Liquiditätsmeßgrößen ergibt ein uneinheitliches Bild. Der Umsatz an den Devisenmärkten weltweit war im Jahr 2000 und Anfang 2001 Schätzungen zufolge immer noch deutlich niedriger als

| Devisenmarktumsatz | | | | | | | |
|------------------------------|-------------------------------|------|-------|-------|-------------------|--|-----------|
| | Tagesumsatz in Mrd. US-Dollar | | | | | Veränderung im Jahresdurchschnitt in Prozent | |
| | 1989 | 1992 | 1995 | 1998 | 2000 ^s | 1989–98 | 1998–2000 |
| Outright-Geschäfte insgesamt | 590 | 820 | 1 190 | 1 500 | 1 100 | 11 | -14 |
| Kassageschäfte | 350 | 400 | 520 | 600 | 450 | 6 | -13 |
| Termingeschäfte/ Swaps | 240 | 420 | 670 | 900 | 650 | 16 | -15 |

Quellen: Lehman Brothers Foreign Exchange Research (für 2000); BIZ. Tabelle V.4

vor den Finanzmarkturbulenzen im Herbst 1998 (Tabelle V.4). Das wäre die erste Richtungsumkehr dieser Art, seit 1989 die erste umfassende Erhebung des Geschäfts an den Devisenmärkten durchgeführt wurde. Außerdem erhöhte sich in einigen Marktsegmenten die Volatilität. Diese beiden Entwicklungen könnten den Schluß nahelegen, daß die Märkte weniger liquide geworden sind. Die Spannen an den Devisenmärkten blieben jedoch eng, was wiederum auf keine Veränderung hindeutet.

Um sich ein genaueres Bild von der Marktliquidität zu machen, sollten diese Daten vor dem Hintergrund von drei wichtigen strukturellen Veränderungen an den Devisenmärkten in den letzten Jahren untersucht werden: dem Beginn der EWU, dem rasanten Wachstum des elektronischen Handels an den Interbankmärkten sowie der zunehmenden Konzentration im Bankensektor.

Strukturwandel an den Devisenmärkten

Auswirkungen der
EWU

Der Beginn der EWU hat sich offenbar vor allem auf die Handelsumsätze ausgewirkt. Am 1. Januar 1999 fielen mit der Konsolidierung der 11 im Euro aufgegangenen Währungen auf einen Schlag etwa 8% der weltweiten Handelsumsätze weg, und diese Einbuße wurde nicht durch einen späteren Anstieg des Handels mit Euro im Vergleich zu seinen Vorgängerwährungen wettgemacht. Der Umsatzanteil des Euro gegenüber dem Dollar war im Jahr 2000 in London und Zürich anscheinend niedriger als der seiner Vorgängerwährungen, in Frankfurt und Tokio jedoch höher (Tabelle V.5). Der Euro/Yen-Markt blieb sehr klein, wie schon der DM/Yen-Markt 1998. In den letzten Jahren haben die Umsätze in Dollar/Pfund Sterling offenbar zu Lasten der Umsätze in Euro/Pfund Sterling zugelegt.

Hinsichtlich der Verengung der Geld-Brief-Spannen gibt es keine Anhaltspunkte dafür, daß die Einführung des Euro die Marktverhältnisse nennenswert verändert hat. Die Geld-Brief-Spannen am Euro/Dollar-Markt entsprachen 2000 weitgehend denen im Dollar/DM-Handel 1998. Dies schien auch bei Transaktionen mit Yen oder Schweizer Franken der Fall zu sein. Eine Ausnahme bildeten Geschäfte mit dem Pfund Sterling; hier waren die Spannen für das Währungspaar Euro/Pfund Sterling im Berichtszeitraum deutlich größer als

| Umsatzanteile im Devisenhandel nach Währungen ¹ | | | | | | | | |
|--|------------------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-----------|
| | Vereinigtes Königreich | | Japan | | Deutschland | | Schweiz | |
| | April 1998 | April 2000 | April 1998 | 2. Q. 2000 | April 1998 | April 2000 | April 1998 | Juli 2000 |
| Anteil am gesamten inländischen Devisenhandel in Prozent | | | | | | | | |
| Euro ² /Dollar | 22 | 28 | 7 | 13 | 52 | 65 | 21 | 15 |
| Dollar/Yen | 13 | 15 | 76 | 67 | 6 | 7 | 11 | 6 |
| Dollar/Pfund Sterling | 14 | 33 | 3 | ... | 4 | 2 | 5 | 11 |
| Euro ² /Pfund Sterling | 3 | 2 | 0 | ... | 3 | 3 | 2 | 0 |
| Euro ² /Yen | 2 | 1 | 4 | 3 | 2 | 4 | 2 | 1 |

Anmerkung: Für das Jahr 2000 informelle Schätzungen.
¹ Kassa-, Termin- und Swapgeschäfte. ² April 1998: D-Mark.
 Quelle: BIZ. Tabelle V.5

| Volatilität an den wichtigsten Devisenmärkten ¹ | | | |
|--|------------|------------------------|---------------------------|
| | Dollar/Yen | Euro ² /Yen | Euro ² /Dollar |
| 1980–89 | 10,2 | 7,3 | 10,9 |
| 1990–99 | 11,2 | 10,7 | 9,5 |
| 1997 | 11,5 | 11,4 | 8,6 |
| 1998 | 17,5 | 15,4 | 8,2 |
| 1999 | 12,6 | 14,2 | 9,3 |
| 2000–1. Q. 2001 | 9,6 | 16,7 | 13,4 |

¹ Monatliche Standardabweichung der auf Jahresrate hochgerechneten täglichen Renditen. ² Vor 1999: D-Mark.
Quellen: EZB; eigene Berechnungen. Tabelle V.6

1998 für Pfund Sterling/D-Mark. Ferner deutet nichts darauf hin, daß sich die kurzfristigen Wechselkursschwankungen des Euro wesentlich von jenen der D-Mark vor 1999 unterscheiden (Tabelle V.6).

Die zweite bedeutende strukturelle Änderung besteht im wachsenden Anteil des elektronischen Handels am Interbankmarkt, der auf Kosten des Direkt- und des Telefonhandels geht. Im Jahr 2000 wurden 85–95% des Interbankhandels in den wichtigsten Währungen über elektronische Handelsplattformen abgewickelt, verglichen mit rund 50% im Jahr 1998 und 20–30% im Jahr 1995. Zwei Makler – EBS und Reuters – dominieren zur Zeit dieses Marktsegment, wobei EBS vor allem den Handel mit Dollar, Euro, Yen und Schweizer Franken abdeckt und Reuters hauptsächlich Transaktionen in Pfund Sterling. Bei den traditionellen Handelsformen mußten die Marktteilnehmer oft mehrere Transaktionen durchführen, um sich ein Bild von den Marktkursen zu machen; die elektronischen Handelssysteme hingegen stellen den Händlern – entsprechend den betreffenden Kreditlimits der Händler und ihrer Kontrahenten – automatisch die jeweils besten Kurse. Infolgedessen schließen die Devisenhändler tendenziell weniger Transaktionen ab, und die Umsätze sind zurückgegangen. Zugleich hat die Ausweitung des elektronischen Handels, der kostengünstiger ist als herkömmliche Handelsformen, zu einer beträchtlichen Verringerung der Geld-Brief-Spannen am Interbankmarkt geführt.

Wachsende Bedeutung des elektronischen Handels

Die dritte strukturelle Veränderung ist der fortdauernde Trend einer Konzentration im Bankensektor. Diese wirkt sich unmittelbar auf die Umsätze aus, denn die Zahl der Devisenhändler ist in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen. Zusammen mit der Ausweitung des elektronischen Handels hat die Konsolidierung außerdem dazu geführt, daß heute viel weniger Banken für eine breite Palette von Währungspaaren Geld- und Briefkurse stellen. Es gibt derzeit höchstens noch 20 Institute, die solche Dienstleistungen für alle Währungen anbieten können, deutlich weniger als Mitte der neunziger Jahre. Die Auswirkungen der Konsolidierung auf die Handelsumsätze sind in den letzten Jahren noch dadurch verstärkt worden, daß Angaben zufolge Marktmacherkapital abgezogen wurde und weniger Positionen eingegangen wurden sowie auch die Anzahl und das Umsatzvolumen der Marktteilnehmer, insbesondere von Makro-Hedge-Fonds, rückläufig waren. Allerdings ist schwer

Konzentration im Bankensektor

zu erkennen, ob und wie diese Veränderungen die Geld-Brief-Spannen oder die Wechselkursvolatilität beeinflusst haben.

Bisher keine
nennenswerte
Veränderung der
Marktliquidität

Die Beurteilung der bisherigen Gesamtwirkung dieser Strukturveränderungen auf die Marktliquidität ist nicht einfach. Die vorliegenden Daten zu Umsätzen, Geld-Brief-Spannen und Volatilität sowie Marktkommentare deuten darauf hin, daß die Euro-Einführung keine nennenswerte Veränderung der Marktliquidität mit sich gebracht hat. Der zunehmende Anteil des elektronischen Handels hat zwar zweifellos die Umsatzvolumina und die Spannen verringert, der Einfluß dieser Entwicklung auf die Liquidität ist aber anscheinend weniger eindeutig. Ebenso ist es schwierig, eine nennenswerte Auswirkung der Konsolidierung im Bankensektor auf die Liquidität festzustellen. Die beiden letztgenannten Entwicklungen haben aber offenbar doch zwei Folgen gehabt. Zum einen scheint der Interbankmarkt heute effizienter zu sein als Mitte der neunziger Jahre. Zum anderen haben die engeren Geld-Brief-Spannen und die daraus resultierenden Einnahmeeinbußen dazu geführt, daß weniger Mittel für das Marktmachergeschäft bereitgestellt wurden. Diese Entwicklungen legen nahe, daß die strukturellen Veränderungen die Liquidität unter normalen Marktbedingungen, wie z.B. während der Berichtsperiode, sogar erhöht haben dürften. Eine offene Frage bleibt allerdings, ob diese Veränderungen die Möglichkeiten bzw. die Bereitschaft der Marktteilnehmer, in Zeiten angespannter Marktverhältnisse Liquidität bereitzustellen, weiter eingeschränkt haben.

Blick in die Zukunft

Was die Zukunft betrifft, so bringen die Ausweitung des elektronischen Handels und die Bankenkonzentration am Interbankmarkt eine Neuausrichtung der Aktivitäten zugunsten des Kundengeschäfts mit sich. Diese Entwicklung ist bereits in der zunehmenden Nutzung automatisierter Handelsplattformen im Bankkundengeschäft sichtbar; damit werden gewissermaßen die Vorteile des elektronischen Handels für dieses Geschäftsfeld nutzbar gemacht. Zwei Unternehmen, Cognotec und Currenex, sind gegenwärtig in diesem Marktbereich tätig, und zwei Wettbewerber befinden sich kurz vor ihrem Markteintritt, nämlich Atriax, hinter dem Reuters und drei der größten Geschäftsbanken stehen, sowie FXall, das von einem Konsortium anderer bedeutender Kreditinstitute getragen wird. Wie diese Entwicklungen die Marktliquidität in Zukunft beeinflussen könnten, ist eine weitere offene Frage.