

## V. Devisenmärkte

### Schwerpunkte

Im August 2007 stieg die Volatilität an den Devisenmärkten infolge schwerer Störungen an anderen Finanzmärkten erheblich an. Dieser Volatilitätsanstieg kennzeichnete eine große Veränderung der das Marktgeschehen bestimmenden Faktoren. Bis dahin hatten eine historisch niedrige Volatilität und große Zinsdifferenzen grenzüberschreitende Kapitalströme begünstigt, die ihrerseits Finanzierungswährungen wie den Yen und den Schweizer Franken gedrückt, Hochzinswährungen wie den australischen Dollar und den Neuseeland-Dollar dagegen gestärkt hatten. Doch angesichts der erhöhten Volatilität wurden fremdfinanzierte Carry-Trades zwischen Währungen aufgelöst, was zu einer gewissen Umkehrung der vorherigen Wechselkursrends für die beteiligten Währungen führte.

Darüber hinaus kam es zu einem deutlichen Meinungsumschwung hinsichtlich der erwarteten Geldpolitik, als das Ausmaß der Probleme an den Finanzmärkten offenkundiger wurde. Faktoren wie antizipierte Unterschiede in der Konjunktorentwicklung, die von großer Bedeutung für den künftigen geldpolitischen Kurs sind, wurden in diesem Umfeld wichtiger für die Marktstimmung als das herrschende Zinsniveau. Anfang 2008 verstärkten erhöhte Rezessionserwartungen und die Verschlechterung der Bedingungen am US-Kreditmarkt den Abwertungstrend des US-Dollars; er sank gegenüber dem Yen auf den niedrigsten Stand seit zwölf Jahren und gegenüber dem Euro sowie dem Schweizer Franken auf historische Tiefstwerte. Eine Eintrübung der Konjunkturaussichten für das Vereinigte Königreich gegen Ende 2007 führte zu einer ebenfalls erheblichen Abwertung des Pfund Sterling. Dagegen gaben Erwartungen eines anhaltend starken Wirtschaftswachstums mehreren anderen Währungen Auftrieb. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften, z.B. China und Singapur, entstand Aufwertungsdruck aufgrund der starken Binnennachfrage und einer nur begrenzten direkten Betroffenheit von den Turbulenzen an den weltweiten Finanzmärkten. In anderen Fällen, etwa Australien und Brasilien, lagen der Stärke der Währung robuste Rohstoffexporte und verbesserte Terms of Trade zugrunde.

Trotz einiger bedeutender Wechselkursbewegungen funktionierten die Devisenkassamärkte während der gesamten Periode erhöhter Volatilität generell reibungslos. Anzeichen von Spannungen gab es indessen an manchen Märkten für Devisenswaps und Währungsswaps, die in engerem Zusammenhang mit Kreditmärkten und grenzüberschreitenden Finanzierungen stehen. Dies lässt vermuten, dass die Verflechtung von bestimmten Devisenmarktsegmenten und anderen Finanzmärkten die Ersteren störanfällig für Schocks machen kann, die von den Letzteren ausgehen, obgleich die

Devisenmärkte insgesamt durch längerfristige Entwicklungen wie die Ausweitung der Anlegerbasis und die Verbesserung des Risikomanagements robuster geworden sein dürften.

## Entwicklungen an den Devisenmärkten

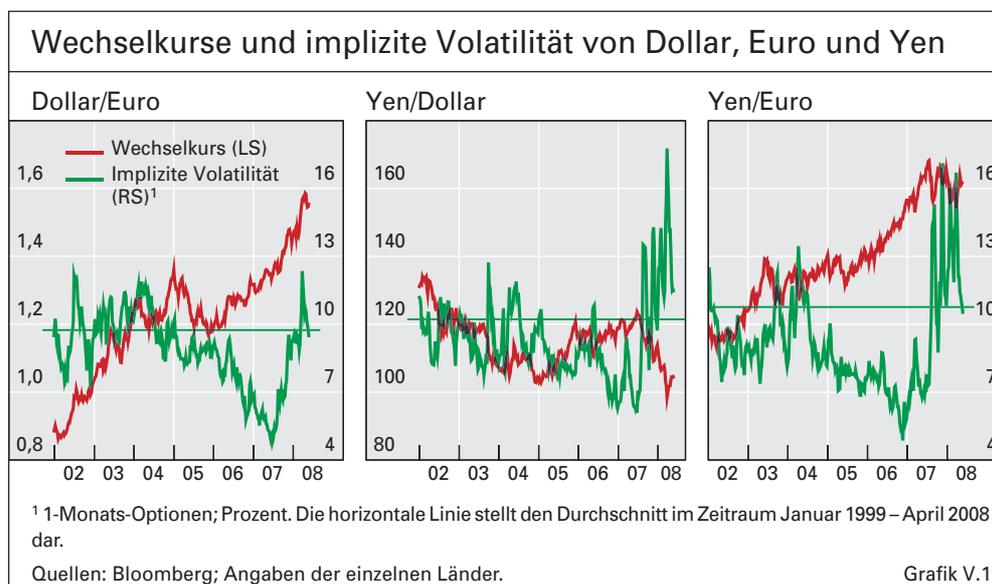
Die Störungen an den Kredit- und Geldmärkten, die im Zeitraum Juli–August 2007 um sich griffen, führten zu erheblichen Veränderungen der Wechselkurs-trends, die über weite Strecken des Jahres 2006 und im ersten Halbjahr 2007 zu beobachten gewesen waren. Diese Veränderungen gingen mit einem steilen Anstieg der Volatilität bei vielen Währungspaaren einher.

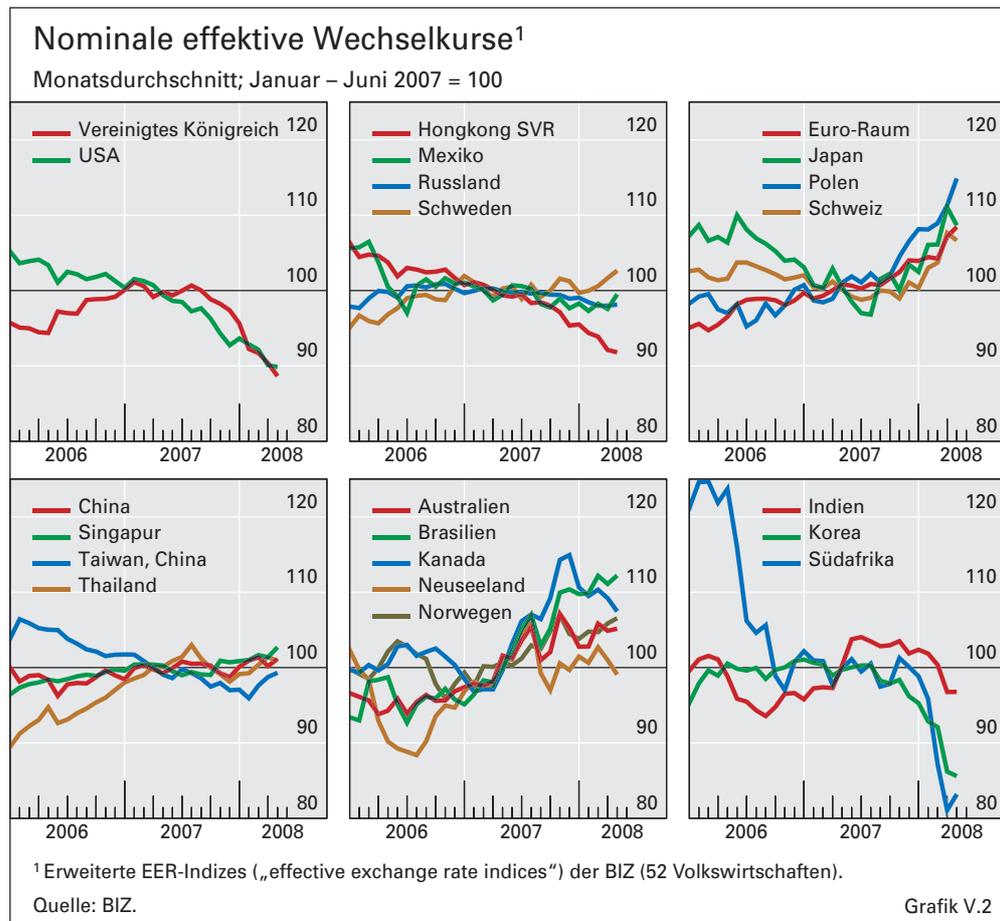
Nach Juni 2007 beschleunigte sich die stetige Abwertung des US-Dollars. Im Jahr 2006 und im ersten Halbjahr 2007 hatte der US-Dollar gegenüber dem Euro mit einer Jahresrate von 9% nachgegeben und gegenüber dem Yen geringfügig zugelegt (Grafik V.1); doch von Anfang Juli 2007 bis Ende April 2008 stieg die Jahresrate der Abwertung gegenüber beiden Währungen auf rund 20% bzw. nominal effektiv auf mehr als das Doppelte (Grafik V.2). Auch das Pfund Sterling verlor von Juli 2007 bis April 2008 handelsgewichtet nahezu 15% an Wert. Weitere Währungen wie der russische Rubel werteten in diesem Zeitraum nominal effektiv stetig ab.

Dagegen legten andere Währungen im zweiten Halbjahr 2007 und bis in das Jahr 2008 hinein handelsgewichtet zu, allen voran der Euro, dessen auf das Jahr hochgerechnete Aufwertungsrate sich ab August 2007 mehr als verdoppelte (Grafik V.2). Auch für den Yen und den Schweizer Franken bedeutete die Jahresmitte 2007 einen Wendepunkt: Beide Währungen hatten 2006 und im ersten Halbjahr 2007 nachgegeben, doch in den zehn Monaten bis April 2008 gewannen sie 15% bzw. 9% an Wert. Die Wechselkurse mehrerer asiatischer Währungen, u.a. des Renminbi, des Singapur-Dollars, des Neuen Taiwan-Dollars und des thailändischen Baht, stiegen in den ersten vier Monaten 2008 ebenfalls steil an.

Nach Mitte 2007  
Abwertung von  
US-Dollar und  
Pfund Sterling ...

... aber Aufwertung  
von Euro, Yen und  
Schweizer Franken



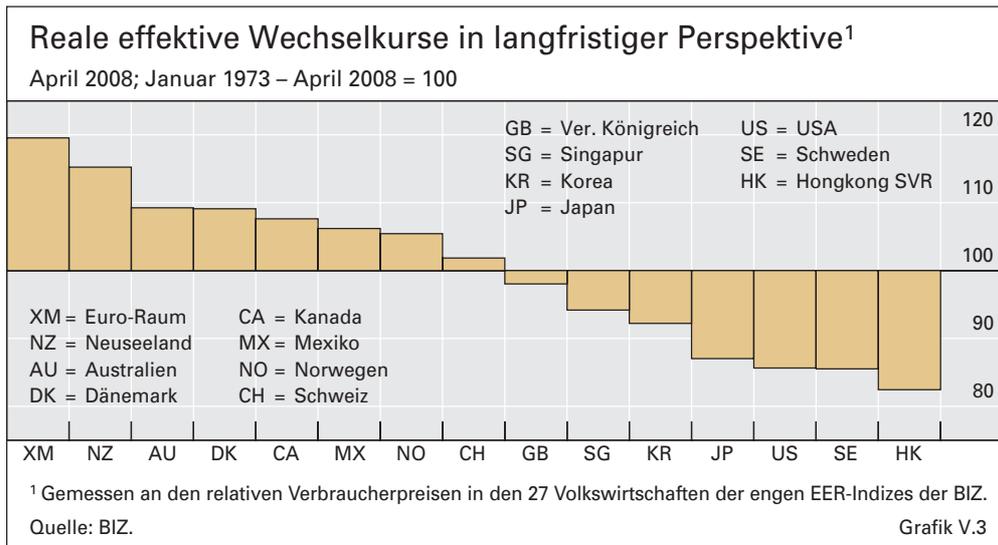


Erhebliche Schwankungen bei anderen Währungen

Mehrere Währungen unterlagen von Mitte 2007 bis April 2008 erheblichen Wechselkursschwankungen. Einige von ihnen, etwa der australische Dollar und der brasilianische Real, verloren Mitte August 2007 im Zuge der Probleme an den internationalen Geldmärkten drastisch an Wert, bevor sie in den Folge-monaten die Verluste wieder ausglich (Grafik V.2). Andere, z.B. der Neuseeland-Dollar, konnten nach starken Einbußen im August nur moderate Gewinne verzeichnen. Manche Währungen schließlich, die sich im August als relativ widerstandsfähig erwiesen hatten, werteten von November 2007 bis April 2008 kräftiger ab – unter ihnen der kanadische Dollar, die indische Rupie, der koreanische Won und der südafrikanische Rand.

Deutliche Abweichung einiger Wechselkurse von ihren historischen Durchschnittswerten

Die Betrachtung aus einer längerfristigen Perspektive zeigt, dass gegenwärtig die realen effektiven Wechselkurse vieler Währungen deutlich von ihren historischen Durchschnittswerten abweichen (Grafik V.3). Im April 2008 überschritten die realen handelsgewichteten Wechselkurse des Euro und des Neuseeland-Dollars ihren jeweiligen langfristigen Durchschnitt um gut 10%; im Falle des Yen, des Hongkong-Dollars, der schwedischen Krone und des US-Dollars dagegen lagen sie mehr als 10% darunter. Insgesamt vermitteln struktureller angelegte Schätzungen des IWF zum Stand der realen Wechselkurse im Verhältnis zu ihrem mittelfristigen Gleichgewicht ein weithin ähnliches Bild. Bemerkenswerte Ausnahmen sind zum einen Währungen wie der australische und der kanadische Dollar, die aufgrund der positiven Effekte starker Terms of Trade auf den gleichgewichtigen Wechselkurs wahrscheinlich



weniger überbewertet sind, als Grafik V.3 vermuten lässt, und zum anderen der US-Dollar, dessen Abwertung qualitativ dem hohen, anhaltenden US-Leistungsbilanzdefizit entspricht.

#### *Bedingungen an den Devisenmärkten*

Im Juli 2007 begann die Volatilität an den Devisenmärkten anzuziehen, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte zu historischen Tiefstwerten tendiert hatte. Die implizite Volatilität stieg dreimal steil an – Mitte August und Ende November 2007 sowie Mitte März 2008; ein weiterer Anstieg Ende Januar 2008 war gedämpfter (Grafik V.4). Diese Spitzen traten zeitgleich mit Volatilitätsausschlägen an anderen Finanzmärkten auf, waren jedoch weniger ausgeprägt. Im Gegensatz zu früher war die implizite Volatilität bei den Wechselkursen der wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländer ab August 2007 stets höher als bei den Wechselkursen aufstrebender Volkswirtschaften.

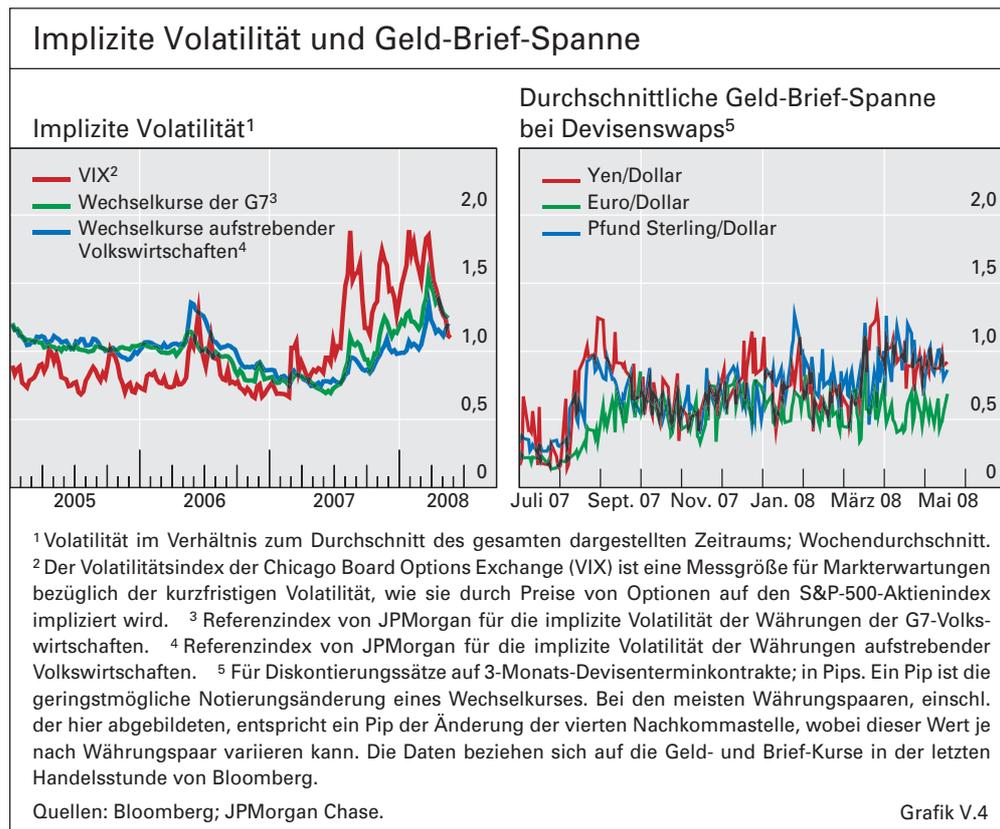
Bei einigen Währungspaaren erreichte die implizite Volatilität im März 2008 eine Spitze. Beim Wechselkurs US-Dollar/Euro kletterte sie auf ein Niveau, das mit der Phase erhöhter Devisenmarktvolatilität im September 2001 vergleichbar war, während sie in den Währungspaaren Dollar/Yen und Euro/Yen so hoch war wie seit 1999 nicht mehr (Grafik V.1). Weitere Währungen, deren implizite Volatilität gegen den US-Dollar besonders steil anstieg, waren der brasilianische Real, der südafrikanische Rand sowie der australische, der kanadische und der Neuseeland-Dollar. Die Spitzen in diesen letzten drei Währungspaaren waren denen im Oktober 1998 ähnlich, als der Zusammenbruch von LTCM und die Zahlungsunfähigkeit Russlands zu hoher Volatilität geführt hatten.

Das Anziehen der Volatilität ging mit einem höheren Handelsvolumen am Devisenkassamarkt einher. Das Volumen der über das Electronic Broking System (EBS) abgewickelten Transaktionen, die mehr als 60% des Interbankkassamarktes ausmachen, erreichte am 16. August 2007 einen Spitzenwert von \$ 456 Mrd. (der durchschnittliche Tagesumsatz im Jahr 2007 betrug \$ 182 Mrd.). Daten der Continuous Linked Settlement Bank (CLS-Bank), über

Volatilitätsspitzen ...

... mit unterschiedlicher Ausprägung je nach Währungspaar

Höheres Handelsvolumen der Devisenkassamärkte



die die endgültige Abwicklung eines großen Teils aller Devisentransaktionen erfolgt, zeigen ebenfalls eine deutliche Umsatzspitze im August 2007, insbesondere für den Yen sowie den australischen und den Neuseeland-Dollar – Währungen, die eine bedeutende Rolle bei Carry-Trades spielten. Allerdings war die Verteilung des Umsatzanstiegs unter den Währungspaaren offenbar nicht gleichmäßig. Bei den Daten des EBS ist z.B. in der Woche vom 13. August im Wesentlichen eine unverhältnismäßig große Steigerung des Handelsvolumens in Dollar/Yen und Euro/Yen festzustellen.

Anhaltend hohe Handelsvolumina und das Ausbleiben einer nennenswerten Erhöhung der Geld-Brief-Spannen legen den Schluss nahe, dass die Liquidität des Kassamarktes für die wichtigsten Währungspaare durch die Störungen an anderen Finanzmärkten nicht beeinträchtigt wurde. Deutlicher waren dagegen Verzerrungen an den Devisenswapmärkten. Hier weiteten sich die Geld-Brief-Spannen in Zeiten erhöhter Volatilität merklich aus, und die von den Preisen für Devisenswaps abgeleiteten US-Zinsen zeigten signifikante Abweichungen vom tatsächlichen US-Dollar-LIBOR (Grafik V.4 und Kapitel VI). Die Abwicklungsdaten der CLS-Bank lassen erkennen, dass die Aktivität bei Devisenswaps in einigen Währungspaaren, u.a. dem Pfund Sterling und dem Neuseeland-Dollar gegen den US-Dollar, in der zweiten Jahreshälfte 2007 stetig zurückging. Bei Devisenswaps in den meisten anderen Währungspaaren war die Aktivität während des Berichtszeitraums in etwa stabil. Die verfügbaren Umsatzdaten für die USA und das Vereinigte Königreich stehen mit diesen Entwicklungen im Einklang.

Einige Probleme an Devisenswapmärkten ...

Auch am Markt für Währungsswaps wurden Spannungen erkennbar. Diese Instrumente ähneln Devisenswaps, sind jedoch bei Laufzeiten von mehr als einem Jahr liquider und beinhalten den Tausch nicht nur von Kapitalbeträgen, sondern auch von Zinszahlungen zwischen den Währungen. Sie sind wichtig für Institute, die längerfristige Offshore-Finanzierungen absichern wollen. In bestimmten Phasen erhöhter Volatilität zeigten die Preise für diese Swaps bei mehreren Währungspaaren heftige Schwankungen. Die Preise für Euro/Dollar- und Pfund/Dollar-Swaps mit einjähriger und längerer Laufzeit z.B. rutschten ab Ende August 2007 abrupt in den negativen Bereich – ein Zeichen für eine steil ansteigende Nachfrage nach längerfristigen Finanzierungen in US-Dollar.

... sowie an den Märkten für Währungsswaps ...

Dass die Märkte für Devisenswaps und Währungsswaps von den Turbulenzen an den Finanzmärkten nicht ganz unberührt blieben, ist insofern nicht wirklich überraschend, als Transaktionen in diesen Instrumenten eng mit dem Geldmarkt verbunden und dem Kontrahentenrisiko ausgesetzt sind. So entsprachen die an diesen beiden Märkten beobachteten Spannungen einer anziehenden Nachfrage nach Finanzierungen in US-Dollar. Diese kam möglicherweise zum Teil von Finanzinstituten außerhalb der USA, die sich mittels Swaps von anderen Währungen zu US-Dollar Liquidität in dieser Währung zu verschaffen suchten. Folglich spiegelten die Spannungen weitgehend die rasante Verschlechterung der Bedingungen an den Geldmärkten wider, die die globalen Kreditmarkturbulenzen nach sich zogen.

... entsprechend der anziehenden Nachfrage nach Finanzierungen in US-Dollar

## Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen

Vor dem Hintergrund erhöhter Finanzmarktvolatilität und verstärkter Unsicherheit im Hinblick auf die weltweiten Wirtschaftsaussichten verschoben sich die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Wechselkursdynamik. Insbesondere ging die Bedeutung der bestehenden Zinsdifferenzen zurück, da die Unsicherheit bezüglich der Wechselkurstrends die Attraktivität von Carry-Trades untergrub und die Marktteilnehmer mehr auf Unterschiede in der erwarteten Konjunkturentwicklung achteten, aber auch auf eher strukturelle Faktoren wie Leistungsbilanzsalden. Einige aufstrebende Volkswirtschaften steuerten die Entwicklung ihrer Währung weiterhin mit Mitteln der Wechselkurspolitik, doch die Rohstoffpreise und spezifische Trends der Kapitalströme übten ebenfalls einen erheblichen Einfluss auf die Wechselkurse aus.

### *Zins- und Wachstumsdifferenzen*

Zu Beginn des Jahres 2007 standen angesichts einer nach wie vor historisch niedrigen Volatilität noch die herrschenden Zinsdifferenzen und Carry-Trades als wichtiger Bestimmungsfaktor der Wechselkursentwicklungen im Mittelpunkt. In diesem Umfeld waren Finanzierungswährungen wie der Yen und der Schweizer Franken Abwertungsdruck ausgesetzt, während Hochzinswährungen wie der australische und der Neuseeland-Dollar aufwerteten. Da der Begriff Carry-Trades im allgemeinen Sprachgebrauch sehr unscharf definiert ist, sei hier betont, dass er ausschließlich *fremdfinanzierte* Geschäfte bezeichnet, die ein hohes Zinsgefälle zwischen Währungen und eine niedrige

Carry-Trades attraktiv im ersten Halbjahr 2007 ...

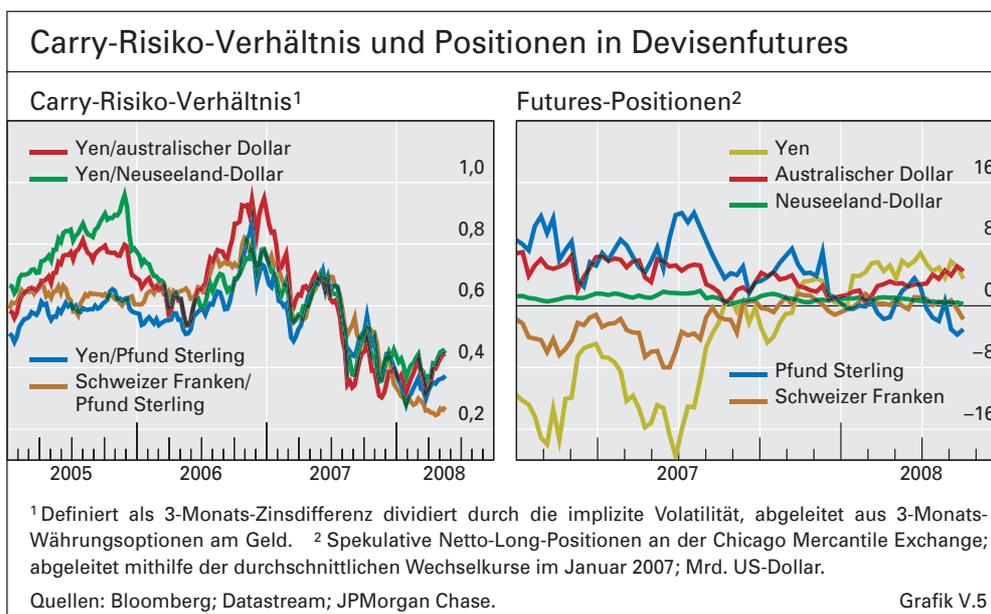
Wechselkursvolatilität nutzen, indem sie darauf setzen, dass die ungedeckte Zinsparität nicht gilt. In der Praxis werden Carry-Trades meist in Form einer Kombination von Devisenkassamarkt- und Swap-Transaktionen durchgeführt, um eine „synthetische“ Terminposition zu erhalten, die „long“ in der Hochzinswährung und „short“ in der Niedrigzinswährung ist. Dies geschieht – weitgehend aus Liquiditätsgründen – synthetisch statt durch eine Outright-Terminposition. Zu beachten ist, dass diese Geschäfte fremdfinanziert sind, da zu Beginn keine Zahlung erfolgt.

... verlieren danach an Reiz ...

Die schweren Störungen an den wichtigsten Finanzmärkten, die im August einsetzten und sich im November verstärkten, beeinträchtigten die Tragfähigkeit von Carry-Trades erheblich. Als die breit angelegte Risikopreiskorrektur und der Einbruch der Risikobereitschaft bei einem großen Spektrum von Finanzinstrumenten zu einem drastischen Preisverfall führten, stieg die Wechselkursvolatilität, und bei mehreren an Carry-Trades beteiligten Währungen trat eine abrupte Umkehr der vorherigen Trends ein. Diese Entwicklungen sind vereinbar mit Veränderungen einfacher Indikatoren für die Attraktivität von Carry-Trades, z.B. des Carry-Risiko-Verhältnisses, das Zinsdifferenzen (bereinigt um das durch Währungsoptionen implizierte erwartete Risiko) misst. Für die Währungspaare, die am häufigsten an Carry-Trades beteiligt waren, fielen diese Indikatoren ab Juli steil ab; dies spiegelte weitgehend die im vorigen Abschnitt dokumentierte Spitze der impliziten Volatilität wider (Grafik V.5).

... und werden weitgehend aufgelöst

Zum Volumen von Carry-Trades gibt es keine direkten Daten, da sie zumeist außerbilanzielle Engagements beinhalten; indirekt deutet jedoch einiges darauf hin, dass diese Positionen in der zweiten Jahreshälfte 2007 in großem Umfang aufgelöst wurden. Die spekulativen offenen Positionen in Devisen-futures an der Chicago Mercantile Exchange z.B. lassen darauf schließen, dass die offenen Nettopositionen bei den wichtigsten Carry-Trade-Währungen in jenem Zeitraum abrupt zurückgingen (Grafik V.5). Ende 2007 wurden die spekulativen Nettopositionen auf den Yen sogar „long“. Trotz einiger großer



Wechselkursausschläge Mitte August hatte die Auflösung der Carry-Trades nicht die zum Teil befürchteten größeren Störungen an den Devisenkassamärkten zur Folge. Der Yen gewann zwar ab der zweiten Jahreshälfte 2007 erheblich an Wert, doch der australische Dollar, der eine der wichtigsten Zielwährungen gewesen war, setzte seinen Aufwärtstrend nach einem anfänglichen Einbruch fort (Grafik V.2).

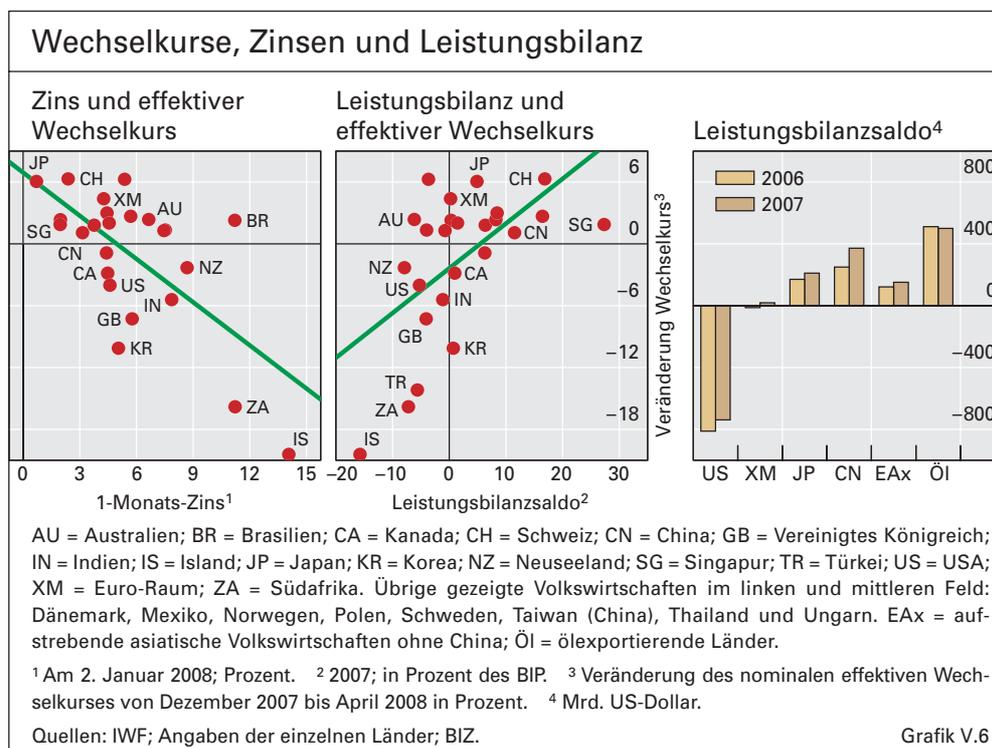
Da Carry-Trades an Reiz verloren, wurden Zinsdifferenzen für die Marktteilnehmer weniger zentral. Unter den Hauptwährungen zeigten in den ersten drei Monaten 2008 tatsächlich die beiden am niedrigsten rentierenden Währungen – der Yen und der Schweizer Franken – die stärkste Entwicklung auf nominaler effektiver Basis (Grafik V.6). Die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer verlagerte sich auf andere Faktoren, z.B. Unterschiede in der Konjunkturentwicklung, um aus ihnen Informationen über den immer ungewisseren künftigen Kurs der Geldpolitik abzuleiten. Insbesondere der US-Dollar bewies trotz der außergewöhnlichen geldpolitischen Lockerung in den USA im Januar 2008 zunächst eine überraschende Widerstandsfähigkeit; erst als im Februar die Marktstimmung im Hinblick auf die Konjunkturaussichten deutlich sank, geriet er wieder unter Abwertungsdruck. Die Talfahrt des Pfund Sterling gegen Ende 2007 und erneut im März 2008 stand ebenfalls im Zusammenhang mit einer Neubewertung der Wachstumsperspektiven.

Märkte achten nun verstärkt auf Konjunkturaussichten ...

### Leistungsbilanzen

Aufgrund der gestiegenen Risikoaversion fanden auch die Leistungsbilanzen wieder stärkere Beachtung. Unter den wichtigsten Volkswirtschaften erfuhren die USA und das Vereinigte Königreich, die beide hohe Leistungsbilanzdefizite aufweisen, Anfang 2008 eine empfindliche Schwächung ihrer Währungen.

... und Leistungsbilanzsalden



Darüber hinaus waren die Währungen mehrerer anderer Länder mit hohen Defiziten wie Island, Südafrika, die Türkei und Ungarn erheblichem Abwertungsdruck ausgesetzt, als die Finanzmarkturbulenzen Ende 2007 heftiger wurden (Grafik V.6). Dies lässt vermuten, dass die Anleger stärker zögerten, die Auslandsverschuldung von Ländern zu finanzieren, die in einem Umfeld höherer Volatilität und niedrigerer Risikobereitschaft anfällig für eine Umkehr der Kapitalströme zu sein schienen. Da viele dieser Länder auch Hochzinsländer waren, dürfte der Abwertungsdruck auf ihre Währung zum Teil auch auf die Auflösung von Carry-Trade-Positionen zurückzuführen gewesen sein. Allgemeiner betrachtet steht die Entwicklung der Hauptwährungen im Berichtszeitraum – insbesondere die Abwertung des US-Dollars und die Aufwertung des Yen – mit einer Verringerung oder zumindest Stabilisierung der weltweiten Ungleichgewichte im Einklang (Grafik V.6).

### *Wechselkurspolitik*

Beschleunigter  
Reservenaufbau ...

Einige Zentralbanken übten durch Wechselkursinterventionen weiterhin starken Einfluss auf ihre Währung aus. Im Jahr 2007 wuchsen die offiziellen Währungsreserven um mehr als \$ 1,3 Bio., deutlich rascher als im Vorjahr (Tabelle V.1). Diese Zunahme konzentrierte sich wiederum weitgehend auf Asien, insbesondere auf China, doch in Lateinamerika stieg die Wachstumsrate um mehr als das Doppelte, vor allem infolge eines sehr steilen Anstiegs der brasilianischen Reserven. Auch Russland und mehrere andere ölexportierende Länder verzeichneten nach wie vor hohe Zuwächse ihrer Reserven. Bestimmend für den Reservenaufbau der aufstrebenden Volkswirtschaften waren erneut Leistungsbilanzüberschüsse und anhaltende Kapitalzuflüsse; besonders Länder in Lateinamerika waren in der zweiten Jahreshälfte 2007 das Ziel beträchtlicher Kapitalströme (Kapitel III). Trotz dieses Reservenwachstums werteten die Währungen der Länder, die einige der umfangreichsten Interventionen vornahmen – China und Brasilien –, deutlich auf (Grafik V.2).

... doch zu offensichtlicheren  
finanziellen und  
wirtschaftlichen  
Kosten

Angesichts der erheblichen Abwertung des US-Dollars wurden die Kosten eines eng an diese Währung gebundenen Wechselkursregimes offensichtlicher. Dies führte zu Spekulationen über eine mögliche Änderung der Wechselkurspolitik bestimmter Länder. Im Blickpunkt standen besonders die Golfstaaten, wo der unablässige Wertverlust des US-Dollars und die damit verbundene Lockerung der monetären Bedingungen die Effekte umfangreicher Verbesserungen der Terms of Trade dieser Länder verstärkten und zu steigender Inflation beitrugen. Im Mai 2007 löste Kuwait den Dinar von der Kopplung an den US-Dollar, die seit 2003 bestanden hatte, und band ihn stattdessen an einen Währungskorb. Bis Ende April 2008 wertete der Kuwait-Dinar gegenüber dem US-Dollar um 8% auf, blieb jedoch nominal effektiv recht stabil. Nach Kuwait konzentrierten sich die Spekulationen auf Saudi-Arabien, die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) und Katar als wahrscheinlichste Kandidaten für eine Abkopplung (Grafik V.7). In diesen Volkswirtschaften herrschte starker Preisdruck, und hochrangige Amtsträger der beiden letztgenannten Länder gaben Erklärungen ab, die darauf hindeuteten, dass über eine mögliche Änderung des Wechselkursregimes nachgedacht wurde. Unterdessen verzeichnete China die höchste Inflationsrate seit mehr als elf

Veränderung der Währungsreserven gegenüber dem Vorjahr							
Mrd. US-Dollar							
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Nachrichtlich: Bestand Dez. 2007
	Zum jeweiligen Wechselkurs						
Insgesamt	358,6	617,1	723,1	426,2	862,0	1 356,0	6 392,8
Fortgeschrittene							
Industrieländer	117,4	216,2	198,0	-23,1	102,1	97,5	1 501,2
USA	4,8	5,9	3,0	-4,9	3,1	4,9	45,8
Euro-Raum	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	19,4	203,5
Japan	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	73,4	948,4
Asien	173,9	264,1	363,7	250,2	396,0	694,9	2 912,6
China	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	461,9	1 528,3
Hongkong SVR	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	19,5	152,6
Indien	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	96,4	266,6
Indonesien	3,7	4,0	-0,0	-1,8	7,9	13,9	54,7
Korea	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	23,4	261,8
Malaysia	3,8	10,4	22,1	4,5	12,3	18,9	100,6
Philippinen	-0,2	0,3	-0,5	2,8	4,1	10,2	30,1
Singapur	6,4	13,9	16,4	3,9	20,1	26,7	162,5
Taiwan, China	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	4,2	270,3
Thailand	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	20,0	85,1
Lateinamerika <sup>1</sup>	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	126,7	397,2
Argentinien	-4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	13,8	44,2
Brasilien	1,6	11,7	3,6	0,8	31,9	94,3	179,4
Chile	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	-2,5	16,7
Mexiko	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	10,9	86,3
Venezuela	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	-5,2	23,7
Mittel- und Osteuropa <sup>2</sup>	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	42,2	223,6
Nahe Osten <sup>3</sup>	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	34,5	135,9
Russland	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	168,7	464,0
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Nettoölexporteur<sup>4</sup></i>	27,7	67,0	100,0	114,8	216,2	255,2	958,8

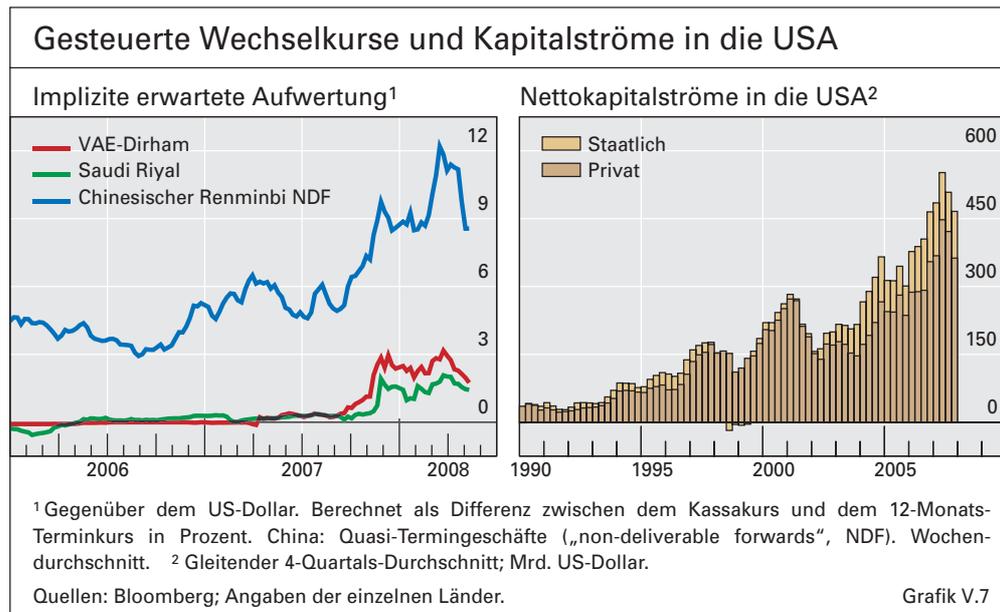
<sup>1</sup> Aufgeführte Länder sowie Kolumbien und Peru. <sup>2</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>3</sup> Katar, Kuwait, Libyen, Saudi-Arabien; Saudi-Arabien: ohne ausländische Wertpapiere. <sup>4</sup> Algerien, Angola, Kasachstan, Mexiko, Nigeria, Norwegen, Russland, Venezuela und Nahe Osten.

Quellen: IWF; Datastream; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.1

Jahren, und gegenüber dem US-Dollar erklomm der Renminbi neue Höhen. Dies heizte Spekulationen an, China könnte eine schnellere Aufwertung seiner Währung zulassen (Grafik V.7). Die starken Senkungen der US-Zinssätze und die beschleunigte Abwertung des US-Dollars erhöhten zudem die finanziellen Kosten des Reservenbaus. Dadurch verstärkte sich der Eindruck, dass sich die Zentralbanken genötigt sehen könnten, ihre Interventionstätigkeit einzuschränken.

Vor diesem Hintergrund verwiesen Marktanalysten auch auf die Möglichkeit bedeutender Umschichtungen der offiziellen Reservenportfolios vom US-Dollar in andere Währungen. Obgleich die staatlichen Nettozuflüsse in den USA im Verhältnis zu den privaten Nettozuflüssen gering sind, können sie als Anker für die Erwartungen des privaten Sektors dienen und daher von

Potenzielle  
Umschichtungen  
von Reserven  
weiterhin im  
Blickpunkt



Bedeutung sein (Grafik V.7). So können neue Informationen über beabsichtigte Veränderungen staatlicher Kapitalströme und Portfolios manchmal zu Marktbewegungen führen. Allerdings erfolgen Veränderungen der Struktur der Währungsreserven eher schrittweise. IWF-Daten über die Zusammensetzung von Währungsreserven zeigen, dass der US-Dollar auch im vierten Quartal 2007 die vorherrschende Währung war; mit etwa 64% der gesamten Reservenallokation war sein Anteil etwa gleich hoch wie im Vorjahr.

Geänderte Wechselkurspolitik in einigen Ländern

Andere bemerkenswerte Entwicklungen in der Wechselkurspolitik standen in keinem direkten Zusammenhang mit der Schwäche des US-Dollars. Im Februar 2008 gab die ungarische Zentralbank das Zielband des Forint gegenüber dem Euro auf, um ihn frei schwanken zu lassen. Nach einer anfänglichen Spitze aufgrund des Überraschungseffekts wertete der Forint etwas ab; dann brachte ihn eine Erholung bis Ende April 2008 wieder auf etwa den gleichen Stand gegenüber dem Euro wie zu Jahresbeginn. Des Weiteren hob die Bank of Thailand im März 2008 die Kapitalverkehrskontrollen auf, die seit Dezember 2006 bestanden hatten; als Gründe gab sie geordnetere Marktbedingungen und Schwierigkeiten bei der Durchsetzung der Kontrollen an.

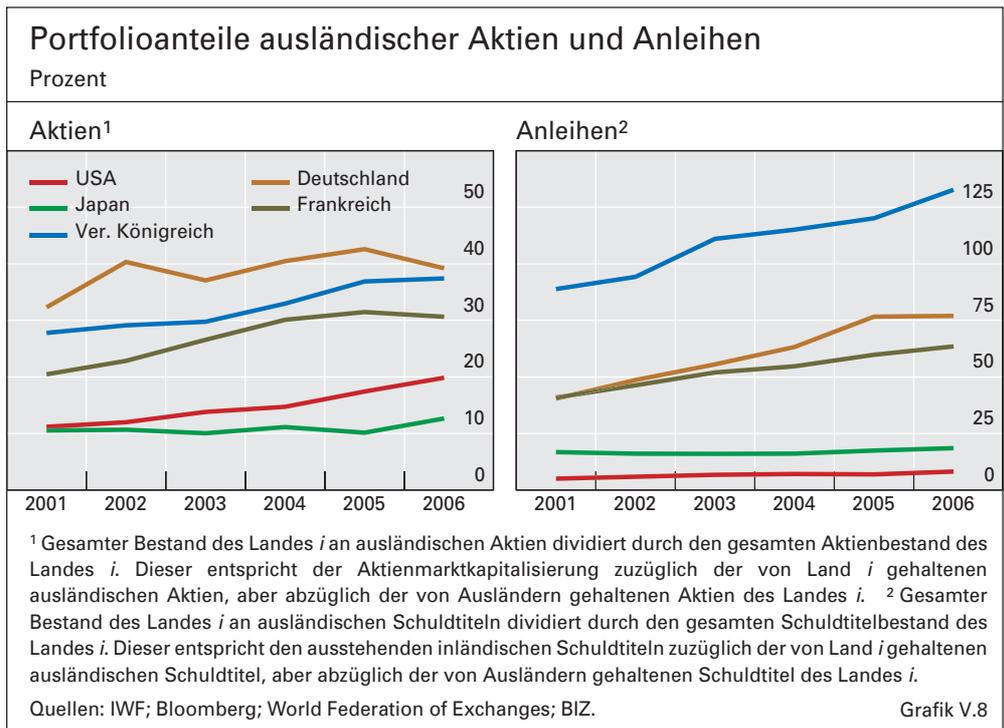
#### *Entwicklung der Kapitalströme*

Starker Trend zu internationaler Diversifizierung ...

Der Trend zu stärkerer internationaler Diversifizierung von Vermögenswerten hat seit etwa fünf Jahren umfangreiche Veränderungen der internationalen Kapitalströme bewirkt. Leichter Zugang zu internationalen Anlagemöglichkeiten und größere Renditeorientierung der Anleger in vielen Ländern trugen zu einer Verringerung des sog. Home-Bias bei – einer übermäßigen Gewichtung inländischer Vermögenswerte in den Portfolios. Der bedeutende Einfluss dieser Kräfte auf die Wechselkurse hielt auch im Berichtszeitraum an.

... insbesondere in Japan und den USA

Das Maß an Home-Bias in den verschiedenen Ländern genau einzuschätzen ist mangels Daten zwar schwierig, doch aus dem Verhalten der Anleger lassen sich Näherungswerte ableiten. Die Erhebung des IWF zu



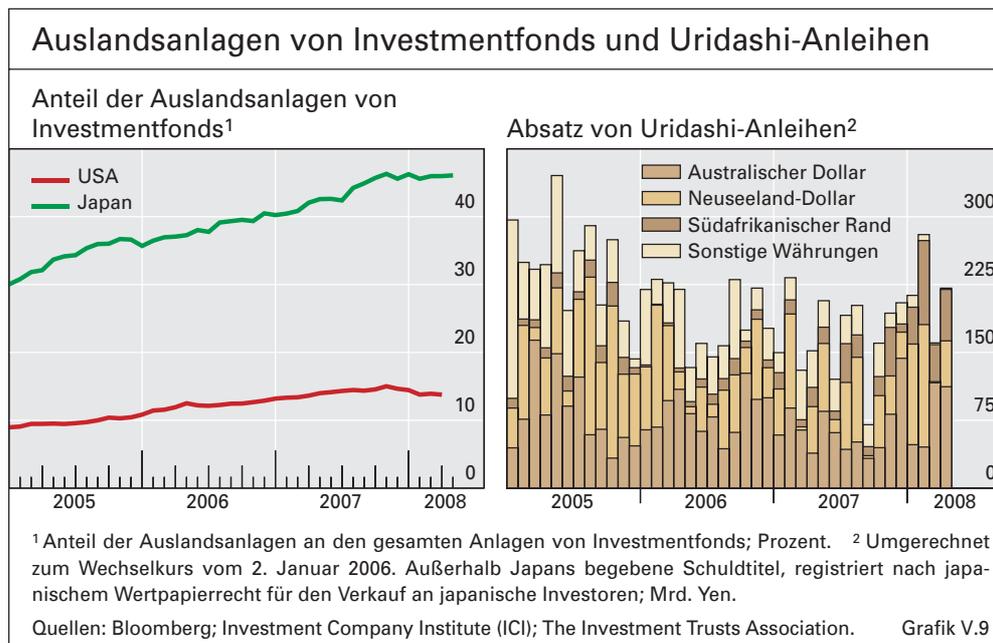
grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen (Coordinated Portfolio Investment Survey, CPIS) liefert nützliche Informationen über die Entwicklung der internationalen Portfolioallokationen für eine große Zahl von Ländern. In den wichtigsten Wirtschaftsräumen sind der Erhebung zufolge die Anteile ausländischer Aktien und Anleihen an den gesamten Aktien- und Anleiheportfolios seit 2001 im Aufwärtstrend (Grafik V.8). Bei Kapitalbeteiligungen durch Gebietsansässige in Japan und den USA scheint sich die Umstellung auf einen höheren Auslandsanteil in den letzten Jahren beschleunigt zu haben. Jüngere Daten zeigen, dass dieser Trend bis in das Jahr 2007 hinein anhielt; der Anteil der Investmentfonds in Japan und den USA, die in ausländische Vermögenswerte investieren, stieg bis Mitte 2007 ununterbrochen weiter (Grafik V.9). Seit Beginn der Finanzmarktstörungen haben sich diese Anteile offenbar eher stabilisiert, als dass sie gesunken sind.

In Japan ist der Kauf von Anleihen in Fremdwährung durch Privatanleger ein weiteres auffallendes Beispiel für diesen Trend zur Diversifizierung. Der Absatz dieser als Uridashi-Anleihen bezeichneten Wertpapiere wurde von der starken Nachfrage der japanischen Privatanleger getrieben und betraf insbesondere Anleihen, die auf Hochzinswährungen wie den australischen und den Neuseeland-Dollar lauten (Grafik V.9). Diese Investitionen generierten auch 2007 anhaltende Kapitalabflüsse aus Japan; in der zweiten Jahreshälfte und Anfang 2008 nahm besonders der Absatz von Uridashi-Anleihen in südafrikanischen Rand zu.

Die deutliche Zunahme des Auslandsanteils in US- und japanischen Portfolios könnte zum Teil damit zusammenhängen, dass das Maß an Home-Bias in diesen beiden Ländern historisch gesehen relativ hoch war. In den USA dürfte die bisherige unverhältnismäßige Konzentration auf inländische Anlagen die außergewöhnliche Tiefe und Breite der heimischen Finanzmärkte

In Japan auch Anleihen in Fremdwährungen beliebt

Einst hohes Maß an Home-Bias in Japan und den USA



widergespiegelt haben, die beträchtliche Diversifizierungsmöglichkeiten auch ohne ausländische Vermögenswerte boten. In Japan fiel der Rückgang des Home-Bias mit regulatorischen Veränderungen wie der Privatisierung des Postsparkassensystems, mit der breiteren Verfügbarkeit alternativer Investmentvehikel und mit neuen demografischen Trends zusammen; daher ist zu vermuten, dass die Diversifizierung in ausländische Vermögenswerte zum Teil durch strukturelle Faktoren behindert worden war. Eher zyklische Kräfte dürften ebenfalls am Werk gewesen sein, z.B. der anhaltende Aufwertungs-trend des Yen in den 1980er und 1990er Jahren, der Investitionen im Ausland weniger rentabel gemacht hatte. Tatsächlich fiel die vermehrte internationale Diversifizierung in eine Phase anhaltender Schwäche des Yen seit 2004 sowie außergewöhnlich niedriger Zinsen im Inland.

Der Trend zu stärkerer internationaler Diversifizierung hat sich erheblich auf die Wechselkursbewegungen ausgewirkt. Ceteris paribus dürften die vermehrten Käufe ausländischer Papiere die jeweilige Landeswährung der Anleger gedrückt haben. Beim US-Dollar ist der Nettoeffekt allerdings nicht eindeutig; aufgrund des übergroßen Gewichts der USA an den globalen Finanzmärkten ging die Verringerung des Home-Bias in anderen Ländern wahrscheinlich mit einer unverhältnismäßig hohen Zunahme ausländischer Investitionen in US-Vermögenswerten einher, die die verstärkten Käufe ausländischer Papiere durch US-Anleger ausglich.

#### *Rohstoffpreise*

Während des Berichtszeitraums war der Höhenflug der Rohstoffpreise ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Entwicklung einiger Währungen. Beträchtliche Verbesserungen der Terms of Trade halfen, die Währungen diversifizierter Rohstoffexporteure wie Australien und Brasilien zu stützen. Dies zeigte sich insbesondere im Fall des australischen Dollars, der trotz der

Erhebliche Wirkung des Diversifizierungstrends auf die Wechselkurse

Einige Währungen gestützt durch hohe Rohstoffpreise

umfangreichen Auflösung von Carry-Trades in der zweiten Jahreshälfte 2007 stark blieb. Auch hohe Ölpreise unterstützten generell die Währungen energieexportierender Länder, z.B. Kanadas und Norwegens; der kanadische Dollar gab allerdings gegen Ende 2007 angesichts schwächerer Konjunkturaussichten etwas nach. Der russische Rubel erreichte gegenüber dem US-Dollar im März 2008 den höchsten Stand seit mehr als neun Jahren, verlor jedoch nominal effektiv über das ganze Jahr 2007 stetig an Wert.

## Widerstandsfähigkeit des Devisenmarktes aus längerfristiger Sicht

Wie bereits angemerkt, waren die verschiedenen Segmente des Devisenmarktes nicht in gleicher Weise von den außerordentlichen globalen Finanzmarkturbulenzen im Berichtszeitraum betroffen. Aus längerfristiger Sicht gab es mehrere beachtenswerte Entwicklungen, die für die Widerstandsfähigkeit des Devisenmarktes von Bedeutung sein könnten – u.a. ein höheres Handelsvolumen, eine größere Vielfalt der Transaktionen und Akteure am Devisenmarkt sowie Verbesserungen der Infrastruktur für das Risikomanagement.

### *Höheres Handelsvolumen und größere Vielfalt der Akteure*

Der Umsatz an den Devisenmärkten ist in den letzten Jahren kontinuierlich und rasch gestiegen. Von 2001 bis 2007 wuchs das Volumen des gesamten, alle Instrumente umfassenden Devisenhandels um durchschnittlich 18% im Jahr und erreichte im Mittel einen Tageswert von \$ 3,5 Bio. (Tabelle V.2). Im gleichen Zeitraum nahmen Kassageschäfte mit einer Jahresrate von 17% stetig zu, und der Markt für Devisenswaps erlebte ein enormes Wachstum: Sein Handelsvolumen hat sich von 2004 bis 2007 nahezu verdoppelt.

Deutlicher Umsatzanstieg

Gleichzeitig wurde die Währungszusammensetzung des Devisenmarktumsatzes vielfältiger. Aus der jüngsten 3-jährlichen Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivativmärkten (Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Markets Activity) geht hervor,

Vielfältigere Währungszusammensetzung

Weltweiter Devisenmarktumsatz <sup>1</sup>						
Durchschnittlicher Tagesumsatz im April; Mrd. US-Dollar						
	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Kassageschäfte	394	494	568	387	631	1 005
Termingeschäfte	58	97	128	131	209	362
Devisenswaps	324	546	734	656	954	1 714
Währungsswaps	...	...	10	7	21	32
Devisenoptionen	...	...	87	60	117	212
Sonstige Derivate	...	...	0	0	2	0
Geschätzte Meldelücken	44	53	53	30	90	151
Insgesamt	820	1 190	1 580	1 270	2 025	3 475
<i>Nachrichtlich: Umsatz zu Wechselkursen von April 2007</i>	<i>880</i>	<i>1 150</i>	<i>1 750</i>	<i>1 510</i>	<i>2 110</i>	<i>3 475</i>

<sup>1</sup> Bereinigt um Doppelzählungen im In- und Ausland.  
Quelle: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2007 der BIZ. Tabelle V.2

Gemeldeter Devisenmarktumsatz nach Kontrahent <sup>1</sup>				
Durchschnittlicher Tagesumsatz im April; Mrd. US-Dollar				
	1998	2001	2004	2007
Kassageschäfte mit:				
Berichtenden Händlern	347	218	310	426
Anderen Finanzinstituten	121	111	213	394
Nichtfinanzkunden	99	58	108	184
Gesamtumsatz mit:				
Berichtenden Händlern	614	503	707	966
Anderen Finanzinstituten	178	235	421	945
Nichtfinanzkunden	166	115	169	409

<sup>1</sup> Bereinigt um Doppelzählungen im In- und Ausland. Ohne geschätzte Meldelücken. Aufgrund der unvollständigen Aufschlüsselung der Kontrahenten entspricht die Summe der in der Tabelle aufgeführten Kategorien nicht immer den Gesamtwerten, die in der 3-jährlichen Zentralbankerhebung der BIZ veröffentlicht sind.

Quelle: Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2007 der BIZ. Tabelle V.3

dass der US-Dollar im April 2007 an rund 86% aller Devisentransaktionen beteiligt war und somit weiterhin die Leitwährung der Devisenmärkte ist. Dennoch ging der Anteil der drei am meisten gehandelten Währungen – US-Dollar, Euro und Yen – von 2001 bis 2007 zurück. Deutliche Steigerungen ihres Anteils am Handelsvolumen erfuhren in diesem Zeitraum der australische Dollar, der Hongkong-Dollar und der Neuseeland-Dollar sowie die norwegische Krone. Ganz allgemein vergrößerte sich im gleichen Zeitraum auch der Anteil der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften, besonders des Renminbi und der indischen Rupie.

Kunden aus dem Finanzsektor zunehmend wichtig ...

Die Zusammensetzung der Akteure an den Devisenmärkten hat sich ebenfalls erheblich verändert. Die Zentralbankerhebung zeigt eine deutlich erhöhte Präsenz von nicht berichtenden Finanzinstituten, u.a. Hedge-Fonds, Versicherern und Pensionsfonds (Tabelle V.3). Am Wachstum des gesamten Devisenhandels war dieses Marktsegment von 2004 bis 2007 zu mehr als der Hälfte beteiligt, an dem der Kassageschäfte zu fast der Hälfte.

... aus zyklischen ...

Dieses relativ starke Wachstum des Handelsvolumens mit nicht berichtenden Finanzinstituten hat zyklische und strukturelle Gründe. Aus zyklischer Sicht profitierte die Aktivität der Anleger bis 2007 von niedriger Volatilität und von Wechselkursrends, die an den Devisenmärkten über weite Teile der letzten sechs Jahre attraktive risikobereinigte Erträge ermöglichten. Zudem dürfte die bereits angesprochene internationale Diversifizierung der Portfolios der privaten Haushalte zu dieser Entwicklung beigetragen haben – zunächst durch die Käufe zur Diversifizierung, doch dann möglicherweise auch durch das laufende Absichern von Fremwährungsrisiken. Darüber hinaus führten mindestens drei bedeutende strukturelle Veränderungen nicht nur zu höheren Umsätzen, sondern auch zu einer größeren Vielfalt der Akteure in diesem Segment.

... und strukturellen Gründen:

– Wachstum des Prime-Brokerage-Geschäfts

Die erste war ein kräftiges Wachstum des Prime-Brokerage-Geschäfts. Ein Prime Broker, meist eine Großbank, bietet seinen Kunden eine Palette von Dienstleistungen, u.a. die Möglichkeit, in seinem Namen (wenn auch mit

Kreditlimits und Besicherungsanforderungen) mit Kontrahenten Geschäfte abzuschließen. Die Kunden des Prime Brokers, meist kleine Finanzinstitute wie Hedge-Fonds, können sein Kreditrating nutzen und dadurch Liquidität zu geringeren Kosten beschaffen als ohne ihn. Die Prime Broker erhalten für die Übernahme des Kreditrisikos der Kunden Provisionen und haben vermehrt Gelegenheit, andere Produkte zu verkaufen. Dieses Geschäft nahm in den späten 1990er und frühen 2000er Jahren rapide zu, und der Wettbewerb in der Branche wurde intensiver, sodass die Provisionen erheblich schrumpften. Aus der Sicht der Markttiefe hat das Wachstum dieses Geschäfts bewirkt, dass Hedge-Fonds aktiver am Devisenmarkt teilnehmen können; die jüngsten Finanzmarkturbulenzen dürften allerdings zur Folge gehabt haben, dass Prime Broker ihre Kreditvergabe an diese Institute einschränken.

Zweitens hat sich der automatisierte Handel – auch als algorithmischer Handel bezeichnet – rasant ausgeweitet. Angetrieben vom Aufkommen elektronischer Handelssysteme hat er es einigen Finanzinstituten, namentlich Hedge-Fonds, ermöglicht, neue Handelsstrategien wie den Hochfrequenzhandel zu nutzen. Viele Finanzinstitute konnten mit algorithmischen Handelsstrategien zugleich ihre Effizienz steigern. Beispielsweise lassen sich kleine Kassageschäfte mit der geeigneten Software programmieren, damit die Händler mehr Zeit für komplexe Geschäfte haben; Absicherungsgeschäfte wiederum lassen sich automatisieren, um das Risikomanagement zu verbessern. Schätzungen des Anteils des algorithmischen Handels reichen von über 20% bei relativ überschaubaren Kassageschäften bis zu bedeutungslos bei Devisenoptionen, die weniger homogen sind. Marktkommentare weisen überwiegend auf ein rasches Wachstum des algorithmischen Handels seit 2005 hin.

– algorithmischer Handel

Drittens hat die Beteiligung von Privatanlegern am Devisenmarkt stark zugenommen, insbesondere in den letzten rund fünf Jahren. Einigen Schätzungen zufolge ist der Umsatz von Privatkunden jährlich um ungefähr 30% gestiegen und hat nun einen Anteil von etwa 2% am Gesamtumsatz bzw. rund 10% an den Kassageschäften außerhalb des Interbankmarktes. Zwar ist der Devisenhandel von Privatkunden in den USA bedeutend, doch ein großer Teil des Wachstums in diesem Segment entfiel in den vergangenen Jahren auf Asien, vor allem Japan. Die wichtigste Innovation in diesem Bereich kommt von sog. Retail-Aggregatoren; sie bieten privaten Kunden die Möglichkeit, über hochentwickelte Internetportale Devisen auf Margenbasis zu handeln. Retail-Aggregatoren stellen meist Preise mit relativ geringen Aufschlägen auf die Großkundenkurse; beim US-Dollar/Euro-Kurs betragen die Spreads zeitweise nur 2 Pips. Viele Retail-Aggregatoren übertragen die Liquiditätsbeschaffung im Rahmen eines Arrangements, das als „white labelling“ bezeichnet wird, an eine bedeutende, im Großkundengeschäft tätige Devisenbank. Wie beim algorithmischen Handel waren technologische Fortschritte entscheidend an der Entwicklung dieses neuen Marktsegments beteiligt.

– Nachfrage von Privatanlegern

### *Verbessertes Risikomanagement*

Eine weitere wesentliche Entwicklung der letzten Jahre war der Erfolg von Bemühungen, das Management des Erfüllungsrisikos an Devisenmärkten zu verbessern. Eine Umfrage des bei der BIZ angesiedelten Ausschusses für

Erfüllungsrisiko als besondere Gefahr ...

Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) zum Erfüllungsrisiko bei Devisentransaktionen bestätigte 1996, dass dieses Risiko bei einigen Finanzinstituten im Verhältnis zu ihrem Eigenkapital extrem hoch war. Angesichts der Höhe der Risikopositionen und der Größe der Devisenmärkte wurde diese Situation als ernste Gefahr für das weltweite Finanzsystem angesehen. Daraufhin entwarfen die Zentralbanken der G10 eine Strategie zur Verringerung des Erfüllungsrisikos bei Devisengeschäften, die die Mitwirkung der einzelnen Banken, der Branchenverbände und der Zentralbanken erforderte.

... daraufhin  
Schaffung der CLS-  
Bank ...

Ein bedeutendes Ergebnis dieser Strategie war die Schaffung der CLS-Bank im Jahr 2002 durch wichtige Devisenmarktakteure des privaten Sektors. Sie bietet ihren Mitgliedern die Möglichkeit der Zug-um-Zug-Zahlung („payment versus payment“); diese stellt sicher, dass die endgültige Abwicklung in beiden an einer Devisentransaktion beteiligten Währungen zur gleichen Zeit erfolgt, und beseitigt so das Hauptrisiko, das entsteht, wenn eine Seite des Handels vor der anderen abgeschlossen wird, wie es bei der herkömmlichen Abwicklung über Korrespondenzbanken häufig vorkommt. Der Wert der über die CLS-Bank abgewickelten Devisentransaktionen ist im Lauf der Zeit stetig gestiegen. Eine erneute Umfrage des CPSS im April 2006 zeigte, dass etwa 55% der Devisenverbindlichkeiten über die CLS-Bank erfüllt wurden und dass 550 Institute entweder direkt als CLS-Mitglieder oder indirekt als Drittparteien das System genutzt hatten, um Geschäfte in 15 Währungen abzuwickeln. Der CPSS schätzt, dass die eingegangenen Erfüllungsrisiken bis zu dreimal höher als berichtet gewesen wären, wenn andere Methoden wie z.B. die herkömmliche Abwicklung über Korrespondenzbanken verwendet worden wären.

... und  
weitere laufende  
Maßnahmen

Dies stellt eine beachtliche Risikominderung dar, doch gibt es immer noch erhebliche Risiken. Etwa 32% der Devisenverbindlichkeiten werden über herkömmliche Arrangements mit Korrespondenzbanken abgewickelt; dabei ist die Hälfte ihres Wertes über Nacht – nicht nur innerhalb eines Tages – dem Erfüllungsrisiko ausgesetzt. Darüber hinaus besteht ein potenzielles Rückfallrisiko, insbesondere angesichts der Veränderungen im Devisenhandel und des Kostendrucks, u.a. infolge der Abrechnung geringerer Beträge aus dem algorithmischen Handel. Aufgrund dieser Einschätzung hat der CPSS eine Reihe von Schritten empfohlen: direkte Maßnahmen einzelner Institute, neue Dienstleistungen und Schulungsmaßnahmen vonseiten der Branchenverbände sowie die allgemeine Unterstützung durch die Zentralbanken. Diese Schritte sollen dazu beitragen, dass die Institute ihre Erfüllungsrisiken bei Devisentransaktionen verringern und/oder besser kontrollieren können.

#### *Implikationen für die Widerstandsfähigkeit des Marktes*

Wahrscheinlich  
größere Wider-  
standsfähigkeit des  
Devisenmarktes ...

Die oben angesprochenen Trends dürften zu der Widerstandsfähigkeit beigetragen haben, die der Devisenmarkt – insbesondere der Kassamarkt – bisher gezeigt hat. Der kontinuierliche Zuwachs des Handelsvolumens, soweit er strukturell bedingt ist, hat die Liquidität des Marktes wahrscheinlich weiter erhöht und seine Fähigkeit gestärkt, großvolumige Einzelgeschäfte reibungslos und ohne nennenswerte Auswirkungen auf die Preise zu absorbieren.

Gleichzeitig könnte der Markt auch durch die größere Heterogenität der Akteure und eine damit vermutlich verbundene Meinungsvielfalt tiefer geworden sein. Schließlich hat die Verringerung der Kreditrisiken im Verlauf des Clearings und der Abwicklung von Interbankdevisenkontrakten wohl dazu beigetragen, die Bereitschaft der Marktteilnehmer zu Devisengeschäften aufrechtzuerhalten, und somit für zusätzliche Markttiefe gesorgt.

Trotzdem ist es angebracht, die Entwicklungen am Devisenmarkt nach wie vor wachsam zu beobachten und weiter nach Verbesserungen des Risikomanagements zu suchen. Erstens ist natürlich eine gewisse Vorsicht geboten, da die am stärksten mit den Turbulenzen verwickelten Devisenmarktsegmente einige Störungen verzeichneten, obwohl der Devisenmarkt nicht das Epizentrum der aktuellen Turbulenzen war. Zweitens haben der Markteintritt neuer Akteure, wie z.B. von Instituten mit hoher Risiko-Eigenkapital-Relation, und die Ausbreitung bestimmter Handelstechniken, insbesondere des algorithmischen Handels, eine Vertiefung der Märkte bewirkt, die durchaus neue Risiken nach sich ziehen kann. So ist es möglich, dass sich bei einer Spitze der Risikoaversion eine Mehrheit der Marktteilnehmer gleichzeitig zurückzieht, wodurch der Markt an Liquidität und Tiefe verliert, besonders im Zusammenhang mit fremdfinanzierten Geschäften. Daher könnte es sich bei einem Teil des verzeichneten Umsatzanstiegs um „Schönwetter-Liquidität“ handeln, die in guten Zeiten zur Markttiefe beiträgt, in Zeiten der Anspannung jedoch verschwindet. Drittens schließlich verlief die Umstellung auf die CLS-Abwicklung zwar bislang reibungslos, doch steht ein vollständiger Test des Systems im Falle von Abwicklungsproblemen eines wichtigen Instituts am Devisenmarkt noch aus.

... dennoch Risiken