

Warum der Umsatzrückgang an den weltweiten Devisenmärkten? Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2001¹

Aus der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten des Jahres 2001 geht hervor, dass in der Zeit von 1998 bis 2001 der Umsatz an den Devisenmärkten deutlich zurückgegangen ist.² Im April 2001 belief sich der durchschnittliche Tagesumsatz an den herkömmlichen Devisenmärkten auf \$ 1 210 Mrd., gegenüber \$ 1 490 Mrd. im April 1998. Zu den jeweiligen Wechselkursen entspricht das einem Rückgang von 19 %, in konstanten Kursen einer Abnahme von 14 % (Tabelle 1). Der Umsatzrückgang der letzten drei Jahre kontrastiert mit den

Rückläufige Devisenmarktumsätze
1998-2001

Umsatz an den Devisenmärkten weltweit ¹					
Tagesdurchschnitt im April, Mrd. US-Dollars					
	1989	1992	1995	1998 ²	2001
Kassageschäfte	317	394	494	568	387
Termingeschäfte	27	58	97	128	131
Devisenswaps	190	324	546	734	656
Geschätzte Meldelücken	56	44	53	60	36
„Traditioneller“ Umsatz insgesamt	590	820	1 190	1 490	1 210
<i>Nachrichtlich:</i>					
<i>Umsatz zu Wechselkursen vom April 2001³</i>	<i>570</i>	<i>750</i>	<i>990</i>	<i>1 400</i>	<i>1 210</i>
¹ Bereinigt um in- und ausländische Doppelzählungen. ² Revidiert seit der letzten Erhebung. ³ Nicht-US-Dollar-Teil von Devisentransaktionen umgerechnet aus laufenden Dollarwerten in die ursprünglichen Währungsbeträge zum durchschnittlichen Wechselkurs vom April jedes Erhebungsjahres und dann zurückgerechnet in US-Dollar zum durchschnittlichen Wechselkurs vom April 2001.					
Tabelle 1					

¹ Les Skoczylas und Paola Gallardo leisteten hervorragende Forschungsassistenten. Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Die Erhebung wurde im April d.J. von 48 Zentralbanken und Währungsbehörden durchgeführt. Erfasst wurden Daten zum Umsatz an herkömmlichen Devisenmärkten – Kassa, Termin und Devisenswaps – sowie zu ausserbörslichen Währungs- und Zins-Derivaten.

Gemeldeter Devisenmarktumsatz nach Kontrahent¹

Tagesdurchschnitt im April, Mrd. US-Dollar

	1992	1995	1998 ²	2001
Insgesamt	776	1 137	1 430	1 173
Mit berichtenden Händlern	541	728	909	689
Mit anderen Finanzinstituten	96	230	279	329
Mit Kunden (ohne Finanzsektor)	137	179	241	156
Inland	316	526	658	499
Ausland	391	613	772	674

¹ Bereinigt um in- und ausländische Doppelzählungen. Ohne geschätzte Meldelücken. ² Revidiert seit der letzten Erhebung. Tabelle 2

Ergebnissen der vorangegangenen Erhebungen, in denen jeweils ein starker Anstieg des Geschäfts an den Devisenmärkten verzeichnet worden war.³

Nach Instrumenten betrachtet, war der Rückgang an den Kassamärkten am stärksten, wo der durchschnittliche Tagesumsatz von \$ 568 Mrd. auf \$ 387 Mrd. fiel. Die Handelsumsätze bei Swapgeschäften gingen von \$ 734 Mrd. auf \$ 656 Mrd. zurück. Im Gegensatz dazu stiegen die Termin-geschäfte leicht auf \$ 131 Mrd. Bei der Gliederung nach Kontrahenten ging das Interbankgeschäft von \$ 909 Mrd. auf \$ 689 Mrd. deutlich zurück, und der entsprechende Anteil sank von 64 % auf 59 % (Tabelle 2). Der Handel zwischen Banken und nicht zum Finanzsektor gehörenden Kunden war ebenfalls rückläufig und fiel von \$ 241 Mrd. auf \$ 156 Mrd. Im Gegensatz dazu stieg das Geschäft zwischen Banken und Finanzinstituten von \$ 279 Mrd. auf \$ 329 Mrd.

Vier wichtige Ursachen

Die Hauptursachen für diese Veränderungen scheinen die Einführung des Euro, die Konsolidierung im Bankgewerbe, der wachsende Anteil des elektronischen Handels am Interbank-Kassamarkt und die Konsolidierung im Unternehmenssektor zu sein.⁴ Im folgenden wird untersucht, wie sich diese Faktoren in den letzten Jahren auf die Devisenmärkte ausgewirkt haben, wobei der Einfluss auf die Handelsvolumina, die Volatilität, die Geld-Brief-Spannen sowie die Liquidität im Vordergrund stehen werden.

Die Einführung des Euro

Die Einführung des Euro scheint ein wichtiger Grund für den Umsatzrückgang gewesen zu sein, weil dadurch der Handel innerhalb des EWS wegfiel. Zwar

Schrumpfen wegen Wegfalls des Handels innerhalb des EWS

³ Der Rückgang des Gesamtumsatzes kam für die Marktteilnehmer nicht überraschend. (S. Leven 2001).

⁴ Die Volatilität der Wechselkurse gilt zwar als wesentlicher Bestimmungsfaktor für die Devisenmarktumsätze, doch sind die Veränderungen der Handelsvolumina nur schwer mit dem Verlaufsmuster der Wechselkursvolatilität bei den verschiedenen Währungspaaren in der Zeit von April 1998 und 2001 in Einklang zu bringen.

Devisenmärkte und europäische Währungsunion						
Mrd. US-Dollar						
	Umsatz 1995 ¹			Umsatz 1998 ¹		
	Insgesamt	Gegen US-Dollar	Gegen Währungen des Euro-Raums ²	Insgesamt	Gegen US-Dollar	Gegen Währungen des Euro-Raums ²
US-Dollar	1 313,4	–		1 728,9	–	
Währungen des Euro-Raums ²	869,8	551,4	201,1 ³	956,5	704,1	110,2 ³
D-Mark	583,8	364,9	106,1	602,5	413,1	63,4
Französischer Franc	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	16,8
Sonstige	...	...	...	223,1	185,8	24,7
ECU	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,3
Yen	371,4	329,9		396,5	353,1	
Pfund Sterling	139,7	102,8		211,6	159,1	
Schweizer Franken	116,3	85,7		138,8	108,7	
Insgesamt	1 571,8	1 313,4		1 968,9	1 728,9	
Anmerkung: Schätzungen kursiv.						
¹ Durchschnittlicher täglicher Umsatz, bereinigt um inländische Doppelzahlungen zwischen Händlern. Die Tabelle berücksichtigt jeweils beide Währungen, die an Devisentransaktionen beteiligt sind, folglich wird jede Transaktion doppelt gezählt. Um dies zu berücksichtigen, wird die Gesamtsumme (die noch andere Währungen sowie nicht nach Währungen aufgegliederte Posten enthält) durch 2 geteilt. ² Bei den Währungen des Euro-Raums ist ein gesonderter Ausweis nur für D-Mark, französischen Franc, Pfund Sterling, ECU und die Gesamtheit aller übrigen Währungen verfügbar. Zur Schätzung des Umsatzes in Währungen des Euro-Raums werden die Angaben für die übrigen EWS-Währungen aufgeschlüsselt anhand des Handels in jeweiliger Landeswährung auf der Grundlage des für Tabelle V.5 des 67. Jahresberichts verwendeten Ansatzes. ³ Vor Beginn der Währungsunion wurden Devisentransaktionen zwischen den Währungen der späteren Teilnehmerländer teilweise über den US-Dollar als Vehikelswährung abgewickelt. Eine Schätzung der derzeitigen Bedeutung von Euro, Dollar und Yen unter Abzug des Umsatzes innerhalb des Euro-Raums 1998 überzeichnet daher die Bedeutung des Euro, unterzeichnet die des Yen und führt zu korrekten Ergebnissen im Falle des Dollars.						
Quellen: <i>Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity</i> (1995, 1998); eigene Berechnungen.						
Tabelle 3						

war der Handel mit EWS-Währungen bereits deutlich vor Beginn der europäischen Währungsunion (EWU) rückläufig – zwischen 1995 und 1998 ging das Geschäft innerhalb des EWS um ca. 5 % der weltweiten Handelsumsätze zurück (BIZ 1999) –, doch ergab die Konsolidierung der elf im Euro aufgegangenen Währungen zum 1. Januar 1999 einen weiteren Umsatzverlust in Höhe von rund 6 % des Gesamtumsatzes (Tabelle 3).⁵

In der Folge kam es zu keiner Umkehr dieses Trends – auch nicht durch einen im Vergleich zu den Vorgängerwährungen verstärkten Handel mit Euro.⁶ Im April 2001 war der Euro bei 38 % aller Devisengeschäfte auf einer Seite

Handel mit Euro nicht bedeutender als mit Vorgängerwährungen

⁵ Nach Bereinigung um Doppelzahlungen.

⁶ Dieses Ergebnis ist mit der Vermutung von McCauley (1997) und der Schlussfolgerung von Galati und Tsatsaronis (2001), die von informellen Einschätzungen der Marktteilnehmer ausgingen, konsistent.

Währungsanteile im gemeldeten Umsatz an den weltweiten Devisenmärkten¹

Anteil am durchschnittlichen Tagesumsatz im April in Prozent

	1989	1992	1995	1998 ²	2001
US-Dollar	90,0	82,0	83,3	87,3	90,4
Euro	.	.	.	.	37,6
D-Mark ³	27,0	39,6	36,1	30,1	.
Französischer Franc	2,0	3,8	7,9	5,1	.
ECU und andere EWS-Währungen	4,0	11,8	15,7	17,3	.
Yen	27,0	23,4	24,1	20,2	22,7
Pfund Sterling	15,0	13,6	9,4	11,0	13,2
Schweizer Franken	10,0	8,4	7,3	7,1	6,1
Kanadischer Dollar	1,0	3,3	3,4	3,6	4,5
Australischer Dollar	2,0	2,5	2,7	3,1	4,2
Schwedische Krone ⁴	...	1,3	0,6	0,4	2,6
Hongkong-Dollar ⁴	...	1,1	0,9	1,3	2,3
Singapur-Dollar ⁴	...	0,3	0,3	1,2	1,1
Währungen aufstrebender Volkswirtschaften ^{4,5}	...	0,5	0,4	3,0	5,3
Sonstige	22,0	8,5	7,9	9,3	10,0
Alle Währungen insgesamt	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0

¹ Da an jeder Transaktion zwei Währungen beteiligt sind, ergibt die Summe der prozentualen Anteile der einzelnen Währungen 200 % anstatt 100 %. Die Zahlen beziehen sich auf den gemeldeten „Netto-Netto“-Umsatz, d.h. sie sind um in- und ausländische Doppelzahlungen bereinigt, mit Ausnahme der Daten für 1989, die nur auf „Brutto-Brutto“-Basis verfügbar sind. ² Revidiert seit der letzten 3-Jahres-Erhebung. ³ Daten für April 1989: ohne Inlandsgeschäfte mit D-Mark in Deutschland. ⁴ Daten für 1992-98: nur inländischer Handel mit Landeswährung. ⁵ 1992 und 1995: südafrikanischer Rand. 1998 und 2001: brasilianischer Real, chilenischer Peso, indische Rupie, koreanischer Won, malaisischer Ringgit, mexikanischer Peso, polnischer Zloty, russischer Rubel, Saudi-Riyal, südafrikanischer Rand, Taiwan-Dollar, thailändischer Baht und tschechische Krone.

Tabelle 4

beteiligt (Tabelle 4).⁷ Das ist höher als der Anteil der D-Mark im Jahr 1998 (30 %), aber weniger als der aller Euro-Währungen zusammen in den Jahren 1998 (52 %) und 1995 (60 %). Ein Grossteil dieser Differenzen lässt sich mit dem Wegfall des Devisenhandels innerhalb des EWS erklären.

Die relative Bedeutung anderer Währungen scheint sich seit 1998 nicht wesentlich verändert zu haben. Der Anteil des Dollars am Devisenhandel erhöhte sich von 87 % im Jahr 1998 auf 90 % im Jahr 2001. Der Anteil des Yen stieg leicht auf 23 % im Jahr 2001. Die Kombination Dollar/Euro war im Jahr 2001 das mit Abstand am meisten gehandelte Währungspaar und machte 30 % des Gesamtumsatzes aus (Tabelle 5). Es folgen Dollar/Yen mit 20 % und Dollar/Pfund Sterling mit 11 %.

Konsolidierung im Bankensektor

Beschleunigte Konsolidierung in den letzten Jahren

Ein zweiter Faktor, der zum Rückgang des Umsatzes an den Devisenmärkten beigetragen hat, ist die anhaltende Konsolidierung im Bankensektor. Banken-

⁷ Dieser Anteil bezieht sich auf Umsätze, bei denen eine bestimmte Währung auf einer Seite der Transaktion erscheint; damit wird jede Transaktion doppelt erfasst.

Gemeldeter Devisenmarktumsatz nach Währungspaar ¹								
Tagesdurchschnitt im April, Mrd. US-Dollar und Prozent								
	1992		1995		1998 ²		2001	
	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil	Betrag	%-Anteil
US-Dollar/Euro	.	.	.	.	.	.	352	30
US-Dollar/D-Mark	192	25	254	22	291	20	.	.
US-Dollar/franz. Franc	19	2	51	4	58	4	.	.
US-Dollar/ECU	13	2	18	2	17	1	.	.
US-Dollar/Sonstige EWS	43	6	104	9	176	12	.	.
US-Dollar/Yen	155	20	242	21	257	18	230	20
US-Dollar/Pfund Sterling	77	10	78	7	118	8	125	11
US-Dollar/Schweizer Franken	49	6	61	5	79	5	57	5
US-/kanadischer Dollar	25	3	38	3	50	3	50	4
US-/australischer Dollar	18	2	29	3	42	3	47	4
US-Dollar/Sonstige	48	6	72	6	172	12	197	17
Euro/Yen	.	.	.	.	.	.	30	3
Euro/Pfund Sterling	.	.	.	.	.	.	24	2
Euro/Schweizer Franken	.	.	.	.	.	.	12	1
Euro/Sonstige	.	.	.	.	.	.	22	2
D-Mark/Yen	18	2	24	2	24	2	.	.
D-Mark/Pfund Sterling	23	3	21	2	31	2	.	.
D-Mark/Schweizer Franken	13	2	18	2	18	1	.	.
D-Mark/franz. Franc	10	1	34	3	10	1	.	.
D-Mark/ECU	6	1	6	1	3	0	.	.
D-Mark/Sonstige EWS	21	3	38	3	35	2	.	.
D-Mark/Sonstige	20	3	16	1	18	1	.	.
Sonstige EWS/Sonstige EWS ³	3	0	3	0	5	0	.	.
Andere Währungspaare	25	3	30	3	31	2	24	2
Alle Währungspaare	778	100	1 137	100	1 430	100	1 173	100

¹ Bereinigt um in- und ausländische Doppelzählungen. ² Revidiert seit der letzten Erhebung. ³ Nur inländischer Handel in Landeswährung.

Tabelle 5

fusionen, zum Teil durch die EWU gefördert, haben die Anzahl der Marktteilnehmer verringert. Dieser Trend war bereits zwischen 1995 und 1998 zu erkennen, hat sich aber in den letzten drei Jahren verstärkt. Der Rückgang der Anzahl der insgesamt berichtenden Banken aus den 26 Ländern, die an den letzten drei Erhebungen beteiligt waren, zeigt dies ganz eindeutig: 1 945⁸ im Jahr 2001 gegenüber 2 205 im Jahr 1998 und 2 417 im Jahr 1995.⁹ Darüber hinaus besteht seit Mitte der neunziger Jahre offensichtlich ein ausgeprägter rückläufiger Trend bei der Anzahl der Banken, die 75 % des jeweiligen Inlandsumsatzes realisieren (Tabelle 6). In den USA wurden 75 % der Devisengeschäfte im Jahr 2001 von lediglich 13 Banken getätigt; im Jahr 1998 waren

⁸ Vorläufig.

⁹ Die Zahlen beziehen sich auf berichtende Bankniederlassungen, nicht auf Bankinstitute.

Konzentration im Bankensektor							
	1992	1995		1998		2001	
	Anzahl der Teilnehmer	Anzahl der Teilnehmer	Anzahl Banken, auf die 75 % des Gesamtumsatzes entfallen	Anzahl der Teilnehmer	Anzahl Banken, auf die 75 % des Gesamtumsatzes entfallen	Anzahl der Teilnehmer	Anzahl Banken, auf die 75 % des Gesamtumsatzes entfallen
Vereinigtes Königreich	352	313	20 ¹	293	24	257	17
USA	180	130	20 ²	93	20	79	13
Japan	330	345	24	356	19	342	17
Singapur	208	218	25	206	23	192	18
Deutschland	81	80	10	57	9	33	5
Schweiz	105	114	5	64	7	42	6
Hongkong	375	376	13-22 ³	366	26	272	14
¹ 68 %. ² 70 %. ³ Je nach Marktsegment.							Tabelle 6

es 20 Banken und im Jahr 1995 ebenfalls rund 20 Banken. Im Vereinigten Königreich deckten im Jahr 2001 17 Banken 75 % des Marktes ab; im Jahr 1998 waren es 24 Banken und im Jahr 1995 rund 20 Banken gewesen. Die Konsolidierung im Bankensektor hat zu einer Verringerung der Anzahl von Handelsabteilungen und zu einem Umsatzrückgang, insbesondere am Interbankmarkt, geführt.

Weniger Mittel für das Marktmacher-geschäft

Darüber hinaus hat die Konsolidierung dazu beigetragen, dass die Anzahl der Banken, die für eine breite Palette von Währungspaaren Geld- und Briefkurse stellen, deutlich geschrumpft ist. Zur Zeit gibt es weltweit an den Devisenmärkten nicht mehr als zwanzig Institute, die diese Dienstleistung anbieten können – deutlich weniger als Mitte der neunziger Jahre. Nach der Meinung von Marktbeobachtern hat sich der Trend, dass weniger Mittel für das Marktmacher-geschäft bereitgestellt werden, in den letzten Jahren beschleunigt.¹⁰ Dies dürfte erklären, warum sich die Konsolidierung des Bankensektors erst im Jahr 2001 sichtbar auf den Umsatz an den Devisenmärkten ausgewirkt hat.

Die zunehmende Bedeutung des elektronischen Handels

Wachsende Verbreitung des elektronischen Handels

Ein weiterer Faktor, der zum Umsatzrückgang beigetragen haben dürfte, ist der wachsende Anteil des elektronischen Handels am Interbankmarkt, der zu Lasten des Direkt- und des Telefonhandels geht. Die Verbreitung des elektronischen Handels nimmt zu, weil er kostengünstiger und effizienter und vor allem transparenter als der herkömmliche Handel ist. Nach Marktangaben werden heute in den wichtigsten Währungspaaren ca. 50-70 % der Umsätze elektronisch abgewickelt, verglichen mit 40 % im Jahr 1998 und etwa 10 % 1995. Zwei Händler, EBS und Reuters, dominieren derzeit dieses Marktsegment, wobei EBS vor allem den Handel mit Dollar, Euro, Yen und Schweizer Franken

¹⁰ S. auch Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001a).

abdeckt und Reuters hauptsächlich Transaktionen in Pfund Sterling, schwedischen Kronen, australischen, kanadischen und neuseeländischen Dollars sowie in Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften vornimmt.

Die wachsende Bedeutung des elektronischen Handels hat über zwei Kanäle zu einem Umsatzrückgang am Interbank-Kassamarkt beigetragen. Zum einen hat sich der Umfang der Transaktionen aufgrund des vereinfachten Preisfindungsprozesses reduziert.¹¹ Vor dem Aufkommen elektronischer Handelssysteme mussten die Händler oft mehrere Transaktionen durchführen, um sich ein Bild von den Preisen am Markt zu machen. Elektronische Systeme hingegen sind in der Lage, einem Händler sofort die für ihn „besten“ Kurse am Markt zur Verfügung zu stellen – entsprechend den Kreditlimits des Händlers und seiner Kontrahenten –, ohne dass ein mit Unsicherheiten verbundener Preisfindungsprozess durchlaufen werden muss. Das bedeutet, dass die Devisenhändler im allgemeinen mit elektronischen Handelssystemen deutlich weniger Transaktionen durchführen müssen als bei den herkömmlichen Handelsformen. Das gilt insbesondere für kleine und mittelgrosse Banken, die bestimmte Geschäfte nicht mehr über grössere Banken abwickeln müssen.

Zweitens hat die Ausweitung des elektronischen Handels dazu geführt, dass der Spielraum für Transaktionen mit Hebelwirkung („leveraged trading“), mit denen die Devisenhändler versuchen, ihre Rentabilität zu maximieren, eingeschränkt wurde. Das soll an einem Beispiel erläutert werden: Ein Kunde beauftragt seine Bank, \$ 100 Mio. gegen Yen zu verkaufen. Der Devisenhändler wird das Geschäft auf der Grundlage seiner Markteinschätzung vornehmen. Geht er davon aus, dass der Dollarkurs fällt, wird er wahrscheinlich mehr als \$ 100 Mio. über Direkthandelskontakte verkaufen und dann versuchen, den zusätzlich eingesetzten Betrag durch Marktmachertransaktionen auf gegenseitiger Basis oder über das bestehende Telefonhandelsnetz zurückzukaufen. Das ursprüngliche Handelsvolumen in Höhe von \$ 100 Mio. führt damit im Endeffekt zu einem Gesamtumsatz von über \$ 100 Mio. Marktbeobachter sind der Auffassung, dass die wachsende Verbreitung elektronischer Handelssysteme dieses Verfahren beeinflusste, nachdem der Anteil dieser Systeme einen kritischen Schwellenwert erreicht hatte. Da sich die Liquidität auf den elektronischen Handel konzentriert, ist wohl davon auszugehen, dass ein Auftrag über \$ 100 Mio. heute wahrscheinlich elektronisch abgewickelt wird und die Händler weniger dazu neigen, Kundenaufträge mit „leveraged trading“ zu verbinden. Entsprechend verringert sich der Umfang des Interbankhandels für eine gegebene Kundenorder. Warum die Händler in den letzten Jahren tendenziell weniger Transaktionen mit Hebelwirkung tätigten, bleibt eine offene Frage.

Auswirkungen auf
Preisfindungs-
prozess ...

... und Trans-
aktionen mit
Hebelwirkung

¹¹ S. auch Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001b).

Veränderte Struktur der Marktteilnehmer

Rückläufiges
Geschäft zwischen
Banken und Nicht-
finanzkunden ...

Ein weiterer Faktor, der zum weltweiten Umsatzrückgang an den Devisenmärkten beigetragen hat, ist der Einbruch beim Handel zwischen Banken und nicht zum Finanzsektor gehörenden Kunden (Tabelle 2). Während der Anteil dieses Segments am weltweiten Handel zwischen 1992 und 1998 konstant bei ca. 17 % gelegen hatte, fiel er im Jahr 2001 auf 13 %. Der Rückgang des Geschäftsvolumens mit Nichtbankkunden war für alle Devisenhandelszentren und Währungen relativ einheitlich. Erklären lässt sich dies möglicherweise mit der anhaltenden Konzentration des Unternehmenssektors an den internationalen Märkten. Es wird vermutet, dass sich dieser Trend in den letzten Jahren verstärkt und zu einer deutlich geringeren Nachfrage nach Devisen bei den Finanzabteilungen der Unternehmen geführt hat.

... aber expan-
dierender Handel
zwischen Banken
und Kunden aus
dem Finanzsektor

Im Gegensatz zum Rückgang des Geschäfts mit Nichtbankkunden hat das Geschäft zwischen Banken und Finanzinstituten, zu denen auch Pensionsfonds, Investmentfonds und Hedge-Fonds gezählt werden, absolut betrachtet stark zugenommen, und sein Anteil am Gesamtvolumen ist von 20 % auf 28 % gestiegen. Marktbeobachter führen diesen Anstieg im wesentlichen auf die in der letzten Zeit grösser gewordene Bedeutung der Portfoliomanager an den Devisenmärkten zurück. In Schweden und Kanada, wo die Lockerung der Auflagen für institutionelle Anleger das Geschäft ankurbelte, war dieser Trend am deutlichsten zu erkennen.

Geringere Bedeu-
tung der Hedge-
Fonds an den
Devisenmärkten

Dagegen waren nach Angaben von Marktteilnehmern die Anzahl und das Umsatzvolumen von Hedge-Fonds, insbesondere Makro-Hedge-Fonds, rückläufig. Makro-Fonds, die zumeist in der Erwartung von Auf- bzw. Abwertungen einer Währung Positionen auf eine bestimmte Entwicklung eingehen, spielten an den Devisenmärkten der neunziger Jahre eine wichtige Rolle. Nach dem Fall LTCM im Herbst 1998 hatten diese Fonds als Folge veränderter Risikopräferenzen der Anleger und drastisch reduzierter Engagements der Kreditgeber deutlich weniger Möglichkeiten, auf Hebelwirkungen zu setzen. Entsprechend sollen sich die Makro-Fonds seit Ende 1998 zu einem grossen Teil von den Devisenmärkten zurückgezogen haben (Tsatsaronis 2000). Dieser Trend wird offensichtlich durch die Tatsache bestätigt, dass zwei dieser Fondsgesellschaften, die in den neunziger Jahren eine Schlüsselrolle auf den Devisenmärkten gespielt hatten, die Tiger- und die Quantum-Fonds, im Verlauf des Jahres 2000 liquidiert wurden bzw. ihre Tätigkeit einschränken mussten. Zwar lässt sich belegen, dass die Hedge-Fonds im Verlauf des Jahres 2001 wieder an den Devisenmärkten aufgetreten sind, doch scheint ihre jetzige Rolle weitaus weniger bedeutend zu sein als im Jahr 1998.

Zusammenfassung

Vier Faktoren am
Werk

Dieses Feature hat vier Faktoren ermittelt, die zum Umsatzrückgang an den Devisenmärkten beigetragen haben dürften. Der Bedeutung nach der wichtigste Faktor scheint die Konsolidierung des Bankensektors zu sein, die sich vor allem auf das Interbankgeschäft auswirkte. Die Konzentration im Bank-

gewerbe hat zwar seit Mitte der neunziger Jahre zugenommen, doch hat sich der Trend in den letzten drei Jahren anscheinend noch verstärkt. Zweitens hat die Einführung des Euro durch den Wegfall des Handels innerhalb des EWS allmählich zu einem Umsatzrückgang an den Devisenmärkten geführt. Dabei betrug der Rückgang zwischen 1995 und 1998 ca. 5 % des weltweiten Handelsvolumens und zum 1. Januar 1999 nochmals 6 %. Drittens hat die wachsende Bedeutung des elektronischen Handels dank vereinfachter Preisfindungsprozesse und durch den Wegfall der Anreize zur Nutzung von Hebelwirkungen („leveraged trading“) eine Schrumpfung des Interbank-Kassamarktes verursacht. Obwohl sich dieser Trend bereits zu Beginn der neunziger Jahre abzeichnete, ist es möglich, dass der Anteil elektronischer Handelssysteme am Interbankmarkt in den letzten Jahren einen kritischen Wert erreichte, der erkennbare Auswirkungen auf den Umsatz hatte. Der vierte Faktor zur Erklärung der gesunkenen Umsätze ist der Einbruch bei den Geschäften zwischen Banken und Kunden ausserhalb des Finanzsektors. Eine mögliche Erklärung hierfür ist die zunehmende internationale Konzentration im Unternehmenssektor. Diese Entwicklung konnte durch das rasante Wachstum des Geschäfts zwischen Banken und Finanzinstituten, das durch die zunehmende Bedeutung des Portfoliomanagements auf Kosten der Hedge-Fonds gestiegen sein dürfte, nicht ausgeglichen werden.

Einfluss der Konzentration im Unternehmenssektor

Obwohl diese vier Faktoren zweifellos zum Umsatzrückgang an den Devisenmärkten beigetragen haben, steht noch nicht mit Sicherheit fest, wie sie sich insgesamt auf die Marktliquidität ausgewirkt haben. Da für eine direkte Messung der Liquidität an den Devisenmärkten keine Daten zur Verfügung stehen, müssen indirekte Grössen wie Handelsvolumen, Geld-Brief-Spannen und Volatilität herangezogen werden.

Gesamteinfluss auf Liquidität unklar

In bezug auf das Ausmass der Marktspannen scheint die Einführung des Euro die Bedingungen am Markt nicht wesentlich beeinflusst zu haben. Nach Aussagen von Beobachtern deckte sich die Geld-Brief-Spanne des Euro im Verhältnis zu den wichtigsten Währungen im Jahr 2001 im allgemeinen mit derjenigen der D-Mark im Jahr 1998. Eine wichtige Ausnahme scheint der Euro/Yen-Markt zu sein, wo die Spannen im Vergleich zu den D-Mark/Yen-Geschäften des Jahres 1998 grösser geworden sein sollen. Auch hinsichtlich des Verlaufs der Wechselkursvolatilität des Euro (Tabelle 7) sind keine Änderungen festzustellen. Darüber hinaus hat die Einführung des Euro nach Aussagen von Marktteilnehmern zumeist keine wesentlichen Änderungen der Marktliquidität verursacht. Insgesamt scheinen die Ergebnisse darauf hinzudeuten, dass der Euro die Bedingungen am Markt nicht wesentlich verändert hat.

Die zunehmende Verbreitung des elektronischen Handels hat sicherlich zu einem Rückgang der Handelsvolumina und einer Verengung der Spannen geführt, doch wie er sich auf die Liquidität auswirkt, ist schwer zu sagen. Aussagen zu nennenswerten Wirkungen der Konsolidierung auf die Liquidität sind ebenfalls schwierig. Dennoch scheinen die beiden letztgenannten Trends darauf hinzudeuten, dass der Interbankmarkt nunmehr effizienter ist als Mitte

Volatilität an den wichtigsten Devisenmärkten ¹			
	Yen/US-Dollar	Euro ² /Yen	Euro ² /US-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	9,2	16,1	13,6
2001 Jan.-Okt.	10,1	14,1	11,6
¹ Monatliche Standardabweichung der auf Jahresrate hochgerechneten täglichen Renditen. ² Vor 1999: D-Mark. Quellen: EZB; eigene Berechnungen.			
			Tabelle 7

der neunziger Jahre. Allerdings haben engere Spannen und damit geringere Renditen zu einem Rückgang von Marktmacherkapital geführt. Dementsprechend mag sich die Liquidität unter normalen Marktbedingungen zwar verbessert haben, doch hat die mangelnde Fähigkeit oder Bereitschaft der Marktteilnehmer, in Zeiten angespannter Märkte Liquidität anzubieten, wohl zugenommen, wie von der „Schön-Wetter-Hypothese“ angedeutet.¹²

Bibliographie

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001a): „Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective“, *CGFS Discussion Notes*, Nr. 1, Juni.

Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (2001b): „The implications of electronic trading in financial markets“, *CGFS Publications*, Nr. 16, Januar.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1999): *69. Jahresbericht*, Basel.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: „Market functioning and central bank policy“, *BIS Papers* (erscheint demnächst).

Borio, Claudio (2000): „Marktliquidität und Anspannungen: Ausgewählte Fragen und ihre Bedeutung für die Gestaltung der Rahmenbedingungen“, *BIZ-Quartalsbericht*, November.

Galati, Gabriele and Kostas Tsatsaronis (2001): „The impact of the euro on Europe's financial markets“, *BIS Working Papers*, Nr. 100.

Leven, Rob (2001): „The shrinking FX market“, *Lehman Brothers Global Foreign Exchange Strategies*, 4. Januar.

McCauley, Robert (1997): „The euro and the dollar“, *BIS Working Papers*, Nr. 50.

Tsatsaronis, Kostas (2000): „Hedge-Fonds“, *BIZ-Quartalsbericht*, November.

¹² Zu einer Analyse der Liquidität unter Anspannung s. Borio (2000) und BIZ (demnächst).