

VI. Entwicklung an den Devisenmärkten

Schwerpunkte

Die Wechselkursbewegungen der wichtigsten Währungen wurden im ersten Halbjahr 1998 überwiegend durch die laufende Konjunktorentwicklung sowie durch die Konjunkturaussichten geprägt. Die Krise, die Rußland Mitte August traf, ließ Befürchtungen aufkommen, daß auch die US-Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen werden könnte; infolgedessen kehrte sich der Aufwärtstrend des Dollars gegenüber der D-Mark und dem Yen um. Technische Faktoren, die nicht in direktem Bezug zu den Fundamentaldaten standen, verstärkten die Abwärtsbewegung des Dollars insbesondere gegenüber dem Yen noch. Das Ausmaß dieser Kursveränderungen warf erneut die Frage nach der langfristigen Tragfähigkeit des US-Leistungsbilanzdefizits auf.

Die Krisen in Rußland im August 1998 und in Brasilien Anfang 1999 führen die weiterhin bestehende Schockanfälligkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften vor Augen. Zwar stabilisierten sich im Jahr 1998 die Wechselkurse vieler Länder – vor allem in Asien –, aber die Devisenumsätze an diesen Märkten waren weiterhin schwach und blieben deutlich hinter den im Jahr 1996 erreichten Höchstwerten zurück.

Die Einführung des Euro erfolgte nach einem Jahr der Konvergenz und Stabilität an den europäischen Devisenmärkten. In den ersten Monaten ihres Bestehens wertete die neue Währung aufgrund konjunktureller Faktoren ab. Der Euro dürfte zu erheblichen strukturellen Veränderungen an den Devisenmärkten führen; bislang ist es jedoch zu früh, um Aussagen darüber zu treffen, in welchem Maße die neue Währung als Transaktions-, Reserve- und Anlagewährung sowie als Ankerwährung Verwendung finden wird.

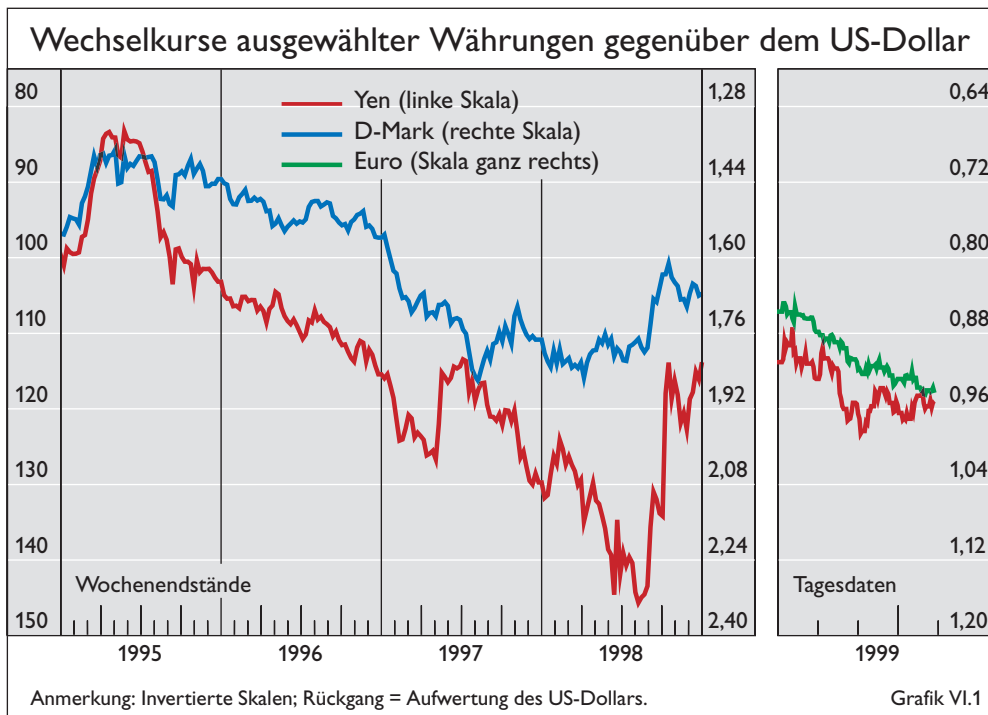
US-Dollar, Yen, D-Mark und Euro

Konjunkturelle und technische Bestimmungsfaktoren des Dollarwechsellurses

Die Wechselkursbewegungen der wichtigsten Währungen im ersten Halbjahr 1998 wurden der Tendenz nach vor allem von der relativen Stärke der realwirtschaftlichen Entwicklung und den Inflationsaussichten in den USA, Japan und Deutschland bestimmt. Von den Sommermonaten an spiegelte die Wechselkursentwicklung dann jedoch zunehmend die Wirkung des Zusammenspiels dieser konjunkturellen und anderer, „technischer“ Faktoren wider.

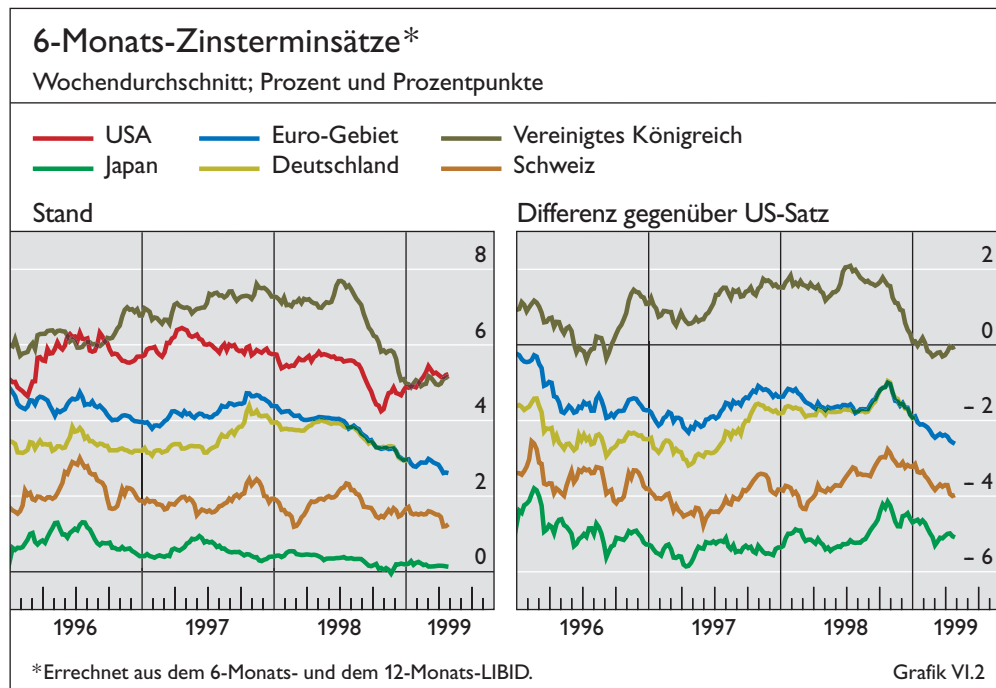
Die Phase der Stärke des Dollars gegenüber Yen und D-Mark, die im Frühjahr 1995 begonnen hatte, setzte sich bis zum Sommer 1998 fort (Grafik VI.1). Über einen Zeitraum von drei Jahren wertete der Dollar damit um 36% gegenüber der D-Mark sowie um 81% gegenüber dem Yen auf und erreichte auf diese Weise

Reaktion der G3-Währungen auf die Konjunktur



wieder ein Niveau, wie es zuletzt in den frühen neunziger Jahren zu beobachten gewesen war. Die bis August anhaltende Stärke des Dollars gegenüber dem Yen war – ähnlich wie schon in früheren Jahren – geprägt durch immer neue Hinweise auf eine robuste Wirtschaftsexpansion in den USA und anhaltende Anzeichen eines schwachen Wachstums in Japan. Die angesichts der konjunkturellen Entwicklungen geschürten Erwartungen eines Anziehens der Geldpolitik in den USA und einer geldpolitischen Lockerung in Japan kamen in einem größer werdenden Abstand der Zinsterminsätze zum Ausdruck (Grafik VI.2). Darüber hinaus dürften Befürchtungen hinsichtlich der Robustheit des japanischen Bankensektors zur Schwäche des Yen beigetragen haben.

Die Trends beim DM/Dollar-Wechselkurs im selben Zeitraum waren viel weniger klar umrissen. Zunächst gewann der Dollar zwischen Januar und Anfang April deutlich an Stärke und erreichte einen Höchstwert von DM 1,85; im folgenden Monat verlor er dann aber wieder an Boden, als sich angesichts neuer Daten die Anzeichen mehrten, daß sich der Aufschwung in Deutschland festigte, und die Marktteilnehmer mit einer Straffung der Geldpolitik durch die Deutsche Bundesbank zu rechnen begannen. Die D-Mark profitierte zudem von der fortgesetzten Konvergenz der Notenbanksätze in Europa, die auf ein wachsendes Vertrauen in einen reibungslosen Übergang zum Euro hindeutete. Am 3. Mai endete die Unsicherheit mit der offiziellen Bekanntgabe der an der Währungsunion teilnehmenden Währungen, des Verfahrens zur Festlegung der bilateralen Umrechnungskurse und der Zusammensetzung des Direktoriums der Europäischen Zentralbank. Dies trug dazu bei, daß die D-Mark wieder einen Wert von DM 1,76 gegenüber dem US-Dollar erreichte. Im Juni und Anfang Juli büßte sie etwas von der wiedergewonnenen Stärke ein und ging auf DM 1,82 zurück. Dieser Rückgang kann im Zusammenhang mit den wiederholten Angriffen auf die russische Währung ab Ende Mai gesehen werden, denn an den Finanzmärkten



herrschte zu diesem Zeitpunkt die Einschätzung vor, daß Deutschland angesichts seiner Finanz- und Handelsbeziehungen zu Rußland hiervon im Verhältnis stärker betroffen sein könnte als andere Länder.

Starke Abwertung
des Dollars nach
Rußland-Krise

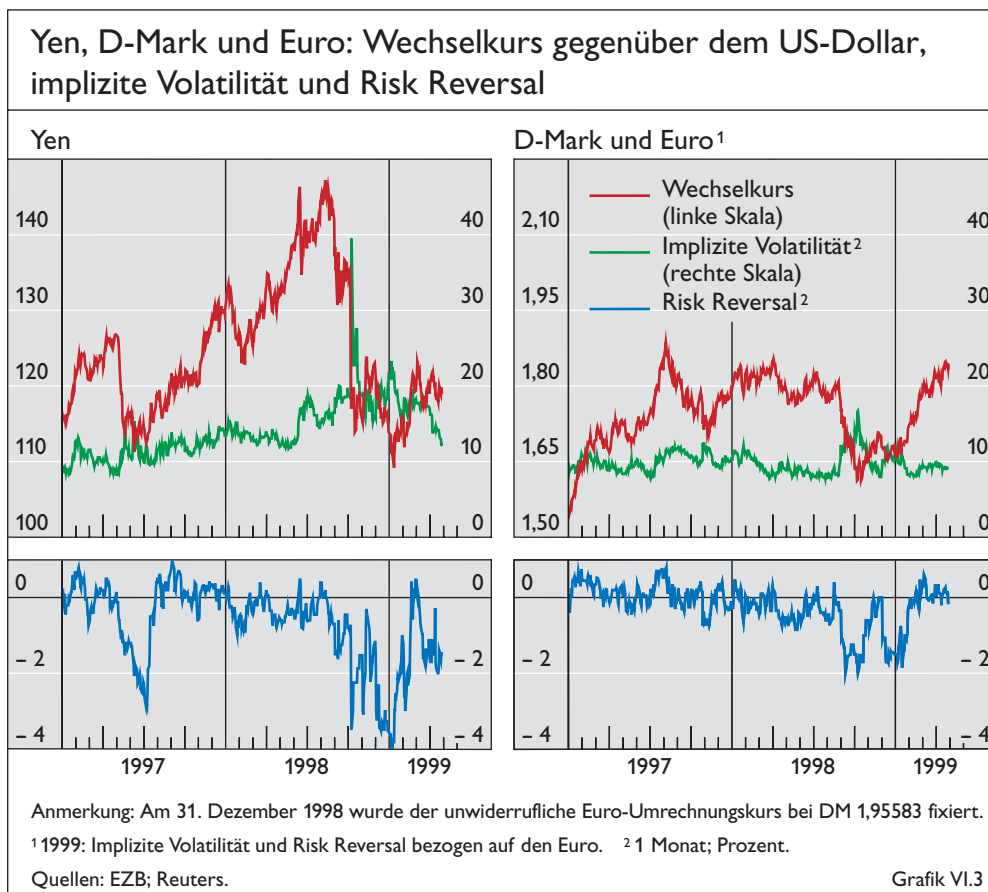
Die offizielle Freigabe des Rubels und das einseitige Schuldenmoratorium Rußlands Mitte August weckten Befürchtungen, daß die Krise auch Lateinamerika erfassen könnte (s. Kapitel III). Die Aktienkurse in den USA und vor allem in Europa fielen. Die Marktteilnehmer begannen ferner eine Lockerung der Geldpolitik durch die Federal Reserve zu erwarten. Diese geänderte Erwartungshaltung wurde schließlich bestätigt, als die US-Währungsbehörden die Zinsen von September bis November in drei Schritten senkten (s. Kapitel IV). Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen wertete der Dollar in zwei Etappen stark ab. Zwischen dem 27. August und dem 7. September gab er gegenüber der D-Mark um rund 5% nach und fiel von DM 1,81 auf DM 1,72. Besonders ausgeprägt war der Kursverlust gegenüber dem Yen; hier wertete der Dollar um rund 8% von ¥ 143 auf ¥ 131 ab. In den folgenden Wochen schwächte er sich gegenüber der D-Mark nochmals um 5% bis auf einen unteren Wert von DM 1,61 Anfang Oktober ab. Gegenüber der japanischen Währung pendelte sich der US-Dollar zunächst bei ¥ 132–136 ein, am 7. und 8. Oktober kam es dann jedoch zu einem nie zuvor dagewesenen Kurssturz um mehr als 13% auf ¥ 117.

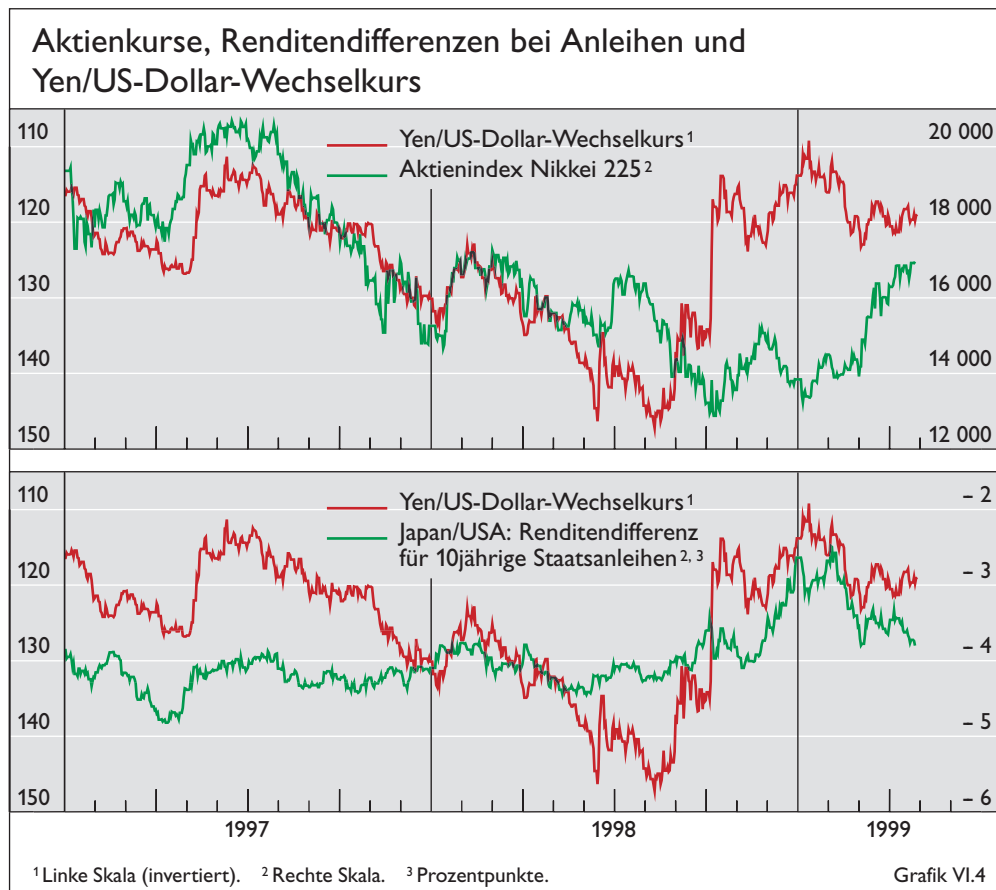
Die sich wandelnde Einschätzung des Marktes bezüglich des Dollars während dieser Phase kam in den Optionspreisen zum Ausdruck. Die höheren Preise für Yen-Kaufoptionen mit einmonatiger Laufzeit im Vergleich zu ebenfalls „aus dem Geld“ befindlichen Dollarkaufoptionen zeigten, daß die Händler Ende August zunehmend eher eine erhebliche Abschwächung als eine erhebliche Festigung des Dollars gegenüber dem Yen erwarteten (das in Grafik VI.3 abgebildete Risk Reversal wurde negativ). Der gleichzeitige starke Anstieg der impliziten Volatilität von Yen/Dollar-Optionen brachte die deutlich zunehmende Unsicherheit über die

künftige Entwicklung des Yen/Dollar-Kurses zum Ausdruck. Auch am DM/Dollar-Markt änderte sich die Situation, wenngleich weniger markant; hier begannen die Händler ebenfalls eher auf einen wesentlich schwächer werdenden als auf einen sich beträchtlich festigenden Dollar zu setzen, und die implizite Volatilität nahm zu. Ein ausgesprochen scharfer Stimmungsumschwung vollzog sich am Yen/Dollar-Markt Anfang Oktober, als sich die Erwartungen eindeutig in Richtung eines deutlich stärkeren Yen verschoben und sich die implizite Volatilität von Yen/Dollar-Optionen in nur wenigen Tagen mehr als verdoppelte und so neue Rekordwerte erreichte. Die Volatilität des DM/Dollar-Kurses stieg ebenfalls kräftig an, aber nur bis zu weniger als der Hälfte der Werte der Yen/Dollar-Volatilität.

Zur Erklärung der Ereignisse im September und Oktober muß zwischen zwei Arten von Bestimmungsfaktoren unterschieden werden: solchen, die auf konjunkturelle Entwicklungen und andere ökonomische Fundamentaldaten zurückgehen, und eher technischen Faktoren, die durch besondere Situationen an den Märkten bedingt sind. So dürften veränderte Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung in den G3-Ländern die D-Mark und den Yen gegenüber dem Dollar gestärkt haben, was wohl zumindest teilweise die Abwertung der US-Währung gegenüber der D-Mark und dem Yen Anfang September erklärt. Diese Abwertung steht im Einklang mit der um sich greifenden Befürchtung, daß die US-Wirtschaft die Finanzmarkturbulenzen in Lateinamerika stärker zu spüren bekommen könnte, sowie mit dem Einbruch am US-Aktienmarkt Ende August und Anfang September. Sie ist auch mit dem Umschwung der Markterwartungen in Richtung auf eine

Dollar von Konjunktur-entwicklung belastet





Lockerung der Geldpolitik in den USA und den sinkenden US-Anleiherenditen im selben Zeitraum konsistent.

Den Kurssturz des Dollars Anfang Oktober können diese Faktoren allerdings wohl kaum erklären. Erstens schien der Rückgang der Preise von Vermögenswerten in den USA die Talsohle erreicht zu haben. Darüber hinaus hellte sich die Lage an den japanischen Aktienmärkten, die sich ab 1997 parallel zu der Abwärtsbewegung des Yen eingetrübt hatte, im September und Oktober nicht entsprechend wieder auf, als der Yen stärker wurde. Dies stand in deutlichem Gegensatz zu der positiven Korrelation des japanischen Aktienmarktes und des Yen/Dollar-Wechselkurses von Januar 1997 bis Juli 1998, die dadurch zustande kam, daß die Sorge über die schwache Wirtschaftsentwicklung in Japan und die angeschlagene Verfassung des japanischen Bankensektors in dieser Zeit sowohl auf den Aktienmarkt als auch auf den Wechselkurs einen negativen Einfluß ausübten (Grafik VI.4). Die Marktteilnehmer scheinen daher Anfang Oktober ihre Einschätzung der Wirtschaftsaussichten für Japan nicht revidiert zu haben. Ebenso wenig gab es Anzeichen für eine Beschleunigung der wirtschaftlichen Aufwärtsentwicklung in Deutschland.

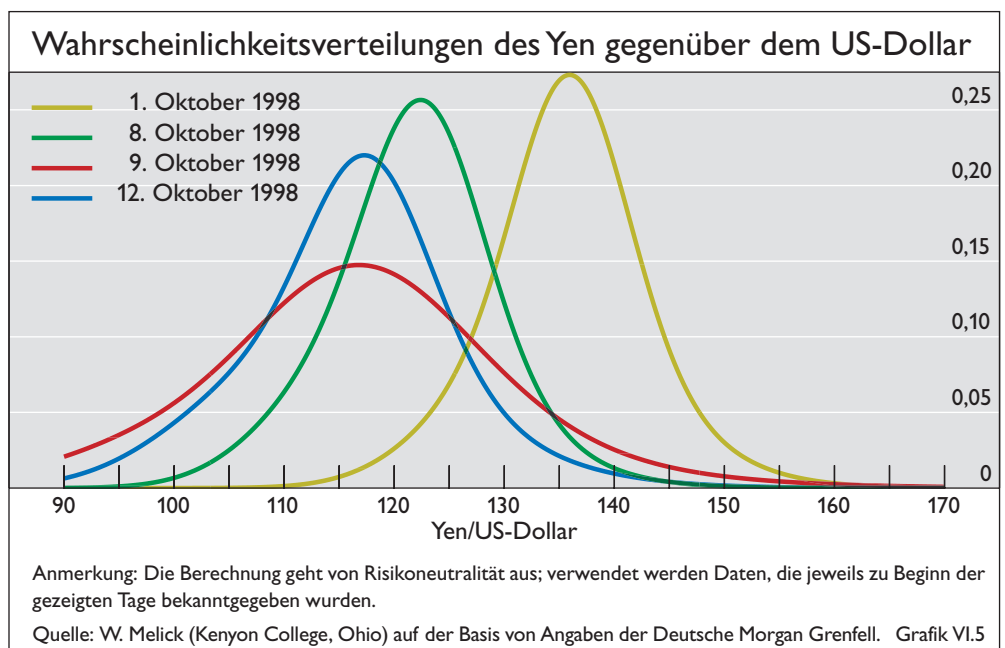
Konjunkturelle Faktoren vermögen auch keine Erklärung für den außergewöhnlich steilen Fall des Dollars – insbesondere gegenüber dem Yen – zu liefern. Dieser dürfte eher auf technische Faktoren zurückzuführen gewesen sein, die nicht mit den realwirtschaftlichen Gegebenheiten in den G3-Ländern im Zusammenhang standen. Eine mögliche Erklärung besteht darin, daß im September und Oktober Hedge Funds und Investmentgesellschaften mit einer

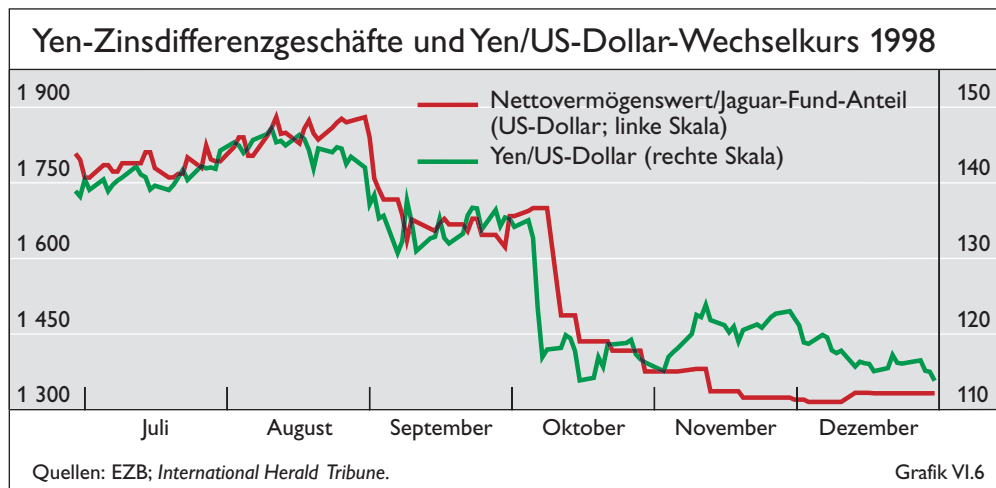
Hedge Funds mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation beschleunigen den Dollarrückgang auf zwei Wegen

hohen Risiko/Eigenkapital-Relation möglicherweise umfangreiche Yen-Short-Positionen glattstellten, die sie zuvor in erheblichem Ausmaß eingegangen waren, um die Vorteile der niedrigen Finanzierungskosten in Yen zu nutzen. Die Auflösung dieser Yen-Zinsdifferenzgeschäfte („carry trades“) könnte den Fall des Dollars auf zweierlei Wegen beschleunigt haben: Erstens könnte die Eigenkapitalbasis dieser Anleger durch den Rückgang der Preise von Vermögenswerten als Folge der Krise in Rußland stark beeinträchtigt worden sein. Als große Verluste in ihren Portfolios Nachschußforderungen auslösten, sahen sich diese auf Kreditfinanzierung setzenden Anleger gezwungen, ihre Positionen aus Yen-Zinsdifferenzgeschäften zu schließen; hierdurch kam es plötzlich zu einer starken Nachfrage nach Yen. Dieser Mechanismus könnte das Ausmaß der Dollarabwertung Anfang September zum Teil erklären.

Zweitens dürften Yen-Zinsdifferenzgeschäfte die Entwicklung auch dadurch beeinflußt haben, daß sie am Yen/Dollar-Markt entstandene Schocks zusätzlich verstärkten. Anfang Oktober paßten die Marktteilnehmer anscheinend ihre Einschätzung der kurzfristig zu erwartenden Entwicklung des Yen/Dollar-Kurses an. Diese plötzliche Änderung der Erwartungshaltung könnte die Anleger veranlaßt haben, ihre Yen-Zinsdifferenzpositionen glattzustellen, wodurch sie den Abwärtstrend des Dollars weiter forcierten. Die massive Auflösung solcher Positionen könnte somit zum Yen/Dollar-Kursrutsch am 7. und 8. Oktober 1998 beigetragen haben.

Dichtefunktionen der Wahrscheinlichkeitsverteilung geschätzt auf der Basis von Optionspreisen liefern Hinweise auf einen deutlichen Umschwung in der Markteinschätzung in dieser Zeit (Grafik VI.5). Für die erste Oktoberwoche deuten sie darauf hin, daß die Marktteilnehmer allmählich begannen, auf kurze Sicht der Wahrscheinlichkeit eines deutlich stärkeren Yen mehr Gewicht beizumessen als der eines wesentlich schwächeren Yen (die Linksschiefe der Dichtefunktionen in der Grafik wird größer). Am 7. und 8. Oktober kam es dann jedoch zu einem ausgeprägten Umschwung in der Markteinschätzung; die





Erwartungen verschoben sich massiv zugunsten eines wesentlich stärkeren Yen, und die Unsicherheit wurde deutlich größer (die Varianz der Dichtefunktionen in Grafik VI.5 nahm beträchtlich zu). Bis zum 12. Oktober hatte sich die Situation an den Märkten dann etwas entspannt, da die Unsicherheit bezüglich künftiger Änderungen des Yen/Dollar-Kurses nachließ.

Die 1998 durchgeführte Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten liefert zwei indirekte Hinweise dafür, daß Auslandsanlagen vielfach mittels kostengünstiger Yen-Kredite finanziert wurden: Erstens verzeichneten außerbörslich gehandelte Yen/Dollar-Optionskontrakte zwischen 1995 und 1998 einen scharfen Anstieg. Zweitens nahm der Umsatz in Yen – gemessen zu konstanten Wechselkursen – an den Kassa- und Terminmärkten zwischen 1995 und 1998 außerordentlich schnell zu. In welchem Umfang sich kreditfinanzierte Anleger auf Yen-Zinsdifferenzgeschäfte stützten, kommt möglicherweise in dem ausgeprägten Rückgang des Nettovermögenswerts eines bedeutenden Hedge Fund in der Zeit um die beiden Tage der steilen Aufwertung des Yen zum Ausdruck (Grafik VI.6).

Aus der Rolle der Hedge Funds im Zusammenhang mit den Ereignissen im September und Oktober 1998 ergeben sich eine Reihe möglicher Folgen für die Politikgestaltung. In den letzten Jahren hat die seit den achtziger Jahren aufgelaufene Auslandsverschuldung der USA immer wieder die Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Der jüngste starke Rückgang des Dollars hat vor Augen geführt, daß nicht allein die absolute Höhe dieser Verschuldung, sondern auch die Art und Weise, wie sie finanziert wird, einen entscheidenden Einfluß auf die kurzfristige Wechselkursentwicklung ausüben kann. Die aufgelaufene Verschuldung kann ohne entsprechende Absicherung der Positionen von eher langfristig orientierten Anlegern (z.B. Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds), deren Portfolios vorübergehende Schocks leicht verkraften können, finanziert werden. Solche Anleger reagieren tendenziell nicht auf kurzfristige Entwicklungen, weshalb sie im Hinblick auf den Dollarkurs im allgemeinen eine stabilisierende Funktion ausüben. Jedoch können auch Anleger mit einer hohen Risiko/Eigenkapital-Relation, deren Portfolio möglichen Schocks ausgesetzt ist, die mit der Verschuldung zusammenhängende offene Devisenposition tragen. Da diese Anlegergruppe aber dazu neigt, sehr schnell und heftig auf Verluste in ihren Portfolios zu reagieren, kann sie durch

Bedeutung
für die Politik-
gestaltung

das regelmäßige Bemühen, ihre offenen Positionen abzusichern, eine größere Volatilität des Dollarkurses hervorrufen. Solche Anleger waren im Jahr 1998 anscheinend besonders aktiv. Für den künftigen Entwicklungspfad des Dollars dürfte es daher in gewissem Umfang von Bedeutung sein, welche der beiden skizzierten Anlegergruppen eine größere Rolle spielen wird. Dabei wird natürlich unterstellt, daß eine höhere Wechselkursvolatilität die traditionell längerfristig orientierten Anleger – insbesondere in Japan – nicht dazu veranlaßt, ihre offenen Positionen aktiver abzusichern. Letzteres könnte eine weitere Quelle kurzfristiger Wechselkursvolatilität und allgemeinen Abwärtsdrucks auf den Dollar während Anpassungsphasen darstellen.

Ausgehend von Tiefständen um DM 1,61 und ¥ 114 Mitte Oktober erholte sich der Dollar gegenüber beiden Währungen bis Mitte November auf DM 1,69 bzw. ¥ 124. In den folgenden zwei Monaten machte der Yen jedoch den Boden wieder wett, den er zuvor gegenüber dem Dollar verloren hatte. Diese Aufwertung wurde von einem sprunghaften Anstieg der Renditen japanischer Staatspapiere von rund 1% auf fast 2,5% begleitet; gleichzeitig verringerte sich damit der Renditenabstand zwischen Staatsanleihen der USA und Japans. Vor allem die deutliche Erhöhung der langfristigen Zinsen in Japan, die allgemein einer gleichzeitigen vorübergehenden Veränderung des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage auf dem japanischen Markt für Staatsanleihen zugeschrieben wird, dürfte den Yen gestützt haben. Befürchtungen im Zusammenhang mit dem größer werdenden US-Leistungsbilanzdefizit, das im dritten Quartal 1998 ein Rekordniveau erreichte, haben möglicherweise gleichfalls einen Beitrag zur Abschwächung des Dollars gegenüber dem Yen geleistet. Der Anstieg des Yen kam erst durch eine Intervention der Bank of Japan am 12. Januar 1999 zum Stillstand, als sich der Wechselkurs dem Wert von ¥ 108 je Dollar näherte. Da die Bank of Japan die geldpolitischen Zügel lockerte und vor allem nachdem die Ankündigung einer Reduzierung der Ankäufe von japanischen Staatstiteln durch das Trust Fund Bureau zurückgenommen worden war, erholte sich der Dollar zwischen Mitte Januar und Mitte Februar wieder und erreichte einen Wert von ¥ 120.

Die Einführung des Euro am 1. Januar 1999 löste eine kräftige Nachfrage nach der neuen Währung aus, die am selben Tag zu einer Aufwertung gegenüber dem Dollar von \$ 1,1668 (Schlußkurs der ECU am 31. Dezember 1998) auf \$ 1,18 führte. Bereits kurz danach gerieten jedoch die Unsicherheiten hinsichtlich des Fortgangs der Konjunktur und die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit in einem Großteil des Euro-Raums wieder stärker in den Blickpunkt der Marktteilnehmer. Die kontinuierliche Abwertung des Euro zwischen Januar und April 1999 kann im Lichte der gegenläufigen Konjunkturtrends in den USA und weiten Teilen des Euro-Gebiets gesehen werden. Die zu Anfang des Jahres 1999 bekanntgegebenen offiziellen Wirtschaftsdaten wiesen auf eine erstaunliche Stärke der wirtschaftlichen Aktivität in den USA hin; im vierten Quartal 1998 hatte das BIP mit einer Jahresrate von 6,1% zugenommen. Im Gegensatz dazu war das Wirtschaftswachstum in einigen Ländern des Euro-Raums – insbesondere in Deutschland – etwas schwächer als zunächst angenommen. Daraufhin verschoben sich die Markterwartungen hinsichtlich der kurzfristigen Zinssätze zugunsten des Dollars, was in einem größer werdenden Abstand zwischen impliziten Zinsterminsätzen für die

Entwicklung des Euro spiegelt Wachstumserwartungen wider

USA und das Euro-Gebiet zum Ausdruck kam. Obgleich der Umfang der von der EZB am 8. April beschlossenen geldpolitischen Lockerung für die Märkte überraschend kam, blieb der Zinsschritt in den folgenden Tagen weitgehend ohne Wirkung für den Euro/Dollar-Kurs.

Auch die Entwicklung von Angebot und Nachfrage an den europäischen Anleihemärkten dürfte in den ersten Monaten des Jahres 1999 einen Beitrag zur Abwertung des Euro geleistet haben. Verglichen mit dem lebhaften Interesse der Emittenten von in Euro aufgelegten internationalen Anleihen blieb die Nachfrage der Portfoliomanager nach solchen Wertpapieren eher verhalten. Bis Mitte April hatte der Euro vor dem Hintergrund der fortgesetzten Kampfhandlungen auf dem Balkan auf rund \$ 1,06 abgewertet. In den folgenden Wochen wurde er bei etwa \$ 1,06–1,07 gehandelt. Dies entspricht annähernd dem Niveau, das die Notierungen der einzelnen im Euro aufgegangenen Währungen im April 1998 implizierten. Die Abwertung des Euro seit Januar ist in geordneten Bahnen verlaufen, was in der recht geringen tatsächlichen und impliziten Volatilität zum Ausdruck kommt. Allgemeiner gesehen läßt sich festhalten, daß sich jede Form zusätzlicher Unsicherheit hinsichtlich der Performance einer neuen Währung in ausgesprochen engen Grenzen hielt; die Volatilität des Euro gegenüber dem Dollar war mit der Volatilität der D-Mark, des französischen Franc und anderer europäischer Währungen gegenüber dem Dollar im Jahr 1998 vergleichbar.

Langfristige Aussichten für den US-Dollar

Möglicherweise
mittelfristiger
Stabilisierungseffekt
des Dollars ...

Die tendenzielle Aufwärtsbewegung des Dollars zwischen Frühjahr 1995 und Sommer 1998 sowie sein darauffolgender Einbruch und Wiederanstieg werfen erneut die Frage auf, inwieweit sich die mittel- und längerfristigen Aussichten für den Wert der US-Währung unterscheiden. Auf mittlere Sicht und auf Stromgrößen abstellend scheinen die allgemeinen Wechselkursbewegungen zwischen Frühjahr 1995 und Sommer 1998 mit den jeweiligen Positionen der Länder im Konjunkturzyklus im Einklang zu stehen. Der stärker werdende Dollar trug dazu bei, daß sich die weltweite Gesamtnachfrage von den kräftig wachsenden Volkswirtschaften hin zu Ländern mit schwacher Nachfrage verlagerte. Das gleiche gilt auch für die Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro in den ersten Monaten des Jahres 1999.

... aber Zweifel
hinsichtlich
Dauerhaftigkeit

In einem längerfristigen Kontext scheint es dagegen schwieriger zu sein, die Stärke des Dollars zu erklären. Es gibt zwei Hauptansätze zur Schätzung langfristiger Gleichgewichtswerte für Wechselkurse, die beide nur grobe Näherungen liefern können. Nach dem ersten Ansatz, der die relative Kaufkraft von Währungen betrachtet, scheint der Dollar derzeit etwas oberhalb seines langfristigen Gleichgewichtswerts gegenüber dem Yen und dem Euro zu liegen (Tabelle VI.1). Ein ähnliches Resultat zeigt die Betrachtung des fundamentalen Gleichgewichtswerts des Dollars. Dieser ist das Ergebnis einer – unweigerlich nur Näherungswerte ergebenden – Schätzung des Niveaus, das mit einer langfristig stabilen Relation von Auslandsverschuldung und Produktion konsistent ist.

Die Kombination eines steigenden Außenhandelsdefizits mit einer zunehmenden Belastung durch den Schuldendienst ließ das US-Leistungsbilanzdefizit im Jahr 1998 auf das Rekordniveau von \$ 233 Mrd. ansteigen. Hierdurch erhöhte sich die Nettoauslandsverschuldung der USA von 16% auf rund 19% des BIP. Die

Langfristige Gleichgewichtswerte des US-Dollars (geschätzt)				
	Wechselkurs ¹	Kaufkraftparität ²	Kaufkraftparität, Trend ³	Fundamentaler Gleichgewichtswechselkurs ⁴
Yen/Dollar	119	163	102	100
Dollar/Euro	1,06	1,05	1,15	1,25–1,30

¹ Am 29. April 1999. ² OECD, Yen/Dollar: 1998, Dollar/„synthetischer“ Euro: 1996. ³ Warburg Dillon Read, Anfang 1999. ⁴ Institute for International Economics, Anfang 1999. Tabelle VI.1

Konsequenzen dieser Nettoauslandsverschuldung für die künftigen Schuldendienstverpflichtungen werden allerdings dadurch verringert, daß die Renditen auf das US-Auslandsvermögen traditionell höher ausfallen als die Zinsen auf die Auslandspassiva. Das US-Nettovermögenseinkommen wurde erst im Jahr 1997 negativ und belief sich 1998 auf weniger als 1% des BIP. Im Gegensatz dazu erzielt Japan auf sein Nettoauslandsvermögen, das inzwischen bei über 25% des BIP liegt, nur ein Nettovermögenseinkommen in Höhe von rund 1,5% des BIP.

Entwicklung an den Devisenmärkten aufstrebender Volkswirtschaften

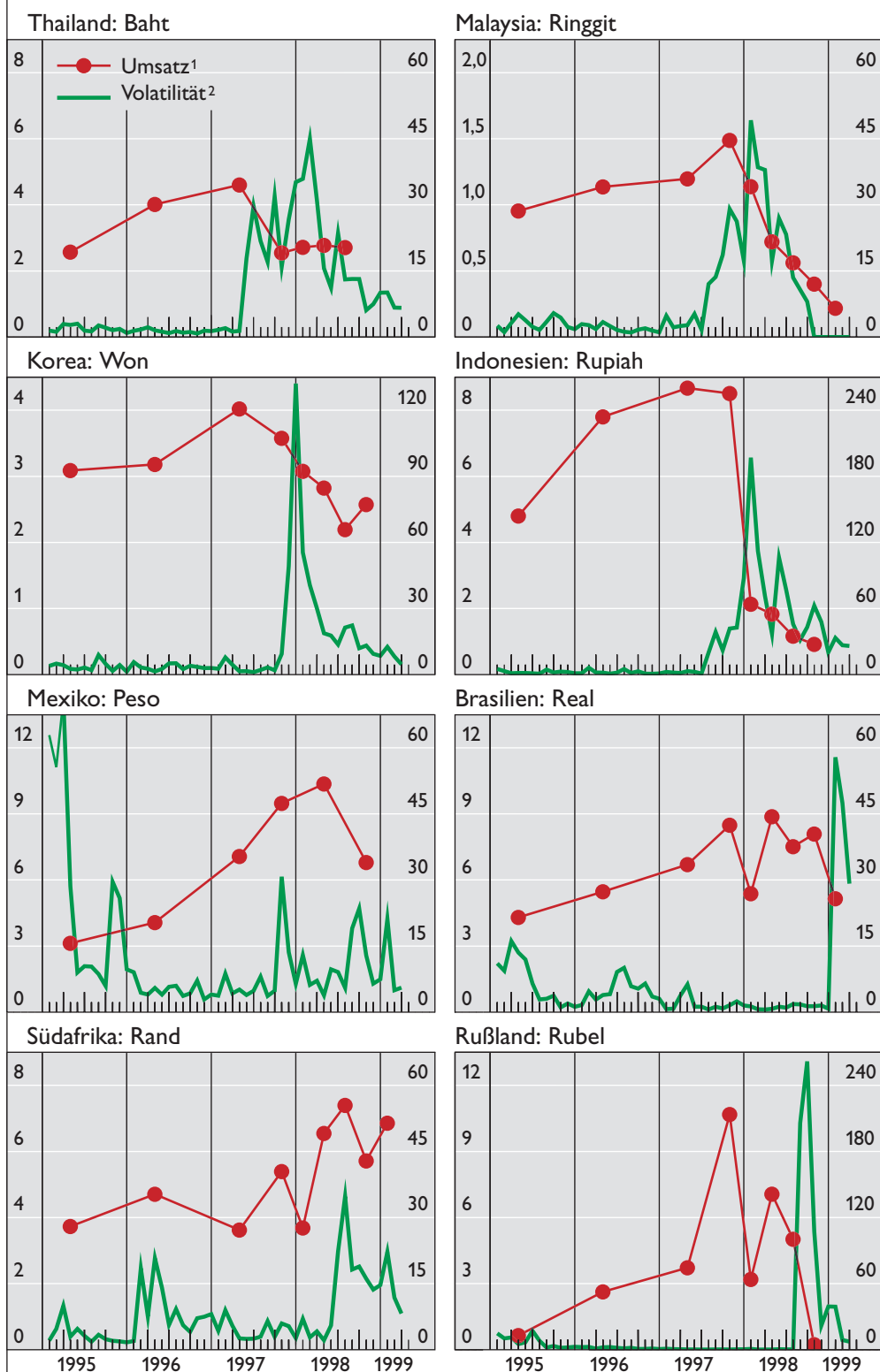
Im Jahr 1998 und Anfang 1999 waren an den Devisenmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften zwei bedeutende Entwicklungen zu verzeichnen (s. auch Kapitel III). Erstens geriet der Rubel im August 1998 in schwere Turbulenzen, die dann auch auf Mexiko übergriffen, wo es zu einem drastischen Rückgang der Kapitalzuflüsse kam und die Währung deutlich abwertete, und im Januar 1999 mußte Brasilien den Real nach heftigen spekulativen Angriffen abwerten. Zweitens zeigten die Devisenmärkte in Asien, die 1997 und Anfang 1998 von heftigen Turbulenzen erschüttert worden waren, wieder Anzeichen der Stabilisierung, was es der Geldpolitik erlaubte, die kurzfristigen Zinsen schrittweise zu senken. Am Beispiel des Won ist zu erkennen (s. Grafik VI.7), daß die Volatilität des Wechselkurses gegenüber dem Dollar, die 1997 und zu Beginn des Jahres 1998 sehr stark gestiegen war, wieder auf das Niveau von vor der Krise absank. Diese Entwicklung ging mit der Rückkehr zur Stabilität an den Finanzmärkten der Region und der verbesserten wirtschaftlichen Lage einher. Andere Währungen, die die Turbulenzen im Jahr 1997 besser überstanden hatten, wie beispielsweise der Yuan und der Hongkong-Dollar, blieben im Verlauf des Jahres 1998 und während der ersten Monate 1999 stabil.

Die höhere Wechselkursstabilität spiegelte zu einem großen Teil binnenwirtschaftliche Faktoren wider. Zusätzlich wurde sie auch durch die Entwicklung des Yen/Dollar-Wechselkurses und die sich wandelnde Beziehung der asiatischen Währungen gegenüber diesem Wechselkurs gestützt. Vor dem Ausbruch der Krise im Jahr 1997 waren die Währungen der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien fest an den Dollar gebunden gewesen. Durch die beachtliche Wertsteigerung des Dollars von 1995–97 gegenüber der D-Mark und insbesondere gegenüber dem Yen verzeichneten die Währungen in Asien eine sehr starke effektive Aufwertung und damit verbunden einen beträchtlichen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit. Dies brachte viele asiatische Währungen unter Druck und

Krise in Rußland und Brasilien

In Asien Stabilisierung der Devisenmärkte

Devisenmärkte ausgewählter aufstrebender Volkswirtschaften

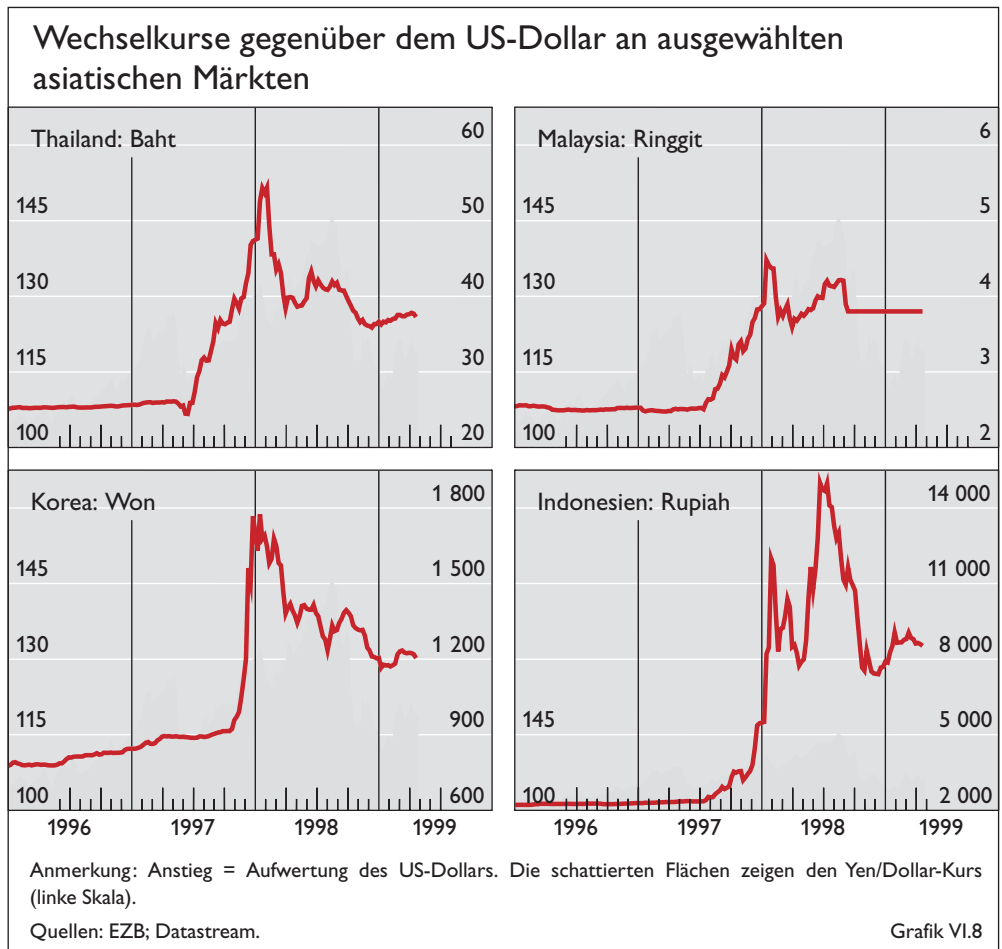


Anmerkung: Zu dem scharfen Umsatzrückgang am russischen Devisenmarkt nach Juli 1998 haben verschiedene strukturelle Veränderungen beigetragen.

¹ Jeweils Umsatz in Landeswährung, pro Handelstag des gezeigten Monats (Mrd. US-Dollar; linke Skala), ausgenommen Brasilien und Mexiko, wo der Umsatz auch auf andere Währungen bezogen ist (ausführliche Informationen s. letztjähriger Jahresbericht, Tabelle VI.5). ² Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar je Monat auf das Jahr hochgerechnet (rechte Skala).

Quellen: Zentralbanken; Datastream; eigene Berechnungen.

Grafik VI.7



führte schließlich zur Aufgabe der Anbindung an den Dollar. In der zweiten Jahreshälfte 1997 und im ersten Halbjahr 1998 hielten Rupiah, Won, Ringgit und Baht zum Dollar Distanz und vollzogen statt dessen eher die Abwärtsbewegung des Yen gegenüber dem Dollar nach (Grafik VI.8). Bis August 1998 konnten diese Währungen dank der stärkeren Parallelentwicklung zum Yen und der lockereren Beziehung zum sich aufwertenden Dollar wieder an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen. Das gleiche gilt für die meisten anderen asiatischen Währungen, allerdings mit der wichtigen Ausnahme des Yuan und des Hongkong-Dollars, die fest an die US-Währung gebunden blieben.

Da die Struktur der Exporte Chinas in die USA, die Europäische Union und Japan jener Koreas, Thailands und der Philippinen (Tabelle VI.2) sehr ähnlich ist – Länder, deren Währungen erheblich abgewertet hatten –, erschien die Anbindung des Yuan an den Dollar besonders gefährdet, als der Dollar Mitte August 1998 einen Wert von ¥ 150 erreichte. Als der Dollar dann in den folgenden sechs Wochen rund ein Viertel seines Wertes gegenüber dem Yen einbüßte, ließ jedoch die Befürchtung der Marktteilnehmer, daß China die Wechselkursbindung aufgeben könnte, nach. Gleichzeitig endete auch für andere Währungen in Asien die Phase der engen Beziehung zum Yen, und sie bewegten sich wieder im Einklang mit dem nachgebenden Dollar.

In der Zeit nach Januar 1999 war die Mehrzahl der asiatischen Währungen tendenziell wieder stärker mit dem Yen korreliert. Die Tatsache, daß sich die

Ursachen von Wettbewerbsdruck auf asiatische Währungen									
	Korea	Indien	Thailand	Malaysia	Singapur	Indonesien	Philippinen	China	Taiwan
Indien	38								
Thailand	63	44							
Malaysia	66	23	58						
Singapur	53	17	46	56					
Indonesien	37	42	45	41	21				
Philippinen	69	38	67	71	51	42			
China	55	53	62	43	33	47	55		
Taiwan	69	30	68	58	60	32	60	54	
Hongkong	52	41	55	45	40	30	56	63	53

Anmerkung: Die Ähnlichkeit der Warenstruktur der Exporte der asiatischen Länder in die USA, nach Japan und in die Europäische Union wird anhand des Finger-Index ermittelt, unter Verwendung der SITC-Gliederung auf Zweistellerebene für die Gesamtexporte (X_*).

Für zwei Länder i und j wird der Finger-Index bestimmt durch die Gleichung:

$$100 \sum_{k=1}^{64} \min \left[\left(\frac{X_k^i}{X_k^j} \right), \left(\frac{X_k^j}{X_k^i} \right) \right], \text{ wobei } 64 \text{ die Anzahl der Sektoren angibt.}$$

Der Index kann Werte zwischen 0 (vollständige Unterschiedlichkeit) und 100 (Länder haben eine exakt gleiche Exportstruktur) annehmen.

Quellen: F.M. Finger und M.E. Kreinin, „A measure of export similarity and its possible uses“, in: *The Economic Journal*, Vol. 89, S. 905ff.; OECD; eigene Berechnungen.

Tabelle VI.2

meisten asiatischen Währungen seit Mitte 1997 in der Regel am stärksten an der jeweils abwertenden Währung – sei es der Dollar oder der Yen – orientieren, deutet darauf hin, daß sich ein eher eklektischer Ansatz des Wechselkursmanagements in der Region herausgebildet hat. Eine Ausnahme stellt Malaysia dar, das im September 1998 seinen Wechselkurs zum Dollar fixierte und strenge Kapitalverkehrskontrollen einführte. Anfang 1999 wurden diese teilweise gelockert.

Zwar stabilisierten sich die Wechselkurse in Asien im Verlauf des Jahres 1998, doch zeigen der Einbruch des Rubels im August, der Druck auf den mexikanischen Peso in den Monaten danach und die spekulativen Angriffe auf den brasilianischen Real, die im Januar 1999 schließlich zur Freigabe des Wechselkurses führten, daß die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor anfällig sind. Darüber hinaus weisen Daten über die Devisenmarktumsätze der vergangenen Jahre darauf hin, daß die Aktivität an diesen Märkten noch immer gedämpft ist (Grafik VI.7). In einigen Fällen, wie beispielsweise in Indonesien und Malaysia, ist der Umsatz sogar niedriger als im Jahr 1995. Dies steht auch im Einklang mit der in Kapitel VII beschriebenen Umkehr der Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften. Seit August 1998 spiegelt sich hierin zugleich die weltweite Flucht in Qualität und Liquidität (s. Kapitel V) wider, die auf die Krise in Rußland folgte.

In Grafik VI.7 werden zwei unterschiedliche Beziehungsmuster zwischen Aktivität und Volatilität an den Märkten gezeigt. Ähnlich wie es für Aktienmärkte typisch ist, ging die höhere Volatilität am südafrikanischen Devisenmarkt im Jahr 1998 auch mit einem größeren Handelsvolumen einher. Demgegenüber weisen Märkte mit extremen Verwerfungen, wie etwa Indonesien im Jahr 1997 und Anfang 1998 sowie Rußland im Sommer 1998, eine inverse Beziehung zwischen Volatilität

Weiterhin
gedämpfte Aktivität

und Aktivität auf. Im Falle Rußlands beispielsweise stieg der Umsatz am Devisenmarkt zwischen 1995 und 1997 äußerst rasch an. Nach dem Einbruch des Rubels kam die Marktaktivität dann aber fast vollständig zum Erliegen, wobei diese Entwicklung möglicherweise durch Strukturveränderungen am Markt verschärft wurde.

Wechselkurse innerhalb Europas

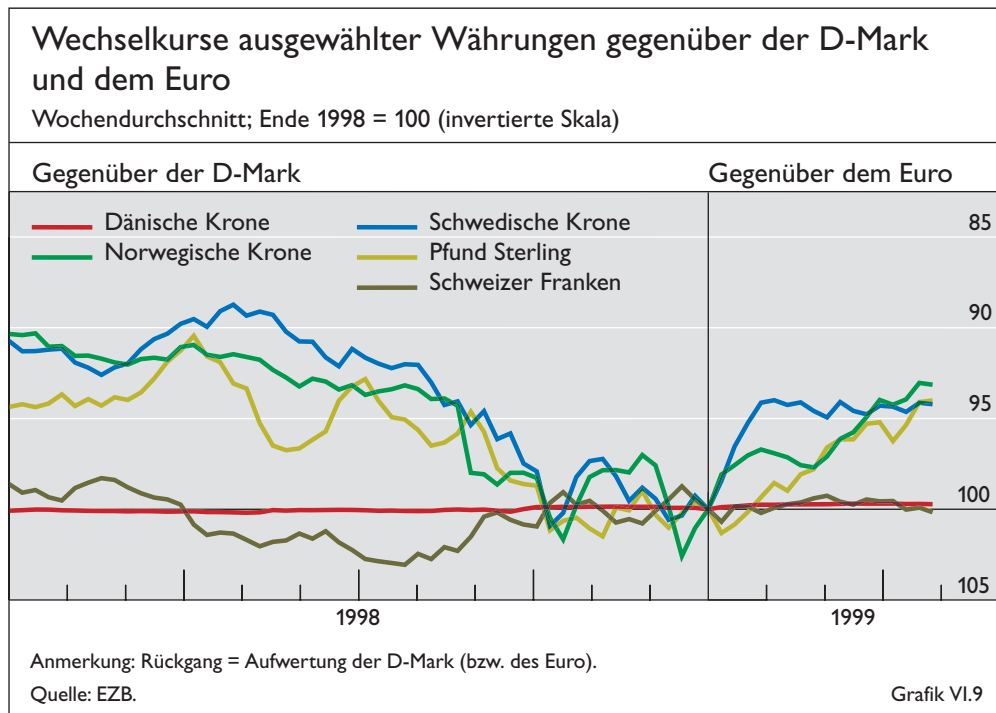
Die europäischen Devisenmärkte waren im Jahr 1998 von der in ruhigen Bahnen verlaufenden Vorbereitung auf die Währungsunion und einer angesichts der weltweiten Finanzmarkturbulenzen bemerkenswerten Stabilität geprägt. Im ersten Halbjahr wurde die Konvergenz der Notenbanksätze und der Anleiherenditen in Europa von stabilen innereuropäischen Wechselkursbeziehungen und einem rückläufigen Devisenhandel begleitet. Der Zentralbankerhebung von 1998 zufolge ging der Anteil des Handels von D-Mark gegen französische Francs am Kassa- und Terminmarkt sowie am Markt für Währungsoptionen zwischen 1995 und 1998 erheblich zurück. Dieser Trend verstärkte sich noch, nachdem am 3. Mai die an der Währungsunion teilnehmenden Währungen sowie die bilateralen Eintrittskurse bekanntgegeben worden waren.

Als die Krise in Rußland im August 1998 eine weltweite Flucht in Qualität und Liquidität auslöste, blieben die Devisenmärkte im künftigen Euro-Gebiet bemerkenswert ruhig. In den darauffolgenden Monaten war die Volatilität gegenüber der D-Mark bei anderen Währungen, die im Euro aufgehen würden, niedrig, und die kurzfristigen Zinsen konvergierten gegen Jahresende (s. Kapitel IV), worin die stabilisierende Wirkung der bevorstehenden Währungsunion zum Ausdruck kam. Im Gegensatz dazu gerieten einige europäische Nichtteilnehmerwährungen zwischen Ende August und Oktober 1998 unter Druck. Die stabilisierende Rolle der Aussicht eines Beitritts zur Währungsunion wird an den unterschiedlichen Reaktionen der Finnmark einerseits sowie der norwegischen und der schwedischen Krone andererseits erkennbar. Während die Finnmark gegenüber der D-Mark stabil blieb, verdreifachte sich die Volatilität der schwedischen Krone zwischen August und Oktober, als sich die Währung gegenüber der D-Mark abschwächte (Grafik VI.9). Im Falle der norwegischen Krone wurde dieser Effekt noch zusätzlich vom anhaltenden Ölpreisverfall verstärkt, und die Währungsbehörden sahen sich gezwungen, die Zinsen im August deutlich anzuheben und schließlich die Ausrichtung auf den Wechselkurs aufzugeben.

Die Schwäche der schwedischen Krone gegenüber der D-Mark während fast des gesamten Jahres 1998 war auch auf das Nachlassen der Konjunktur in Schweden zurückzuführen, und die Notenbank sah sich veranlaßt, die Zinsen wiederholt zu senken. Im vierten Quartal stabilisierte sich die Krone gegenüber der D-Mark. Außerdem verringerte sich die Renditendifferenz zwischen schwedischen und deutschen Anleihen, da die Marktteilnehmer einen früheren Beitritt Schwedens zur Währungsunion zu erwarten begannen.

In den Wechselkursen zweier wichtiger dem Euro-Gebiet nicht angehörender europäischer Währungen – Pfund Sterling und Schweizer Franken – spiegelten sich ebenfalls konjunkturelle Faktoren und damit verbundene Reaktionen der Geldpolitik wider. So kann die Abschwächung des Pfund Sterling

Aussicht auf
Währungsunion
wirkt stabilisierend



Gleichgerichtete Entwicklung des Pfund Sterling und des Schweizer Frankens mit dem Euro ...

gegenüber der D-Mark in den ersten drei Quartalen 1998 auf geänderte Zins-erwartungen an den Märkten – bedingt durch Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung im Vereinigten Königreich – zurückgeführt werden. Die in den impliziten Zinsterminsätzen zum Ausdruck kommende nach unten gerichtete Korrektur der Erwartungen (Grafik VI.2) wurde schließlich durch den allmählichen Rückgang der kurzfristigen britischen Zinsen zwischen Oktober 1998 und April 1999 bestätigt. Gegenüber dem Euro wurde das Pfund innerhalb einer engen Schwankungsmarge gehandelt und wertete von Januar bis April 1999 langsam von £ 0,71 auf £ 0,66 auf. Diese Aufwertung des Pfund Sterling gegenüber dem Euro – in einer Phase, in der sich der Euro gegenüber dem Dollar abschwächte – zeichnet seine Entwicklung gegenüber der D-Mark und dem Dollar seit den frühen neunziger Jahren nach.

... wie zuvor mit der D-Mark

Ähnlich wie in der Vergangenheit wertete der Schweizer Franken gegenüber der D-Mark ab, als sich diese im ersten Halbjahr 1998 abschwächte, und legte an Wert zu, als die D-Mark in der zweiten Jahreshälfte ihre Verluste gegenüber dem Dollar wieder wettmachte. Gegenüber dem Euro wertete der Schweizer Franken zwischen Januar und April 1999 leicht ab, als der Euro gegenüber dem Dollar nachgab. Die Wechselkursentwicklung des Schweizer Frankens gegenüber der neuen Währung bildete somit das Muster nach, das zuvor gegenüber der D-Mark bestanden hatte. Das Bestreben der schweizerischen Währungsbehörden, diese Beziehung beizubehalten, wurde am 8. April 1999 an dem parallel zur Zinssenkung der EZB vollzogenen geldpolitischen Schritt deutlich.

Devisenmärkte nach der Einführung des Euro

In den ersten Monaten nach der Einführung des Euro standen die kurzfristigen Wertveränderungen der neuen Währung, insbesondere ihre Abwertung

gegenüber dem Dollar, im Zentrum des Interesses. Der Euro dürfte jedoch zu einer Reihe struktureller Veränderungen an den Devisenmärkten führen. Diese Veränderungen (deren zeitliches Auftreten kaum vorherzusagen ist) hängen mit der Rolle zusammen, die der Euro in Zukunft als Transaktions-, Reserve- und Anlagewährung sowie als Anker für andere Währungen spielen wird. Der Euro repräsentiert einen Wirtschaftsraum, auf den 16% des Welt-BIP und 30% des Welthandels entfallen – Anteile, die mit denen der USA vergleichbar sind, wobei jedoch offen ist, ob der Euro letztlich die gleiche Bedeutung erlangen wird wie der Dollar.

Als Vehikelwährung könnte der Euro eine sehr wichtige Rolle spielen. Die Verwendung einer Währung an den Devisenmärkten ist ein weithin verwendetes Maß für ihre Bedeutung als Transaktionswährung. Nach den Daten der 1998 veröffentlichten im 3-Jahres-Abstand stattfindenden Zentralbankerhebung ist der Dollar noch immer die bei weitem bedeutendste Vehikelwährung (Tabelle VI.3). Es wird geschätzt, daß der Dollar an 94% aller Transaktionen auf dem Kassa- und Terminmarkt beteiligt ist; dabei wurde berücksichtigt, daß ein Teil des Devisenhandels mit Beginn der Währungsunion entfallen ist. Schätzungen auf der Basis des Handels mit den Währungen des späteren Euro-Gebiets im Jahr 1998 lassen

Bedeutung des Euro abhängig von seiner Rolle als Transaktionswährung ...

Devisenmärkte und europäische Währungsunion						
	Umsatz ¹ 1995			Umsatz ¹ 1998		
	Ins-gesamt	Gegen US-Dollar	Gegen Währungen des Euro-Raums ²	Ins-gesamt	Gegen US-Dollar	Gegen Währungen des Euro-Raums ²
Mrd. US-Dollar						
US-Dollar	1 313,4	–		1 741,0	–	
Währungen des Euro-Raums ²	869,8	551,4	201,1 ³	968,4	709,1	125,1 ³
D-Mark	583,8	364,9	106,1	602,7	413,1	62,4
Französischer Franc	127,2	72,5	51,7	102,6	82,6	17,1
ECU	36,2	25,2	10,9	28,2	22,7	5,6
Yen	371,4	329,9		407,2	363,3	
Pfund Sterling	139,7	102,8		211,9	159,4	
Schweizer Franken	116,3	85,7		138,8	108,7	
Insgesamt	1 571,8	1 313,4		1 981,6	1 741,0	

Anmerkung: Schätzungen kursiv.

¹ Durchschnittlicher täglicher Umsatz, bereinigt um inländische Doppelzählungen zwischen Händlern. Die Tabelle zeigt den Umsatz, bei dem eine bestimmte Währung auf einer Seite der Transaktion steht; 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 In der Erhebung ist ein gesonderter Ausweis nur für D-Mark, französischen Franc, Pfund Sterling, ECU und die Gesamtheit aller übrigen EWS-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 Vehikelwährung 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: *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* (1995, 1998); eigene Berechnungen. Tabelle VI.3

Offizielle Devisenreserven					
	1995	1996	1997	1998	Stand Ende 1998
	Mrd. US-Dollar				
	Veränderungen zu jeweiligen Wechselkursen				
Insgesamt	198,5	172,3	52,7	63,8	1 636,1
Industrieländer	79,3	69,6	-12,0	- 0,5	690,4
Asien ¹	49,4	64,2	8,8	61,9	562,9
Lateinamerika ²	21,4	24,0	10,8	- 8,4	132,7
Osteuropa ³	34,6	-2,6	5,1	4,8	73,3
Übrige Länder	13,8	17,1	40,0	6,0	176,8
	Veränderungen zu konstanten Wechselkursen ⁴				
Insgesamt	180,8	200,3	111,4	28,8	1 636,1
Reserven in US-Dollar	142,5	162,1	78,3	25,7	1 144,6
davon:					
In den USA ⁵	106,0	128,0	22,1	- 7,2	727,3
Bei Banken außerhalb der USA ⁶	-15,4	19,2	- 4,4	- 4,8	117,0
Nicht aufgliederbar	51,9	14,9	60,5	38,3	300,9
Reserven in anderer Währung	38,3	38,2	33,1	3,1	491,5
darunter: Bei Banken ⁶	7,6	8,0	17,2	-22,9	111,7

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. Differenz auf der Basis der bekannten Reserven zugeordnet. ⁵ Ohne erhaltene Vorauszahlungen auf Verkäufe von Rüstungsgütern im Ausland und ohne Marktwert von Nullkuponanleihen, emittiert für die Regierungen Argentiniens, Mexikos und Venezuelas als Sicherheit für deren Brady-Anleihen. ⁶ Einlagen von Währungsinstitutionen bei den an die BIZ berichtenden Banken.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; BIZ. Tabelle VI.4

vermuten, daß der Euro zu Beginn der Währungsunion in rund 50% aller Devisenmarkttransaktionen verwendet wurde. Auf lange Sicht dürfte dieser Anteil wohl größer werden; in welchem Ausmaß dies der Fall sein wird, hängt allerdings davon ab, welche Rolle der Euro als Reserve-, Anlage- und Ankerwährung spielen wird.

Fest steht jedoch, daß das Handelsvolumen an den Devisenmärkten mit der Einführung des Euro geschrumpft ist. Der Erhebung von 1998 zufolge betrug der Handel zwischen den Währungen des Euro-Raums, der sich im Jahr 1995 noch auf 13% des Gesamtumsatzes belaufen hatte, 1998 nicht einmal mehr 6%. In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, daß der Wegfall eines wichtigen Segments des Devisenmarktes nicht durch einen verstärkten Handel mit Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften ausgeglichen wurde, wie es zuvor erwartet worden war. Der Handel mit diesen Währungen ging zwischen 1997 und 1998 sogar zurück.

Um die Rolle des Euro als Reservewährung zu beurteilen, ist zwischen kurzfristigen Entwicklungen und langfristigen Perspektiven zu unterscheiden. In den letzten Jahren lag der Anteil der in Dollar denominierten Finanzinstrumente an den weltweiten Devisenreserven relativ unverändert bei rund 70% (Tabelle VI.4).

... Reserve-
währung ...

Die entsprechenden Anteile, die auf D-Mark und Yen entfallen, sind sehr viel geringer und beliefen sich zum Jahresende 1998 auf 11% bzw. 5%. Die Abnahme der nicht in Dollar gehaltenen Reserven im Jahr 1998 ist im wesentlichen auf den Rückgang der europäischen Währungen, mit Ausnahme der D-Mark, jedoch einschließlich der ECU, zurückzuführen. Zusammengefasst wurden im Jahr 1998 rund 15% der weltweiten Devisenreserven in den Währungen der an der Währungsunion teilnehmenden Länder gehalten. Da der in den einzelnen europäischen Teilnehmerwährungen denominierte Reservebestand in den Ländern des Euro-Raums entfallen ist, dürfte sich der Anteil des Dollars an den Reserven insgesamt etwas erhöht haben. Wie sehr das Gewicht des Euro innerhalb der Weltreserven längerfristig das der Summe aller Währungen, die in ihm aufgegangen sind, übersteigt, wird von den künftigen Strategien des Reservemanagements der Zentralbanken abhängen. Die Rolle des Euro als Ankerwährung könnte ebenfalls von Bedeutung sein, wenn Länder, die ihre Währung an den Euro binden, ihre Reserven vorzugsweise in dieser Währung halten. Angesichts der hohen Bestände der von aufstrebenden Volkswirtschaften gehaltenen Reserven könnte der Wechselkurspolitik dieser Länder in diesem Zusammenhang besonderes Gewicht zukommen.

Vor dem Hintergrund der starken Zunahme der internationalen Anleihe- und Aktientransaktionen (Tabelle VI.5) dürfte der Euro eine bedeutende Anlagewährung werden. Im ersten Quartal 1999 war ein lebhafter Absatz von Euro-Anleihen zu verzeichnen. Im 67. Jahresbericht war darauf hingewiesen worden, daß die Entwicklung der neuen Währung wesentlich davon bestimmt werden dürfte, wie die für die Steuerung der Passiva, aber auch der Aktiva Verantwortlichen auf die Einführung des Euro reagieren werden. Zweifellos wird der Euro von der wachsenden Integration der Märkte für Staatsanleihen und private Schuldtitel in Europa profitieren. Die teilweise weiterhin vorhandene Segmentierung an diesen Märkten – u.a. bedingt durch nationale Unterschiede in den gesetzlichen Vorschriften, den Steuersystemen und den Marktpraktiken – deutet darauf hin, daß es möglicherweise auch eine Weile dauern könnte, bis sich der Euro auf das private Portfolioverhalten auswirken wird.

Die Bedeutung des Euro als Anker für andere Währungen wird sich wahrscheinlich auf der Grundlage der Rolle, die der D-Mark in dieser Hinsicht bis Ende 1998 zukam, entwickeln. Der Grad der Parallelbewegung der Wechselkurse

... Anlage-
währung ...

... sowie als
Anker für andere
Währungen

Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen*												
	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	In Prozent des BIP											
USA	4	9	35	89	96	107	129	131	135	159	213	230
Japan	2	8	62	119	92	72	78	60	65	79	96	91
Deutschland	5	7	33	57	55	85	170	158	172	200	257	334
Frankreich	n.v.	5	21	54	79	122	187	197	187	258	314	415
Italien	1	1	4	27	60	92	192	207	253	470	677	640
Kanada	3	9	27	65	83	114	153	206	187	251	355	331

* Bruttowertpapierkäufe und -verkäufe zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden.
Quelle: Zahlungsbilanzstatistik der einzelnen Länder. Tabelle VI.5

Bedeutung von US-Dollar, D-Mark und Yen als Ankerwährungen									
	Anteil des Umsatzes inländischer Währung (%) gegen ¹			Wechselkurs- elastizität ²		Anteil des Umsatzes inländischer Währung (%) gegen ¹			Wechselkurs- elastizität ²
	US-\$	D-Mark	Yen			US-\$	D-Mark	Yen	
Asien					Osteuropa				
Indien: Rupie	90,0	2,9	1,0	0,09	Polen: Zloty	78,9	19,8	n.v.	0,33
Korea: Won	97,3	0,5	1,5	0,29	Slowakische Republik: Krone	85,0	11,9	3,2 ⁴	0,63
Taiwan: Dollar ³	90,5	1,3	4,4	0,24	Tschechische Republik: Krone ⁵	42,8	53,5	3,6 ⁴	0,75
Thailand: Baht	96,7	0,3	1,9	0,33	Ungarn: Forint	71,5	25,4	0	0,45
Lateinamerika					Andere Währungen				
Brasilien: Real	85–90 ⁶	n.v.	n.v.	0,55	Israel: Neuer Schekel	89,2	n.v.	n.v.	0,28
Kolumbien: Peso	100,0	0	0	–0,08	Saudi-Arabien: Saudi Riyal	98,1	0,2	0,1	0
Mexiko: Peso	n.v.	n.v.	n.v.	–0,96	Südafrika: Rand	95,0	1,8	3,2	0,11
Peru: Neuer Sol	100,0	0	0	0,03	Türkei: Lira	100,0	0	0	0,68

¹ Die Anteile am Devisenumsatz werden ermittelt, indem der Handel der Landeswährung gegenüber US-Dollar, D-Mark und Yen in Relation zum gesamten Handelsvolumen der Landeswährung gesetzt wird (Juli 1998). ² Die Wechselkurselastizität entspricht den geschätzten Koeffizienten der Regression $X_t = \alpha + \beta (DM/\$)_t + \gamma (Yen/\$)_t + u_t$, wobei X_t der Wechselkurs einer Währung gegenüber dem US-Dollar ist. Alle Variablen sind in prozentualen Veränderungen ausgedrückt. Der Schätzung liegen monatliche Daten für den Zeitraum Januar 1993 bis Dezember 1998 zugrunde. Für die asiatischen Währungen bezieht sich die Elastizität auf Änderungen des Yen/Dollar-Kurses, für alle übrigen Währungen auf Veränderungen des DM/Dollar-Kurses. Eine Elastizität nahe 0 weist auf eine starke Parallelentwicklung mit dem Dollar hin. ³ April 1998. ⁴ Enthält auch weitere Währungen. ⁵ Oktober 1997. ⁶ Schätzung.

Quellen: Zentralbanken; Datastream; IWF; eigene Berechnungen. Tabelle VI.6

gegenüber Dollar, D-Mark und Yen läßt darauf schließen, daß der Dollar in Asien, Lateinamerika und anderen Regionen eine dominierende Rolle spielt (Tabelle VI.6). Die Gliederung der Devisenmarktumsätze nach Währungen weist in dieselbe Richtung. Die Ankerfunktion der D-Mark beschränkte sich im Jahr 1998 auf Europa, was darauf hindeutet, daß für die nahe Zukunft auch die Rolle des Euro als Ankerwährung auf diese Region (und auf das frühere Einflußgebiet des französischen Franc) begrenzt sein könnte. Anfang 1999 reagierten das Pfund Sterling, der Schweizer Franken, die schwedische Krone und die meisten osteuropäischen Währungen auf Änderungen des Euro/Dollar-Kurses weitgehend so, wie sie in der Vergangenheit auf Bewegungen des DM/Dollar-Kurses reagiert hatten. Im Durchschnitt wertete der Schweizer Franken jeweils um rund 1,1% ab, wenn der Euro gegenüber dem Dollar um 1% nachgab. Die schwedische Krone folgte dem Euro weniger eng und wertete in der Regel bei jeder Abwertung des Euro um 1% um rund 0,7% ab. Das Pfund Sterling vollzog die Bewegungen des Euro gegenüber dem Dollar tendenziell zur Hälfte nach. Die tschechische Krone verhielt sich ähnlich wie die schwedische Krone, während der Zloty die Veränderungen des Euro gegenüber dem Dollar im Durchschnitt zu weniger als einem Drittel begleitete. Der Forint dagegen bewegte sich zum Euro stärker parallel als zur D-Mark.