

V. Devisenmärkte

Schwerpunkte

Das auffallendste Merkmal an den wichtigsten Devisenmärkten im Jahr 2002 und Anfang 2003 war die Abschwächung des US-Dollars. Der Dollar wertete insbesondere gegenüber dem Euro und – in geringerem Ausmaß – gegenüber dem Yen ab, verlor mit der Zeit aber auch gegenüber immer mehr anderen Währungen an Boden. Vor dem Hintergrund enttäuschender Wachstumsaussichten und der anhaltend rückläufigen Aktienkurse schienen Zinsdifferenzen als Bestimmungsfaktor von Wechselkursbewegungen wieder an Bedeutung zu gewinnen. Auch das steigende Leistungsbilanzdefizit der USA und Veränderungen in seiner Finanzierung rückten ins Rampenlicht, was offenbar einen Anstieg der Risikoprämien für US-Anlagen zur Folge hatte.

Eine empirische Analyse der wichtigsten Leistungsbilanzkorrekturen zahlreicher Industrieländer seit 1973 zeigt, dass diese Anpassungen jeweils mit einer Eintrübung der Binnenkonjunktur, aber nur relativ geringen Abwertungen verbunden waren. Eine Analyse des Anpassungsprozesses, der sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre in den USA vollzog, kommt dagegen zu dem Ergebnis, dass die damalige Abwertung des US-Dollars wesentlich stärker zur Korrektur beitrug. Allerdings bestehen zwischen der derzeitigen weltwirtschaftlichen Lage und jener der achtziger Jahre erhebliche Unterschiede. Dies legt den Schluss nahe, dass eine beträchtliche Korrektur der Leistungsbilanzungleichgewichte noch immer wahrscheinlich sein dürfte, ein ähnliches Muster bei der Anpassung des US-Dollars hingegen nicht mit Gewissheit zu erwarten ist.

Mehrere europäische Währungen außerhalb der WWU, der australische und der kanadische Dollar sowie der Neuseeland-Dollar profitierten von ihren Zinsdifferenzen gegenüber in US-Dollar oder Euro denominierten Vermögenswerten. Ihre Aufwertung entsprach auch der relativ günstigen Wirtschaftsentwicklung des jeweiligen Landes. Eine bemerkenswerte Ausnahme von diesem Zusammenhang zwischen Währungsstärke und Zinsvorteilen war der Schweizer Franken, dessen Aufwertung von Januar 2002 bis März 2003 in erster Linie seine Rolle als „sicherer Hafen“ widerspiegelt.

Das Renditestreben internationaler Anleger kam während des Berichtszeitraums auch den Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften zugute, doch die weltwirtschaftlichen Aussichten und verschiedene inländische Faktoren waren ebenfalls von großer Bedeutung.

Dollar, Euro und Yen

Während des Berichtszeitraums verlor der US-Dollar deutlich gegenüber dem Euro und in geringerem Ausmaß gegenüber dem Yen. Auch auf effektiver

Basis wertete er erheblich ab. Die Hauptursachen für die Schwäche des US-Dollars waren wohl die Neuausrichtung der Kapitalflüsse zu sichereren festverzinslichen Anlagen und die damit einhergehende Wiederkehr der Zinsdifferenzen als Bestimmungsfaktor internationaler Kapitalbewegungen. Eine zusätzliche Belastung des US-Dollars war die Besorgnis über das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit. Im Gegensatz zu früheren Phasen erhöhter Unsicherheit, aber ähnlich wie in der Zeit um den letzten Golfkrieg, spielte der US-Dollar bei Anlegern, die einen „sicheren Hafen“ suchten, keine Rolle.

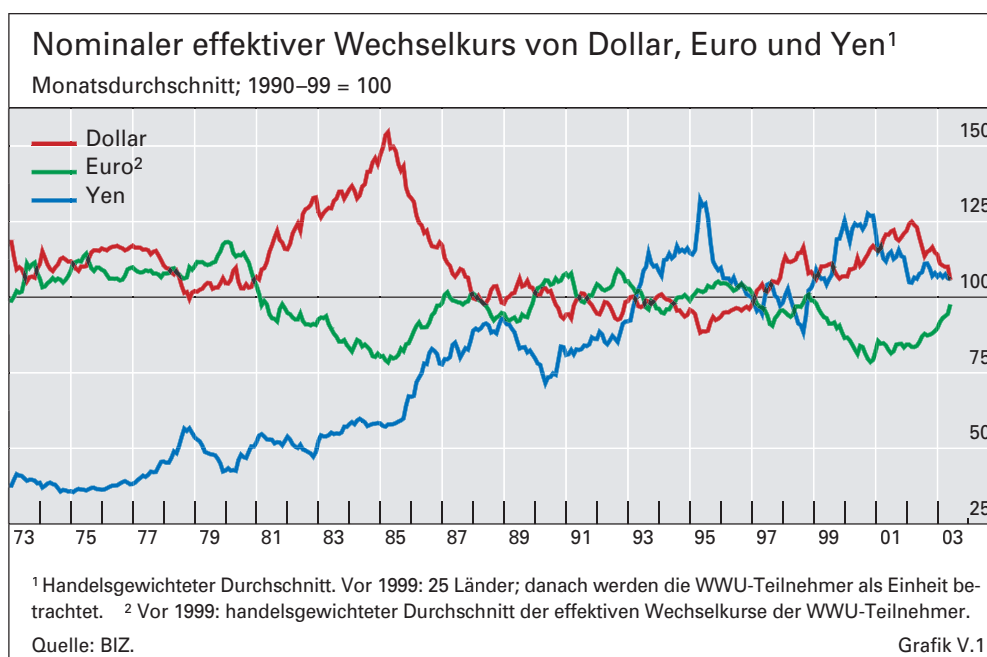
Wesentliche Entwicklungen

Nach einer langen Periode des Wachstums auf breiter Basis erreichte der US-Dollar gegen Ende Januar 2002 seinen Höchststand. Ab April begann er dann – zeitgleich mit einem allgemeinen Stimmungsabschwung an den US-Finanzmärkten (Kapitel VI) – gegenüber vielen Währungen nachzugeben. Auf nominaler effektiver Basis verlor der US-Dollar von Januar 2002 bis zu seinem Tiefstand Mitte Mai 2003 rund 16% (Grafik V.1).

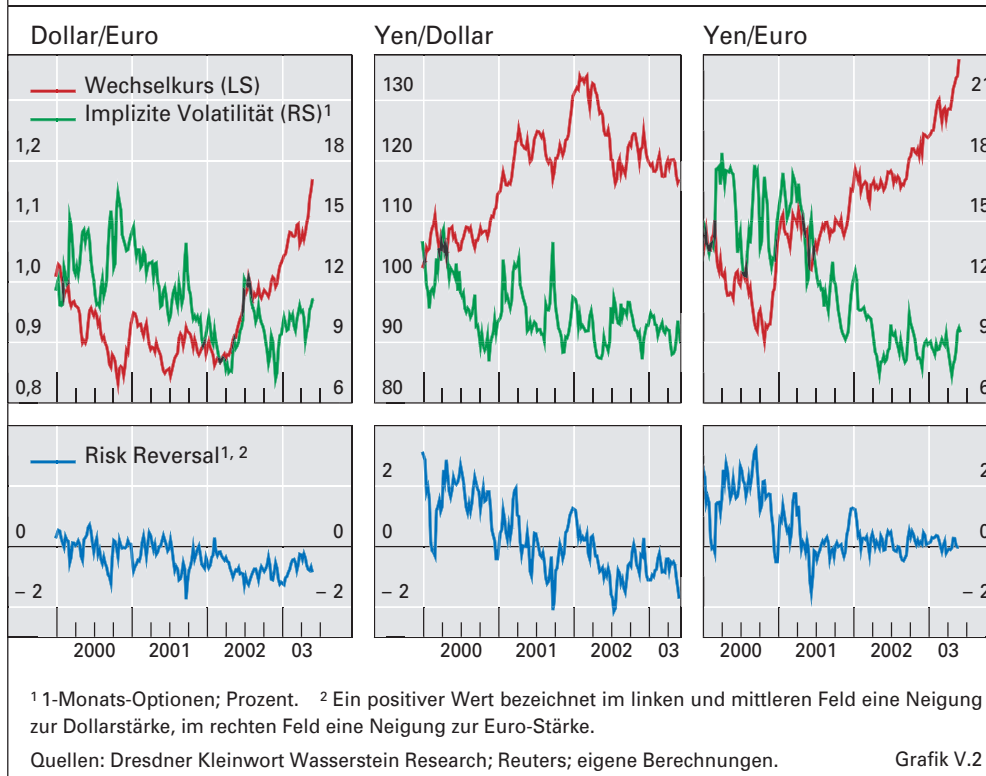
Besonders ausgeprägt war die Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro, der um rund 30% stieg – von US-\$ 0,86–0,89 Anfang 2002 auf über US-\$ 1,15 Mitte Mai 2003, seinen Höchststand seit vier Jahren (Grafik V.2). In diesem Zeitraum gewann der Euro auf nominaler effektiver Basis rund 15%, womit er sich von seinem Abwertungstrend 1999 und 2000 deutlich erholte.

Auch gegenüber dem Yen gab der US-Dollar nach, allerdings in geringerem Umfang: von über ¥ 134 Anfang 2002 auf unter ¥ 117 im Mai 2003. Auf die Aufwertung des Yen reagierten die japanischen Währungsbehörden mehrfach mit Devisenmarktinterventionen. Dagegen verlor der Yen gegenüber dem Euro im gleichen Zeitraum weiter an Wert – von ¥ 115–119 auf ¥ 135 Mitte Mai. Auf nominaler effektiver Basis blieb der Yen im Berichtszeitraum insgesamt stabil. Im langfristigen Vergleich war er immer noch stark, lag am

US-Dollar durchweg schwächer



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

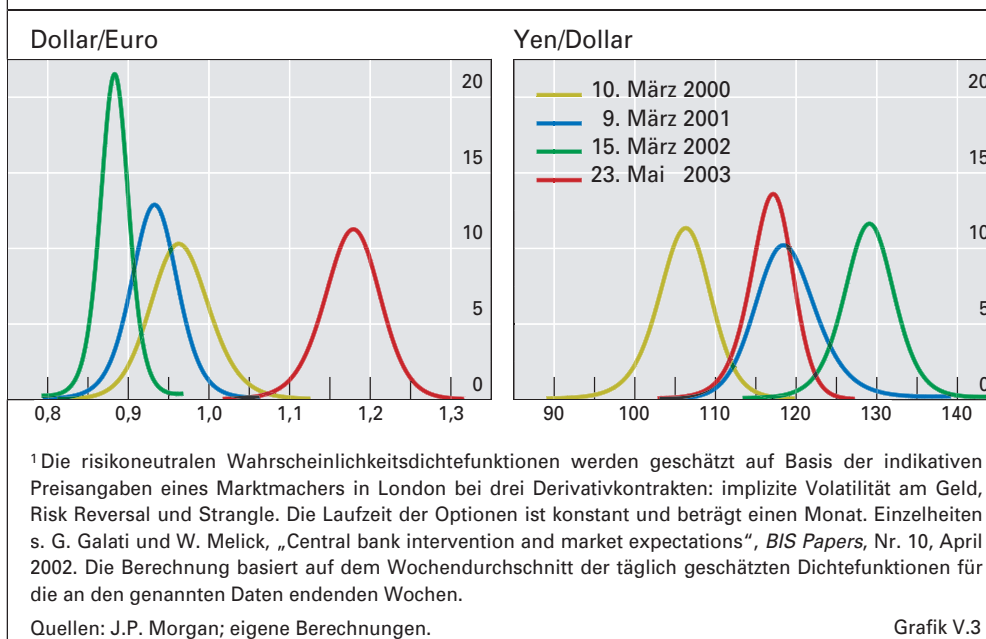


Ende des Berichtszeitraums jedoch um 19% unterhalb seines jüngsten Höchststandes von Ende 2000.

Die Abwertung des US-Dollars ging mit einem deutlichen Stimmungsumschwung an den Märkten einher (Grafik V.3). Seit Anfang 2002 hat sich die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich des Risikogleichgewichts

Merklicher Stimmungsumschwung an den Märkten

Wahrscheinlichkeitsverteilung des Dollars gegenüber Euro und Yen¹



zwischen einem viel stärkeren und einem viel schwächeren US-Dollar, gemessen an der Schiefe der geschätzten risikoneutralen Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen, zugunsten des schwächeren US-Dollars verschoben. Ökonometrische Tests zeigen, dass – selbst wenn die Auswirkungen vergangener Wechselkursentwicklungen berücksichtigt werden – in den letzten zwei Jahren auf eine Stimmungsverschlechterung hinsichtlich des US-Dollars in der Regel nach vier Wochen ein tatsächlicher Rückgang des Wechselkurses folgte.

Bemerkenswert war, dass die kurzfristige Volatilität der wichtigsten Devisenmärkte im Berichtszeitraum trotz der erheblichen Schwankungen der G3-Währungen im Vergleich zu früheren Jahren relativ gering war. Dies stand im Gegensatz zu der Unsicherheit an anderen Finanzmärkten (Kapitel VI).

Bestimmungsfaktoren

Wandel bei Bestimmungsfaktoren

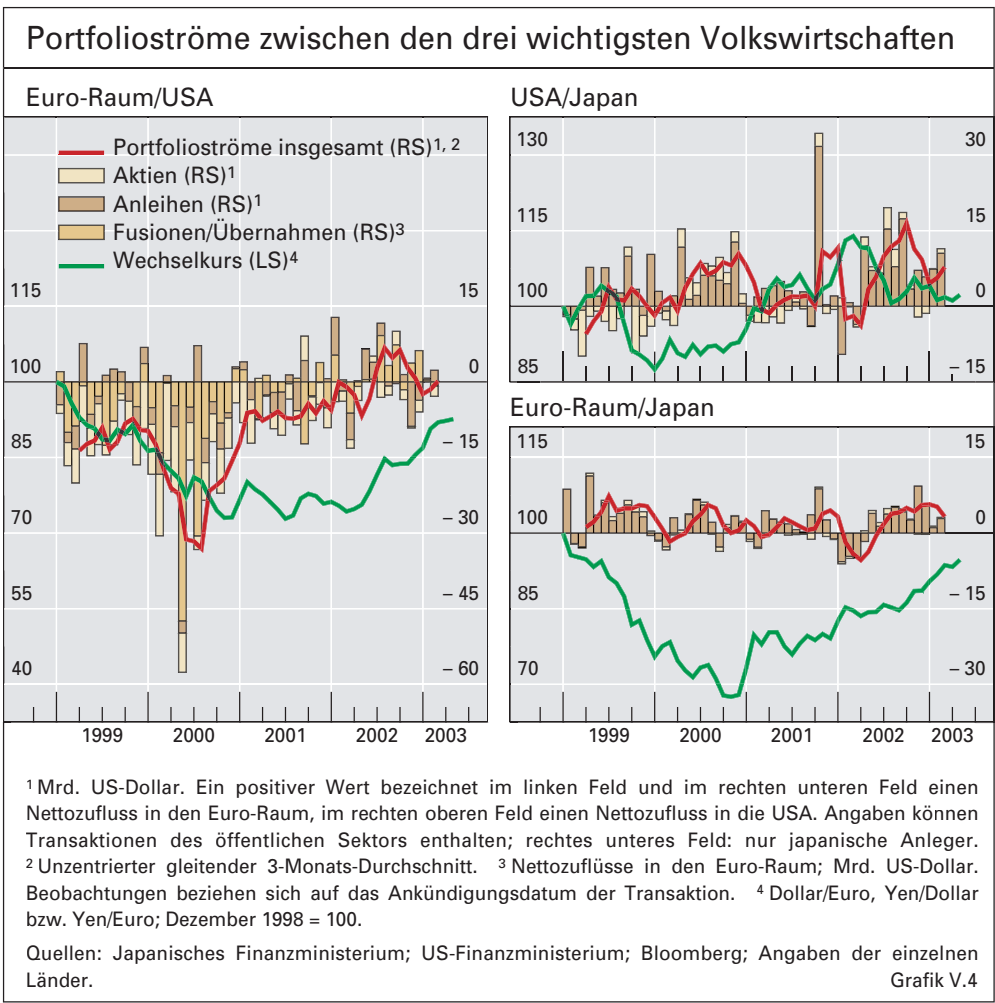
Im Berichtszeitraum veränderten sich die Einflussfaktoren für die Entwicklung der wichtigsten Wechselkurse im Vergleich zu den Vorjahren beträchtlich. Zum besseren Verständnis der US-Dollar-Abwertung im Jahr 2002 ist ein Rückblick auf die Faktoren nützlich, die zur Stärke des US-Dollars von Mitte der neunziger Jahre bis 2001 beigetragen hatten.

Bis 2001 hohes US-Produktivitätswachstum, starke Kapitalströme und US-Dollar-Aufwertung

Damals hatten hohe tatsächliche und erwartete Produktivitätszuwächse in den USA eine rasante Zunahme der Investitionen und einen außergewöhnlichen Anstieg der US-Aktienkurse gestützt. Die Aussichten auf höhere Renditen in den USA hatten dazu beigetragen, sowohl hohe Portfolioinvestitionen – insbesondere in Aktien und Unternehmensanleihen – als auch Direktinvestitionen anzuziehen. Diese Kapitalzuflüsse hatten zu einer deutlichen Aufwertung des US-Dollars geführt (Grafik V.4), die ihrerseits die Leistungsbilanz geschwächt hatte. Allerdings war dieser Investitionsboom im Laufe des Jahres 2001 allmählich zum Stillstand gekommen, als die Gewinne einbrachen und die Konjunktur in den USA an Schwung verlor. Auch die US-Märkte für Aktien und risikoreiche Unternehmensanleihen hatten zu schrumpfen begonnen, als die Anleger sich von Aktien abwandten und wieder sicherere Titel wie höherwertige Unternehmensanleihen, Schuldtitel staatsnaher Körperschaften („Agencies“) und Staatsanleihen bevorzugten (Kapitel VI). Der Bruttokapitalzufluss in die USA war schwächer geworden. Dennoch waren die privaten Portfolio- und Direktinvestitionsströme aus dem Euro-Raum netto betrachtet positiv geblieben, da die Wachstumsaussichten in den USA weiterhin als besser eingeschätzt wurden als im Euro-Raum. Infolgedessen hatte der US-Dollar weiter zugelegt.

2002 Kapitalverlagerung zu sichereren Anlagen bei anhaltendem Stimmungsabschwung

Im Gegensatz dazu änderten sich im ersten Halbjahr 2002 aufgrund des weiter schwindenden Vertrauens in die US-Finanzmärkte sowohl die Richtung als auch die Zusammensetzung der Kapitalströme erheblich. Die Auslöser des Stimmungsabschwungs waren in erster Linie die gegenüber den Erwartungen weniger robuste Erholung der Konjunktur und die Enthüllung einer Reihe von Bilanzunregelmäßigkeiten bei Unternehmen, die die Besorgnis der Anleger hinsichtlich der Verlässlichkeit der Finanzausweise von Unternehmen sowie hinsichtlich der Höhe ihres Risikos schürten. Darüber hinaus interpretierten die Märkte die restriktivere US-Außenhandelspolitik als Anzeichen für erhöhte Bedenken der US-Regierung wegen des US-Leistungsbilanzdefizits.

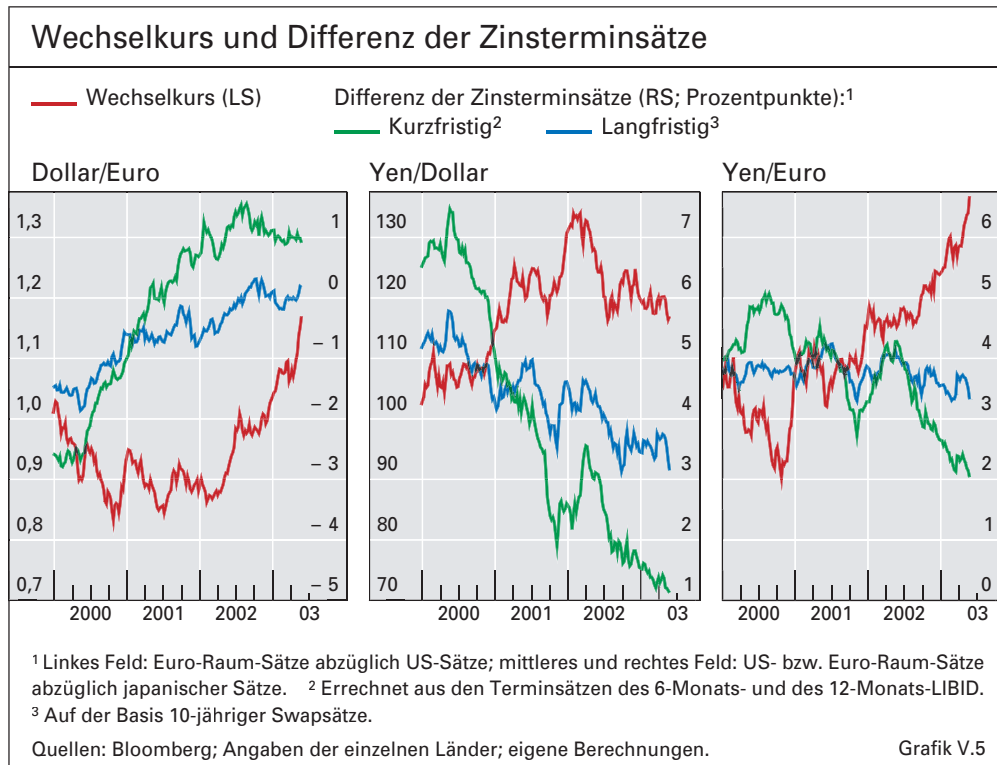


Die privaten Portfolio- und Direktinvestitionsströme vom Euro-Raum in die USA wurden netto betrachtet negativ. Zudem verlagerten die internationalen Anleger ihr Interesse noch weiter von Portfolioinvestitionen in Aktien und Direktinvestitionen zu sichereren Instrumenten.

Die erwarteten Wachstumsdifferenzen, die lange die Kapitalströme in die USA und auch die Stärke des US-Dollars gestützt hatten, spielten in dieser Hinsicht keine Rolle mehr, als das Renditepotenzial risikoreicher US-Aktien nicht länger als entscheidend bewertet wurde. Stattdessen rückten die Zinsdifferenzen als wichtiger Bestimmungsfaktor für die Kapitalbewegungen und folglich die Wechselkurse wieder in den Mittelpunkt. Ganz anders als in den Vorjahren war bei einer erheblichen Zahl von Währungspaaren eine signifikant positive Korrelation zwischen den Zinsdifferenzen im kurzfristigen Bereich und den Wechselkursbewegungen zu beobachten.

Zinsdifferenzen zunehmend wichtig

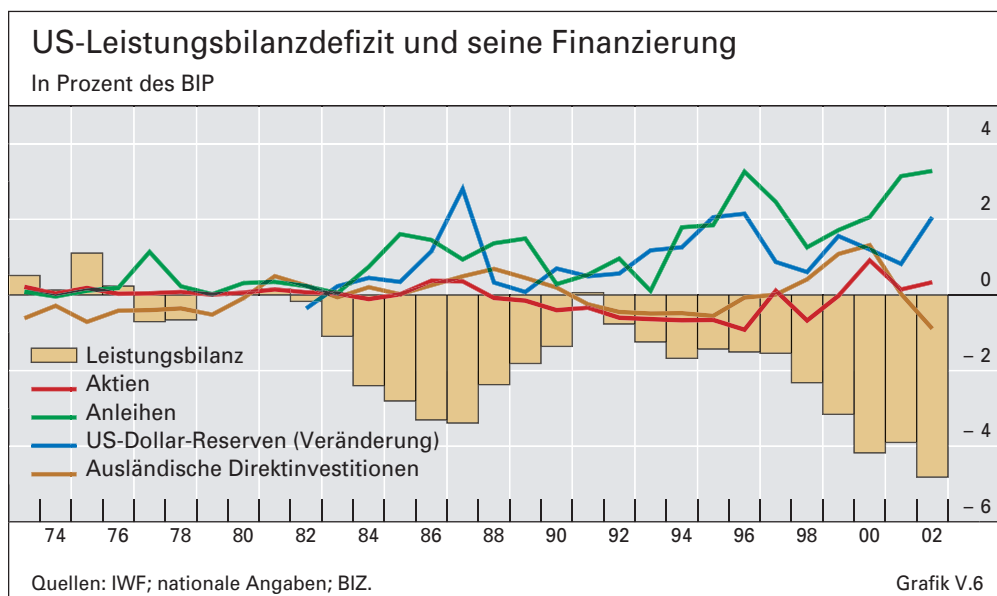
Mit den höchsten Zinssätzen unter den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen profitierte der Euro-Raum am meisten von dieser renditebedingten Verschiebung der Kapitalströme, was die Aufwertung des Euro begünstigte (Grafik V.5). Die positive Korrelation im Jahr 2002 zwischen dem US-Dollar/Euro-Kurs und der entsprechenden Differenz bei den kurzfristigen Zinsen erreichte den höchsten Wert seit der Einführung der Einheitswährung. Die relative Robustheit des Yen gegenüber dem US-Dollar stand ebenfalls in Ein-



klang mit der Verringerung der negativen Zinsdifferenzen Japans gegenüber den USA.

US-Leistungsbilanzdefizit wieder im Rampenlicht

Der oben erwähnte Rückgang der privaten Kapitalzuflüsse in die USA und die Veränderung ihrer Zusammensetzung belasteten den US-Dollar angesichts des weiter steigenden US-Leistungsbilanzdefizits noch mehr. Im Jahr 2002 erreichte das Defizit 5% des BIP der USA (Grafik V.6), und die Nettoauslandsverbindlichkeiten überschritten erstmals 20% des BIP (S. 97, Grafik V.7). Diese Entwicklungen erhielten aus mehreren Gründen größeres Gewicht: Erstens sank der durch ausländische Direktinvestitionen finanzierte Anteil des US-Defizits beträchtlich, während der Anteil staatlicher US-Dollar-Reserven – die



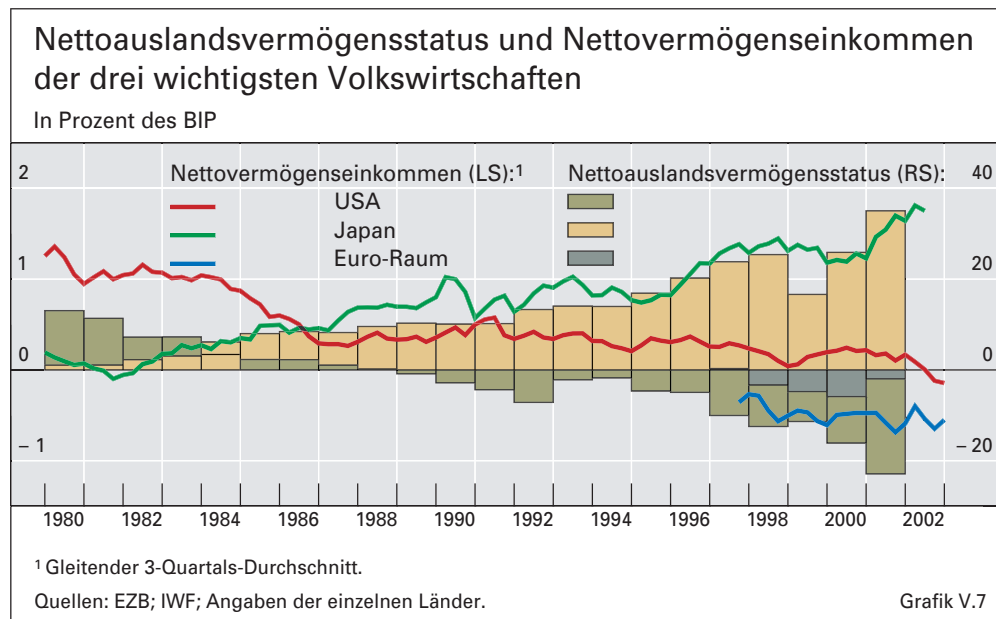
Jährliche Veränderung der offiziellen Währungsreserven							
Mrd. US-Dollar							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Nachrichtlich: Stand Ende 2002
	Zu jeweiligen Wechselkursen						
Insgesamt	49,8	27,0	138,6	154,7	111,7	351,4	2 392,3
Industrieländer	-18,6	-32,8	52,1	54,7	2,9	108,1	887,8
USA	-7,5	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	33,8
Euro-Raum	10,6	-32,9	-39,2	-9,4	-10,8	8,0	215,8
Japan	0,5	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	451,5
Asien	22,6	62,8	79,0	52,5	76,0	173,3	943,8
China	34,9	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	286,4
Hongkong SVR	29,0	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	111,9
Indien	4,6	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	67,0
Indonesien	-1,7	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,2	30,3
Korea	-13,5	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	120,8
Malaysia	-6,1	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	33,3
Philippinen	-2,8	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	13,0
Singapur	-5,6	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	81,4
Taiwan, China	-4,5	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	161,7
Thailand	-11,5	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	38,0
Lateinamerika ¹	11,4	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	140,1
Argentinien	4,4	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	10,4
Brasilien	-7,5	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	37,4
Chile	2,3	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	14,8
Mexiko	9,0	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	49,9
Mittel- und Osteuropa ²	5,5	6,6	1,7	19,1	12,7	36,4	146,1
Übrige Länder	29,0	0,0	14,7	26,2	20,5	29,4	274,5
	Zu konstanten Wechselkursen ³						
Insgesamt	109,4	24,6	178,7	190,7	141,0	268,4	2 395,2
Reserven in US-Dollar	74,0	49,0	145,8	115,5	82,9	219,8	1 751,4
Reserven in anderer Währung	35,4	-24,4	32,9	75,2	58,1	48,6	643,8

¹ Aufgeführte Länder sowie Kolumbien, Peru und Venezuela. ² Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. ³ Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Periodenende.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle V.1

sich vorwiegend auf asiatische Länder konzentrieren – erheblich zunahm (Tabelle V.1). Dies war ein Anzeichen für die schwindende Bereitschaft des privaten Sektors, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, wodurch der US-Dollar anfälliger gegenüber Stimmungsschwankungen wurde. Zweitens schien es wahrscheinlich, dass das Leistungsbilanzdefizit künftig noch weiter steigen würde, da die US-Konjunktur Anfang 2003 nach wie vor lebhafter war als die der meisten Handelspartner der USA. Drittens wurde die Veränderung in der Zusammensetzung der US-Ausgaben von den Marktteilnehmern nicht positiv bewertet. Während die Ausgaben der privaten Haushalte konstant hoch blieben, ließ die Investitionstätigkeit der Unternehmen nach. In dem Maße, wie dadurch die US-Inlandsnachfrage fiel, füllte ein steigendes Haushaltsdefizit die Lücke. Dies gab wiederum Anlass zu der Besorgnis, es entstehe ein „Zwillings-



defizit“ (Kapitel II) – ein Problem, das Erinnerungen an die achtziger Jahre weckte.

Dass das US-Leistungsbilanzdefizit aufmerksamer beobachtet wurde, bewies der Stimmungsumschwung bei den Anlegern zulasten des US-Dollars Anfang 2002, der zeitgleich mit der Einführung neuer Importschranken für Stahl und landwirtschaftliche Erzeugnisse durch die US-Regierung erfolgte. Die Marktteilnehmer sahen darin ein Anzeichen dafür, dass die Regierung Anspannungen in den Wirtschaftszweigen handelbarer Güter in den USA fürchtete. Das Thema der Tragbarkeit des US-Leistungsbilanzdefizits wird im letzten Abschnitt aufgegriffen, wo basierend auf einer langfristigen Analyse von Leistungsbilanzanpassungen in einer Reihe von Industrieländern einige vorläufige Schlüsse gezogen werden.

Entwicklungen an anderen Devisenmärkten

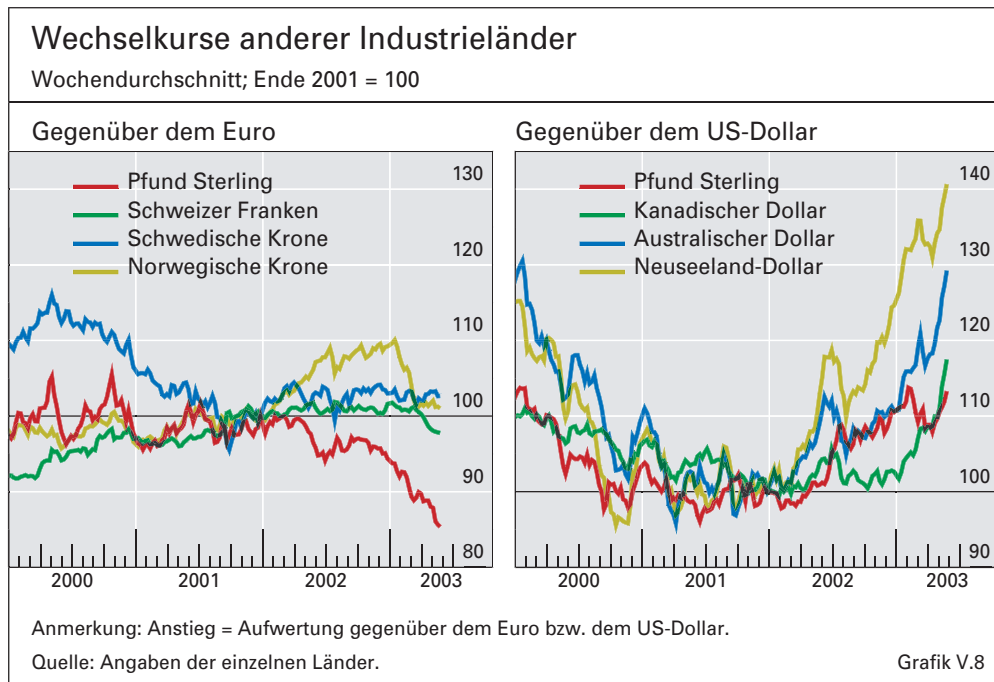
Währungen der Industrieländer

Renditedifferenzen und Wirtschaftswachstum auch relevant für:

Auch die Entwicklung der Währungen mehrerer anderer Industrieländer spiegelt das Streben der internationalen Anleger nach Renditen mit geringem Risiko wider. Die Korrelationen ihrer Wechselkurse mit den entsprechenden Zinsdifferenzen wurden im Jahr 2002 eindeutig positiv, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Die Wirtschaftsleistung der betreffenden Volkswirtschaften stützte den Zinsvorteil ihrer Währungen. Enger wurde die Beziehung zwischen Zinsdifferenzen und Wechselkursentwicklung auch infolge der Rückkehr von mit geliehenen Mitteln spekulierenden Akteuren an die Devisenmärkte. Insbesondere Makro-Hedge-Fonds suchten eine Alternative zu den wenig lebhaften Aktienmärkten.

– Pfund Sterling

Unter den europäischen Währungen außerhalb der WWU boten das Pfund Sterling und die schwedische Krone zwei Beispiele für den Einfluss von Renditedifferenzen. Getragen von vergleichsweise hohen Zinssätzen und dem



starken Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich stieg das Pfund Sterling von US-\$ 1,43 im Januar 2002 auf über US-\$ 1,65 Anfang Februar 2003 und gewann damit 15% gegenüber dem US-Dollar (Grafik V.8). Gegenüber dem Euro verlor das Pfund aufgrund seines geringeren Zinsvorteils und des Aufwärtstrends der Einheitswährung etwas an Boden. Nach der weitgehend unerwarteten Zinssenkung durch die Bank of England im Februar 2003 gab das Pfund durchweg nach, was den Renditevorteil schmälerte und die Marktteilnehmer veranlasste, die binnenwirtschaftlichen Bedingungen neu zu bewerten. Im April und Mai stieg das Pfund wieder auf US-\$ 1,62, wertete jedoch gegenüber dem Euro weiter ab. In Schweden stiegen die kurzfristigen Zinssätze dank der robusten konjunkturellen Entwicklung und der geldpolitischen Straffung im ersten Halbjahr 2002 sogar noch höher als im Vereinigten Königreich. Vor diesem Hintergrund erholte sich die Krone um durchschnittlich 8% von ihren Tiefständen um 10 Kronen je Euro im Jahr 2001 und stabilisierte sich bei 9,0–9,4 Kronen. Die sich konkretisierenden Aussichten auf den Beitritt zur WWU beeinflussten die Krone im Berichtszeitraum ebenfalls.

– schwedische Krone

Die eindrucksvolle Erholung des australischen und des kanadischen Dollars sowie des Neuseeland-Dollars veranschaulichte in ähnlicher Weise, dass Differenzen bei den Nominalrenditen als Bestimmungsfaktor der Wechselkursentwicklung an Bedeutung gewonnen haben. Bei lebhafter Konjunktur und einem erheblichen, weiter wachsenden Zinsvorteil gegenüber dem US-Dollar gewann der australische Dollar von Januar 2002 bis Mitte Mai 2003 mehr als 25% und übertraf den Höchstwert von US-\$ 0,65, den er zuletzt Anfang 2000 erreicht hatte. Der Neuseeland-Dollar erholte sich im selben Zeitraum bei noch höheren Renditen in noch größerem Maße und stieg um 35% auf über US-\$ 0,57 – einen Wert, der zuletzt Anfang 1998 verzeichnet worden war. Der Aufschwung des kanadischen Dollars setzte offenbar später ein und war auf absoluter Basis moderater, was dem relativ schmalen, doch ebenfalls zu-

– australischen und kanadischen Dollar sowie Neuseeland-Dollar

nehmenden Renditevorteil entsprach. Dennoch hatte die Währung im März 2003 die seit Ende 2000 erlittenen Verluste gänzlich ausgeglichen. Zusätzlich gestützt wurde diese Erholung möglicherweise durch den rasanten Anstieg der Rohstoffpreise: Erstmals seit Jahren war die traditionelle positive Korrelation mit den Rohstoffpreisen wieder bei allen drei Währungen zu beobachten.

Carry Trades
durch Zinsniveau
begünstigt

In den Bereich Renditevorteil gehörte auch die Strategie der Zinsdifferenzgeschäfte (Carry Trades), die durch die niedrigen Zinsen in den drei wichtigsten Volkswirtschaften und der Schweiz während des Berichtszeitraums attraktiv wurden. Ein besonders anschauliches Beispiel für den Einsatz dieser Strategie war die norwegische Krone, deren kurzfristige Zinssätze im Vergleich zu anderen Industrieländern und sogar einigen aufstrebenden Volkswirtschaften hoch waren. Kommentaren von Marktbeobachtern zufolge nahmen Hedge-Fonds und andere internationale Anleger Fremdmittel in Euro auf und legten sie in kurzfristigen norwegischen Titeln an. Vor diesem Hintergrund wertete die Krone während des ganzen Jahres 2002 gegenüber dem Euro erheblich auf (11%), gegenüber dem US-Dollar sogar noch mehr (29%). Doch im Januar 2003 erreichte sie ihren Höchststand, und im März hatte sie einen Großteil ihrer Kursgewinne bereits wieder eingebüßt, da die Carry Trades nach dem Zinssenkungsbeschluss der norwegischen Zentralbank rasch wieder aufgelöst wurden. Carry Trades wurde überdies eine Katalysatorwirkung bei der rasanten Erholung des australischen Dollars und des Neuseeland-Dollars sowie, etwas später, des kanadischen Dollars zugeschrieben.

Schweizer Franken
als Ausnahme, vor
allem wegen Rolle
als „sicherer
Hafen“

Der Schweizer Franken bildete bis März 2003 eine bemerkenswerte Ausnahme von diesem Zusammenhang zwischen Währungsstärke und Zinsvorteilen. Trotz niedriger und noch sinkender Renditen sowie einer relativ schwachen Konjunktur blieb der Franken gegenüber dem Euro robust und legte gegenüber dem US-Dollar erheblich zu. Die Aufwertungsschübe gegenüber dem Euro während des gesamten Jahres 2002 geschahen zeitgleich mit wirtschaftlichen und geopolitischen Ereignissen, die zu einem Stimmungsschwung gegenüber dem US-Dollar und auf den Finanzmärkten allgemein führten. Die Verstärkung der Korrelation zwischen dem Franken und der Goldpreisentwicklung im Jahr 2002 lässt ebenfalls vermuten, dass die Währung als „sicherer Hafen“ gesehen wurde. Auf nominaler effektiver Basis notierte der Franken rund 15% über seinem jüngsten Tiefstand vom Jahr 2000 – angesichts der Konjunkturflaute eine Herausforderung für die Geldpolitik (Kapitel IV). Dies stand in scharfem Gegensatz zu dem Szenario vor drei Jahren, als der schwache Franken und seine Inflationstendenzen die Hauptsorge der Geldpolitik gewesen waren. Der geldpolitische Kurs der Schweizerischen Nationalbank wurde jedoch als Ausgleich zum Aufwärtsdruck auf den Franken gesehen. Nach einer Senkung des Leitzinssatzes im März 2003 gab der Franken im April und Mai um 3% gegenüber dem Euro nach.

Währungen aufstrebender Volkswirtschaften

Die weltwirtschaftlichen Aussichten und verschiedene inländische Sonderfaktoren hatten im Berichtszeitraum erheblichen Einfluss auf die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften. In manchen Fällen spielte auch das Renditestreben internationaler Anleger eine Rolle.

In Lateinamerika, wo mehrere Währungen vor dem Hintergrund wirtschaftlicher und/oder politischer Unruhen deutlich abwerteten, dominierten inländische Faktoren (Grafik V.9). Die Abwertung des brasilianischen Real beschleunigte sich in den Monaten vor den Präsidentschaftswahlen im Oktober 2002 – ein Zeichen der damals herrschenden Zweifel im Hinblick auf die künftige Wirtschaftspolitik. In Venezuela wurde der Bolívar, dessen Wechselkurs Anfang 2002 freigegeben worden war, im Laufe des Jahres durch verstärkte politische Unruhen und einen Ölstreik weiter geschwächt, was schließlich die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen zur Folge hatte. Nach der Abwertung in Argentinien ließen auch die Währungsbehörden Uruguays infolge finanzieller Anspannungen eine Abwertung ihrer Währung zu. Neben regionalen Faktoren spielten auch die unsicheren Aussichten für die US- und die globale Konjunktur eine Rolle. Der mexikanische Peso beispielsweise fiel von seinem hohen Niveau Anfang 2002 bis auf einen historischen Tiefstand im März 2003, weil negative Auswirkungen einer verspäteten Erholung in den USA auf die Exporte und die Konjunktur Mexikos befürchtet wurden. Zweifel hinsichtlich der weltweiten Aussichten belasteten auch den chilenischen Peso.

Lateinamerikanische Währungen 2002 deutlich schwächer



Wechselkursvolatilität ¹						
	Bilateral ²			Effektiv ³		
	1995/96	1999–2001	Jan. 2002– Mai 2003	1995/96	1999–2001	Jan. 2002– Mai 2003
China	0,6	0,1	0,2	4,1	3,6	4,1
Hongkong SVR	0,3	0,2	0,2	4,7	4,8	5,4
Indien	7,6	3,4	1,5	9,1	6,1	5,4
Indonesien	2,7	22,6	9,7	6,6	23,0	10,4
Korea	3,9	7,2	8,4	5,8	8,1	7,8
Philippinen	3,9	10,4	4,6	6,1	10,6	5,0
Singapur	3,8	4,2	4,4	5,2	5,5	4,6
Thailand	3,6	7,6	5,0	...	...	...

¹ Berechnet als Standardabweichung über die aufgeführten Zeiträume der auf Jahresbasis umgerechneten täglichen Veränderung in Prozent. ² Gegenüber dem US-Dollar. ³ Handelsgewichtet.
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle V.2

Asiatische Währungen generell stärker oder stabil

Die Währungen Asiens hingegen festigten sich generell gegenüber dem US-Dollar bzw. blieben weitgehend stabil, was zum Teil auf die relativ starke Wirtschaft der Region zurückzuführen war. Die Entwicklung des Yen/US-Dollar-Wechselkurses spielte ebenfalls eine Rolle. Einige Währungen – insbesondere der Renminbi und in etwas geringerem Ausmaß die indische Rupie – vollzogen die Kursbewegungen des US-Dollars sehr eng nach (Tabelle V.2). Die erhebliche Akkumulation von Währungsreserven in China und Indien entsprach offenbar dem Bestreben der Geldpolitik, großen Aufwertungen entgegenzuwirken. Vor diesem Hintergrund gab die effektive Schwächung des Renminbi parallel zum US-Dollar in einigen Volkswirtschaften, die mit China um Exporte konkurrieren, Anlass zur Sorge. Andere Währungen, insbesondere der Won, folgten dem US-Dollar hingegen weniger eng als in früheren Jahren. Insgesamt schienen die Währungen Asiens im Berichtszeitraum auf nominaler effektiver Basis etwas weniger volatil zu sein. Die Beobachtung, dass einige asiatische Währungen den US-Dollar-Rückgang in geringerem Maße absorbierten als der Yen, könnte für die zu erwartende Dynamik der US-Leistungsbilanz durchaus von Bedeutung sein (s. weiter unten). Neben wirtschaftlichen Faktoren übten auch Bedenken in Bezug auf die Sicherheit in der Region einen gewissen Einfluss auf Währungen wie den Won, die Rupiah oder den philippinischen Peso aus.

Hohe Renditen und Carry Trades

Gleichzeitig waren bei einigen Währungen aufstrebender Volkswirtschaften auch Renditedifferenzen und Carry Trades von Bedeutung. Beispielsweise glich der Rand, der gegen Ende 2001 und Anfang 2002 drastisch abgewertet hatte, bis März 2003 alle Verluste aus, gestützt durch seinen hohen Zinsvorteil gegenüber den meisten wichtigen Währungen sowie den steigenden Goldpreis. Nach seinem vorangegangenen Abstieg profitierte offenbar auch der brasilianische Real von dem Renditestreben der Anleger im Jahr 2003, als sich die Unsicherheit im Hinblick auf die Wirtschaftspolitik der neuen Regierung legte. Im März 2003 gewann die Aufwertung des Real merklich an Tempo.

Einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften in Europa wurden aufgrund ihrer relativ hohen Zinssätze und des allgemeinen Optimismus

hinsichtlich des EU-Beitritts ebenfalls bevorzugt. Die daraus resultierende rasante Aufwertung hatte allerdings geldpolitische Reaktionen zur Folge (Kapitel III). Die ungarischen Währungsbehörden etwa intervenierten und senkten die Zinssätze, als sich der Forint im Januar 2003 der Obergrenze seiner Bandbreite näherte. Der jahrelange Aufwertungsstrend der tschechischen Krone mäßigte sich in der zweiten Jahreshälfte 2002 nach dem Unterschreiten des Inflationsziels und mehreren Senkungen der Leitzinsen, die das Zinsgefälle gegenüber dem Euro schließlich aufhoben.

Leistungsbilanzen und Wechselkurse

Im Berichtszeitraum warf die anhaltende Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits und der Nettoauslandsschulden, verbunden mit Veränderungen in der Finanzierung des Defizits, mehrere Fragen auf. Ist das US-Leistungsbilanzdefizit tragfähig? Falls nicht, wie könnten sich die notwendigen Korrekturen vollziehen? Und welche Währungen wären wohl am meisten betroffen, wenn der effektive Wechselkurs des US-Dollars zurückgehen muss?

Korrekturen von Leistungsbilanzdefiziten in Industrieländern seit 1973

Bei der Beantwortung dieser Fragen kann ein Rückblick auf die Erfahrung mit Leistungsbilanzkorrekturen in Industrieländern als erste Orientierung dienen. Für diese Analyse wurden nur Phasen mit einer wesentlichen und dauerhaften Korrektur der Leistungsbilanz betrachtet (Einzelheiten s. Grafik V.10). Seit 1973 gab es 28 solche Phasen.

Frühere
Korrekturen von
Leistungsbilanzen

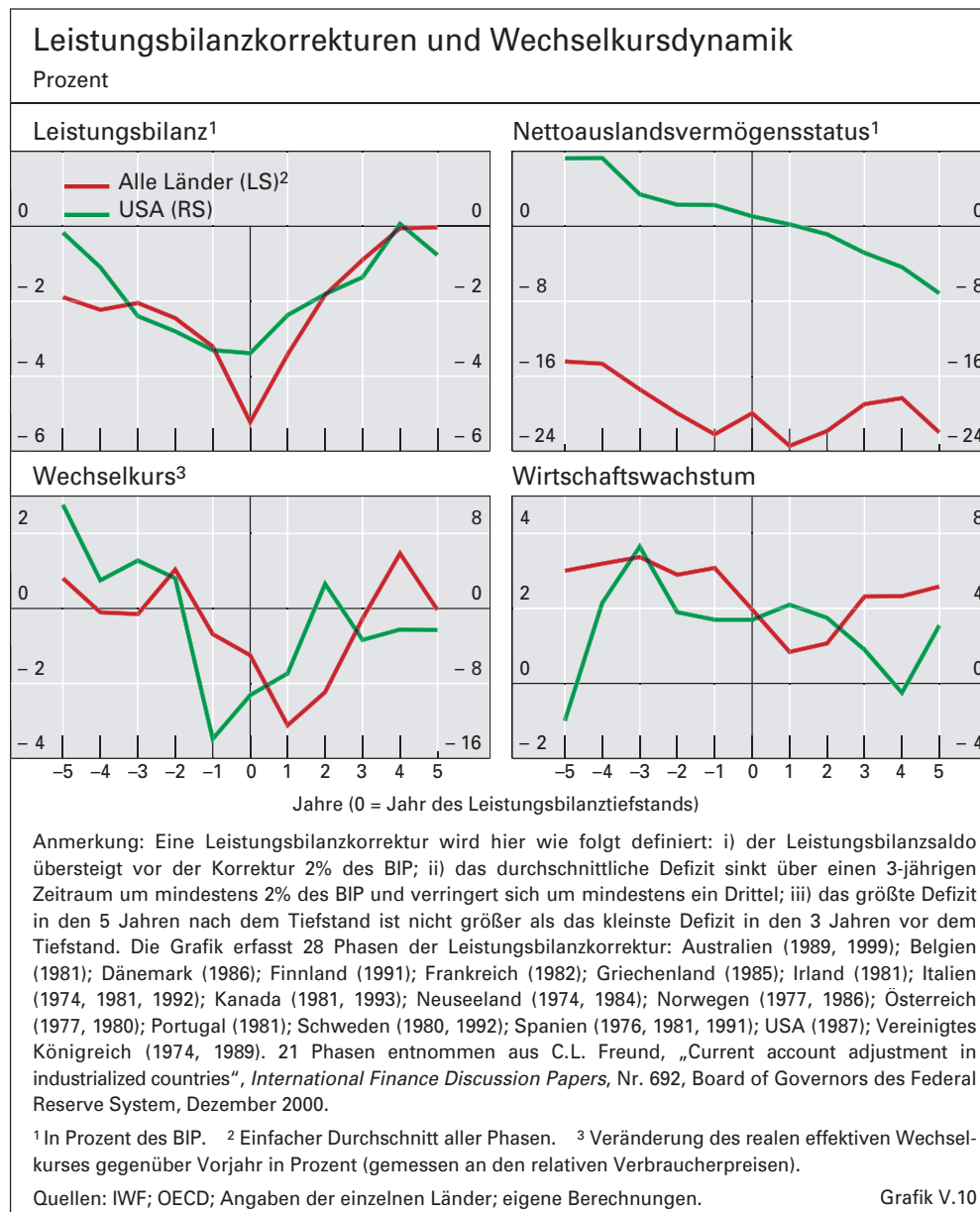
Die Analyse dieser Phasen offenbart drei wesentliche gemeinsame Muster. Erstens scheint es einen Schwellenwert für das Leistungsbilanzdefizit als Prozentsatz des Inlandsprodukts zu geben. Im Durchschnitt kehrte sich das Defizit um, wenn es Werte um 4–5% des jeweiligen BIP erreichte. Dagegen ist es schwierig, eindeutige Belege für einen Schwellenwert beim Verhältnis zwischen Nettoauslandsvermögensstatus und BIP zu finden. Im Durchschnitt kam es zu Korrekturen des Defizits, wenn dieses Verhältnis etwa 20% betrug, aber die einzelnen Phasen unterschieden sich beträchtlich.

Schwellenwerte für
Leistungsbilanz-
defizit und Aus-
landsvermögens-
status

Zweitens beruhte der Anpassungsprozess, durch den ein Leistungsbilanzdefizit korrigiert wurde, im Allgemeinen sowohl auf einer Abwertung der Landeswährung als auch auf einer Abschwächung des binnenwirtschaftlichen Wachstums. Während dieser Phasen verlor die Währung auf realer effektiver Basis durchschnittlich etwa 4%, was den Schluss nahe legt, dass der Beitrag des realen Wechselkurses zur Leistungsbilanzkorrektur tendenziell klein war. Allerdings variierte der Umfang der Wechselkurskorrektur zwischen den einzelnen Phasen erheblich, und in einigen Fällen wertete die Landeswährung drastisch ab. Die Abwertung begann in der Regel zwei Jahre, bevor die Leistungsbilanz ihren Tiefstand erreichte, und hielt für ein weiteres Jahr an. Dies entspricht einem klassischen J-Kurven-Effekt: Zunächst verschlechterte sich die Handelsbilanz, wenn die Währung nachzugeben begann, um sich dann nach etwa drei Jahren wieder zu verbessern.

Anpassungsprozess
beruht weniger auf
Abwertung ...

Drittens waren Leistungsbilanzkorrekturen generell von einem spürbaren Rückgang des binnenwirtschaftlichen Wachstums in dem 2-jährigen Zeitraum

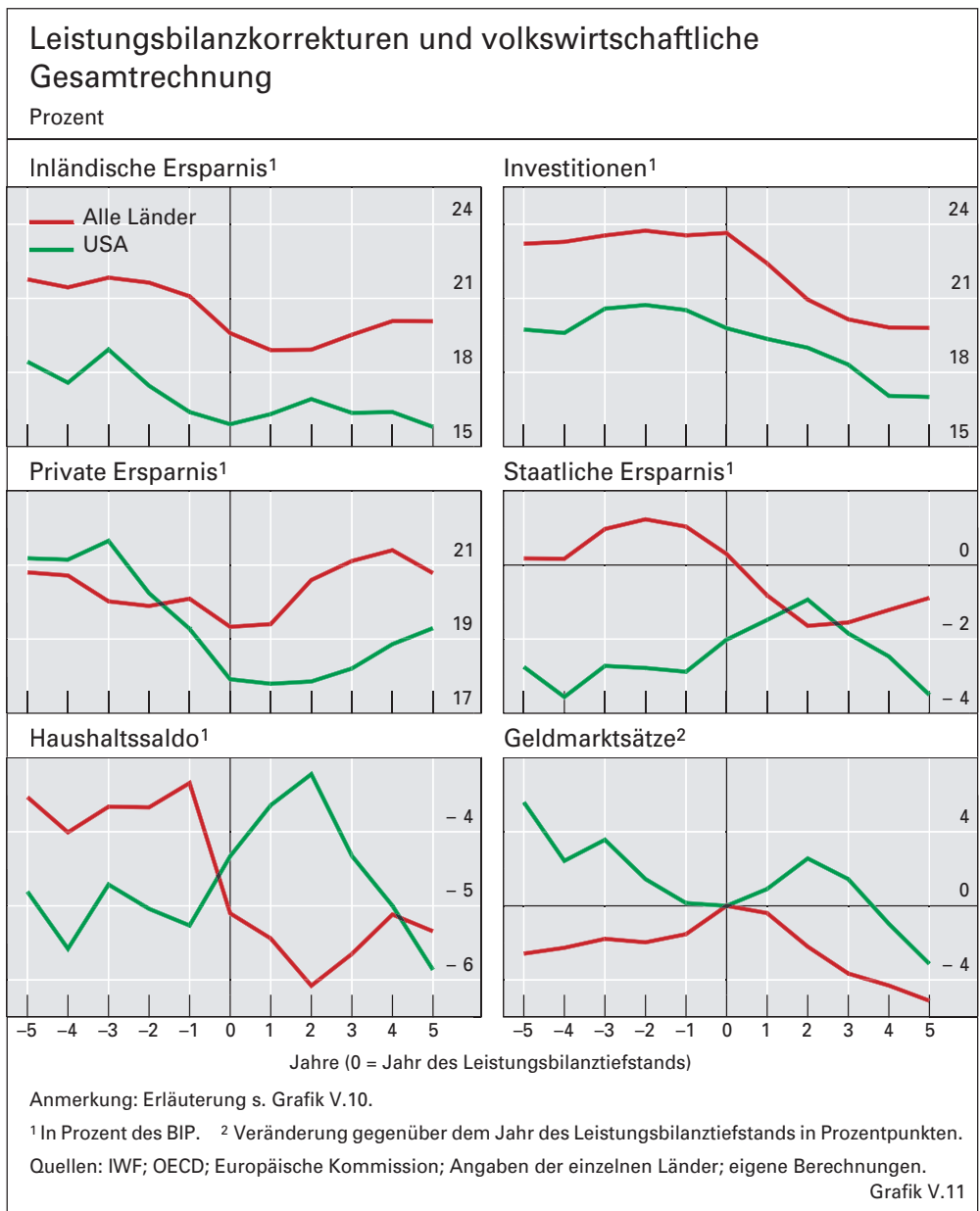


... als auf
Wachstums-
abschwächung

um den Tiefstand der Leistungsbilanz geprägt. Im Durchschnitt sank das BIP-Wachstum um 2 Prozentpunkte. Dies ging zumeist mit einer Verringerung der Investitionstätigkeit einher, die zur Zeit des Leistungsbilanztiefsstands einsetzte und während der drei darauf folgenden Jahre anhält. Bestimmend für die Entwicklung der inländischen Ersparnis war meist die öffentliche Ersparnis, die im Verhältnis zum BIP durchschnittlich abnahm (Grafik V.11). Es gibt somit keine Belege dafür, dass die Verbesserung der Leistungsbilanz mit einer Verbesserung der Haushaltslage einhergegangen wäre. Die kurzfristigen Zinssätze folgten insgesamt anscheinend einer buckelförmigen Kurve – ein Anzeichen dafür, dass der Rückgang des Wachstums und der Investitionstätigkeit mit einer geldpolitischen Straffung verbunden war.

Zwei entscheidende
Unterschiede
zwischen USA und
anderen Ländern

Die Analyse dieser Leistungsbilanzkorrekturen in Industrieländern ist an sich aufschlussreich, könnte aber als Orientierung für mögliche künftige Entwicklungen in den USA an ihre Grenzen stoßen. Die USA unterscheiden sich nämlich in zwei wesentlichen Aspekten von anderen Ländern: Erstens ist



zu bedenken, dass der US-Dollar die vorherrschende internationale Reservewährung ist und dass folglich US-Dollar-Anlagen bei Gebietsansässigen in Ländern, die Devisenreserven akkumulieren, einen erheblichen Teil des Portfolios ausmachen. Zweitens profitierten die USA von einem anhaltenden Renditegefälle zwischen ihren internationalen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten. Infolgedessen erzielten sie bis in die jüngste Vergangenheit positive Nettoerträge, obwohl ihre Auslandsverschuldung anstieg (Grafik V.7). Dies mag bedeuten, dass die USA ein Leistungsbilanzdefizit leichter finanzieren könnten als andere Länder und dass sich der Anpassungsprozess anders darstellt.

Diese beiden Aspekte lassen es somit sinnvoll erscheinen, die Entstehung des US-Leistungsbilanzdefizits in den achtziger Jahren mit seiner anschließenden Umkehr getrennt zu untersuchen. Ergänzend wird erörtert, wie sich die derzeitigen Bedingungen von denen des Jahres 1987 unterscheiden und was dies für den Anpassungsprozess bedeuten könnte.

Die Umkehr des US-Leistungsbilanzdefizits 1987

US-Erfahrung in den achtziger Jahren

Ab 1983 wiesen die USA immer höhere Leistungsbilanzdefizite aus, und 1987 hatte das Defizit 3,5% des BIP erreicht. Die Hauptursache war das rasche Wachstum der Inlandsnachfrage – gefördert u.a. durch ein zunehmendes Haushaltsdefizit und den steilen Anstieg des US-Dollars, der von 1980 bis 1985 auf nominaler effektiver Basis um über 50% aufwertete (Grafik V.1). Der bemerkenswerten Stärke des US-Dollars lagen die tatsächliche und die erwartete Position im Konjunkturzyklus zugrunde, die die USA gegenüber Japan und Deutschland begünstigten. Das hatte zur Folge, dass in den USA eine straffere und in den beiden anderen Ländern eine unveränderte oder lockerere Geldpolitik erwartet wurde. Darüber hinaus trugen auch zunehmende ausländische Investitionen in den USA dazu bei, den US-Dollarkurs und das US-Leistungsbilanzdefizit in die Höhe zu treiben.

Zwei Parallelen ...

Der Mechanismus, durch den das US-Leistungsbilanzdefizit von 1987 bis 1991 abgebaut wurde, entsprach in zwei wichtigen Punkten weitgehend dem vergleichbarer Phasen in anderen Ländern (Grafik V.10). Eine Parallele ist, dass sich das US-Defizit zu verringern begann, als es den typischen Schwellenwert für das Verhältnis Leistungsbilanz/BIP erreichte. Eine zweite Parallele ist, dass die Umkehr mit einer Abwertung der Landeswährung und einer gewissen Abschwächung des Wachstums verbunden war.

... aber mit anders zusammengesetztem Anpassungsmechanismus

Es gibt aber auch bedeutende Abweichungen. Vor allem ist die Zusammensetzung der Anpassungsmechanismen unterschiedlich. Im Falle der USA ging die Korrektur hauptsächlich zulasten des US-Dollars, der weit stärker abwertete als die Währungen der meisten anderen Länder in einer Korrekturphase. Von 1985 bis 1987 fiel der US-Dollar auf nominaler wie auch realer effektiver Basis steil ab (–35% bzw. –27%), und zwar insbesondere gegenüber dem Yen, der gegen den US-Dollar um 65% aufwertete, sowie gegenüber der D-Mark, die fast 60% gewann. Dem rasanten Anstieg des Yen entsprach das

Reales Wachstum, Abwertung und US-Handelsbilanz								
	Wachstumsrate			Wechselkurs ¹			US-Handelsbilanz nach Land ²	
	1985–87 ³	1988–90 ³	2002	1985–87	1988–90	März 2003 ⁴	1987	2002
China	12,2	6,4	8,0	–38,3	–22,1	–0,0	1,8	23,7
Euro-Raum	2,4	3,9	0,8	48,3	11,2	22,3	13,6	18,9
Deutschland	2,0	4,4	0,2	58,1	11,3	22,3	10,1	8,2
Japan	4,0	5,7	0,3	64,5	0,1	11,8	37,1	16,1
Asien ⁵	4,8	8,0	4,1	–4,2	2,0	2,6	15,1	11,6
Kanada	3,8	2,6	3,4	–2,4	13,6	8,5	7,4	11,4
OPEC-Länder	...	...	...	...	...	...	8,5	7,9
Saudi-Arabien	0,0	6,3	0,7	–5,9	0,0	–0,1	0,7	1,9
Vereinigtes Königreich	4,0	2,7	1,8	22,7	8,9	10,5	2,1	1,7
USA	3,5	3,2	2,4	.	.	.	.	.

¹ Kumulierte Veränderungen in Prozent; Anstieg = Aufwertung gegenüber dem US-Dollar. ² Prozent. ³ Durchschnitt der jährlichen Wachstumsraten in den aufgeführten Zeiträumen. ⁴ Gegenüber Januar 2002. ⁵ Einfacher Durchschnitt von Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen, Singapur und Thailand.

Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.3

sehr robuste Wachstum in Japan (Tabelle V.3). Das Wachstum in Deutschland im Zeitraum 1988–1990 war nicht ganz so stark, aber dennoch stärker als in den USA.

Zu dem beträchtlichen Umfang der US-Dollar-Abwertung trugen drei Faktoren bei: Erstens hatte der ungewöhnlich kräftige Anstieg des US-Dollars in der ersten Hälfte der achtziger Jahre zu einer Überbewertung geführt, die reichlich Spielraum für eine spätere Korrektur bot. Intensiviert wurde die Anpassung des US-Dollars zweitens durch die koordinierte Intervention von Zentralbanken Anfang 1985 sowie das Plaza-Abkommen vom September 1985, das weitere geordnete Aufwertungen der wichtigsten anderen Währungen gegenüber dem US-Dollar in gewissem Rahmen als wünschenswert erkennen ließ. Die Währungsbehörden der G5 erklärten darüber hinaus ihre Bereitschaft zu engerer Zusammenarbeit, um dies zu unterstützen. Drittens trugen der Börsenkrach im Oktober 1987 und die darauf folgende Lockerung der US-Geldpolitik zu einer weiteren Schwächung der US-Währung bei.

Drei Bestimmungs-
faktoren für
deutliche
US-Dollar-Korrektur

Parallel dazu spielte das BIP-Wachstum 1987 beim beginnenden Anpassungsprozess in den USA eine weniger wichtige Rolle als in den anderen betrachteten Fällen. Obwohl das BIP-Wachstum in den USA im Laufe des Jahres 1985 eingebrochen war, blieb es während der Folgejahre weitgehend konstant. Allerdings ging das Wachstum dann im Zeitraum 1989–1991 von 3,5% auf –0,5% zurück, während das Leistungsbilanzdefizit weiter schrumpfte. Dieses Muster steht im Gegensatz zu anderen Phasen der Anpassung, bei denen die Umkehr zeitlich meist mit einem Rückgang des BIP zusammenfiel.

Wirtschaftswachstum
im Anpassungs-
mechanismus
weniger relevant

Eine weitere wichtige Besonderheit der Umkehr der US-Leistungsbilanz im Jahr 1987 betrifft das Verhältnis zwischen Nettoauslandsvermögensstatus und BIP. Dieses blieb in den USA viel kleiner als in vergleichbaren Phasen anderer Länder; der US-Dollar verlor allerdings trotzdem stark an Wert.

Verhältnis
Nettoauslands-
vermögensstatus/
BIP ebenfalls
unterschiedlich

Die derzeitige Lage in den USA

Zwischen der heutigen Situation und der Korrekturphase in den achtziger Jahren gibt es mehrere Unterschiede. Insgesamt lassen sie darauf schließen, dass die Auswirkungen einer Leistungsbilanzkorrektur auf das Wachstum in den USA heute größer, auf den US-Dollar aber geringer sein könnten als damals. Allerdings lassen sich praktisch alle vorgebrachten Argumente auf die eine oder andere Weise relativieren – ein Zeichen dafür, dass eindeutige Schlussfolgerungen schwer zu treffen sind.

Drei Unterschiede
zwischen der
derzeitigen Lage
und 1987

Ein erster, grundlegender Unterschied gegenüber den frühen achtziger Jahren ist, dass der Mangel an Ersparnis des privaten Sektors (insbesondere der privaten Haushalte) mehr zum derzeitigen Leistungsbilanzdefizit beigetragen haben dürfte als der des öffentlichen Sektors (Kapitel II). Wenn Abweichungen dieser Größenordnung als untragbar beurteilt werden, würde ihre Korrektur zwar die Leistungsbilanz verbessern, aber gleichzeitig könnte sie sehr leicht das reale Wachstum bremsen. Je nachdem ob die Schuldner- oder die Gläubigerseite die Anpassung in Gang setzt, könnte der Prozess jedoch unterschiedlich aussehen. Wenn die privaten Haushalte in den USA beschließen würden, ihre Sparquote zu erhöhen, würden ihre Ausgaben zurückgehen und die Zinsen tendenziell fallen. Sollten hingegen die Gläubiger die Anpassung

Rolle der privaten
Ersparnis ...

einleiten, indem sie die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits zunehmend ablehnten, würde zuerst der US-Dollar fallen, und dies möglicherweise auch steiler. In beiden Fällen würde der US-Dollar vermutlich weniger abwerten als in den achtziger Jahren, da sein Ausgangsniveau weniger stark überbewertet ist.

Ob die Schuldner- oder die Gläubigerseite das Muster der Ersparnisbildung in den USA als untragbar beurteilt, wird davon abhängen, wie hoch das Vermögensniveau insgesamt ist. Dieses wird heute in erster Linie durch die Einschätzung des künftigen Potenzialwachstums bestimmt, das wiederum von den Erwartungen hinsichtlich des Produktivitätswachstums abhängt. Die Produktivitäts- und die Potenzialwachstumsrate in den USA scheinen jetzt höher zu sein als in den achtziger Jahren, was dazu beitragen dürfte, das Wirtschaftswachstum und den US-Dollar zu stützen. Im Hinblick auf die inländischen Sparer dürfte ein höheres Vermögensniveau den gegenwärtig niedrigen Sparquoten größere Tragfähigkeit geben und somit die Inlandsnachfrage stützen. Allerdings bleibt offen, ob das Potenzialwachstum wohl ausreichend zugenommen hat, um mit einer privaten Sparquote im Einklang zu stehen, die längerfristig auf dem derzeitigen niedrigen Niveau bliebe. Gebietsfremde Anleger haben bereits begonnen, Bedenken im Hinblick auf die künftig erwarteten Renditen von US-Dollar-Anlagen und die mit ihnen verbundenen Risiken zu äußern.

Die Tragfähigkeit der inländischen Ersparnisbildung wird darüber hinaus davon abhängen, wie die Ansprüche auf künftige Ertragssteigerungen

US-Leistungsbilanzdefizit und Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar		
	US-Handelsbilanz nach Land ¹	Wechselkursreagibilität ²
China	23,7	0,00
Euro-Raum	18,9	.
Japan	16,1	.
Asien	11,6	0,17
Hongkong SVR	-0,8	0,00
Indien	1,8	0,01
Indonesien	1,6	0,14
Korea	3,0	0,34
Malaysia	3,1	0,00
Philippinen	0,9	0,09
Singapur	-0,3	0,31
Thailand	2,3	0,30
Kanada	11,4	0,14
Mexiko	8,5	-0,24
OPEC-Länder	7,9	.
Saudi-Arabien	1,9	0,00
Vereinigtes Königreich	1,8	0,30

¹ 2002; Prozent. ² Berechnet als Koeffizient in einer Regression der Veränderungen des Wechselkurses (Landeswährung/US-Dollar) auf eine Konstante und auf den Yen/US-Dollar-Kurs von Januar 2002 bis Mai 2003. Ein Koeffizient nahe 0 bzw. 1 bedeutet, dass die Währung dieses Landes dem US-Dollar bzw. dem Yen eng folgt.

Quellen: IWF; nationale Angaben; eigene Berechnungen. Tabelle V.4

zwischen dem In- und Ausland verteilt sind. Die Schuldendienstverpflichtungen der USA gegenüber dem Ausland sind seit Mitte der achtziger Jahre erheblich gestiegen und dürften in Zukunft noch drastischer steigen. Dass ein wachsender Anteil des US-Kapitalstocks heute im Besitz von Gebietsfremden ist, legt nahe, dass das nationale Vermögensniveau möglicherweise nur dann wiederhergestellt werden kann, wenn die Sparneigung im Inland zunimmt.

Ein zweiter Unterschied zwischen der derzeitigen Situation und den achtziger Jahren betrifft die wirtschaftliche Lage in anderen wichtigen Volkswirtschaften. In den späten achtziger Jahren war das Wachstum in Europa wie auch in Japan sehr stark und konnte das Schrumpfen des US-Leistungsbilanzdefizits relativ leicht absorbieren; heute jedoch ist dies nicht der Fall. Das bedeutet, dass jegliche Korrektur eine größere Anpassung aufseiten der USA erfordern würde. Eine damit verbundene Schwierigkeit liegt darin, dass rund die Hälfte des heutigen US-Leistungsbilanzdefizits in Ländern konzentriert ist, deren Währungen dem US-Dollar eng gefolgt sind (Tabelle V.4). Dadurch könnten Währungen, die derzeit freier schwanken (insbesondere der Yen und der Euro), unter erheblichen Aufwertungsdruck geraten. Da europäische und japanische Anleger sehr große Bestände an in US-Dollar denominierten Aktiva in den USA halten, könnte eine merkliche Abwertung des US-Dollars sie darüber hinaus negativen Vermögenseffekten aussetzen. Dies könnte auch das Wachstum dämpfen und damit das Problem der Absorption weiter komplizieren.

... wirtschaftliche Lage in anderen wichtigen Volkswirtschaften ...

Natürlich würden diese Komplikationen gemindert, wenn mehr Länder bereit wären, ihre Währung parallel zum Abstieg des US-Dollars aufwerten zu lassen. Außerdem wären Maßnahmen zur Anregung des Nachfragewachstums außerhalb der USA besonders hilfreich, da sie nicht nur die Absorption steigern, sondern auch die Nebenwirkungen einer Aufwertung mildern würden. In einem Umfeld, das disinflationärer ist als in den achtziger Jahren, sollten die Gläubiger auf jeden Fall einen größeren Teil der Last der Anpassung tragen. Sollte sich ferner herausstellen, dass das Bruttoengagement Gebietsfremder in US-Dollar tatsächlich auf verschiedene Arten abgesichert ist, so wären Währungsaufwertungen für die Gläubiger ebenfalls weniger gravierend.

Ein dritter Unterschied gegenüber den achtziger Jahren besteht darin, dass der US-Dollar nicht mehr die einzige Reservewährung ist. Angesichts der hohen Liquidität der Finanzmärkte können Reserven nun ebenso gut in Euro gehalten werden. Mit Blick auf traditionelle Präferenzen und die fortdauernde Verwendung des US-Dollars als Recheneinheit für den internationalen Handel dürfte es allerdings noch recht lange dauern, bis sich der Euro tatsächlich als Reservewährung etabliert hat.

... und Euro als Reservewährung

Insgesamt ist die Ansicht wohl begründet, dass derzeit mehr Abwärtsrisiken für das Wachstum in den USA und den US-Dollar bestehen als in den achtziger Jahren. Dennoch gibt es auch positivere Faktoren, nicht zuletzt die Möglichkeit, dass die Produktivität in den USA deutlich schneller wächst als in anderen Ländern. Auch die erheblichen Überkapazitäten im Bereich der handelbaren Güter in den USA lassen vermuten, dass eine relativ geringe Wechselkursänderung einen umfangreichen Ressourcentransfer bewirken könnte.