

## V. Devisenmärkte

### Schwerpunkte

Das auffallendste Merkmal an den Devisenmärkten während des Berichtszeitraums war die allgemeine Talfahrt des US-Dollars über weite Teile des Jahres 2004. Wie in den beiden Vorjahren wertete der Dollar gegenüber dem Euro, dem Yen und einigen anderen Währungen mit frei schwankenden Wechselkursen deutlich ab. Diesmal verlor er jedoch auch gegenüber mehreren Währungen aufstrebender Volkswirtschaften Asiens an Boden. Von Januar bis Mitte April 2005 kehrte sich der Abwärtstrend des US-Dollars teilweise um.

Die Bewegungen der Wechselkurse schienen vor allem von drei Kräften bestimmt, die den Dollar in unterschiedliche Richtungen zogen. Zunächst schienen das Augenmerk der Marktteilnehmer auf das wachsende US-Leistungsbilanzdefizit und der Eindruck, dass in den Portfolios der asiatischen Zentralbanken ein Dollarüberhang bestand, den Dollar negativ zu beeinflussen. In den ersten Monaten 2005 dagegen wurde der Dollar tendenziell dadurch gestützt, dass sich die Erwartungen bezüglich des relativen Wirtschaftswachstums und der Zinsentwicklung verschoben. Dies kam z.B. in der Beliebtheit von Carry-Trade-Strategien zum Ausdruck. Die Akkumulierung von Währungsreserven in Asien schließlich bremste die Abwertung des Dollars gegenüber mehreren Währungen aufstrebender Volkswirtschaften in der Region. Im Vergleich mit früheren Jahren werteten jedoch mehr Währungen deutlich gegen den Dollar auf.

Die Bedingungen an den Devisenmärkten waren von niedriger kurzfristiger Volatilität und hohen Umsätzen geprägt. Grund für Letztere war offenbar der sehr lebhaft Handel der institutionellen Anleger wie auch der mit Fremdmitteln operierenden Akteure.

Weiter unten wird die Frage erörtert, ob die Entwicklung der Leistungsbilanzungleichgewichte oder die der Währungsanteile in den weltweiten Portfolios – zwei Phänomene, die zwar miteinander verbunden, aber dennoch unterschiedlich sind – ein Problem für das internationale Währungssystem darstellt. Die Leistungsbilanzungleichgewichte sind auf Dauer ganz sicher nicht tragfähig, doch ihr Aufbau könnte sich noch in einem früheren Stadium befinden, als oft angenommen wird, und politische Zwänge gebieten möglicherweise schneller Einhalt als wirtschaftliche. Die potenziellen Portfolioungleichgewichte sind weniger offensichtlich, als vielfach behauptet wird. Eine weitere erhebliche Verkleinerung der Dollarzone in der Weltwirtschaft könnte allerdings letztlich ein Währungsungleichgewicht in den globalen Portfolios zur Folge haben.

## Wechselkursbewegungen: die Fakten

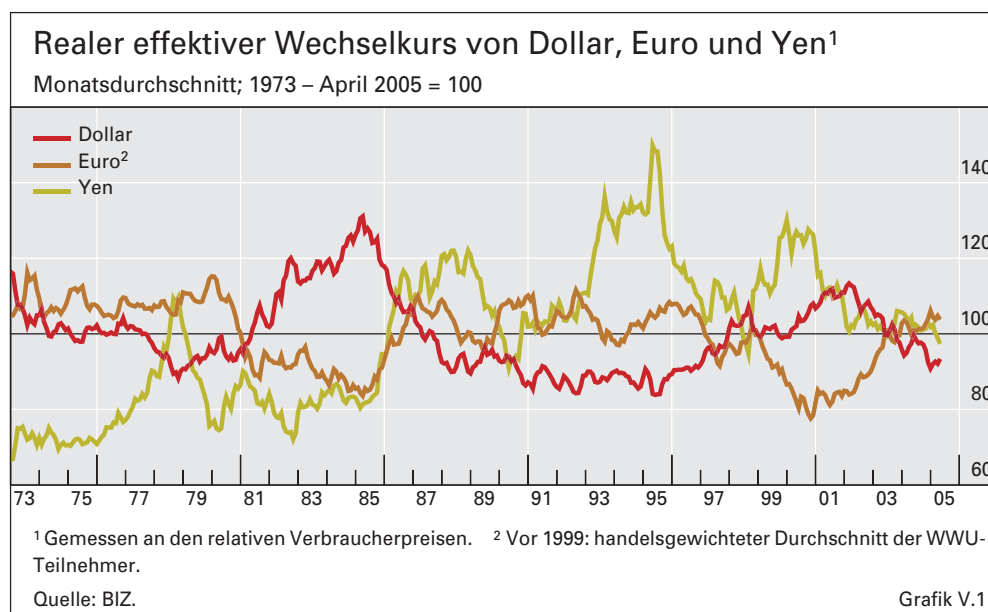
Allgemeiner Abwertungstrend des Dollars im Jahr 2004 ...

Der Berichtszeitraum lässt sich in zwei Phasen unterteilen. In der ersten, von Mitte Mai bis Ende Dezember 2004, wertete der Dollar, wie bereits seit Anfang 2002, auf breiter Front ab. Besonders ausgeprägt war der Rückgang im letzten Quartal 2004, sodass der Dollar zum Jahresende auf realer effektiver Basis rund 22% unterhalb seines Höchstwerts vom Januar 2002 notierte (Grafik V.1). Der Euro hingegen lag Ende 2004 um 23% über seinem Tiefstwert vom Januar 2002, während sich der Yen etwa auf dem gleichen Stand wie drei Jahre zuvor befand.

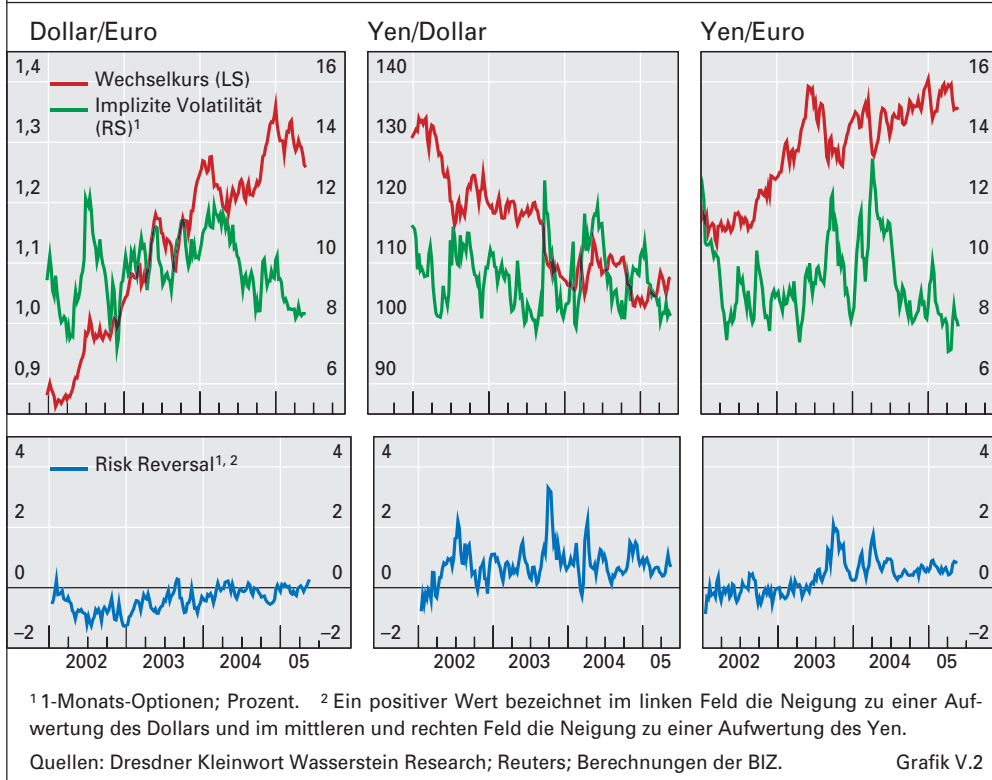
Die Aufwertung gegenüber dem Dollar im Jahr 2004 verlief nicht überall einheitlich. Von Mai bis Dezember fiel der Dollar um 13% gegenüber dem Euro, der am 30. Dezember mit \$ 1,36 den höchsten Wert seit seiner Einführung erreichte (Grafik V.2). Auch im Verhältnis zum Yen verlor der Dollar an Wert, wenn auch in geringerem Maße (7%). Anders als in früheren Jahren hat das japanische Finanzministerium seit Mitte März 2004 nicht interveniert, um die Aufwertung des Yen zu bremsen. Auch der Neuseeland-Dollar (14%), der kanadische Dollar (13%), das Pfund Sterling (8%) und der australische Dollar (7%) werteten gegenüber dem US-Dollar deutlich auf (Grafik V.3). Im Verhältnis zu den meisten europäischen Währungen außerhalb des Euro-Raums verlor der US-Dollar ebenfalls an Boden.

Im gleichen Zeitraum wertete der Euro gegenüber dem Yen um 6% auf, sodass der Yen nach wie vor zwischen Euro und Dollar gehandelt wurde. Auch im Verhältnis zum australischen Dollar und zum Pfund Sterling legte der Euro zu (5% bzw. 4%), während er gegenüber dem Schweizer Franken, der schwedischen Krone, der norwegischen Krone, dem kanadischen Dollar und dem Neuseeland-Dollar in etwa stabil blieb.

Wie in den vergangenen Jahren werteten auch einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften erheblich gegenüber dem Dollar auf (Grafik V.4). Neu war, dass darunter mehrere asiatische Währungen waren – allen voran



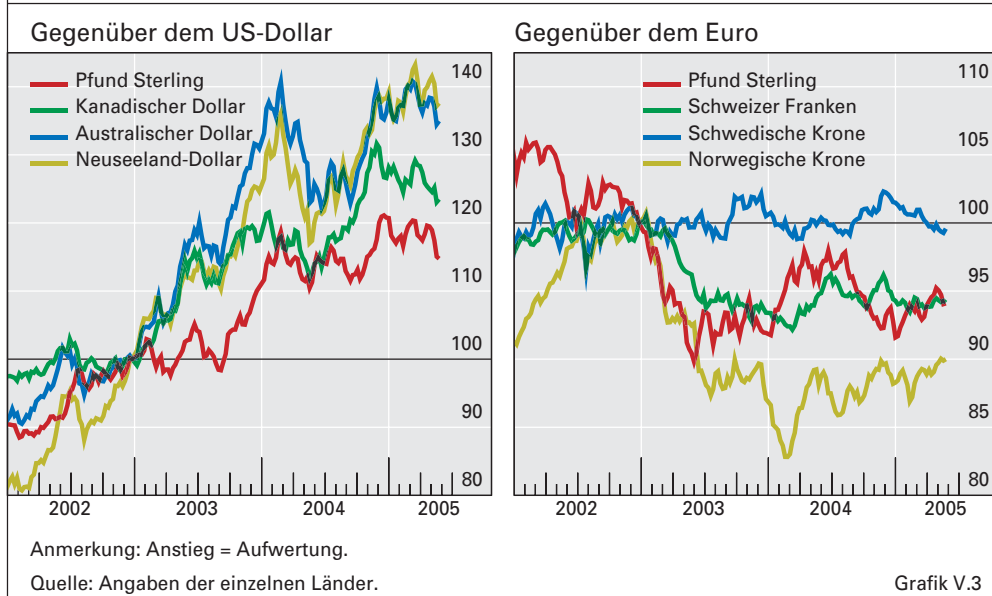
## Wechselkurse, implizite Volatilität und Risk Reversal von Dollar, Euro und Yen



der Won, in geringerem Maße jedoch auch der Baht, die Rupie und der Neue Taiwan-Dollar. Mit Ausnahme des Won werteten die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien generell gegenüber dem Yen ab. In Lateinamerika war von Mitte Mai 2004 bis Anfang 2005 eine beachtliche Aufwertung des Real und des chilenischen Peso gegenüber dem Dollar zu

## Wechselkurse anderer Industrieländer

Wochendurchschnitt; Ende 2002 = 100





verzeichnen. Der Rand setzte seinen starken Aufwertungstrend gegenüber dem Dollar fort. Hingegen konnten die Währungen mehrerer osteuropäischer Länder – namentlich die tschechische Krone, der Zloty und der Forint – ihre Stellung gegenüber dem Dollar wie auch dem aufwertenden Euro sichtbar stärken.

... Anfang 2005 teilweise umgekehrt

In der zweiten Phase – von Anfang Januar bis Mitte April 2005 – legte der Dollar gegenüber den meisten Währungen wieder etwas zu. Zur gleichen Zeit wurden in den USA günstigere Wirtschaftsdaten veröffentlicht. Der Dollar gewann rund 6% gegenüber dem Euro und dem Yen sowie 3–4% gegenüber dem Pfund Sterling, dem kanadischen Dollar, dem australischen Dollar und dem Neuseeland-Dollar. Die wichtigsten Ausnahmen von diesem Trend waren die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien, die weiterhin gegenüber Dollar und Yen aufwerteten.

Stimmungs-  
umschwung an  
den Märkten ...

In dieser zweiten Phase fand auch ein Stimmungsumschwung an den Märkten statt, der sich in den Optionspreisen widerspiegelte. 2004 war die Einschätzung der Marktteilnehmer bezüglich der Risikoverteilung zwischen einem viel stärkeren und einem viel schwächeren Dollar, dargestellt anhand von Risk Reversals, fast das ganze Jahr über deutlich zugunsten des schwächeren Dollars ausgefallen (Grafik V.2). Besonders ausgeprägt war dieser Trend am Yen/Dollar-Markt gewesen. Anfang 2005 setzte hier jedoch ein Umschwung ein, als die Optionspreise einen größeren Optimismus hinsichtlich der US-Währung anzeigten. Die zuvor beobachtete Schiefelage verschwand weitgehend, und der Markt stufte eine erhebliche Auf- bzw. Abwertung des Dollars als etwa gleich wahrscheinlich ein.

Gemeldeter Devisenmarktumsatz nach Kontrahent <sup>1</sup>					
Durchschnittlicher Tagesumsatz im April; Mrd. US-Dollar					
	1992	1995	1998	2001	2004
Mit berichtenden Händlern	540	729	908	689	936
Mit anderen Finanzinstituten	97	230	279	329	585
Mit Nichtfinanzkunden	137	178	242	156	252
Geschätzte Meldelücken	44	53	60	26	107
„Traditioneller“ Umsatz insgesamt	818	1 190	1 490	1 200	1 880

<sup>1</sup> Bereinigt um Doppelzählungen im In- und Ausland.  
Quelle: BIZ, *Triennial Central Bank Survey*, März 2005. Tabelle V.1

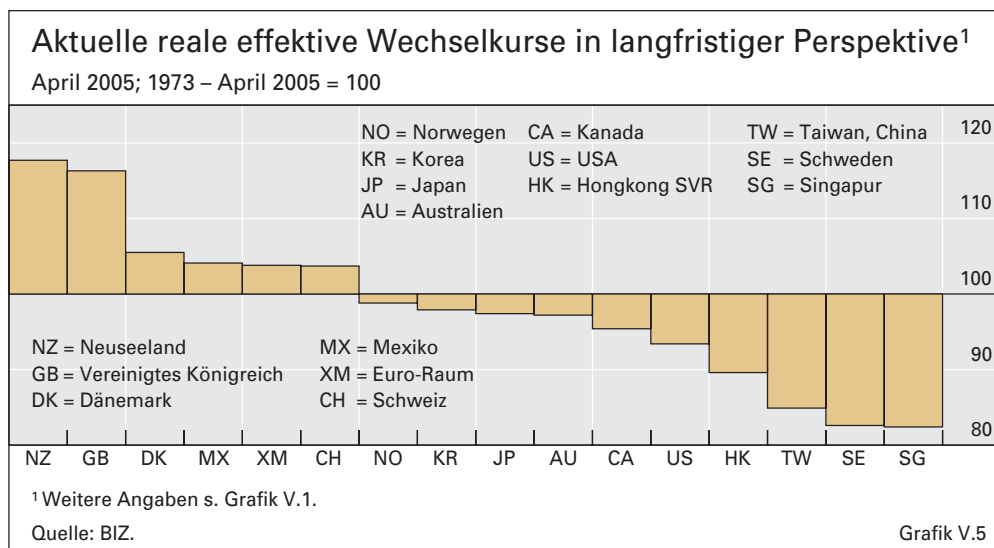
Die allgemeinen Bewegungen der Wechselkurse wurden von zwei bemerkenswerten Entwicklungen an den Devisenmärkten geprägt. Die erste war, wie die letztjährigen Ergebnisse der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung (*Triennial Central Bank Survey*) sowie Marktkommentare zeigen, ein genereller Umsatzzuwachs im Zeitraum 2001–04 (Tabelle V.1). Der durchschnittliche Tagesumsatz lag im April 2004 bei \$ 1,9 Bio. und war damit zu konstanten Wechselkursen um 36% höher als im April 2001; der Rückgang der globalen Umsatzvolumina von 1998 bis 2001 wurde dadurch mehr als ausgeglichen. Besonders deutlich war die Zunahme von Geschäften zwischen Banken und Kunden aus dem Finanzsektor, deren Anteil am Gesamtumsatz von 28% auf 33% stieg. Berichten zufolge war dies weitgehend auf die größere Aktivität der institutionellen Anleger, der mit geliehenen Mitteln operierenden Anleger und der Finanzabteilungen von Unternehmen zurückzuführen. Die zweite Entwicklung spiegelte die Bedingungen an anderen Finanzmärkten wider (Kapitel VI): Sowohl die historische als auch die implizite Volatilität waren tendenziell rückläufig oder auf relativ niedrigem Niveau stabil. Insgesamt waren die Devisenmärkte somit weiterhin durch geordnete Bedingungen und hohe Marktliquidität gekennzeichnet.

... bei hohen Umsätzen ...

... und niedriger Volatilität

Um das Ausmaß der Veränderungen der wichtigsten Wechselkurse zu beurteilen, ist es hilfreich, zwei Aspekte zu berücksichtigen. Erstens waren die

Dollarrückgang schwächer als Mitte der 1980er Jahre



Schwankungen der G3-Währungen von Januar 2002 bis Dezember 2004 geringer als die große Korrektur Mitte der 1980er Jahre, als der Dollar nach dem Überschießen in der ersten Hälfte des Jahrzehnts rund 50% seines Wertes gegenüber den anderen wichtigen Währungen einbüßte (Grafik V.1). Zweitens stehen die wichtigsten Währungen derzeit auf realer effektiver Basis nicht weit entfernt von ihrem Durchschnitt seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems (Grafik V.5). Im April 2005 notierte der Dollar nur um 6% unterhalb seines realen effektiven Durchschnitts seit 1973, während der Euro und der Yen in der Nähe ihres jeweiligen Langzeitdurchschnitts standen. Lediglich der Neuseeland-Dollar, das Pfund Sterling, der Neue Taiwan-Dollar, die schwedische Krone und der Singapur-Dollar wichen um mehr als 15% von ihrem entsprechenden Durchschnitt ab.

### Wechselkursbewegungen: Bestimmungsfaktoren

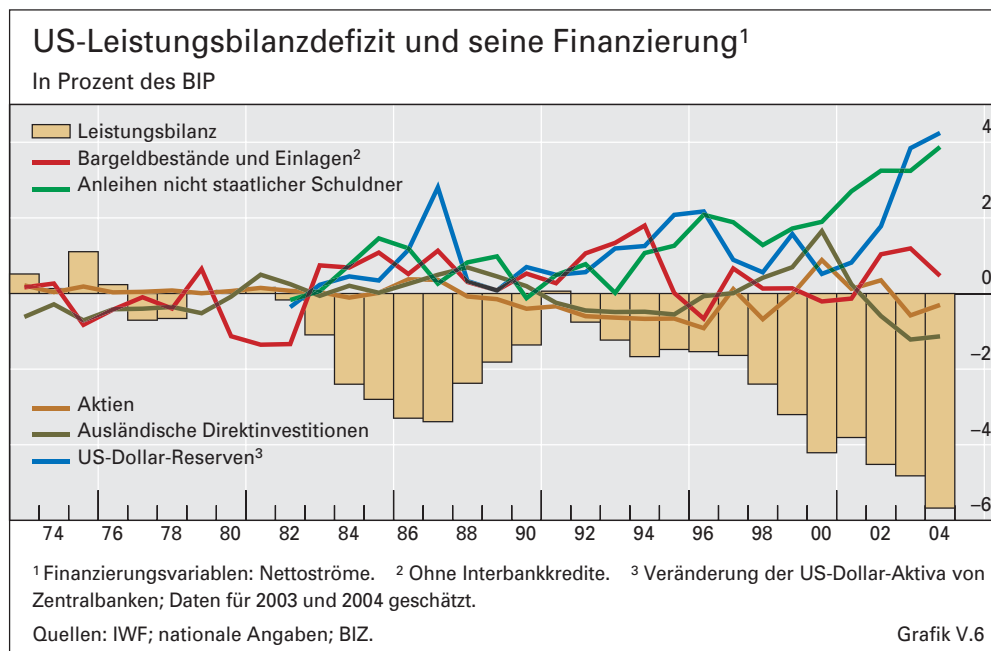
Bestimmend für die allgemeinen Wechselkurstendenzen während des Berichtszeitraums waren offenbar drei Hauptfaktoren. Erstens schien der Dollar erheblich davon beeinflusst zu werden, dass sich die Aufmerksamkeit der Märkte auf das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA und die Rolle der US-Währung in internationalen Portfolios richtete. Zu den Wechselkursbewegungen der wichtigsten Währungen Anfang 2004 und erneut in den ersten Monaten des Jahres 2005 trugen zweitens auch die inländischen Wachstumsaussichten und die Zinsdifferenzen bei. Diese wirkten sich zum Teil auch auf die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften aus. Drittens schließlich prägten die Wechselkurspolitik und die Interventionspraxis der aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere in Asien, die Entwicklung der jeweiligen Währungen.

#### *Das US-Leistungsbilanzdefizit und der Eindruck eines potenziellen Dollarüberhangs*

US-Leistungsbilanzdefizit und potenzieller Dollarüberhang im Blickpunkt der Märkte

Wie bereits in den beiden Vorjahren wurde die allgemeine Talfahrt des Dollars im Laufe des Jahres 2004 vor allem dadurch bestimmt, dass die Marktteilnehmer ihre Aufmerksamkeit auf das wachsende außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA und auf den teilweise vermuteten potenziellen Dollarüberhang in den Portfolios richteten. Die Tatsache, dass das US-Leistungsbilanzdefizit 5,7% des BIP erreichte (Grafik V.6) und die US-Nettoauslandsverbindlichkeiten auf über 25% des BIP stiegen, fand große Beachtung. Dass die USA trotz ihrer Nettoauslandsverbindlichkeiten weiterhin Nettoempfänger von Kapitalerträgen aus dem Ausland waren, schienen die Marktteilnehmer weniger zu berücksichtigen.

Während des größten Teils des Jahres 2004 schlugen sich die Erwartungen der Marktteilnehmer, dass der Dollar weiter abwerten würde, anscheinend in einer sinkenden Bereitschaft des privaten Sektors zur Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits nieder, denn die Zusammensetzung der Finanzierungsströme in die USA verschob sich weiter zulasten der privaten Kapitalströme – vor allem Aktienkäufe und Direktinvestitionen – und zugunsten der staatlichen Kapitalströme (Grafik V.6). Die Einstellung der Zentralbanken,



die Währungsreserven in beispiellosem Umfang angehäuft hatten, gegenüber Dollaraktiva geriet daher im Laufe des letzten Jahres immer stärker ins Rampenlicht. In mehreren Ländern zogen Verluste aus Dollarreserven den Blick der Öffentlichkeit auf sich, und die Märkte wurden sehr empfindlich gegenüber Anzeichen, dass Zentralbanken erwägen könnten, in andere Währungen zu diversifizieren.

Regressionsanalysen liefern mehrere Indizien dafür, dass sowohl das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA als auch der Eindruck eines potenziellen Dollarüberhangs in den Währungsreserven den Dollar beeinflusst haben könnten. Erstens schwächte sich der Dollar gegenüber dem Euro jeweils nach der Bekanntgabe eines unerwartet großen Defizits in der US-Handels-

Wirtschaftsdaten und Dollar/Euro-Wechselkurs <sup>1</sup>			
	Koeffizient	t-Statistik	p-Wert
Beschäftigungsentwicklung ohne Landwirtschaft <sup>2</sup>	-0,0011	-2,95	0,00
Handelsbilanzsaldo <sup>2</sup>	-0,0005	-2,62	0,00
TIC-Daten: <sup>3</sup> Insgesamt	-0,0000	-2,84	0,00
Staatlich	0,0000	8,30	0,00
Positive Meldungen zu den Reserven <sup>4</sup>	-0,0009	-0,50	0,61
Negative Meldungen zu den Reserven <sup>5</sup>	0,0038	2,50	0,01

<sup>1</sup> Ergebnis einer Regression, geschätzt für den Zeitraum Januar 2002–April 2005, zur Erklärung der täglichen prozentualen Veränderungen des Dollar/Euro-Wechselkurses nach Bekanntgabe von Daten über die Gesamtwirtschaft oder die Kapitalzuflüsse in die USA sowie aufgrund von Meldungen, wonach Zentralbanken die Änderung der Währungsstruktur ihrer Reserven erwägen. <sup>2</sup> Unterschied zwischen dem tatsächlichen Wert und dem Wert der Markterhebungen, geteilt durch die jeweilige Standardabweichung. <sup>3</sup> Veränderung der Nettokäufe von US-Wertpapieren durch Gebietsfremde gegenüber Vormonat in Prozent. <sup>4</sup> Bestätigte oder unbestätigte Meldungen, die nicht auf eine Währungsdiversifizierung zulasten des Dollars hindeuteten. <sup>5</sup> Bestätigte oder unbestätigte Meldungen, die auf eine gewisse Währungsdiversifizierung zulasten des Dollars hindeuteten.

Quellen: Bloomberg; Treasury International Capital System (TIC); Schätzungen der BIZ. Tabelle V.2

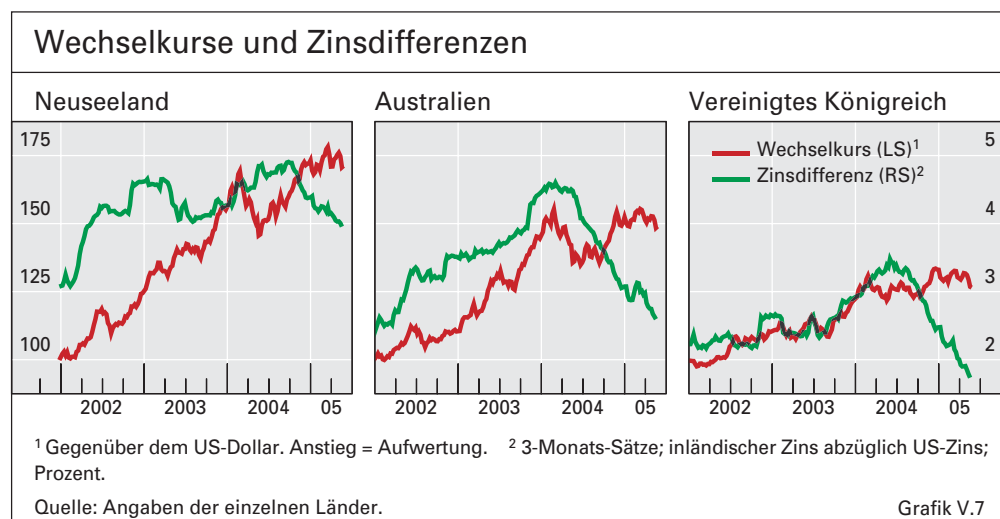


bilanz im Durchschnitt ab; dies deutet darauf hin, dass das US-Leistungsbilanzdefizit eine Rolle spielte (Tabelle V.2). Zweitens reagierte der Dollar zumeist auch auf die Bekanntgabe von Daten über Käufe von US-Schatztiteln durch Gebietsfremde. In der Regel folgte nach einem Anstieg der gesamten Käufe gegenüber dem Vormonat eine Aufwertung und nach einem Anstieg der staatlichen Käufe eine Abwertung. Dies entspricht der Einschätzung, dass die Märkte Verschiebungen in der Finanzierung des US-Defizits vom privaten zum öffentlichen Sektor als Anzeichen dafür interpretierten, dass das Defizit auf Dauer nicht tragbar ist. Drittens fiel der Dollarkurs tendenziell im Zuge bestätigter und unbestätigter Meldungen, wonach Zentralbanken eine Diversifizierung ihrer Währungsreserven ins Auge fassten. Die Wirkung solcher Meldungen war asymmetrisch: Der Effekt war größer, wenn sie eine Schwächung des Dollars vermuten ließen. Der Effekt von Meldungen zur US-Handelsbilanz oder zu den offiziellen Währungsreserven wurde etwa ab August 2004 statistisch signifikant, als der Rückgang des Dollars besonders ausgeprägt war.

### Zinsdifferenzen

Zinsdifferenzen  
zeitweise von  
Bedeutung

Der zweite wesentliche Bestimmungsfaktor der Wechselkursbewegungen war die Veränderung der Erwartungen hinsichtlich der Zins- und Wachstumsdifferenziale. Eine robuste Korrelation zwischen Wechselkursbewegungen und bestehenden oder erwarteten Zinsdifferenzen ist bekanntlich schwer nachzuweisen. In den letzten Jahren gibt es jedoch für einige Wirtschaftsräume Hinweise auf eine positive Korrelation in bestimmten Teilperioden (Grafik V.7). Insbesondere von Januar 2002 bis Februar 2004, als renditeorientierte Anleger höhere Verzinsungen suchten, als sie in den USA zu finden waren, legten einige Währungen gegenüber dem US-Dollar zu – vor allem das Pfund Sterling, der kanadische und der australische Dollar sowie der Neuseeland-Dollar. Dieser Faktor verstärkte den Einfluss der Rohstoffpreise und günstiger Terms of Trade. In ähnlicher Weise spiegelten die Dollaraufwertungen gegenüber diesen Währungen von Februar bis Mai 2004 sowie von Januar bis Mitte April 2005 einen Rückgang und in manchen Fällen sogar eine Umkehr der Zinsdifferenzen zu den USA wider.



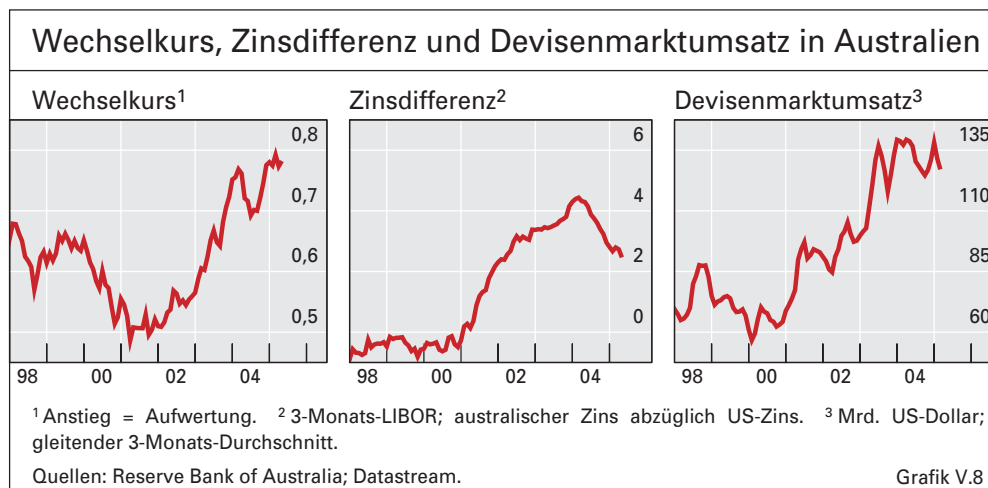


Aufgrund des weltweit anhaltenden Renditestrebens blieben Zinsdifferenzen auch für einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften wichtig. In einem Umfeld preisgünstiger Finanzierungen (wie es die niedrigen Zinssätze anzeigten) und hoher Risikotoleranz (die zu geringen Kreditrisikoprämien beitrug) neigten die Währungen aufstrebender Länder mit höheren Zinsen – insbesondere der chilenische Peso, der Rand und der Real – bis 2004 zur Aufwertung gegenüber dem Dollar. Umgekehrt neigten die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften mit positiver, aber rückläufiger Zinsdifferenz zur Abwertung gegenüber dem Dollar, als die Finanzierungskosten und die Risikoaversion der Anleger stiegen. Auch hierfür sind der chilenische Peso und der Rand als Beispiele zu nennen; sie fielen in den ersten Monaten des Jahres 2005 um rund 5% bzw. 10%.

Ein Mechanismus, durch den die bestehenden bzw. erwarteten Zinsdifferenzen die Wechselkurse beeinflussten, waren die Carry Trades, die internationale Anleger mit Blick auf höhere Renditen einsetzen. Hierbei werden Mittel in einer niedrig rentierenden Währung aufgenommen und in einer hochrentierenden Währung angelegt – in der Annahme, dass die höherrentierende Währung nicht so stark abwertet, dass die Zinsdifferenz ausgeglichen wird. Solche Strategien wurden über weite Teile des Jahres 2004 von ganz unterschiedlichen Anlegern verfolgt. Hedge-Fonds und Commodity Trading Adviser sollen dabei besonders aktiv gewesen sein. Seit 2002 gehen auch institutionelle Anleger zunehmend Carry-Trade-Positionen ein, oft als Teil sogenannter Currency-Overlay-Strategien. Dabei werden Positionen in Fremdwährungen aktiv und von der zugrundeliegenden Anlage getrennt gesteuert, um zusätzliche Erträge zu erzielen.

Carry Trades  
als beliebte  
Anlagestrategie

Die Bedeutung der Carry Trades lässt sich anhand von Marktcommentaren, aber auch durch zwei weitere Indizien belegen. Erstens zeigt die alle drei Jahre stattfindende Zentralbankerhebung, dass der Devisenhandel zwischen Banken und ihren Kunden aus dem Finanzsektor am stärksten zunahm (Tabelle V.1). Darüber hinaus offenbart sie ein ungewöhnlich hohes Umsatzwachstum in zwei wichtigen Zielwährungen – dem australischen Dollar (98%) und dem Neuseeland-Dollar (152%) – von April 2001 bis April 2004. Höherfrequente Daten für Australien bestätigen, dass bei wachsender Zins-



differenz der australische Dollar aufwertete und der Umsatz steil anstieg (Grafik V.8). Zweitens zeigen Regressionsanalysen einer Gruppe von Hedge-Fonds aus den USA, dass deren Erträge 2003 und 2004 statistisch signifikant mit einer Variablen korrelierten, die Zinsdifferenzen und Wechselkurschwankungen des kanadischen Dollars und des Neuseeland-Dollars umfasst.

Diese Indizien lassen darauf schließen, dass Carry Trades im Laufe des Jahres 2004 die Aufwertung einiger Währungen gegenüber dem US-Dollar und dem Yen unterstützten. Dementsprechend könnte die Auflösung von Carry Trades angesichts von Veränderungen der tatsächlichen oder erwarteten US-Leitzinsen Anfang 2005 zur allgemeinen Erholung des Dollars beigetragen haben.

#### Wechselkurspolitik in Asien

Interventionen in Asien weiterhin von Bedeutung ...

Ein dritter Bestimmungsfaktor für die Wechselkurse im Berichtszeitraum waren die anhaltenden Interventionen einer Reihe von Zentralbanken, insbesondere in Asien, als Reaktion auf den Aufwertungsdruck auf ihre Währungen. Dieser Faktor hatte schon in früheren Jahren eine bedeutende Rolle gespielt, doch fielen zwei Unterschiede ins Auge.

Veränderung der Währungsreserven gegenüber Vorjahr							
Mrd. US-Dollar							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Nachrichtlich: Stand Febr. 2005
	Zu jeweiligen Wechselkursen						
Insgesamt	139,8	157,9	110,7	355,4	619,9	709,0	3 812,2
Industrieländer	55,0	58,8	3,3	111,6	218,6	193,6	1 306,4
USA	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	42,1
Euro-Raum	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-8,7	176,8
Japan	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	820,5
Asien	79,0	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	1 624,4
China	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	206,7	642,6
Hongkong SVR	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	123,9
Indien	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	130,1
Indonesien	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	34,9
Korea	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	201,3
Malaysia	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	70,6
Philippinen	4,0	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	13,5
Singapur	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	112,6
Taiwan, China	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	246,6
Thailand	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	48,4
Lateinamerika <sup>1</sup>	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	198,5
Argentinien	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	17,5
Brasilien	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	58,8
Chile	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	15,0
Mexiko	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	62,6
Mittel- und Osteuropa <sup>2</sup>	0,5	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	283,8

<sup>1</sup> Aufgeführte Länder sowie Kolumbien, Peru und Venezuela. <sup>2</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.

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

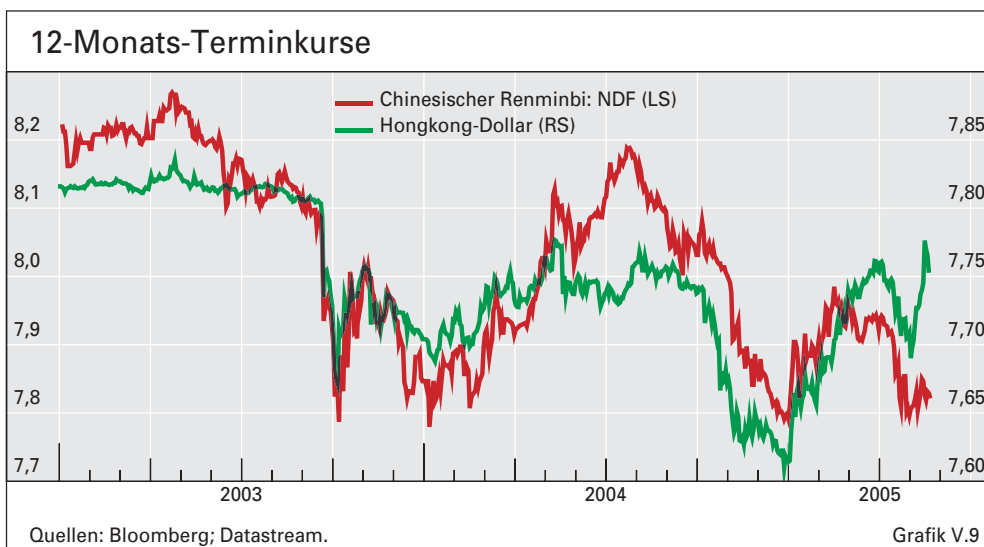
Tabelle V.3

Erstens stellte das japanische Finanzministerium seine Interventionen an den Devisenmärkten im März 2004 ein. So verlagerte sich die Aufmerksamkeit hauptsächlich auf China, dessen Währungsbehörden in ihren Bemühungen, den festen Wechselkurs gegenüber der US-Währung zu halten, die Akkumulation umfangreicher Dollarreserven fortsetzten (Tabelle V.3). Bei festem Kassakurs waren am Markt für Quasi-Termingeschäfte („non-deliverable forwards“, NDF) im dritten Quartal 2004 und erneut seit Dezember 2004 Wellen von Spekulationsdruck zu beobachten (Grafik V.9). In den Bewegungen des NDF-Kurses spiegelten sich die Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick darauf wider, wie wahrscheinlich eine Änderung der derzeitigen Wechselkursbindung durch die Zentralbank sei. Der Spekulationsdruck auf den Renminbi wirkte sich auch auf den Hongkong-Dollar aus, dessen Terminkurs sich oft praktisch im Gleichschritt mit dem Kurs der NDF auf Renminbi bewegte.

... außer in Japan

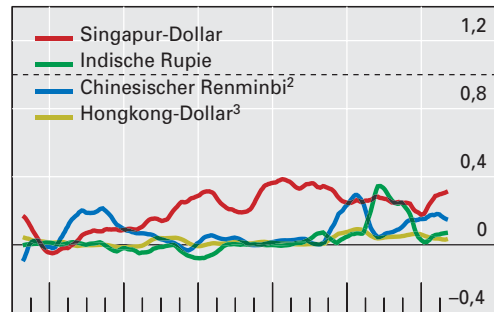
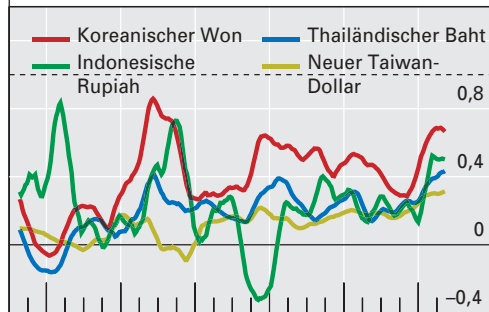
Zweitens akkumulierten zwar mehrere asiatische Länder – allen voran Korea, Taiwan (China) und Thailand – im Jahr 2004 Währungsreserven in größerem Umfang als in früheren Jahren, doch folgten ihre Währungen den Bewegungen des Dollars weniger eng (Grafik V.10). Im zweiten Halbjahr 2004 vollzog der Won über die Hälfte der Schwankungen des Yen gegenüber dem Dollar nach – viel mehr als in der Vergangenheit. Für jeden Prozentpunkt, den der Yen innerhalb einer Woche gegenüber dem Dollar aufwertete, stieg der Won gegenüber der US-Währung um durchschnittlich 0,6%. Ein Faktor war möglicherweise eine noch stärkere Orientierung der asiatischen Wechselkurspolitik an effektiven Wechselkursen, die anscheinend um 2001 eingesetzt hatte. Ein indirektes Indiz hierfür ist, dass die Volatilität der Wechselkurse in Korea, Singapur, Taiwan (China) und Thailand auf nominaler effektiver Basis im Vergleich zum jeweiligen bilateralen Dollar-Wechselkurs tendenziell langsamer steigt bzw. deutlicher zurückgeht (Tabelle V.4). Während also der Dollar in Asien weiterhin eine bedeutende Rolle spielt, könnte sich das Hauptaugenmerk der Wechselkurspolitik von den bilateralen zu den effektiven Wechselkursen verlagert haben. Ein Aspekt dieser veränderten Ausrichtung ist die Wirkung, die die sich wandelnden Erwartungen bezüglich des Renminbi offenbar auf die asiatischen Devisenmärkte haben. Neben dem gewichtigen Einfluss, den

Aber stärkere Aufwertung bei manchen asiatischen Währungen

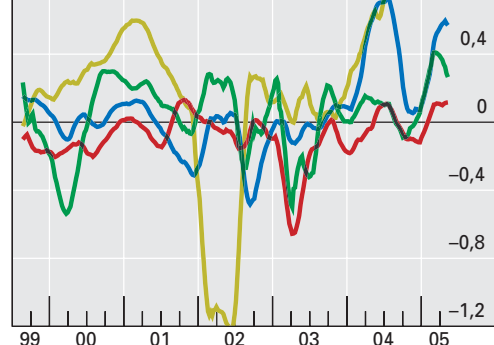
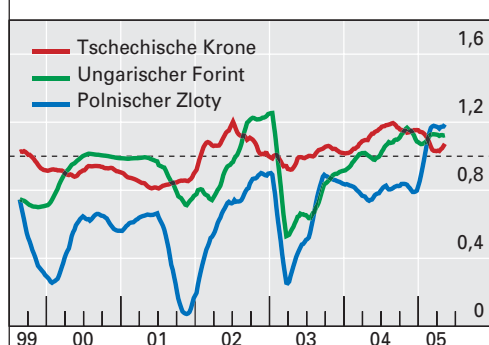
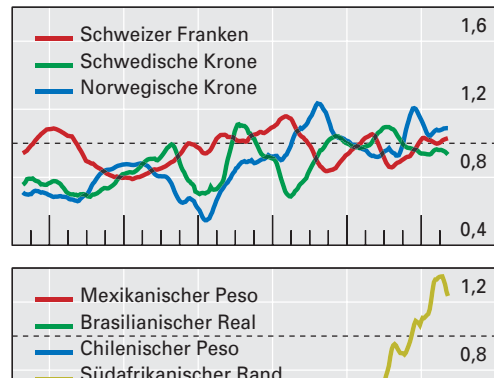
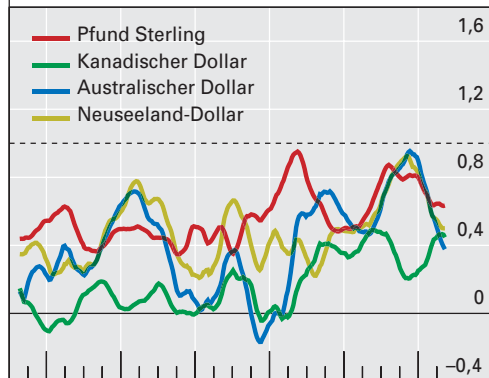


## Parallelität der Wechselkursentwicklung<sup>1</sup>

### Mit dem Yen/Dollar



### Mit dem Euro/Dollar



<sup>1</sup> Gleitender 10-Wochen-Durchschnitt, berechnet als Koeffizient einer Regression der wöchentlichen Wechselkursveränderungen der Inlandswährung gegenüber dem US-Dollar auf eine Konstante und den Yen/Dollar- bzw. den Euro/Dollar-Kurs über ein rollierendes Zeitfenster von 26 Wochen. Bei einem Koeffizienten nahe 1 folgt die Währung eng dem Yen bzw. dem Euro, bei einem Koeffizienten nahe 0 dem US-Dollar. <sup>2</sup> 12-Monats-NDF. <sup>3</sup> 12-Monats-Terminkurs.

Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Grafik V.10

Schwankungen des Yen/Dollar-Kurses auf die Währungen Asiens ausüben, scheint die Rolle der auf den Renminbi bezogenen NDF zu wachsen. Eine mögliche Erklärung hierfür ist, dass die Marktteilnehmer Währungen aufstrebender asiatischer Volkswirtschaften, die nicht an den Dollar gebunden sind, als Substitut für den Renminbi handeln. Der Spekulationsdruck auf den Renminbi dürfte daher zu einer Aufwertung dieser Währungen beigetragen haben.

Ein ähnlicher Trend zu sich wandelnden Korrelationen mit den G3-Währungen wurde bei den Währungen beobachtet, die sich in der Vergangenheit eng mit dem Dollar bewegt hatten, selbst ohne Devisenmarktinterventionen. Während der rückläufige Trend des US-Dollars im Jahr 2004 anhält,

Wechselkursvolatilität und Veränderung der Reserven						
	Januar 1999–Dezember 2001			Januar 2002–April 2005		
	Wechselkursvolatilität <sup>1</sup>		Veränderung der Reserven <sup>2</sup>	Wechselkursvolatilität <sup>1</sup>		Veränderung der Reserven <sup>2, 3</sup>
	Bilateral	Nominal effektiv		Bilateral	Nominal effektiv	
China	0,0	3,3	57,5	0,0	3,8	372,7
Hongkong SVR	0,1	2,6	14,9	0,4	2,9	10,5
Indien	1,7	4,2	13,3	2,6	4,3	68,6
Indonesien	20,5	20,1	0,8	6,6	6,3	3,6
Korea	6,5	6,3	28,8	5,7	4,7	83,8
Malaysia	0,0	3,0	-0,1	0,0	3,4	37,9
Philippinen	7,7	7,6	0,2	3,2	4,1	0,5
Singapur	3,7	3,1	-1,5	3,5	2,0	30,2
Taiwan, China	3,5	3,7	16,0	3,0	2,7	89,5
Thailand	5,4	5,2	-1,4	4,2	3,1	9,3

<sup>1</sup> Berechnet als Standardabweichung der auf das Jahr hochgerechneten wöchentlichen Veränderungen des Wechselkurses in Prozent im Verlauf des jeweiligen Zeitraums. <sup>2</sup> Kumulierte Veränderung über den jeweiligen Zeitraum; Mrd. US-Dollar. <sup>3</sup> Bis März 2005.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Angaben der einzelnen Länder; BIZ. Tabelle V.4

korrelierten die Wechselkurse des australischen, des kanadischen und des Neuseeland-Dollars gegenüber der US-Währung ungewohnt stark mit dem Kurs des Euro zum US-Dollar.

Ob dies nur kurzlebige Entwicklungen sind oder Anzeichen für eine dauerhaftere Veränderung der Ankerfunktion des Dollars an den Devisenmärkten, bleibt eine offene Frage.

### Auswirkungen der globalen Leistungsbilanz- und Portfoliungleichgewichte

In den letzten Jahren haben zwei bedeutende Trends, die sich auf das internationale Währungssystem auswirken, kritische Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Der erste ist die Ausweitung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte. Der zweite, damit verbundene, aber nicht identische Trend ist die beträchtliche Zunahme der Dollar-Nettoverbindlichkeiten der USA, die sowohl das Leistungsbilanzdefizit als auch Käufe von Vermögenswerten in Fremdwährungen finanzieren. Dem steht inzwischen eine umfangreiche und weiter wachsende Long-Position in Dollar gegenüber, die von Gebietsfremden gehalten wird. Zu einem Drittel entfällt sie auf offizielle Währungsreserven.

Diese Entwicklungen bergen das Risiko, dass Ungleichgewichte abrupt korrigiert werden oder aber zu Protektionismus führen könnten. Beides könnte das Wirtschaftswachstum und den Welthandel beeinträchtigen oder Anspannungen im Finanzsystem nach sich ziehen. Darüber hinaus könnten ungeordnete Währungsschwankungen die jeweilige Rolle des US-Dollars und des Euro als Reservewährungen verändern – mit weiteren unabsehbaren Folgen.

Hinsichtlich der Ursachen des Problems und möglicher Lösungen haben sich zwei Denkrichtungen herausgebildet. Die eine stellt die Leistungsbilanzdefizite in den Vordergrund. Diese treiben Schulden und Schuldendienst in die

Größeres Problem durch Leistungsbilanzungleichgewichte ...

Höhe, und letztlich drohen sie gegen die langfristige Ausgabenbegrenzung des Staates zu verstoßen. Schließlich müssen die zu hohen Ausgaben einer Generation mit Ausgabeneinsparungen einer späteren Generation bezahlt werden, und dies wiederum würde zu einem realen Wertverlust der Währung führen. Dieser Ansatz wirft die Frage auf: Stellt die Entwicklung der Leistungsbilanzungleichgewichte ein Problem für das internationale Währungssystem dar?

... oder Portfolio-  
ungleichgewichte?

Eine zweite Denkrichtung basiert auf der Prämisse, dass in Fremdwährungen gehaltene Vermögenswerte unvollkommene Substitute sind. Mit einem steigenden Anteil der in einer bestimmten Währung denominierten Vermögenswerte steigt folglich die entsprechende Risikoprämie, und der Wert der Währung muss fallen, um höhere künftige Erträge zu ermöglichen. Dieser Ansatz führt zur zweiten Frage: Bedeutet die Entwicklung der Währungsanteile in den globalen Portfolios ein Problem für das internationale Währungssystem?

System als  
Ursache  
chronischer  
Ungleichgewichte?

Diejenigen, die diese Fragen mit Ja beantworten, meinen auch, dass das internationale Währungssystem selbst zur jetzigen Situation beigetragen haben könnte. In der Vergangenheit habe es ein bestimmtes Maß an Disziplin gegeben, die eine Korrektur erzwang, ehe ein Defizit oder ein Währungsüberhang gefährlich groß wurde. Im Goldstandard war eine gewisse Selbststabilisierung gegeben, auch wenn die Länder diesen Prozess durch Aufnahme und Vergabe von Auslandskrediten verändern konnten und dies auch taten. Im Bretton-Woods-System spielte der IWF die Rolle einer „Währungspolizei“, die insbesondere für eine Disziplinierung der Schuldnerländer sorgte. Heute scheint es weder regelgebundene noch diskretionäre Mittel zu geben, Gläubiger oder Schuldner zum Handeln zu zwingen, wenn Ungleichgewichte und Nettopositionen anwachsen. Diejenigen, die in der derzeitigen Situation tatsächlich ein Problem sehen, schlagen folglich Änderungen am System selbst vor, entweder um einer aktuellen Schwierigkeit zu begegnen oder um künftigen Schwierigkeiten vorzubeugen.

Diejenigen, die die oben gestellten Fragen mit Nein beantworten, sehen hingegen keine Notwendigkeit einer Systemreform. Einige meinen sogar, es bestehe bereits ein neues System, das sie als „neues Bretton Woods“ bezeichnen: Ihnen zufolge stabilisieren die Länder Asiens ihre Währungen gegenüber dem Dollar, um Güter an die USA zu verkaufen, und verleihen gleichzeitig die Mittel, mit denen sie bezahlt werden. Diese Analysten meinen, dass dieses für beide Seiten vorteilhafte Arrangement über Jahrzehnte funktionieren könnte.

In den folgenden Abschnitten wird die Frage erörtert, ob ein Problem vorliegt oder nicht, und wenn ja, ob es eher ein Problem der Leistungsbilanzungleichgewichte oder der Portfolioungleichgewichte ist. Die Unterscheidung ist wichtig, denn die vorgeschlagene Lösung hängt von der Diagnose ab. Ein problematisches Portfolioungleichgewicht ließe sich z.B. dadurch verringern, dass US-Gebietsansässige in Euro, Yen oder Gold denominierte Anleihen begeben (wie die auf D-Mark, Schweizer Franken und Yen lautenden „Carter Bonds“ des US-Finanzministeriums in den späten 1970er Jahren). Hierdurch könnte ein Defizit- und Schuldenproblem jedoch



verschärft werden, denn eine Dollarabwertung würde dann die US-Verschuldung vergrößern.

Der Klarheit halber werden die Fragen nach Leistungsbilanzungleichgewichten und Portfolioungleichgewichten getrennt erörtert, wenngleich dabei ihre Wechselbeziehung unterzeichnet werden könnte. In Wirklichkeit sind sie nämlich in mehrfacher Hinsicht miteinander verbunden. Wenn die Entwicklung der Leistungsbilanz und der Nettoauslandsverbindlichkeiten der USA als unhaltbar beurteilt wird, könnte dies zu einer Überprüfung von Anlageentscheidungen führen. Auch hat der – durch die Rolle des Dollars möglicherweise begünstigte – hohe US-Absatz von Dollarverbindlichkeiten zur Finanzierung profitabler Auslandsaktiva die Schuldendienstbelastung drastisch verringert. Aufgrund dessen wird das Defizit derzeit weniger als Problem wahrgenommen. Tatsächlich hat eine Ausweitung der Dollarbestände der übrigen Welt dazu beigetragen, dass die aus Handelsbilanzdefiziten resultierenden US-Nettoauslandsverbindlichkeiten durch den Schuldendienst nicht noch allzu sehr vergrößert wurden.

Ungleichgewichte  
verknüpft

### Problem Leistungsbilanzungleichgewichte?

Die hier erörterten Argumente beziehen sich auf nationale intertemporale Ausgabenbegrenzungen und damit auf den Umfang der Auslandsverschuldung und nicht auf die Währung. Daher könnten sie auch auf ein regionales Leistungsbilanzungleichgewicht in einem einheitlichen Währungsraum wie dem Euro-Raum anwendbar sein. Der einzige Unterschied wäre, dass sich der reale Wechselkurs (das Preisverhältnis handelbarer und nicht handelbarer Güter) dann nur aufgrund divergierender Preistrends ändern würde, nicht durch Bewegungen der nominalen Wechselkurse. Stellt ein derartiges Ungleichgewicht ein weltweites Problem dar? Grundsätzlich wird die wirtschaftliche Unhaltbarkeit der US-Leistungsbilanz anerkannt, es wird jedoch auch argumentiert, dass sich das Schuldenwachstum in einem früheren Stadium befindet, als die meisten Analysten annehmen. Politische Zwänge könnten hier schneller Einhalt gebieten als rein wirtschaftliche.

Der erste strittige Punkt ist die Frage, wie unhaltbar die US-Leistungsbilanzdefizite sind, sei es in wirtschaftlicher oder in politischer Hinsicht. Der zweite betrifft die Gründe, die für diese Entwicklung der US-Leistungsbilanz angegeben werden. Unterschiedliche Meinungen hierüber führen auch zu Differenzen über die Rolle des internationalen Währungssystems.

*Ja*

Die kritischen Stimmen vertreten gemeinhin die Ansicht, die US-Leistungsbilanz sei insofern unhaltbar, als die Schulden ohne erkennbare Begrenzung im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung steigen. Mit rund 6% des eigenen BIP bzw. 1% des weltweiten BIP entspricht das US-Leistungsbilanzdefizit bereits zwei Dritteln der Leistungsbilanzüberschüsse der übrigen Welt und nahezu 8% von deren gesamter Ersparnis. Unter der Annahme, dass die US-Importe weiterhin besonders reagibel gegenüber den Einkommen sind, würde ein im Vergleich mit den Haupthandelspartnern rascheres Wachstum in den USA außerdem

US-Defizit:  
wirtschaftlich  
unhaltbar ...



bedeuten, dass das US-Defizit entsprechend weiter ansteigt. Mehrere Untersuchungen prognostizieren eine rasante Verschlechterung: Eine Studie erwartet für 2008 ein Defizit von 7,8% des BIP, andere rechnen mit 8,5% oder sogar 13% für 2010.

Diese Ausweitung der Defizite impliziert, dass sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten in wenigen Jahren von einem Viertel auf die Hälfte des US-BIP verdoppeln. Eine Verringerung dieser Defizite durch geringere Absorption bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung der Beschäftigung im Sektor der nicht handelbaren Güter in den USA würde eine deutliche Korrektur der realen Wechselkurse erfordern.

... oder politisch  
unhaltbar?

Die Leistungsbilanzentwicklung könnte auch in politischer Hinsicht unhaltbar sein. Vielleicht stößt als Erstes die politische Bereitschaft in den USA, solche Defizite hinzunehmen, an ihre Grenzen – oder die Bereitschaft in Europa, die binnenwirtschaftlichen Konsequenzen einer Verringerung dieser Defizite zu akzeptieren. Von dieser Warte aus gesehen besteht weniger das Risiko einer Schuldenkrise als das einer Rückkehr zum Protektionismus.

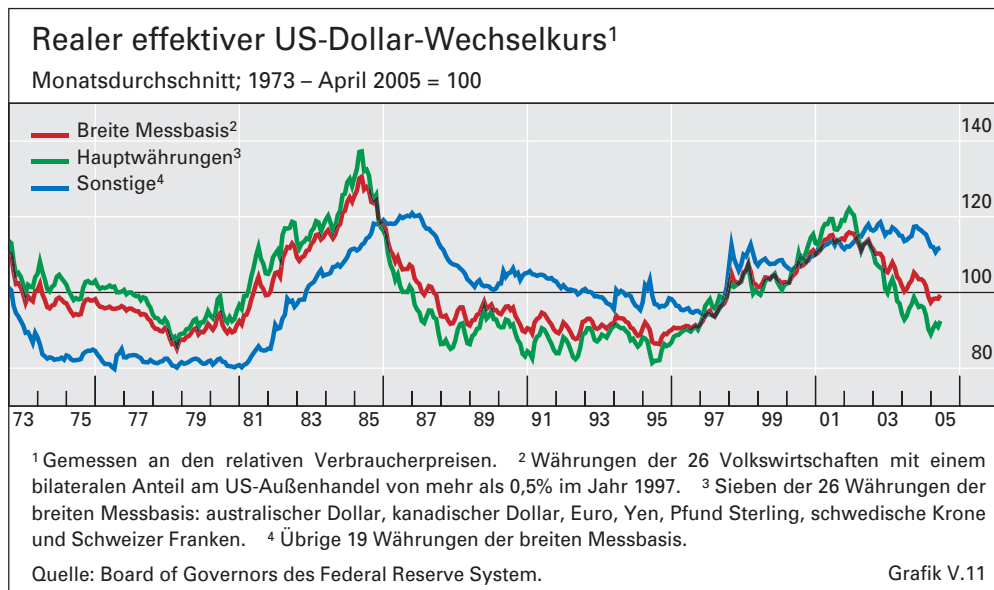
US-Defizite  
wegen über-  
mäßiger weltweiter  
Ersparnis ...

Wie kam es zu einem so großen Ungleichgewicht? Einer Ansicht zufolge resultieren die unhaltbaren US-Leistungsbilanzdefizite aus dem Vertrauen der übrigen Welt auf ein exportinduziertes Wachstum und den damit verbundenen Leistungsbilanzüberschüssen. So sorgte die größte Volkswirtschaft der Welt lediglich passiv für einen Ausgleich, da es nur  $n-1$  unabhängige Leistungsbilanzen geben kann. Die US-Leistungsbilanz verschlechterte sich z.B. nach der Finanzkrise von 1997/98 in Asien, als sich die asiatische Leistungsbilanz ins Positive kehrte. Nach dieser Sichtweise ermöglichen die Auslandsverschuldung der USA in Höhe von 25% des BIP und ihr Defizit in Höhe von 6% des BIP die Steigerung des internationalen Wohlstands und den Fortbestand der Überschüsse anderer Länder. Nach der Höhe der Auslandsvermögensposition in Dollar geordnet, seien die folgenden Länder genannt: Japan (mit Nettoaktiva von 38% des BIP und einem Überschuss von 3% des BIP im Jahr 2003), Schweiz (149%, 14%), Hongkong SVR (252%, 11%), Taiwan, China (108%, 11%), Deutschland (7%, 2%), Belgien (42%, 4%), Singapur (83%, 31%) und Norwegen (28%, 13%).

... oder wegen  
übermäßigen  
US-Konsums?

Eine andere Gruppe von Beobachtern sieht in der US-Wirtschaft eine Neigung zum Überkonsum. Die Sparquote der privaten Haushalte ist so niedrig wie nie zuvor, und das Land hat ein für Friedenszeiten hohes Haushaltsdefizit. Die privaten Nettoinvestitionen waren auch dann noch rückläufig, als das Leistungsbilanzdefizit wuchs. Darüber hinaus schaffen Investitionen, die in den Sektor der nicht handelbaren Güter fließen, nicht die Mittel für die Bedienung der Auslandsschulden und erschweren die spätere Korrektur.

Manche Beobachter – gerade aus Ländern mit flexiblen Wechselkursen und aufwertender Währung – sehen jenseits dieser unmittelbaren Ursachen der anhaltenden Defizite und Überschüsse Unzulänglichkeiten im internationalen Währungssystem. Insbesondere verweisen sie darauf, dass die heutigen Überschussländer anders als während des Goldstandards keinen Druck verspüren, die sterilisierten Interventionen einzustellen, mit denen sie eine Aufwertung ihrer Währung abwehren. Damals, so wird argumentiert, vergrößerten Reservezuflüsse die inländische Geldmenge und führten zu



höheren Preisen, sodass der reale Wechselkurs stieg. Darüber hinaus lässt die unter Marktteilnehmern verbreitete Ansicht, die Anlage asiatischer Währungsreserven habe die langfristigen US-Zinsen niedrig gehalten, vermuten, dass die jüngste geldpolitische Straffung der Federal Reserve die Absorption in den USA weniger stark gebremst hat, als es sonst vielleicht der Fall gewesen wäre. Dieser Auffassung zufolge ersparen die Volkswirtschaften Asiens sich selbst und den USA den Druck zur Korrektur, indem sie zum einen im Inland intervenieren und sterilisieren und zum anderen im Ausland in US-Anleihen investieren. Jede Anpassungslast verlagert sich so zu den flexibleren Währungen. In diesem Zusammenhang wird darauf hingewiesen, dass – beim Stand des realen Wechselkurses der „sonstigen wichtigen Handelspartner“ der USA von 1995/96 – der Gesamtindex des Dollars bereits Ende 2004 seinen Tiefstand von 1980 bzw. 1995 erreicht hätte (Grafik V.11).

### Nein

Die Ansicht, das US-Leistungsbilanzdefizit sei ein weniger imminentes Problem, wird mit zwei Argumentationslinien untermauert. Die erste erklärt, falls es ein Schuldenproblem der USA gebe, sei es in einem sehr frühen Stadium und die Dynamik der US-Zahlungsbilanz sei nach wie vor sehr günstig. Laut dem US-Handelsministerium ging das Nettoauslandsvermögen der US-Wirtschaft in den 1980er Jahren zurück und wurde erst 1989 negativ. Zudem flossen selbst im Jahr 2003 noch Nettokapitalerträge in Höhe von \$ 38 Mrd. in die USA (2004: \$ 30 Mrd.). Diese Diskrepanz entstand dadurch, dass die Renditen der US-Auslandsaktiva (4%) größer waren als die der US-Auslandsverbindlichkeiten (2,6%), sodass die Lücke zwischen Bruttovermögen (71% des BIP) und den höheren Bruttoverbindlichkeiten (96% des BIP) mehr als geschlossen wurde. Der Unterschied der Gesamtrentabilität spiegelt zwei Gesetzmäßigkeiten wider: dass die USA mehr kurzfristige, risikoarme Schuldtitel an die übrige Welt absetzen, als sie kaufen, und dass ihre multinationalen Konzerne im Ausland höhere Renditen erwirtschaften als

US-Leistungsbilanzdefizit  
 möglicherweise  
 noch für einige  
 Zeit ...

ausländische Konzerne in den USA. Wenn die Rendite der Verbindlichkeiten eines Landes niedriger ist als seine nominale Wachstumsrate, kann es seine Auslandsverbindlichkeiten selbst bei einem Handelsbilanzdefizit stabilisieren. Dies wird in vielen Prognosen für die US-Zahlungsbilanz nicht berücksichtigt.

Ein weiterer, wenn auch weniger bedeutender Faktor, der den Anstieg der US-Auslandsverbindlichkeiten begrenzt, ist die Tatsache, dass die übrige Welt das Wechselkursrisiko trägt. Wenn die Landeswährung abwertet, erleiden aufstrebende Volkswirtschaften mit auf Dollar lautenden Verbindlichkeiten Wechselkursverluste. Wertet dagegen der Dollar ab, profitieren die US-Auslandsaktiva von Wechselkursgewinnen (s. weiter unten). Dieser Effekt, den manche als „Schuldenerlass“ durch Dollarabwertung bezeichnet haben, trägt dazu bei, den Anstieg der US-Nettoauslandsverbindlichkeiten im Verhältnis zum BIP in Grenzen zu halten.

Die zweite Argumentationslinie akzeptiert zwar, dass das US-Leistungsbilanzdefizit einer passiven  $n-1$ -Position entspricht, hält diese aber für angemessen und – zumindest für eine gewisse Zeit – haltbar. Wird die Kapitalverkehrsbilanz als Antriebskraft gesehen, so wird argumentiert, dass freie Kapitalbewegungen höhere oder sicherere Renditen in den USA suchen. Entsprechend stünde hinter dem Entsparen der weltgrößten Volkswirtschaft lediglich die Absorption einer Überersparnis des Auslands (bzw. vielleicht ein Mangel an Investitionsgelegenheiten). Ist stattdessen die Leistungsbilanz selbst der Motor, ähnelt die Argumentation der Interpretation der Beziehung zwischen den USA und Asien im Sinne eines „neuen Bretton Woods“: Das exportinduzierte Wachstum in Asien sorgt für die dort benötigten Arbeitsplätze, Konsumgüter werden in die USA exportiert und risikoarme Dollar-papiere nach Asien transferiert. Dies sei ein stabiles Geschäft, unabhängig von den daraus entstehenden Ungleichgewichten.

Gelegentlich werden Parallelen zu Australien gezogen, das seit sehr langer Zeit Leistungsbilanzdefizite ausweist und dessen Nettoauslandsverschuldung daher mit 70% des BIP fast dreimal so hoch ist wie die der USA. Die Welt suche höhere oder sicherere Renditen in australischen Unternehmenswerten, Aktien und Anleihen; und sie sei weiterhin bereit, das Risiko von in Landeswährung denominierten Schuldtiteln zu tragen. Nach diesem Beispiel ist die US-Leistungsbilanz zwar vielleicht unhaltbar, ein Problem wäre dies jedoch erst für eine spätere Generation.

Die Vertreter der Ansicht, es liege kein bedrohliches Leistungsbilanzungleichgewicht vor, würden vielleicht auch in Abrede stellen, dass das derzeitige internationale Währungssystem Ländern mit Überschüssen weniger Disziplin auferlege als seine Vorgänger. Sie würden davor warnen, das rekonstruierte Ideal eines früheren Systems zu verwenden statt zu berücksichtigen, wie es in der Praxis aussah. Sterilisierung war sowohl in der Zeit des klassischen Goldstandards als auch in den Jahren der Goldkernwährung zwischen den beiden Weltkriegen an der Tagesordnung. Wenn Goldströme und Geldbasis damals oft genug mit umgekehrten Vorzeichen wuchsen, dann ist die Situation, dass die Länder mit Überschüssen nicht unter Anpassungsdruck stehen, nicht neu. Auch die Ungleichgewichte sind gegenwärtig weder größer noch länger anhaltend als in den Zeiten des Goldstandards. Das Investitions- und Sparverhalten der

... nach dem  
Beispiel Australiens  
zu urteilen

Länder ist heute sogar eher enger verknüpft, und dies deutet darauf hin, dass die Nettokapitalmobilität nicht größer geworden ist.

Insgesamt besteht kein Zweifel daran, dass die US-Zahlungsbilanz auf einem unhaltbaren Weg ist. Dass kein nennenswerter Schuldendienst geleistet wird, mag Zweifel an der Dringlichkeit dieses Problems aufwerfen; mit dem Ausbleiben wirtschaftspolitischer Maßnahmen wächst jedoch die Wahrscheinlichkeit, dass es schließlich zu einer abrupten Korrektur an den Märkten kommt. Anlass zur Sorge geben außerdem – unabhängig davon, ob die Entwicklung als haltbar beurteilt wird oder nicht – protektionistische Maßnahmen und das öffentliche Anprangern von Handelspartnern, Letzteres auch deshalb, weil es Unruhe an den Finanzmärkten hervorrufen könnte. Ob das derzeitige internationale Währungssystem (bzw. die Kombination verschiedener Systeme) ein solches Problem wahrscheinlicher macht als seine Vorgänger, bleibt schließlich eine offene Frage.

### Problem Portfolioungleichgewichte?

Hier geht es um die Frage, ob die *in Dollar denominierten* Nettoverbindlichkeiten der USA – die mehr als der Hälfte des US-BIP entsprechen und weiter steigen – in gewisser Weise einen Dollarüberhang in den Portfolios der Welt darstellen. Es sollte nicht übersehen werden, dass einem chronischen US-Leistungsbilanzdefizit in der Geschichte jeweils der Aufbau eines Dollarüberhangs vorausging. Schon vor 40 Jahren beobachteten die Europäer mit Sorge, wie US-Unternehmen mit im Ausland aufgenommenen Dollarkrediten europäische Firmen aufkauften, als die US-Leistungsbilanz noch Überschüsse auswies. Damals wie heute finanzierten risikoreiche Verbindlichkeiten in Dollar risikoreichere Aktiva in Fremdwährung. Seit der Freigabe der Wechselkurse ist diese Sorge in der Abschwungphase jedes Dollarzyklus wieder aufgekommen. Wie in der Vergangenheit ist die naheliegendste Frage heute, ob die staatlichen Portfolios den Dollar übergewichten. Die grundlegendere Frage dürfte allerdings lauten, ob die privaten Portfolios dies tun. In den Blickpunkt gerückt ist das Thema in jüngster Zeit nicht zuletzt deshalb, weil der aktuelle Dollarabschwung der erste seit Einführung des Euro ist, und dieser stellt angesichts der Tiefe, Breite und Liquidität der Euro-Finanzmärkte eine ernstzunehmendere Alternative zum Dollar dar, als es sie bisher gab.

Dollarüberhang ...

*Ja*

Um zu belegen, dass die Welt das Problem eines Portfolioungleichgewichts hat, schlüsseln die Vertreter dieser Auffassung zunächst die Auslandsposition der USA nach Währungen auf. Für das Jahr 2003 werden die in Dollar denominierten US-Nettoverbindlichkeiten auf \$ 7,2 Bio. bzw. 66% des BIP geschätzt. Diese sind definiert als auf Dollar lautende Verbindlichkeiten gegenüber der übrigen Welt abzüglich der auf Dollar lautenden Forderungen. Die Dollar-Nettoverbindlichkeiten lagen weit über den gesamten Nettoauslandsverbindlichkeiten (25% des BIP) – das sind alle Auslandsverbindlichkeiten abzüglich aller Auslandsaktiva, wobei unter dem Strich die US-Nettoaktiva in Fremdwährungen verbleiben. Die Short-Position der USA in Dollar entspricht

... in privaten Portfolios ...

einer sehr großen Netto-Long-Position der übrigen Welt in Höhe von mehr als einem Fünftel des weltweiten BIP (ohne USA) zu jeweiligen Wechselkursen.

Da die Gläubiger der USA das mit der Dollarabwertung verbundene Marktrisiko tragen, könnten sie möglicherweise versuchen, in Stresszeiten ihre Positionen abzusichern. Die Erwartung eines gewissen Moral Hazard könnte ebenfalls instabile Portfolioallokationen zwischen den wichtigsten Währungen zur Folge haben. Eine solche Abwertung bringt den USA Wechselkursgewinne und folglich Vermögensgewinne, die den Verbrauch fördern (obwohl ausländische Güter teurer werden). Deshalb könnte die US-Politik weniger Druck verspüren, eine Dollarabwertung abzuwehren, und die übrige Welt könnte dieses Desinteresse fürchten.

Die Verluste aus der Dollarabwertung waren in Europa und Asien jeweils unterschiedlich. Dennoch stellen einige Beobachter in beiden Fällen destabilisierende Einflüsse fest. In Europa schröpfen Wechselkursverluste das Kapital des Unternehmenssektors und verlangsamen den Schuldenabbau; die Folge ist Zurückhaltung bei Investitionen und Personaleinstellungen. Dies erschwert einen Anstieg der europäischen Absorption im Verhältnis zur Produktion. Das wiederum behindert die Leistungsbilanzanpassung, da die Überzeugung gestärkt wird, dass der Dollar noch weiter abwerten müsse. In Asien wird jegliche Reaktion dadurch abgeschwächt, dass der öffentliche Sektor einen großen Teil der Dollar-Long-Position hält. Doch wenn die parlamentarische Opposition die Behörden wegen Wechselkursverlusten bei den Währungsreserven befragte, antworteten diese mitunter mit Absichtserklärungen hinsichtlich der Diversifizierung der Reserven, die zu einer Destabilisierung an den Märkten zu führen drohten.

... und staatlichen Portfolios?

Für viele Beobachter ist die Aufrechterhaltung des Status quo angesichts der Konzentration der Dollar-Long-Position in staatlichen Portfolios (etwa ein Drittel des Gesamtbetrags), und das nur in einigen wenigen asiatischen Volkswirtschaften, besonders problematisch. Da es sich um Währungsreserven handelt, sind relativ wenige Portfoliomanager beteiligt. Entsprechend würden – so die Beobachter – andere Manager von Währungsreserven und private Anleger, einschließlich derer, die mit geliehenen Mitteln operieren, äußerst sensibel auf Anzeichen für Reallokationen vom Dollar zu anderen Währungen reagieren, auch wenn diese manchmal aus der Luft gegriffen sind.

Einige argumentieren, dass es in den staatlichen Portfolios bereits einen Dollarüberhang gibt. Der Anteil der in Dollar angelegten Währungsreserven scheint mit 64% in einem Missverhältnis zur Bedeutung des Dollars in anderen Bereichen zu stehen. Beispielsweise beträgt der Anteil des Dollars an internationalen Schultiteln (die nicht auf Landeswährung lauten) 45%. Andere wenden ein, dass jetzt vielleicht noch kein Dollarüberhang besteht, sich dies aber bald ändern könnte, vor allem wenn sich die Währungen stärker an ihren effektiven Wechselkursen ausrichten, wie es die jüngsten Erfahrungen nahe legen (s. weiter oben).

Natürlich müssen sich der Handel einer Währung und die Zusammensetzung der staatlichen Währungsreserven im Prinzip nicht eins zu eins entsprechen. Die Vertreter der Überhang-These würden allerdings darauf hinweisen, dass die (bekannten) Währungsanteile in den staatlichen Reserven

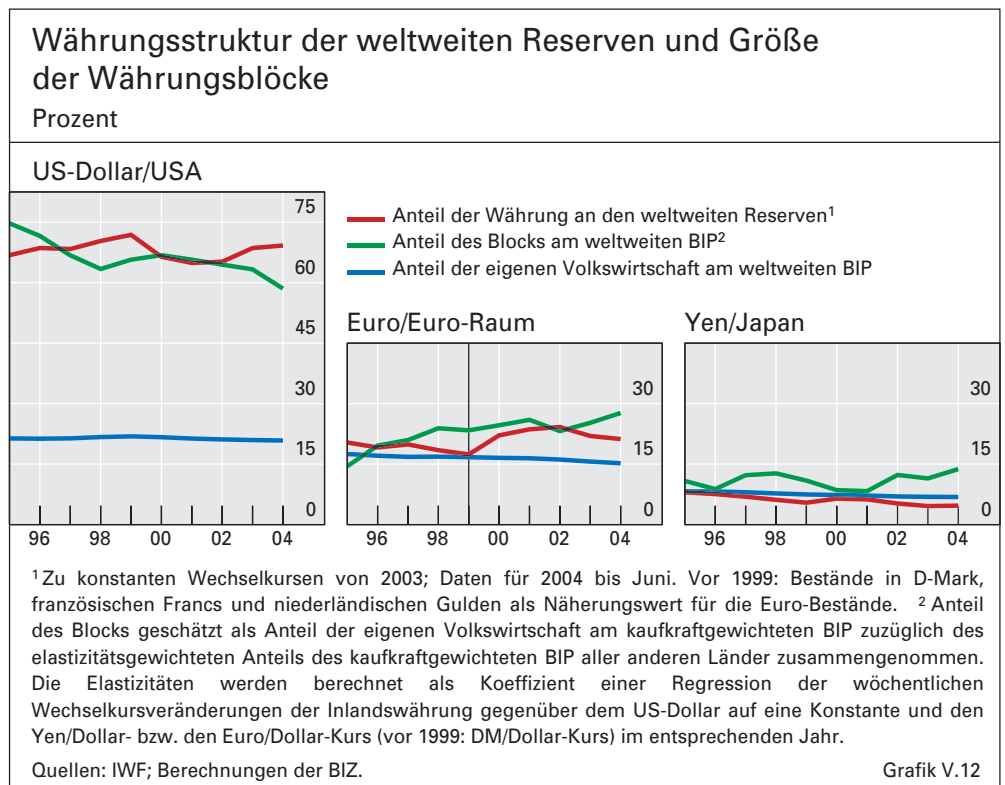
in etwa die Orientierung der jeweiligen Währung widerzuspiegeln scheinen. Europäische Länder mit am Euro orientierten Währungen haben recht geringe bekannte Dollaranteile in ihren Reserven: die Slowakei und Kroatien 29–30%, die Schweiz und das Vereinigte Königreich 36% und Lettland 45%. Australien und Kanada, deren Währungen weniger stark auf den Euro ausgerichtet sind, halten 45% bzw. 53% ihrer Währungsreserven in Dollar. Hongkong SVR mit seiner Dollarkopplung hält 75–80% seiner Reserven in Dollar.

Dieser Sichtweise zufolge könnte eine abrupte Umschichtung der Anlagen vom Dollar zum Euro erfolgen, wenn es zu einer Umorientierung der Währungen käme. Im späten 19. Jahrhundert führte der Wechsel von Silber und Bimetallen zu Gold durch das neue Deutsche Reich, die USA und die Lateinische Münzunion (Belgien, Frankreich, Griechenland, Italien und die Schweiz) zu einer Goldverknappung und trug zur Deflation bei. Doch anders als damals kann heute das Angebot in Euro vergrößert werden, nämlich sowohl über Wertpapiere (durch Schuldensteuerung und sterilisierte Intervention) als auch über die Geldbasis (niedrigere Zinsen). Im Prinzip besteht dadurch mehr Spielraum, um eine ungeordnete Umschichtung zum Euro auszugleichen.

*Nein*

Andere bestreiten, dass es einen Dollarüberhang gibt. Ihrer Ansicht nach ist die Long-Position der Welt in Dollar gar nicht so hoch, wie manche behaupten. Der „home bias“ im Portfoliomanagement ist rückläufig, während die internationalen Bilanzen der Volkswirtschaften rascher wachsen als die Produktion. Bei einer Portfoliodiversifizierung in Fremdwährungen ist der erste Schritt in vielen Fällen noch immer der Kauf von Aktiva in Dollar.

Private Portfolios werden diversifiziert ...





... und Dollaranteil staatlicher Portfolios ist nicht eindeutig zu hoch

Bestreiten lässt sich insbesondere, dass die staatlichen Währungsreserven ein Übergewicht an Dollar haben. Außer in Japan dürfte der Anteil des Dollars an den Währungsreserven Mitte 2004 nicht höher als 57% gewesen sein. (Nicht gemeldete Terminverkäufe von Dollar für Euro könnten diese Zahl noch verringern.) Eine solche Zahl ist hoch im Verhältnis zum Anteil der US-Wirtschaft an der Weltwirtschaft – jedoch nicht unbedingt im Verhältnis zum Anteil der Dollarzone an der Weltwirtschaft. Werden Volkswirtschaften, gemessen an der Kaufkraftparität, je nach dem Verhalten ihrer Währung der Dollar-, Euro- oder Yen-Zone zugeordnet (Grafik V.10), so entfallen schätzungsweise 59% der weltweiten Produktion auf die Dollarzone (Grafik V.12). Dies entspricht fast genau dem derzeitigen Dollaranteil der Reserven (ohne Japan).

Zudem könnten sich Umschichtungen staatlicher (oder privater) Mittel vom Dollar zum Euro weniger stark auf den Devisenmarkt auswirken, als häufig vorausgesagt wird. Analytisch betrachtet ähnelt die Portfolio-diversifizierung vom Dollar zum Euro in ihren Folgen für private Bilanzen der sterilisierten Intervention. Viele Beobachter sind aber der Auffassung, die Austauschbarkeit von Staatspapieren in diesen beiden Währungen sei so hoch, dass sehr umfangreiche Portfolioumschichtungen erforderlich wären, um den Wechselkurs spürbar zu beeinflussen. Würden solche Umschichtungen von Währungsreserven erwogen, so könnte die Tatsache, dass sich die Dollarreserven in relativ wenigen Händen befinden, sogar von Vorteil sein. Durch Kooperation könnte es möglich sein, ein für alle Beteiligten nachteiliges Ergebnis eines ungeordneten Abbaus von Anlagen zu vermeiden.

Insgesamt scheint somit weniger für ein Portfolioungleichgewicht – auch nicht in staatlichen Portfolios – zu sprechen, als viele Kommentare glauben machen. Ein Problem bleibt jedoch bestehen: Die Dollarzone schrumpft, und wenn sich dieser Prozess beschleunigt, könnte dies in privaten wie in staatlichen Portfolios letztlich doch zu Ungleichgewichten führen.