

Der Handel in asiatischen Währungen¹

Der Devisenumsatz in asiatischen Währungen wuchs von 2001 bis 2004 rascher als der Devisenhandel insgesamt. Besonders stark stieg der Handel in Renminbi. Neben dem Dollar/Yen-Kassakurs scheinen zunehmend auch Erwartungen bezüglich der Entwicklung des Renminbi einen Einfluss auf die Devisenmärkte Asiens auszuüben. Der Handel in asiatischen Währungen mit flexibleren Wechselkursen orientiert sich offenbar an effektiven Wechselkursen.

JEL-Klassifizierung: F31, F36.

Die alle drei Jahre durchgeführte Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten vom April 2004 bestätigte, dass der Handel in mehreren asiatischen Währungen sehr rasch zunimmt. Während der weltweite Umsatz um 57% zu laufenden Wechselkursen bzw. 36% zu konstanten Kursen stieg, nahm die Aktivität in den meisten wichtigen Währungen Asiens sogar noch deutlicher zu. Besonders stark wuchs der Umsatz in Renminbi.

Dies wirft drei Fragen auf. Erstens: Was trieb den Handel in asiatischen Währungen in den drei Jahren nach der Erhebung von 2001 in die Höhe? Wie erklärt sich insbesondere die Tatsache, dass das Wachstum in einigen asiatischen Währungen stark und in anderen schwächer war? Zweitens: Könnte die aussergewöhnlich rapide Ausweitung des Renminbi-Umsatzes ein Vorzeichen für einen stärkeren Einfluss der chinesischen Währung an den Devisenmärkten der Region sein? Drittens: Was könnte der Einfluss des Renminbi für die jeweiligen Handelstrends der asiatischen Währungen bedeuten?

Dieses Feature zeigt zunächst, dass der Umsatz in asiatischen Währungen von 2001 bis 2004 rasch anstieg. Hierzu trugen sowohl globale Faktoren wie das Renditestreben als auch die nachhaltige Vertiefung der asiatischen Finanzmärkte bei. Danach setzt sich der Artikel mit dem offenbar steigenden Einfluss des Renminbi auf die Handelstrends asiatischer Währungen auseinander. Neben dem Dollar/Yen-Kassakurs scheinen sich zunehmend auch die Erwartungen bezüglich der Entwicklung des Dollar/Renminbi-Wechselkurses deutlich im Gleichschritt mit den Wechselkursen anderer asiatischer

¹ Dieses Feature gibt die Ansichten der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ decken. Die Autoren danken Claudio Borio, Gabriele Galati und Frank Packer für ihre Kommentare sowie San Sau Fung, Paola Gallardo, Carlos Mallo, Les Skoczylas und Jhuvesh Sobrun für ihre Unterstützung bei den Recherchen.

Währungen gegenüber dem Dollar zu bewegen. Dieser Befund steht im Widerspruch zur landläufigen Meinung, dass alle Währungen Asiens in einem Dollarblock gehandelt werden. Er könnte vielmehr darauf hindeuten, dass sich der Handel in asiatischen Währungen zunehmend an effektiven Wechselkursen orientiert.

Umsatzwachstum in asiatischen Währungen

Der herkömmliche Devisenhandel in asiatischen Währungen verzeichnete von 2001 bis 2004 generell ein viel rascheres Wachstum als der Handel mit allen Währungen weltweit (Tabelle 1). Wachstumsraten von über 100% waren an der Tagesordnung. Besonders steil stieg der Umsatz in Renminbi und indonesischen Rupiah an.² Die wichtigsten Ausnahmen von diesem allgemeinen Bild waren der Hongkong-Dollar, der Singapur-Dollar und der malaysische Ringgit;

Starkes
Umsatzwachstum in
asiatischen
Währungen ...

Herkömmlicher Devisenmarktumsatz in der Asien-Pazifik-Region, April 2004 ¹					
Tagesdurchschnitt; Mio. US-Dollar					
	Kassa	Termin ²	Swap	Insgesamt	Wachstum seit 2001 (%)
Australischer Dollar	28 539	9 788	58 796	97 123	96
Chinesischer Renminbi	992	811	9	1 812	530 ³
Hongkong-Dollar	6 827	2 221	24 133	33 181	21
Indische Rupie	2 877	1 531	1 658	6 066	114
Indonesische Rupiah	760	267	1 025	2 051	283
Japanischer Yen	130 382	47 135	181 715	359 231	35
Koreanischer Won	10 510	6 048	4 592	21 151	117
Malaysischer Ringgit	351	237	399	987	7
Neuseeland-Dollar	4 018	1 462	12 181	17 661	163
Philippinischer Peso	345	232	188	765	52
Singapur-Dollar	5 177	1 242	10 591	17 010	32
Neuer Taiwan-Dollar	3 607	2 798	856	7 261	129
Thailändischer Baht	1 333	490	1 669	3 492	88
<i>Nachrichtlich:</i>					
<i>US-Dollar</i>	528 639	170 357	874 083	1 573 080	48
<i>Euro</i>	272 887	88 243	298 231	659 361	49
<i>Pfund Sterling</i>	82 839	31 338	185 241	299 417	93
<i>Kanadischer Dollar</i>	23 696	8 947	41 930	74 573	43
¹ Vorläufige Zahlen; endgültige Ergebnisse stehen noch aus. ² Einschl. Transaktionen, bei denen bei Fälligkeit nur die Differenz zwischen dem vereinbarten Terminkurs und dem jeweiligen Kassakurs beglichen wird, wie beispielsweise im Falle von Quasi-Termingeschäften (NDF, die in Dollar zurückgezahlt werden). ³ Basierend auf Daten der Erhebung von 2001, die für eine bessere Vergleichbarkeit mit den Daten von 2004 nach oben angepasst wurden.					
Quelle: BIZ, <i>Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity</i> , 2004.					Tabelle 1

² Auch die grösseren Anstrengungen, in der Erhebung von 2004 Daten über Quasi-Termingeschäfte („non-deliverable forwards“, NDF) zu sammeln, könnten dazu beigetragen haben, die erfassten Umsätze von NDF auf asiatische Währungen (wie Renminbi, indische Rupien, indonesische Rupiah, koreanische Won, philippinische Pesos und Neue Taiwan-Dollars) in die Höhe zu treiben.

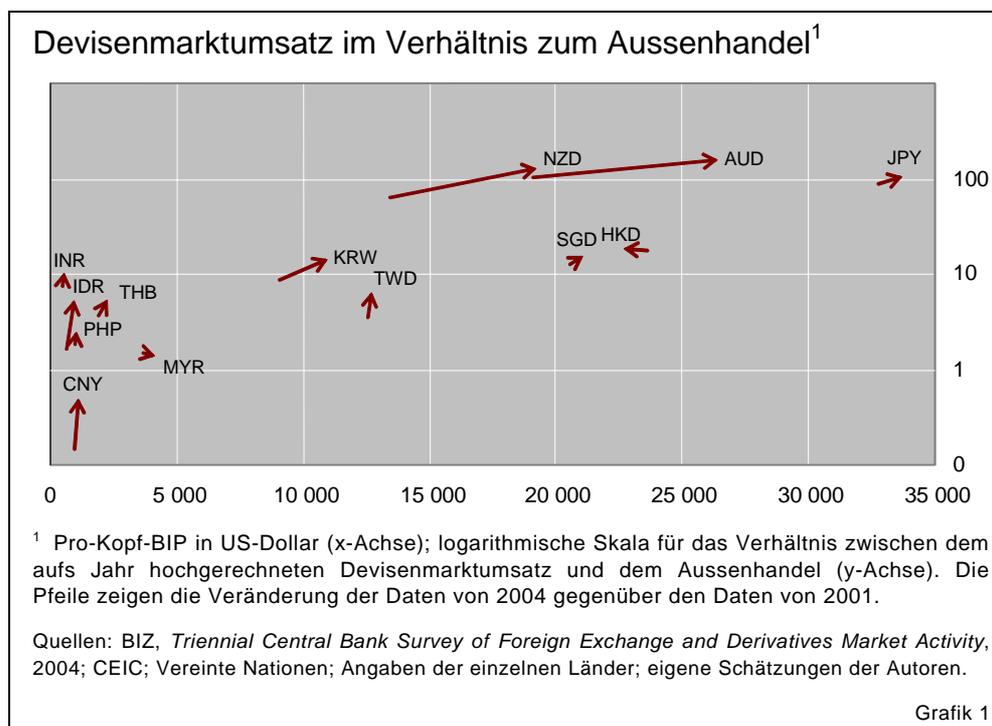
hier nahm die Aktivität langsamer zu als im globalen Durchschnitt. Auch der Handel in japanischen Yen wuchs während dieses Zeitraums relativ langsam, selbst gemessen an den Wachstumsraten der wichtigsten Währungen.

... aufgrund globaler und konjunktureller Faktoren ...

Galati und Melvin (2004) nennen das weltweite Renditestreben als Motor des Höhenflugs im herkömmlichen Devisenhandel von 2001 bis 2004. Das starke Umsatzwachstum, das einige asiatische Währungen in dieser Zeit verzeichneten, dürfte eine Folge dieses globalen Trends gewesen sein. Die Strategie der Carry Trades kam hochrentierenden Währungen wie der Rupiah ebenso zugute wie dem australischen und dem Neuseeland-Dollar. Allerdings ist die Verzinsung nicht der einzige Faktor – schliesslich gelten die meisten Kapitalzuflüsse nach Asien nicht Anleihen, sondern Aktien. Allgemeiner gesehen schürte die Erholung der asiatischen Volkswirtschaften Ende 2003 das Interesse der Anleger an einem grösseren Engagement in der Region. Auch der seit 2002 beobachtete Aufwertungs-trend asiatischer Währungen mit flexiblen Wechselkursen erhöhte ihre Attraktivität als Anlagekategorie.

... und als Folge des Aufholens der Finanzmärkte

Über die globalen und konjunkturellen Faktoren hinaus spiegelt die rasche Ausweitung des Handels in asiatischen Währungen jedoch auch eine nachhaltige Vertiefung der Finanzmärkte der Region wider. Die Devisenumsätze und der damit verbundene Kapitalverkehr holen auf und nähern sich der Bedeutung dieser Länder im internationalen Handel an, möglicherweise in einer logistischen S-Kurve (Grafik 1). Der Umsatz in Währungen der einkommensschwächeren Volkswirtschaften beträgt tendenziell ein geringeres Vielfaches ihres Aussenhandels. Gleichzeitig können Währungen wie der Renminbi und die Rupiah von ihrem niedrigen Ausgangsniveau aus rasch wachsen, trotz der hemmenden Wirkung der Kapitalverkehrskontrollen, die die Inlandsmärkte



Umsatz von Währungsderivaten in der Asien-Pazifik-Region, April 2004 ¹				
	Tagesdurchschnitt; Mio. US-Dollar		Wachstum seit 2001 (%) ²	
	Devisenswaps	Optionen	Devisenswaps	Optionen
Australischer Dollar	1 573	8 543	208	150
Chinesischer Renminbi	4	136	...	272 355
Hongkong-Dollar	293	365	3	385
Indische Rupie	97	100	10 162	...
Indonesische Rupiah	24	7	93	...
Japanischer Yen	3 354	37 430	70	58
Koreanischer Won	342	579	645	265
Malaysischer Ringgit	11	1
Neuseeland-Dollar	80	811	-21	1 397
Philippinischer Peso	4	5	77	...
Singapur-Dollar	54	272	199	69
Neuer Taiwan-Dollar	102	718	369	398
Thailändischer Baht	246	125	2 121	2 858
<i>Nachrichtlich:</i>				
<i>US-Dollar</i>	<i>17 605</i>	<i>92 276</i>	<i>196</i>	<i>94</i>
<i>Euro</i>	<i>9 732</i>	<i>51 085</i>	<i>344</i>	<i>95</i>
<i>Pfund Sterling</i>	<i>4 835</i>	<i>11 645</i>	<i>301</i>	<i>126</i>
<i>Kanadischer Dollar</i>	<i>521</i>	<i>5 884</i>	<i>44</i>	<i>98</i>

¹ Vorläufige Zahlen; endgültige Ergebnisse stehen noch aus. ² Teilweise sind keine Wachstumsraten dargestellt, weil die Umsatzzahlen aus der Erhebung von 2001 vernachlässigbar klein oder nicht verfügbar waren.

Quelle: BIZ, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2004. Tabelle 2

von den Offshore-Märkten abschotten.³ Eine Ausnahme bildet der Ringgit, der nicht in dieser Weise aufholte. Die malaysische Währungsbehörde hat nicht nur Offshore-Lieferungen ihrer Währung verboten, sondern bis vor Kurzem auch den Offshore-Handel mit Quasi-Termingeschäften („non-deliverable forwards“, NDF) auf Ringgit erfolgreich verhindert.

Ein solches Aufholen ist an den Märkten für Währungsderivate vielleicht noch deutlicher erkennbar. Devisenswaps und -optionen wurden in einigen asiatischen Währungen bislang wenig gehandelt (Tabelle 2). Wo jedoch solche Märkte entstanden sind, können sie von ihrem niedrigen Ausgangsniveau aus ein stärkeres Umsatzwachstum verzeichnen als weiter entwickelte Derivatmärkte.

Steigender Einfluss des Renminbi?

Die rapide Ausweitung des Renminbi-Umsatzes erfolgte zeitgleich mit einem Anstieg der Erwartungen im Hinblick auf weitere währungspolitische Reformen, mit denen oft auch die Erwartung einer Aufwertung der chinesischen Währung

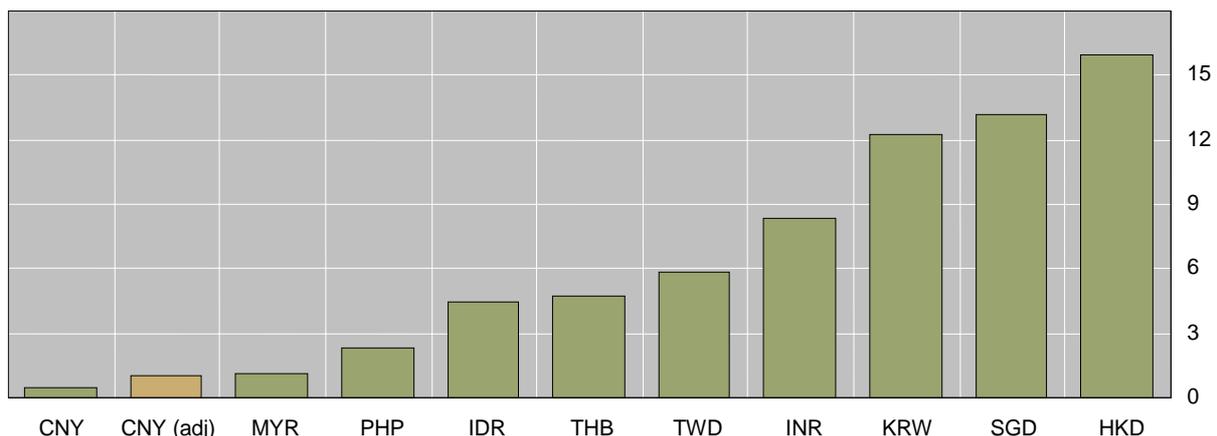
³ Im Falle der Rupiah hat selbst der rasante Umsatzanstieg von 2001 bis 2004 die Aktivität noch nicht wieder auf das Niveau der Jahre 1995/96 vor Ausbruch der Asien-Krise gebracht (BIZ 1997, Galati 2000). Der damalige Status der Rupiah als meistgehandelte Währung einer aufstrebenden Volkswirtschaft war weitgehend auf Carry Trades zurückzuführen.

Der Handel in Renminbi – unterschätzt und untergewichtet?

Sind die Umsatzdaten für den Renminbi wirklich mit den Daten für andere Währungen vergleichbar? Zunächst ist es hilfreich, zu bedenken, dass die Daten der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung die Summe der Daten sind, die von der jeweiligen Zentralbank eines Landes und von den anderen Zentralbanken der Welt erhoben werden. Im Falle des Renminbi weist der chinesische Datensatz eine beträchtliche Lücke auf, die die Datensätze der übrigen Zentralbanken nur teilweise schliessen. In den Daten, die China der BIZ über den inländischen Renminbi-Umsatz meldet, sind die Transaktionen von Banken mit Nichtbankfinanzinstituten und Gegenparteien ausserhalb des Finanzsektors nicht vollständig erfasst. Die gemeldeten Inlandsumsätze in Renminbi enthalten nur Kassageschäfte zwischen den Mitgliedern des China Foreign Exchange Trade System (CFETS) mit Sitz in Shanghai. Zu diesen Mitgliedern zählen die meisten inländischen und ausländischen Banken sowie einige wenige Nichtbankfinanzinstitute in China. In den gemeldeten Inlandsumsätzen nicht erfasst sind daher die Kassa- und Termingeschäfte von Banken mit den meisten Nichtbankfinanzinstituten sowie mit allen nicht zum Finanzsektor gehörenden Gegenparteien. Allerdings erfassen die von den übrigen Zentralbanken der Welt erhobenen Daten bestimmte Renminbi-Kassageschäfte von inländischen Banken mit einigen Nichtbankfinanzinstituten und nicht zum Finanzsektor gehörenden Gegenparteien in China.[®] Am Umfang dieser aus dem Ausland gemeldeten Kundengeschäfte im Verhältnis zu Chinas internationalen Transaktionen ist jedoch zu erkennen, dass ein grosser Teil der Inlandsgeschäfte zwischen Banken und ihren Kunden weder in den von China gemeldeten Daten noch in den Daten der anderen Zentralbanken der Welt enthalten ist.

Es fällt nicht schwer, von einem Gesamtumsatz in Renminbi in doppelter Höhe des gemeldeten Umsatzes auszugehen. Die nicht gemeldeten Kassageschäfte zwischen Banken und ihren Kunden innerhalb Chinas könnten umfangreich sein – teils aufgrund der Praxis der Pflichtverkäufe und -käufe von Devisen, teils aufgrund von Chinas rasch wachsenden Mittelzu- und -abflüssen. Geht man von der konservativen Annahme aus, dass diese nicht gemeldeten Transaktionen zwischen Banken und ihren Kunden der Hälfte der chinesischen Bruttohandelsströme von Gütern und Dienstleistungen im Jahr 2003 entsprechen, so würde sich der Kassa-Umsatz in Renminbi gegenüber den in Tabelle 1 angegebenen \$ 992 Mio. auf \$ 2 900 Mio. verdreifachen und der Gesamtumsatz in Renminbi würde sich von den \$ 1 812 Mio. in Tabelle 1 auf \$ 3 600 Mio. verdoppeln.

Verhältnis der Devisenmarktumsätze zu den Bruttohandelsströmen¹



¹ Der Jahresumsatz wird durch Multiplikation des durchschnittlichen Tagesumsatzes im April 2004 mit 256 errechnet. Die jährlichen Bruttohandelsströme sind die Summe der Exporte und Importe von Gütern und Dienstleistungen. Umsatz und Handelsströme sind zu jeweiligen Dollarkursen gerechnet.

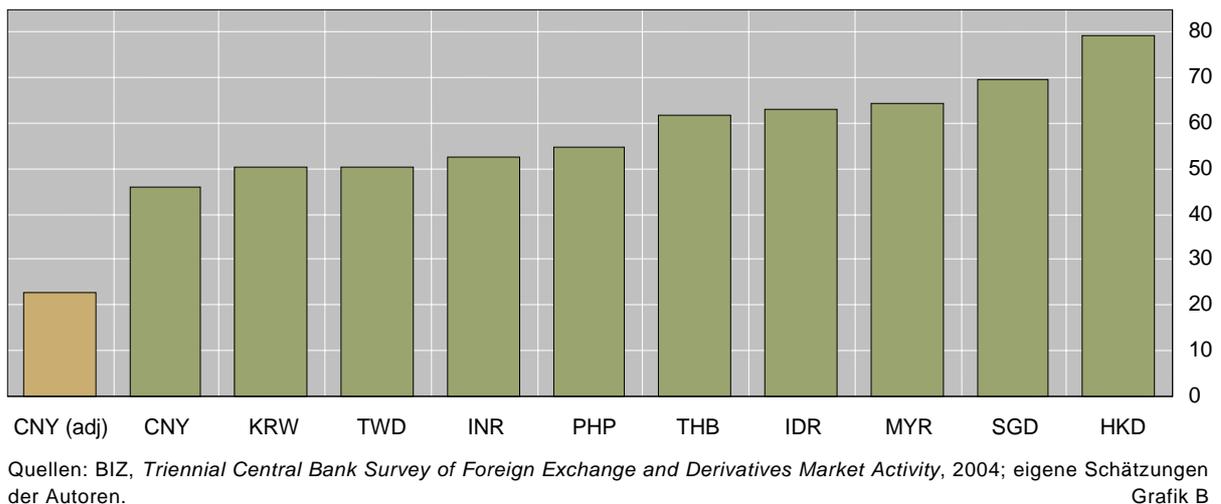
Quellen: BIZ, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2004; CEIC; WTO; eigene Schätzungen der Autoren.

[®] Dafür, ob die Transaktionen im In- oder Ausland stattfinden, ist in der Erhebung von 2004 nicht mehr die Rechtspersönlichkeit („rechtliches Buchungszentrum“) massgeblich wie noch in der Erhebung von 2001, sondern der Standort der Verkaufsstelle („Telefonnummer“).
Grafik A

Allerdings ändert eine erheblich höhere Schätzung des Inlandsumsatzes, zusammen mit den NDF-Transaktionen im Ausland, nichts an dem Schluss, dass der Umsatz in Renminbi noch immer relativ gering ist. Grafik A zeigt den Umsatz in Renminbi im Verhältnis zu den Handelsströmen an letzter Stelle unter den Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, wobei im Falle Chinas einmal nur die gemeldeten Renminbi-Transaktionen berücksichtigt werden (CNY) und einmal zusätzlich die geschätzten nicht gemeldeten Transaktionen (CNY adj).

Warum ist der Renminbi-Markt nach wie vor in jeder Hinsicht wenig liquide? Vier Gründe sind denkbar. Der erste ist das Fehlen hochfrequenter grenzüberschreitender Ströme, da China Portfolioströme noch immer straff kontrolliert. Ma und McCauley (2004) führen Belege dafür an, dass infolge dieser Einschränkungen die Verzinsung in Renminbi im In- und Ausland deutliche Unterschiede aufweist. Ein zweiter möglicher Grund für die mangelnde Liquidität ist das Fehlen von Interbankgeschäften mit Terminkontrakten/Swaps und Optionen in China – ungeachtet des im Entstehen begriffenen Inlandsmarktes für Terminkontrakte zwischen Banken und ihren Kunden. Selbst unter Einbeziehung von Offshore-NDF bleibt das Verhältnis von Terminkontrakten und Swaps zum Gesamtumsatz in Renminbi hinter dem entsprechenden Verhältnis aller anderen asiatischen Währungen zurück (Grafik B).² Drittens wird der Umsatz auch dadurch geschmälert, dass sich die Renminbi-Transaktionen stark auf die chinesischen Grossbanken konzentrieren und diese in der Lage sind, Geschäfte zu saldieren, bevor es zu einem Handel im CFETS kommt. Viertens schliesslich sind private Transaktionen in Renminbi in China oft einseitige Geschäfte, d.h. es werden nur Positionen in eine Richtung eingegangen.

Terminkontrakte und Swaps in Prozent des gesamten Devisenmarktumsatzes



² Wenn im Gesamtumsatz auch die geschätzten nicht gemeldeten Renminbi-Transaktionen zwischen Banken und ihren Kunden (wahrscheinlich überwiegend Kassageschäfte) berücksichtigt werden, ist dieses Verhältnis noch niedriger.

verbunden war. Obwohl der Kassakurs des Renminbi de facto noch an den Dollar gebunden und der Handel weitgehend auf einen vorwiegend inländischen Markt beschränkt ist, lässt ein zunehmend aktiver Offshore-Markt für Quasi-Termingeschäfte (NDF; auch Terminkontrakte ohne Lieferung genannt) die klaren Erwartungen künftiger Kassakursbewegungen erkennen. Früher war dieser NDF-Markt wenig liquide; das Handelsvolumen betrug nur etwa 200 Millionen Dollar pro Tag (die Kontrakte werden letztlich in Dollar zurückgezahlt, daher „ohne Lieferung“). Heute kann der Tagesumsatz dagegen eine

Milliarde Dollar oder mehr erreichen (Ma et al. 2004). Infolgedessen dürften die Kurse der NDF auf Renminbi heute einen grösseren Einfluss auf die Wirtschaft und den Markt haben als zuvor.

Spekulationen um den Renminbi zeigen seinen Einfluss ...

Es wird davon ausgegangen, dass Spekulationen über eine Aufwertung des Renminbi sich zunehmend auf die Handelstrends asiatischer Währungen ausgewirkt haben. Aus einer kürzlich erschienenen Studie geht hervor, dass grosse, von Ereignissen in China bestimmte Schwankungen der einjährigen NDF auf Renminbi signifikante Auswirkungen auf den Yen, den australischen Dollar, nordostasiatische Währungen sowie den Singapur-Dollar und den thailändischen Baht hatten (Malcolm 2005).

Die Bewegungen von NDF auf Renminbi und asiatischen Währungen weisen ganz generelle Gemeinsamkeiten auf, selbst unter Berücksichtigung der Bewegungen von Yen und Euro. Tabelle 3 zeigt die anhand der täglichen Wechselkurse geschätzten Elastizitäten. Eine Elastizität von x bedeutet, dass eine Bewegung des Yen (bzw. Euro oder Renminbi) um 1% gegenüber dem US-Dollar im Durchschnitt mit einer Bewegung einer asiatischen Währung um $x\%$ gegenüber dem Dollar einhergeht. Im Extremfall würde eine asiatische Währung, die an den Dollar gebunden ist, keine Parallelbewegung zu den Dollarkursen von Yen, Euro oder NDF auf Renminbi zeigen, d.h. eine Elastizität von Null. Je höher der Wert von x , umso paralleler die Bewegungen einer asiatischen Währung mit dem betreffenden Wechselkurs (d.h. umso weniger eng ist sie an den Dollar „gekoppelt“).

... selbst unter Berücksichtigung von Yen und Euro

Diesen Schätzungen zufolge scheinen NDF auf Renminbi an Bedeutung zu gewinnen, auch wenn Schwankungen des Dollar/Yen-Kassakurses weiterhin

Parallelbewegung asiatischer Währungen mit Yen, Euro und NDF auf Renminbi, 2003/04¹

	2003				2004			
	JPY	EUR	CNY NDF	Nachrichtlich: R^2	JPY	EUR	CNY NDF	Nachrichtlich: R^2
KRW Kassa	0,33***	0,04	0,17*	0,203	0,32***	0,12***	0,30***	0,411
IDR Kassa	0,15***	0,09**	0,12	0,070	0,28***	0,12***	0,30**	0,210
SGD Kassa	0,21***	0,08***	0,15***	0,319	0,22***	0,11***	0,11*	0,392
THB Kassa	0,24***	0,04*	0,14**	0,304	0,22***	0,08***	0,13**	0,402
TWD Kassa	0,09***	0,03**	0,12***	0,218	0,20***	0,00	0,28***	0,217
CNY 1-Jahres-NDF	0,11***	0,00	–	0,041	0,12***	0,02	–	0,115
PHP Kassa	0,09**	0,01	0,02	0,023	0,08***	0,02	0,00	0,093
HKD 1-Jahres-Termin	0,03***	0,01	0,08***	0,103	0,02***	0,03***	0,11***	0,246

¹ Die Elastizitätskoeffizienten werden geschätzt mittels Regression der prozentualen täglichen Veränderungen der asiatischen Währung X (ausgedrückt in X je US-Dollar) auf eine Konstante und die prozentualen täglichen Veränderungen von Yen, Euro und 1-Jahres-NDF auf Renminbi (alle in US-Dollar). Signifikanz: *** = Wahrscheinlichkeit unter 0,001, ** = Wahrscheinlichkeit unter 0,01, * = Wahrscheinlichkeit unter 0,1.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Tabelle 3

den grössten Einfluss auf asiatische Währungen ausüben.⁴ Die Parallelbewegungen des Renminbi und der nordostasiatischen Währungen wurden 2004 im Vergleich zum Vorjahr stärker. Insbesondere war die Elastizität des Kassakurses des koreanischen Won gegenüber NDF auf Renminbi im Jahr 2004 ähnlich hoch wie gegenüber dem Yen. Auf den Terminkurs des Hongkong-Dollars bzw. den Kassakurs des Neuen Taiwan-Dollars wirkte sich eine Veränderung bei den NDF auf Renminbi sogar stärker aus als eine entsprechende Veränderung beim Yen.⁵ Dennoch ist bemerkenswert, dass die möglicherweise grössere Bedeutung der chinesischen Währung an den asiatischen Devisenmärkten den gemessenen Einfluss des Yen nicht gemindert hat.

Asiatische Währungen nicht länger ein Dollarblock

Die obengenannten Ergebnisse widersprechen der landläufigen Meinung, die asiatischen Währungen hätten seit der Asien-Krise zurück zu einem US-Dollarblock tendiert. Sicher wurden sowohl der Renminbi als auch der malaysische Ringgit während der Krise eng an den Dollar gebunden, sodass manche Beobachter meinten, dies würde auch andere regionale Währungen in die Dollarkopplung zurückziehen (Ogawa und Ito 2002). Wissenschaftler und andere Kommentatoren sprachen von einem „ostasiatischen Dollarstandard“ und einem „Neo-Bretton-Woods-System“.⁶ Aus den oben geschätzten, signifikant positiven Elastizitäten ergibt sich jedoch keine Bestätigung für diese Theorien, die eine vernachlässigbar geringe systematische Beziehung zwischen asiatischen Währungen und dem Yen bzw. dem Euro erwarten lassen würden.

Wenn die Währungen Asiens nicht als Dollarblock gehandelt werden – wie sind ihre aktuellen Handelstrends dann zu beschreiben? Einige Beobachter sagten eine Bewegung zum Yen voraus (Kwan 2001, Kim et al. 2004); plausibler ist jedoch die Annahme, dass sich die asiatischen Währungen tendenziell an effektiven Wechselkursen orientieren, ähnlich wie der Singapur-Dollar (Kawai 2002). Dafür spricht die Beobachtung, dass 2004 die bilateralen Wechselkurse der flexibleren asiatischen Währungen im Verhältnis zu ihren effektiven Wechselkursen volatiler waren als noch 1996 (Grafik 2).⁷ Der

Dollarblock-Theorie
nicht bestätigt

Anzeichen einer
Orientierung an
effektiven
Wechselkursen ...

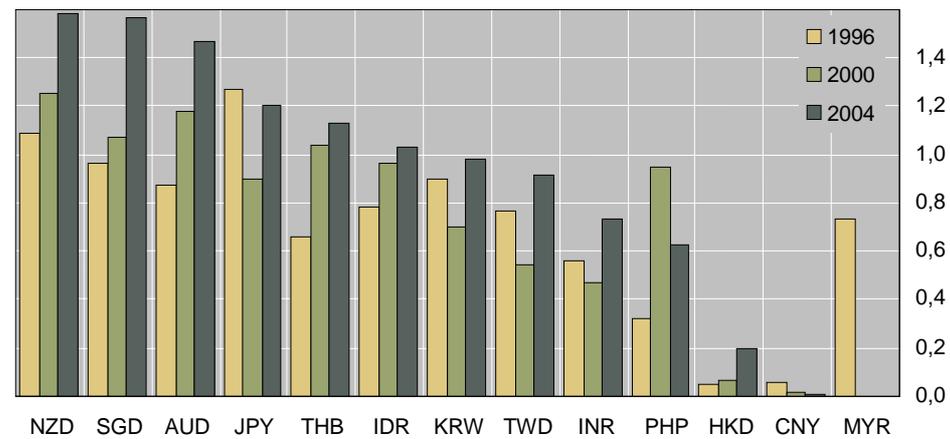
⁴ Bewegungen des Dollar/Yen-Kassakurses sind ein dominanter Einfluss an asiatischen Devisenmärkten, seit in der Asien-Krise mehrere formelle oder informelle Kopplungen an den Dollar gelöst wurden. Galati und McCauley (1998) dokumentierten frühe Anzeichen dafür, dass die Reagibilität der Währungen in der Asien-Pazifik-Region gegenüber Dollar/Yen-Kursbewegungen nach der Krise anstieg.

⁵ Da NDF auf Renminbi jedoch nur etwa ein Drittel so volatil sind wie der Dollar/Yen-Kurs, bleibt der Einfluss des Yen auf den Neuen Taiwan-Dollar insgesamt grösser.

⁶ Unter ihnen McKinnon und Schnabl (2003) sowie Dooley et al. (2003).

⁷ Anders als in jüngster Zeit liess sich im Jahr 2000 noch eher behaupten, in Ostasien werde der Dollarstandard wiederhergestellt. Jedenfalls stehen die beträchtlichen Volatilitätsraten der flexibleren Währungen in deutlichem Kontrast zu den an Null grenzenden Raten der an den US-Dollar gekoppelten Währungen Hongkong-Dollar, Renminbi und Ringgit. Der Anstieg der Rate des australischen und des Neuseeland-Dollars ist Ausdruck der Verlagerung des Handels in diesen Währungen vom US-Dollar zum Euro.

Volatilität von Dollar-Wechselkursen gegenüber effektiven Wechselkursen



Quellen: JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Grafik 2

Singapur-Dollar weist seit Langem eine höhere Volatilität gegenüber dem US-Dollar auf als gegenüber einem Korb mit den Währungen seiner Handelspartner.⁸ Seit Kurzem gilt dies auch für den thailändischen Baht. Die bilaterale und die effektive Volatilität der indonesischen Rupiah und des koreanischen Won dagegen sind nahezu gleich.

Die Annahme, dass sich asiatische Währungen immer weniger am US-Dollar und mehr an effektiven Wechselkursen orientieren, wird auch durch die Regressionsanalyse weiter oben unterstützt. Beim Yen sind die Elastizitätskoeffizienten in den Jahren 2003/04, selbst unter Berücksichtigung der NDF auf Renminbi, deutlich höher als vor der Krise (Tabellen 3 und 4). Das Gewicht des Yen entspricht dem weithin erkannten Wettbewerb zwischen asiatischen Exportländern und Japan um Drittmärkte. Darüber hinaus spielt der Euro offenbar eine grössere Rolle, als sie die D-Mark innehatte. Der jüngste Einfluss des Renminbi könnte die wachsenden Handelsbeziehungen zwischen China und seinen asiatischen Nachbarländern widerspiegeln. China ist heute z.B. Koreas grösster Markt, und so leuchtet es ein, dass der Won gleich stark mit dem Renminbi schwankt wie mit dem Yen.

Hier gilt es zwei miteinander verbundene Punkte zu beachten. Erstens besteht ein Unterschied zwischen der Orientierung des Singapur-Dollars und derjenigen anderer asiatischer Währungen an effektiven Wechselkursen. Der effektive Kurs des Singapur-Dollars steht erklärermassen im Mittelpunkt der

... doch anders als in Singapur

⁸ Die im Laufe der Zeit schwächer gewordene Orientierung des Singapur-Dollars am US-Dollar (wie sie die Schätzungen der Regression bzw. die stark steigende Volatilitätsrate nahe legen) illustriert die Wechselwirkungen zwischen dem von den Währungsbehörden Singapurs verwendeten umfangreichen Währungskorb (der Marktschätzungen zufolge etwa ein Dutzend Währungen enthält) und der zunehmenden Abwendung einiger regionaler Handelspartner des Landes vom Dollar. Da der thailändische Baht und der Neue Taiwan-Dollar stärker auf den Yen oder den Euro reagieren, wird auch der Singapur-Dollar aufgrund der Orientierung an effektiven Wechselkursen reagibler.

Parallelbewegung asiatischer Währungen mit Yen und D-Mark, 1995/96 ¹						
	1995			1996		
	JPY	DM	R ²	JPY	DM	R ²
KRW Kassa	0,11***	-0,05*	0,059	0,13***	0,01	0,083
IDR Kassa	-0,01	0,03*	0,003	-0,01	-0,04	0,006
SGD Kassa	0,16***	-0,04	0,119	0,11***	0,02	0,150
THB Kassa	0,08***	-0,01	0,281	0,09***	0,01	0,249
TWD Kassa	0,17***	-0,10***	0,116	0,04***	0,02	0,070
CNY Kassa	0,00	-0,01	0,001	0,00	0,00*	0,004
PHP Kassa	-0,01	-0,03	-0,002	0,00	0,00	-0,008
HKD 1-Jahres-Termin	-0,01	0,01	-0,006	0,00	-0,01	-0,004
MYR Kassa	0,11***	-0,02	0,127	0,06***	0,01	0,058

¹ Elastizitätskoeffizienten und Signifikanz wie in Tabelle 3, ausser dass statt des Euro die D-Mark verwendet wird.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle 4

Währungspolitik Singapurs.⁹ Bei den anderen Währungen scheint eine solche Orientierung als Nebeneffekt der Wechselwirkungen zwischen einer grösseren währungspolitischen Flexibilität gegenüber dem US-Dollar und Fundamentalfaktoren wie bedeutenden Handelsbeziehungen zu anderen Währungsräumen entstanden zu sein. Diese Fundamentalfaktoren wiederum wurden durch das Verhalten der Währungsbehörden verstärkt – sei es durch Verbalinterventionen mit Bezug auf den Yen bzw. andere Cross Rates, sei es durch tatsächliche Marktinterventionen bei extremen Bewertungen des effektiven Kurses.

Zweitens bedeutet die festgestellte Parallelbewegung mit den NDF auf Renminbi nicht, dass die asiatischen Währungsbehörden diese tatsächlich in ihren impliziten oder expliziten Währungskorb aufgenommen haben. Eine solche Parallelbewegung könnte auch einfach dadurch entstehen, dass die durch Fundamentalfaktoren und/oder Währungspolitik bedingte Orientierung an effektiven Wechselkursen von den Marktteilnehmern erkannt wird. Insbesondere könnten Marktteilnehmer erwarten, dass – wenn eine Aufwertung des Renminbi gegenüber dem Dollar zugelassen würde – auch andere asiatische Währungen stärker werden könnten, ohne dass es zwingend ihre jeweiligen effektiven Wechselkurse aufzuwerten gälte. Diese Logik könnte einen zunehmenden Handel in Singapur-Dollar als Stellvertreterwährung begünstigen, mit dem sich die Marktteilnehmer für eine Aufwertung des Renminbi, aber auch eine mögliche Überprüfung der Dollarkopplung des Ringgit positionieren.¹⁰ Treibt man diese Logik noch weiter, so scheint es nicht abwegig, dass ein

Marktlogik des
grösseren
Einflusses des
Renminbi

⁹ Für einen Überblick über Singapurs währungspolitischen Rahmen s. Monetary Authority of Singapore (2001).

¹⁰ Malaysia ist Singapurs wichtigster Handelspartner. Eine Aufwertung des Renminbi sehen manche Beobachter daher auch als möglichen Auslöser für eine Überprüfung der Dollarkopplung des Ringgit.

stärker liberalisierter und flexiblerer Renminbi-Kassakurs in Zukunft neben dem Yen – oder sogar an seiner Stelle – als Anker für die regionalen Währungen fungieren kann.¹¹

Zusammenfassung

Der Umsatz in asiatischen Währungen hat während der letzten Jahre beträchtlich zugenommen. Weniger lebhaft gehandelte Währungen wie der Renminbi haben besonders rasch aufgeholt. Die Handelstrends der regionalen Währungen, aber auch ihre Beziehungen zu den wichtigsten Währungen haben sich weiterentwickelt. In jüngster Zeit gibt es Anzeichen dafür, dass eine Orientierung an effektiven Wechselkursen unter Verwendung eines umfangreichen Währungskorbs, wie sie den Singapur-Dollar schon lange kennzeichnet, auch am Markt für andere ostasiatische Währungen auf dem Vormarsch sein könnte. Die Marktteilnehmer scheinen damit zu rechnen, dass Schwankungen des Renminbi – neben Schwankungen von Yen und Euro – für den Handel in regionalen Währungen von Bedeutung sein werden.

Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1997): *67. Jahresbericht*, S. 109–132.

Dooley, M.P., D. Folkert-Landau und P. Garber (2003): „An essay on the revised Bretton Woods system“, *NBER Working Papers*, Nr. 9971, September.

Galati, G. (2000): „Volumina, Volatilität und Geld-Brief-Spannen im Devisenhandel aufstrebender Volkswirtschaften“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 53–55.

Galati, G. und R.N. McCauley (1998): „Yen/Dollar-Kurs und Schwankungen von Währungen des Asien-Pazifik-Raums“, *BIZ-Quartalsbericht*, November, S. 15–17.

Galati, G. und M. Melvin (2004): „Was erklärt den steilen Umsatzanstieg an den Devisenmärkten? Anmerkungen zur Zentralbankerhebung 2004“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember, S. 75–83.

Kawai, M. (2002): „Exchange rate arrangements in East Asia: lessons from the 1997–98 currency crisis“, Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, *Monetary and Economic Studies*, Vol. 20, Nr. S-1, Dezember.

Kim, J.Y., Y. Wang und W.Y. Park (2004): *Coupling or decoupling of won/yen exchange rate*, Papier vorgelegt im Rahmen des Workshops „Monetary and exchange rate arrangements in East Asia“ der Claremont Graduate University und des Korea Institute for International Economic Policy (KIEP), August, Seoul.

¹¹ Die Vision, dass die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens eines Tages einen Block bilden, der gegenüber dem Dollar, dem Euro und auch dem Yen schwankt, wurde von Suttle und Fernandez (2005) dargelegt.

Kwan, C.H. (2001): *Yen bloc: toward economic integration in Asia*, The Brookings Institution Press, Washington D.C.

Ma, G., C. Ho und R.N. McCauley (2004): „Die Märkte für Terminkontrakte ohne Lieferung auf asiatische Währungen“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 93–108. Summarische Übersetzung in *China Money*, Dezember, S. 4–8.

Ma, G. und R.N. McCauley (2004): *Effectiveness of China's capital controls*, Papier vorgelegt am zweiten KIEP-PRI-Seminar zum Thema „Financial interdependence and exchange rate regimes in East Asia“, Dezember, Tokio.

Malcolm, J. (2005): „Anticipating the spill-over from CNY reval“, Deutsche Bank, *Asian FX Strategy Notes*, 4. Januar.

McKinnon, R. und G. Schnabl (2003): *The East Asian dollar standard, fear of floating and original sin*, September, Mimeo.

Monetary Authority of Singapore (2001): *Singapore's exchange rate policy*, Februar.

Ogawa, E. und T. Ito (2002): „On the desirability of a regional basket currency arrangement“, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 16, Nr. 3, S. 317–334.

Suttle, P. und D. Fernandez (2005): „Emerging Asia's monetary future“, JPMorgan Chase, *Global issues*, Januar.