

V. Devisenmärkte

Schwerpunkte

Die anhaltende Stärke des US-Dollars und die Schwäche des Yen prägten die Devisenmärkte im Jahr 2001 und Anfang 2002. Der Euro notierte gegenüber dem Dollar meist innerhalb eines relativ engen Bandes und blieb auf nominaler effektiver Basis weitgehend stabil. Im April und Mai 2002 verlor der Dollar jedoch gegenüber dem Euro und dem Yen erheblich an Boden.

Wie in den vergangenen Jahren schienen die jeweiligen Konjunkturaussichten in den wichtigsten Wirtschaftsregionen, die den Portfolio- und Direktinvestitionsströmen zugrunde lagen, auch die Hauptverantwortung für die allgemeine Entwicklung der Wechselkurse zwischen den wichtigsten Währungen zu tragen. Geldpolitische Beschlüsse und Zinsdifferenzen schienen die Wechselkurse zwar ebenfalls zu beeinflussen, jedoch in erster Linie über ihre Auswirkungen auf die Wachstumserwartungen. Dies steht in deutlichem Kontrast zu den achtziger Jahren und dem größten Teil der neunziger Jahre, als der Dollar dann Aufwertungstendenzen zeigte, wenn die Zinsdifferenzen zugunsten der USA stiegen. Der Yen schwächte sich ab, weil der japanische Finanzsektor anfälliger zu werden schien und es für die Währungsbehörden schwierig war, angesichts bereits bei null liegender Notenbankzinsen die Inlandsnachfrage anzukurbeln.

An den anderen Devisenmärkten hielt die Stärke des Pfund Sterling und des Schweizer Frankens an. Dies war für die Geldpolitik Anlass zur Sorge, wie der Zinssenkungsbeschluss der Schweizerischen Nationalbank vom Mai 2002 zeigt. Die schwedische Krone schwächte sich bis Oktober 2001 beträchtlich ab, gewann aber anschließend gegenüber dem Euro und dem Dollar wieder an Stärke. Der kanadische Dollar fiel auf ein neues historisches Tief, um sich danach wieder etwas zu festigen, während sich der australische Dollar und der Neuseeland-Dollar vor dem Hintergrund einer starken Binnenkonjunktur deutlich erholten.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften werteten angesichts eines globalen Nachfragerückgangs eine Anzahl Währungen gegenüber dem US-Dollar weiter ab. Dennoch blieb für die meisten Währungen die Lage weitgehend ruhig. Zwar wurden im Laufe des Jahres 2001 der brasilianische Real und der südafrikanische Rand durch die sich erheblich verschlechternden Wirtschaftsbedingungen in Argentinien in Mitleidenschaft gezogen, doch als die Krise im Dezember voll zum Ausbruch kam, brachte dies nur geringe zusätzliche Belastungen mit sich. Teilweise spiegelte dieser begrenzte Spillover-Effekt die Tatsache wider, dass eine Anzahl aufstrebender Volkswirtschaften in den letzten Jahren zu größerer Wechselkursflexibilität übergegangen waren und in mehreren Fällen ihre Geldpolitik an einem Inflationsziel ausrichteten.

Aber auch wenn die Bedeutung des Wechselkurses als explizites Ziel der Geldpolitik geringer geworden oder ganz weggefallen sein dürfte, so spielen doch Wechselkursüberlegungen noch immer eine wichtige Rolle bei der Formulierung der Geldpolitik.

Dollar, Yen und Euro

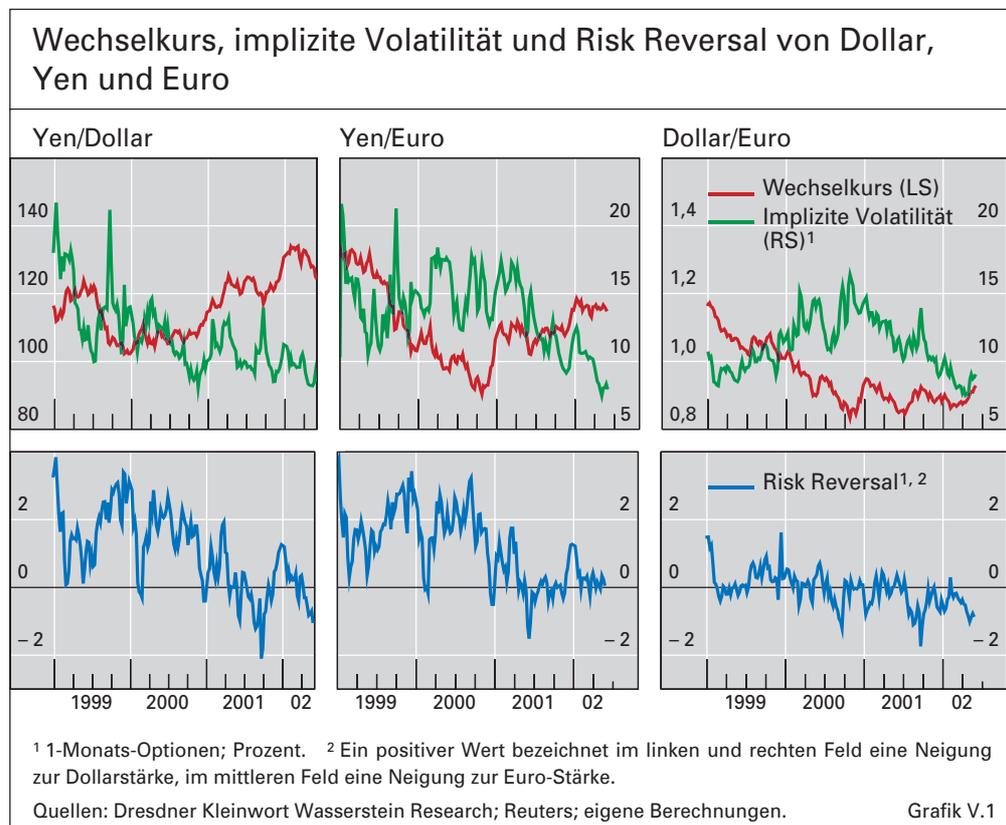
Wesentliche Entwicklungen

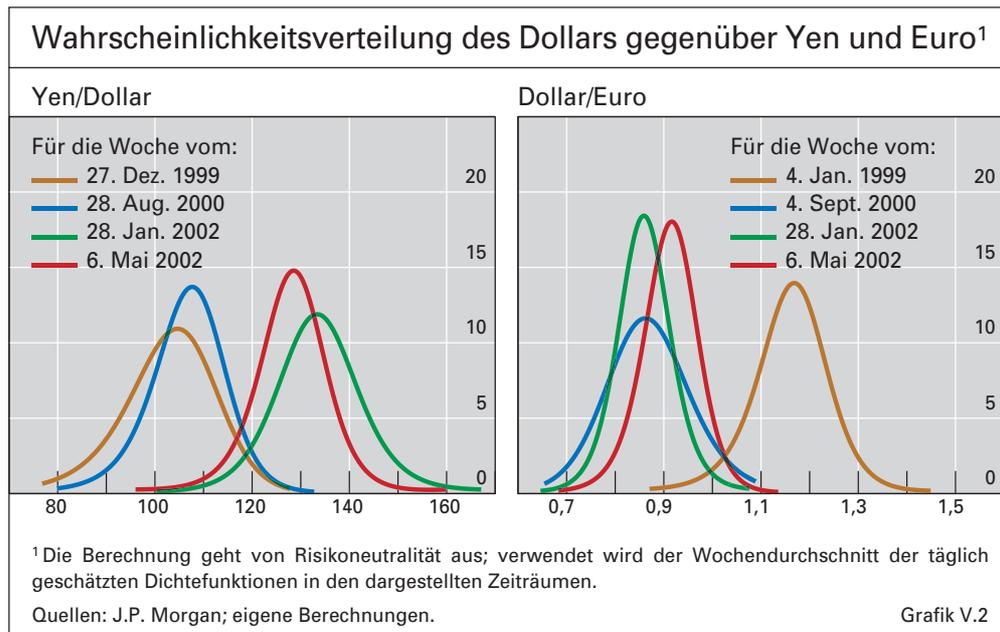
Die anhaltende Stärke des Dollars kennzeichnete das Geschehen an den Devisenmärkten fast während des gesamten Berichtszeitraums. Von Januar 2001 bis März 2002 wertete der Dollar auf nominaler effektiver Basis um 8% auf und erreichte seinen höchsten Stand seit Herbst 1985. Die Ereignisse des 11. September setzten die Währung nur sehr kurzzeitig unter Druck. Im April und Mai 2002 gab es jedoch Hinweise darauf, dass die Stärke des Dollars nachließ.

Starker Dollar ...

Anders als in früheren Jahren war die Entwicklung an den Devisenmärkten außerdem durch die Schwäche des Yen gekennzeichnet. Auf nominaler effektiver Basis verlor der Yen von Januar 2001 bis März 2002 etwa 8%. 1999 hatte er noch zugelegt und sich fast das ganze Jahr 2000 über bei ¥ 105–110 je Dollar bewegt. 2001 und Anfang 2002 jedoch wertete er deutlich ab und näherte sich einem Niveau von ¥ 135 (Grafik V.1). Auch gegenüber dem Euro schwächte er sich von ¥ 108 auf ¥ 118 ab. Die aus den Preisen von 1-Monats-Yen/Dollar-Optionen gewonnenen Informa-

... schwacher Yen ...





tionen zeigen, dass sich die Markterwartungen für den Yen im Jahr 2001 gegenüber 2000 merklich geändert haben. 2000 waren die Erwartungen der Devisenhändler hinsichtlich des Yen/Dollar-Kursniveaus jeweils einen Monat im Voraus im Großen und Ganzen stabil geblieben (Grafik V.2). Auch ihre Risikoeinschätzung hinsichtlich eines viel stärkeren bzw. viel schwächeren Yen war mehrheitlich ausgewogen gewesen. Bis März 2002 war das erwartete Yen/Dollar-Kursniveau im Mittel erheblich gestiegen, und die Einschätzungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des Risikogleichgewichts hatten sich zugunsten eines gegenüber der allgemeinen Markterwartung wesentlich schwächeren Yen verschoben. Im April und Mai 2002 gewann der Yen jedoch wieder an Boden. Außerdem zeigten die Optionspreise, dass sich die Risikoeinschätzung zugunsten eines schwächeren Yen verringert hatte.

... und stabiler Euro

Auch das Verhalten des Euro veränderte sich im Jahr 2001 beträchtlich. Auf nominaler effektiver Basis legte der Euro um rund 6% zu. In seinen ersten zwei Jahren hatte der Euro sowohl gegenüber dem Dollar und dem Yen als auch auf nominaler effektiver Basis fast die ganze Zeit über stetig abgewertet. 2001 und Anfang 2002 dagegen blieb er gegenüber dem Dollar weitgehend stabil und wurde meist in einem Bereich zwischen \$ 0,93 und \$ 0,86 gehandelt. Gegenüber dem Yen stieg er um etwa 5%. Die aus Optionspreisen gewonnenen Informationen zeigen, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung des Dollar/Euro-Wechselkurses seit 2000 relativ konstant geblieben sind; die Varianz hat sogar abgenommen.

Kurz- und langfristige Sichtweise

Willkommene kurzfristige Auswirkungen des starken Dollars

Nachdem das Wirtschaftswachstum in den USA im vierten Quartal 2001 wieder in Fahrt gekommen war, erschien die Stärke des US-Dollars aus kurzfristiger Sicht hilfreich, um die Gesamtnachfrage auch auf Volkswirtschaften mit niedrigeren Wachstumsraten umzulenken. Insbesondere hat die Schwäche des Yen die Auslandsnachfrage nach japanischen Produkten

gestützt, die Unternehmensgewinne gestärkt und den Yen-Wert ausländischer Vermögenswerte gesteigert. Angesichts des moderaten Ausmaßes der Abwertung und des niedrigen Außenhandelsanteils der japanischen Wirtschaft dürfte der Nettoeffekt für die Nachfrage insgesamt gesehen jedoch bisher verhältnismäßig gering gewesen sein. Zwar vollzogen die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften die Kursbewegungen des Dollars gegenüber dem Yen oder dem Euro im Großen und Ganzen weniger eng nach als in der Vergangenheit, doch gab der stärkere Dollar vielen Ländern dennoch Anlass zu Besorgnis.

Nach der jüngsten Konjunkturabschwächung betrug das Leistungsbilanzdefizit der USA etwa 4% des BIP. Der daraus resultierende weitere Anstieg der

Langfristig einige Bedenken

Offizielle Devisenreserven					
	1998	1999	2000	2001	Stand Ende 2001
	Mrd. US-Dollar				
	Veränderung zu jeweiligen Wechselkursen				
Insgesamt	27,0	140,0	149,5	100,4	2 021,5
Industrieländer	-32,8	50,3	55,7	-0,4	775,5
USA	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	29,0
Euro-Raum	-32,9	-41,0	-8,5	-12,5	205,3
Japan	-4,7	74,5	69,5	40,5	387,7
Asien	62,8	79,0	52,5	76,0	770,5
China	5,1	9,7	10,9	46,6	212,2
Hongkong SVR	-3,2	6,6	11,3	3,6	111,2
Indien	2,6	5,0	5,3	8,0	45,3
Indonesien	6,3	3,8	2,0	-1,2	27,0
Korea	32,3	21,7	22,2	6,6	102,5
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	29,6
Philippinen	2,0	4,0	-0,2	0,4	13,3
Singapur	3,5	1,9	3,4	-4,8	74,9
Taiwan, China	6,8	15,9	0,5	15,5	122,2
Thailand	2,7	5,4	-1,9	0,4	32,3
Lateinamerika ¹	-9,7	-8,8	2,0	-0,1	135,7
Argentinien	2,3	1,6	-1,7	-9,9	14,5
Brasilien	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	35,7
Chile	-1,9	-1,1	0,4	-0,5	13,9
Mexiko	3,3	-0,5	4,2	9,2	44,4
Mittel- und Osteuropa ²	6,5	1,7	19,1	13,3	110,4
Übrige Länder	0,2	17,8	19,8	18,8	236,2
	Veränderung zu konstanten Wechselkursen ³				
Insgesamt	23,2	180,9	185,9	131,8	2 021,5
Reserven in Dollar	51,3	146,4	111,7	79,1	1 517,1
Reserven in anderer Währung	-28,1	34,5	74,2	52,7	504,4

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 Jahresende.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle V.1

US-Auslandsverbindlichkeiten warf erneut die Frage nach der langfristigen Tragfähigkeit der gegenwärtigen Wechselkursniveaus auf. Aus zwei Gründen gewann dieses Thema im vergangenen Jahr weiter an Relevanz. Zum einen waren die Nettozahlungen aus der US-Auslandsvermögensposition gemessen am BIP zwar nach wie vor extrem niedrig, gemessen an den US-Exporten hatten sie sich jedoch stetig erhöht, nämlich von 0,5% im Jahr 1998 auf fast 2% im Jahr 2001 (Kapitel II). Zum anderen deckte die Auslandsfinanzierung das US-Leistungsbilanzdefizit zwar mehr als ab, doch hat sich ihre Zusammensetzung so verändert, dass der Dollar künftig anfälliger gegenüber plötzlichen Stimmungsschwankungen der Anleger sein könnte. Von 2000 bis 2001 stieg der Anteil der Portfoliokapitalströme an, und die ausländischen Direktinvestitionen (meist im Zusammenhang mit internationalen Fusionen und Übernahmen) sanken im Verhältnis deutlich. Der Anteil des US-Leistungsbilanzdefizits, der durch – zunehmend in staatlich unterstützte Körperschaften investierte – offizielle Dollarreserven finanziert wurde, blieb in etwa konstant (Tabelle V.1).

Trotzdem ist nach wie vor schwierig zu beurteilen, wie weit die derzeitigen Wechselkurse von ihren langfristigen Gleichgewichtswerten entfernt sind. Eine Schätzmethode für diesen Wert stützt sich auf die Preisunterschiede für Güter und Dienstleistungen in den einzelnen Ländern, gemessen anhand der geschätzten Kaufkraftparität. Ein zweiter Ansatz schätzt den fundamentalen langfristigen Gleichgewichtswchselkurs als ein Niveau, das mit internem Gleichgewicht (Verhältnis zwischen Ersparnis und Investitionen) und externem (Leistungsbilanz-)Gleichgewicht kompatibel ist. Nach beiden Schätzverfahren dürfte derzeit der Dollar oberhalb und der Euro unterhalb des jeweiligen langfristigen Gleichgewichtswerts liegen; empirische Studien gelangen jedoch mit Schätzungen zwischen 5% und 40% zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen, was den Umfang dieser Abweichung betrifft.

Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen

Rolle der mittelfristigen Wachstumsaussichten

Ebenso wie in den letzten Jahren scheinen die mittelfristigen Wachstumsaussichten in den bedeutendsten Wirtschaftsräumen ein wesentlicher Bestimmungsfaktor für die Wechselkursentwicklung der wichtigsten Währungen gewesen zu sein. Die anhaltende Stärke des Dollars lässt darauf schließen, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der relativen mittelfristigen Wachstumsentwicklung für die USA auch angesichts des Konjunkturabschwungs in den ersten drei Quartalen 2001 aufrechterhielten. Es gab jedoch zwei erwähnenswerte Entwicklungen im Vergleich zu den Vorjahren.

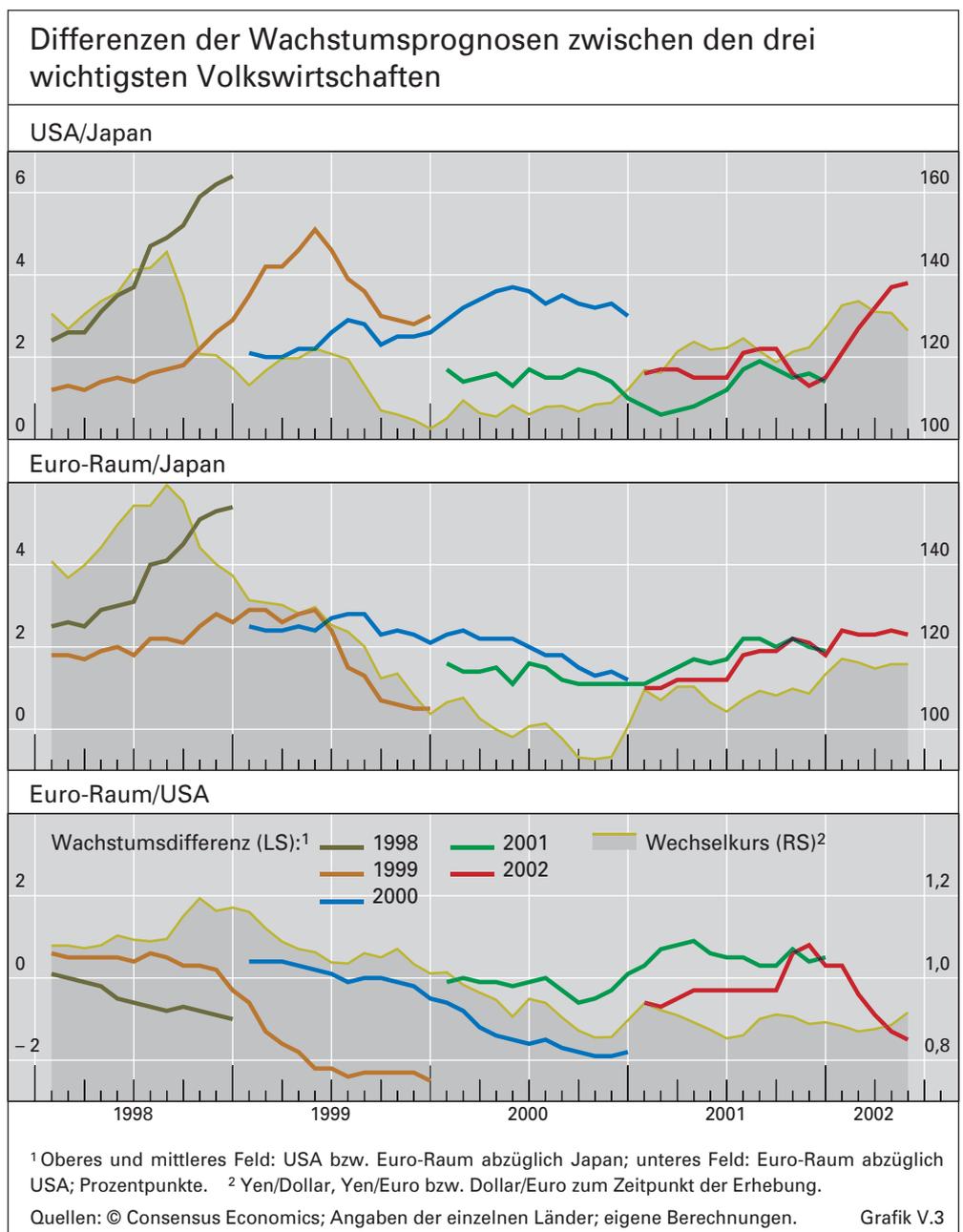
Erneute Reaktion des Yen auf zyklische Faktoren

Erstens scheint sich die Reaktion des Yen verändert zu haben, obwohl die Wirtschaftsentwicklung in Japan gedämpft blieb. Von Ende 1998 bis Ende 2000 hatte der Yen trotz der sich eintrübenden Konjunkturlage in Japan gegenüber dem Dollar entweder aufgewertet oder war stabil geblieben. Danach jedoch wurden die nach wie vor ungünstigen Wirtschaftsaussichten durch die Schwäche des Yen deutlicher reflektiert. Die Abwertung dürfte mit der energischen Lockerung der Geldpolitik durch die Bank of Japan im Verlauf des Jahres 2001 zusammengehangen haben (Kapitel IV). Sie stand auch im

Einklang mit der wachsenden Besorgnis über den Zustand des japanischen Finanzsystems und der offensichtlichen Enttäuschung der Marktteilnehmer über den langsamen Fortschritt bei den Strukturreformen (Kapitel VI). Der Eindruck der Marktteilnehmer, dass die japanischen Währungsbehörden ihre Einstellung gegenüber dem Außenwert des Yen änderten, dürfte den Wechselkurs vorübergehend ebenfalls beeinflusst haben, insbesondere gegen Ende des letzten Jahres.

Zweitens blieb die Beziehung zwischen den mittelfristigen Wachstumsaussichten und der allgemeinen Wechselkursentwicklung beim Dollar/Euro-Kurs auch dann bestehen, als sich die zugrunde liegenden wirtschaftlichen Bedingungen veränderten. Im Gegensatz zu 1999 und 2000, als für die USA ein mittelfristig stärkeres Wachstum erwartet worden war als für den Euro-Raum,

Stabilität des Euro weist auf größere Ähnlichkeit hin



sahen die Marktteilnehmer 2001 die Entwicklung in diesen beiden Wirtschaftsräumen als ähnlicher an. Dementsprechend schwankte der Dollar/Euro-Wechselkurs innerhalb einer relativ engen Bandbreite.

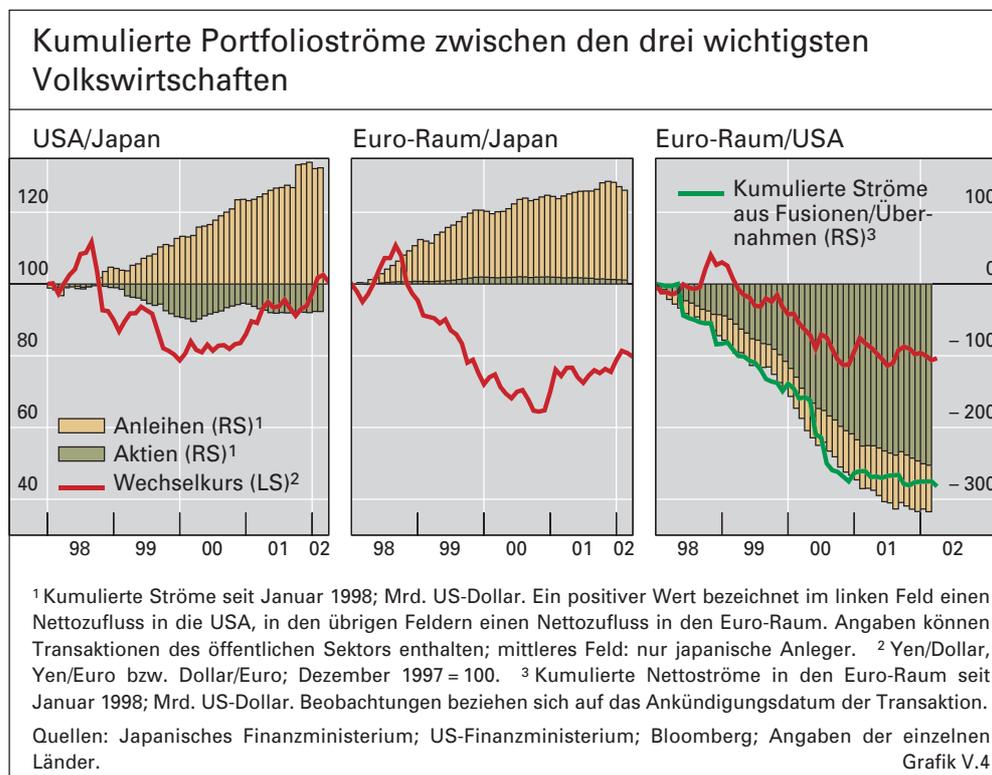
Die Beziehung zwischen den Wechselkursbewegungen und den mittelfristigen Wachstumsaussichten zeigt sich auch in der Entwicklung der 1- bis 2-Jahres-Wachstumsprognosen, der Portfolio- und Direktinvestitionsströme sowie der Zinsdifferenzen.

Die Abwertung des Yen gegenüber dem Dollar und dem Euro während des größten Teils des Jahres 2001 stand im Einklang mit der Revision der 1- bis 2-Jahres-Wachstumsprognosen durch die Marktteilnehmer, die eindeutig die USA und den Euro-Raum begünstigte (Grafik V.3). Die relative Stabilität des Dollar/Euro-Wechselkurses wurde offenbar dadurch gestützt, dass für die kommenden ein bis zwei Jahre mit einer Verringerung des Wachstumsgefälles zwischen den beiden Währungsräumen gerechnet wurde.

Die mittelfristigen Wachstumsaussichten schlugen sich auch in der Dynamik der ausländischen Portfolio- und Direktinvestitionen nieder. Die Direktinvestitionen waren größtenteils auf grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen zurückzuführen, die ebenfalls weiterhin mit den allgemeinen Wechselkurstendenzen in Beziehung standen. Die Portfolioanleger bevorzugten 2001 erneut die USA und den Euro-Raum gegenüber Japan und investierten vor allem in Anleihen (Grafik V.4). Gleichzeitig verlangsamten sich die Netto-Portfoliokapitalströme vom Euro-Raum in die USA im Laufe des Jahres deutlich. Diese Entwicklung stand im Einklang mit der Tatsache, dass sich der Euro nach dem zuvor beobachteten negativen Trend gegenüber dem Dollar stabilisierte.

Wechselkursbewegungen durch revidierte Wachstumsprognosen geprägt

Rolle der Portfoliokapitalströme ...

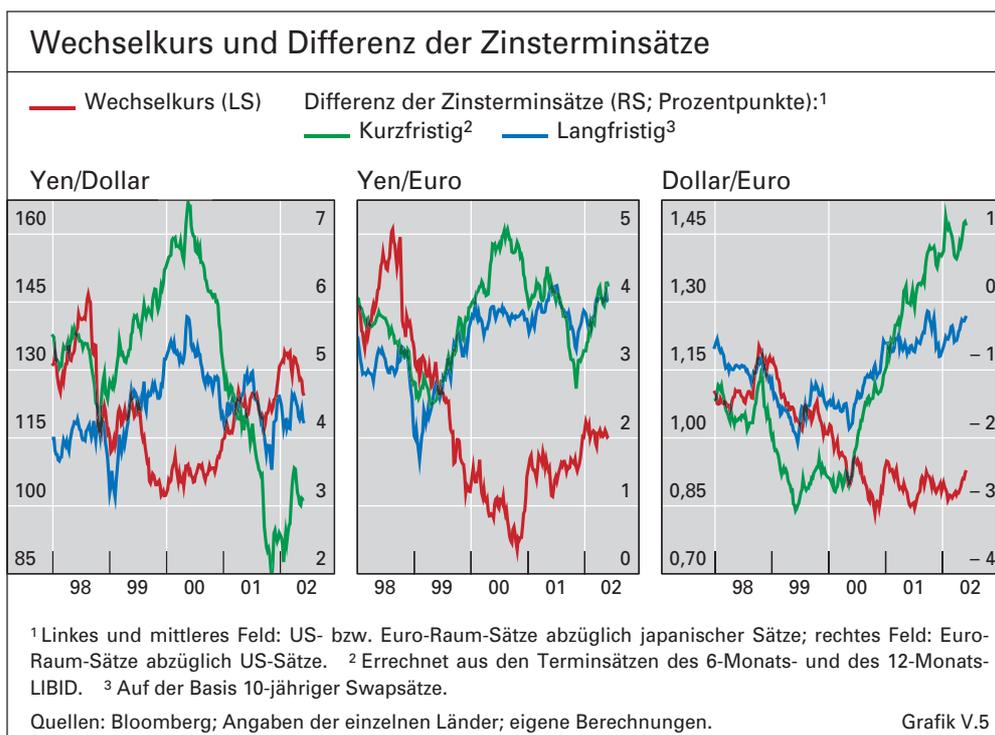


Auch die grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen, die 1999 und 2000 unter dem Strich die USA begünstigt hatten, waren 2001 und Anfang 2002 allmählich stärker ausgeglichen (Grafik V.4). Analysen der Auswirkungen von transatlantischen Fusionen und Übernahmen auf den Dollar/Euro-Wechselkurs ergaben, dass die Devisenhändler auf die Ankündigung von Fusionen und Übernahmen reagierten, wohl weil diese als Indikator für die relative Stärke des erwarteten Wirtschaftswachstums in den beiden beteiligten Volkswirtschaften gelten. Dass die Salden der transatlantischen Fusionen und Übernahmen im Laufe des Jahres 2001 ausgeglichener wurden, legt gleichzeitig eine andere Interpretation nahe. Hinter dem starken Kapitalzufluss in die USA in den vorangegangenen Jahren standen möglicherweise eine einmalige Anpassung des Kapitalstocks im Zusammenhang mit der europäischen Währungsunion sowie das Bestreben großer europäischer Konzerne, eine globale Präsenz aufzubauen.

... und der Kapitalströme aus Fusionen und Übernahmen

Wie schon 1999 und 2000, aber ganz anders als in den achtziger Jahren und dem größten Teil der neunziger Jahre, dürften geldpolitische Beschlüsse und Zinsdifferenzen die Wechselkurse hauptsächlich über ihre Wirkung auf die Wachstumserwartungen beeinflusst haben. Entsprechend dem oben erläuterten Eindruck, dass das Wirtschaftswachstum in den USA verglichen mit Japan und dem Euro-Raum robuster war, blieb der Dollar weiterhin stark, obwohl sich das Gefälle bei den kurzfristigen Zinsen, das den USA gegenüber Japan einen Vorteil verschaffte, erheblich verringerte und obwohl die US-Zinsen zum ersten Mal seit Mitte der neunziger Jahre unter die Sätze im Euro-Raum sanken (Grafik V.5). Ein ähnlicher Zusammenhang bestand zwischen den Zinsunterschieden im langfristigen Bereich und den Wechselkursen.

Zinsen und Wechselkurse weiterhin entkoppelt



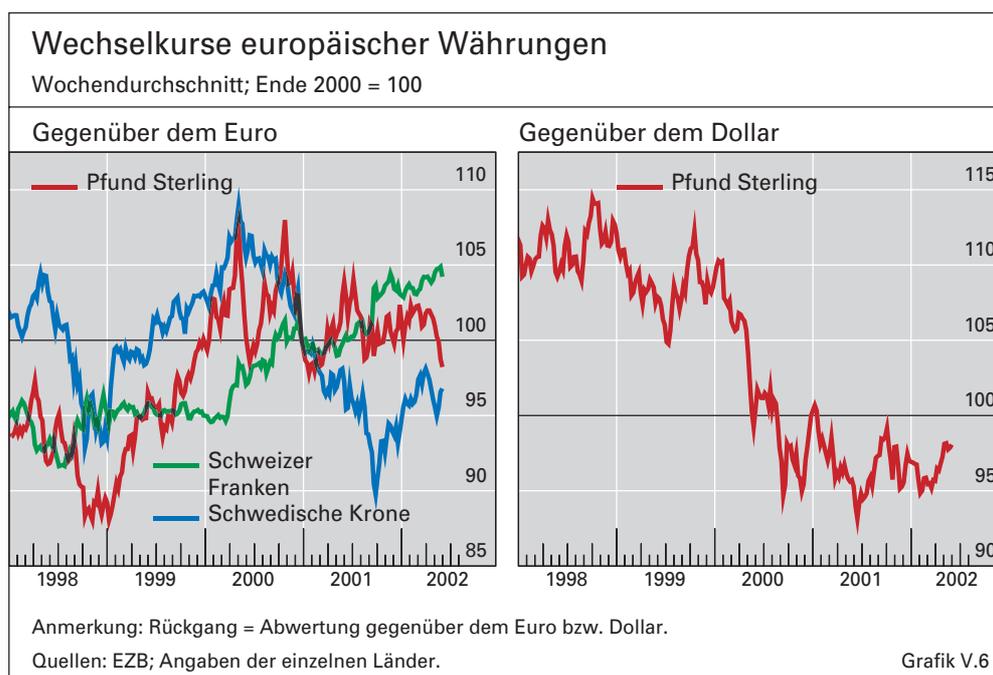
Entwicklung an anderen Devisenmärkten

Währungen in Europa

Stärke des Pfund Sterling und des Schweizer Frankens Anlass zu Besorgnis für die Geldpolitik

Im Berichtszeitraum stieg das Pfund Sterling gegenüber dem Euro tendenziell leicht an und schwankte gegenüber dem Dollar zwischen £ 0,67 und £ 0,71 (Grafik V.6). Die allgemeine Wechselkursentwicklung des Pfundes schien im Einklang mit den Unterschieden bei den Wachstumsprognosen sowie dem Produktivitätswachstum zwischen dem Vereinigten Königreich auf der einen und den USA sowie dem Euro-Raum auf der anderen Seite. Die Diskussion über einen Beitritt des Vereinigten Königreichs zur europäischen Währungsunion in naher Zukunft belastete das Pfund Sterling offenbar nicht. Die anhaltende Pfundstärke trug jedoch zu einem Ungleichgewicht zwischen den im internationalen Wettbewerb stehenden und den rein binnenwirtschaftlich orientierten Wirtschaftszweigen bei, was für die britische Geldpolitik eine Herausforderung darstellte, als sich die externen Bedingungen im Laufe des Jahres 2001 verschlechterten (Kapitel IV).

Der Schweizer Franken notierte gegenüber dem Euro zumeist fester. Dies war ungewöhnlich, denn in den ersten 18 Monaten der europäischen Währungsunion hatte er sich gegenüber dem Euro innerhalb einer sehr engen Handelsspanne bewegt, und vor der europäischen Währungsunion hatte er immer dann zur Schwäche gegenüber der D-Mark geneigt, wenn die D-Mark gegenüber dem Dollar abwertete. Anfang 2002 schien der Franken jedoch zu seinem früheren Verhaltensmuster zurückzukehren. Zeitweise profitierte die Schweizer Währung offenbar auch von dem Zufluss von Mitteln auf der Suche nach einem sicheren Hafen. Ebenso wie im Vereinigten Königreich gab die Stärke der Währung den geldpolitischen Behörden Anlass zur Sorge (Kapitel IV).



Das Verhalten der schwedischen Krone veränderte sich im Berichtszeitraum markant. Dies war auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Bis September 2001 wertete die Krone gegenüber dem Euro und dem Dollar deutlich weiter ab. Die Schwäche der Krone könnte auf den gesunkenen NASDAQ-Index zurückzuführen sein, da die Devisenhändler ihren Blick insbesondere auf die Dominanz des Hochtechnologiesektors in Schweden und typischerweise auch auf die zunehmende Unsicherheit an den weltweiten Finanzmärkten richteten. Die umfangreichen Käufe ausländischer Vermögenswerte durch schwedische Anleger könnten ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Im Jahr 2000 waren nämlich die Vorschriften für Pensionsfonds geändert und die Einschränkungen hinsichtlich Fremdwährungspositionen gelockert worden. Indirekt zeigt sich dies in der alle drei Jahre durchgeführten Zentralbankerhebung über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten (*Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*) von 2001, an der 48 Zentralbanken und Währungsbehörden teilnahmen. Danach haben sich die Devisenmarktumsätze in Schweden im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern von April 1998 bis April 2001 deutlich erhöht. Die beschleunigte Abwertung der Krone veranlasste die Sveriges Riksbank im Juni 2001, zugunsten der Währung zu intervenieren. Im Oktober 2001 erholte sich die Krone vor dem Hintergrund des wiederkehrenden Vertrauens in die weltweiten Finanzmärkte und der sich verbessernden Konjunkturlage in Schweden. Bis April 2002 hatte sie gegenüber dem Euro wieder fast 10% an Wert gewonnen.

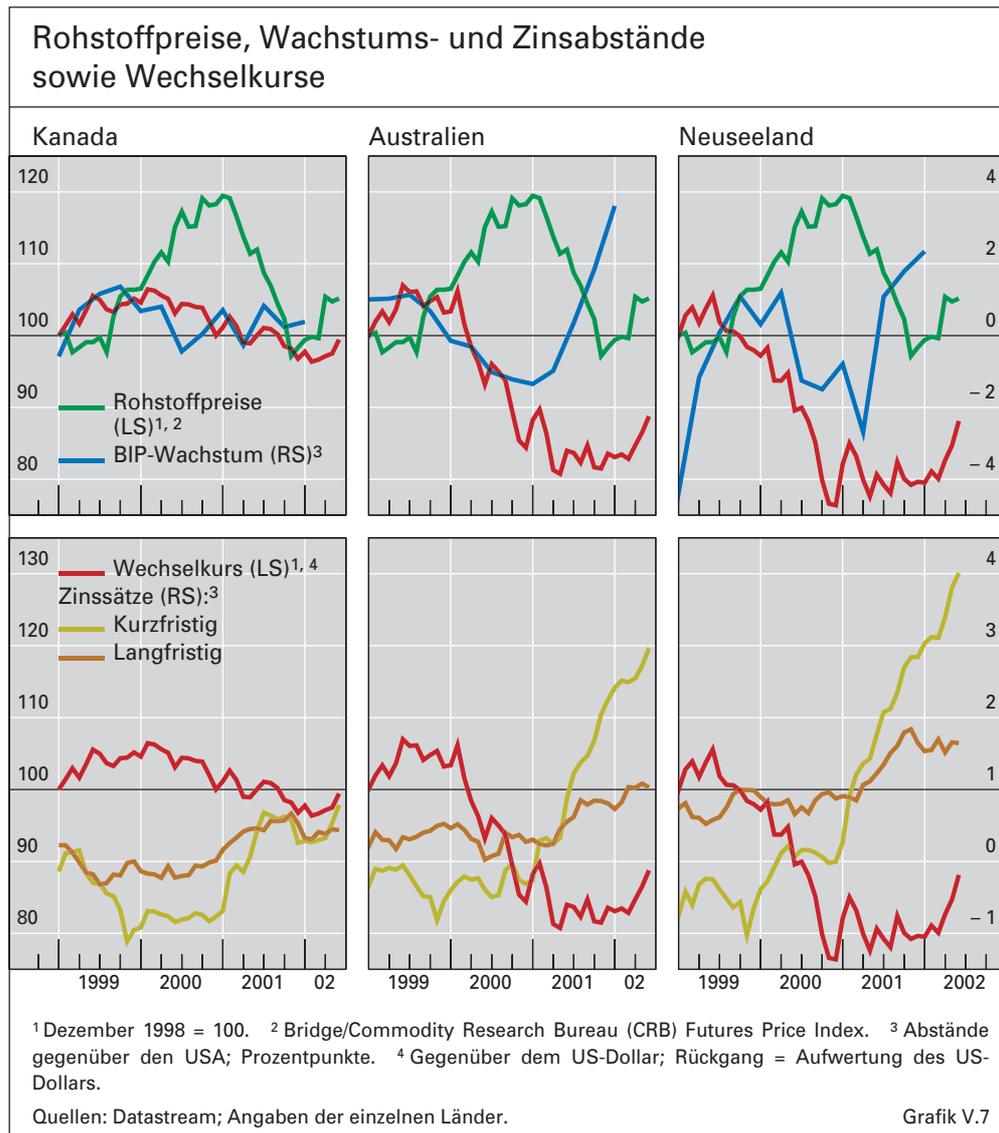
Mehrere Ursachen für Schwankungen der schwedischen Krone

Währungen anderer Industrieländer

Der australische Dollar und der Neuseeland-Dollar beendeten ihren Abwärtstrend gegenüber dem US-Dollar angesichts einer sprunghaften Belebung der Binnenkonjunktur und günstigerer Zinsdifferenzen (Grafik V.7). Der kanadische Dollar dagegen schwächte sich nahezu während des gesamten Berichtszeitraums weiter ab und erreichte im Januar 2002 ein historisches Tief von etwa kan\$ 1,62 je US-Dollar. Die unterschiedliche Entwicklung im Vergleich zum australischen Dollar und zum Neuseeland-Dollar erklärt sich teilweise durch das gedämpftere Wirtschaftswachstum in Kanada. Die Abwertung gegenüber dem US-Dollar dürfte auch darauf zurückzuführen sein, dass kanadische Portfoliomanager ihre Vermögenswerte infolge einer Lockerung der Anlagebeschränkungen zunehmend international diversifizierten. Wie in Schweden dürfte diese Umschichtung zumindest teilweise den ungewöhnlichen Umsatzanstieg an den inländischen Devisenmärkten von 1998 bis 2001 erklären, der ebenfalls in der Zentralbankerhebung von 2001 erkennbar ist.

Unterschiedliche Trends

Von Anfang 2000 bis Ende 2001 war die traditionelle positive Korrelation zwischen dem australischen, dem kanadischen und dem Neuseeland-Dollar einerseits und den Rohstoffpreisen andererseits nicht gegeben, was möglicherweise damit zusammenhing, dass sich die Aufmerksamkeit der Devisenmärkte zunehmend auf das Wachstum der Binnenwirtschaft richtete. Im Jahr 2000 hatten die drei Währungen auf historische Tiefstände bzw. in deren Nähe abgewertet, obwohl die Rohstoffpreise beträchtlich gestiegen waren. Auch verloren der australische Dollar und der Neuseeland-Dollar nicht weiter an



Wert, als die Rohstoffpreise in den ersten drei Quartalen 2001 aufgrund der globalen Nachfrageschwäche deutlich sanken; nur der kanadische Dollar setzte seinen Abwärtstrend fort.

Währungen aufstrebender Volkswirtschaften

Drei wesentliche
Entwicklungen

Die drei wichtigsten Entwicklungen an den Devisenmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften im Berichtszeitraum waren der Kurssturz des argentinischen Peso um die Jahreswende, das Ausbleiben nennenswerter Ansteckungseffekte der Argentinien-Krise auf andere Devisenmärkte und die erheblichen Kursbewegungen einiger anderer Währungen wie des brasilianischen Real, des chilenischen Peso, des südafrikanischen Rand und der türkischen Lira.

Die Argentinien-Krise, der ein länger anhaltender Druck auf den Peso und das inländische Finanzsystem vorausgegangen war, brach Ende Dezember 2001 massiv aus (Kapitel III). Inmitten einer schweren wirtschaftlichen und politischen Krise fand am 6. Januar 2002 das Konvertibilitätssystem in Argentinien nach einem Jahrzehnt ein Ende. Am 11. Februar wurde der



Wechselkurs des Peso freigegeben, und Ende Mai 2002 wurde die Währung mit rund 3,50 Pesos je US-Dollar gehandelt, also mehr als 70% tiefer als vor der Abwertung (Grafik V.8).

Die Ansteckungseffekte auf andere Devisenmärkte beschränkten sich auf kurze und in ihrem Ausmaß begrenzte Episoden. Nach der missglückten Auktion von Staatsanleihen in Argentinien im Juli 2001 gerieten der chilenische Peso, der Rand, der Real und die türkische Lira unter Verkaufsdruck. Der Real und der chilenische Peso, die fast das ganze Jahr 2001 über abgewertet hatten, erreichten historische Tiefststände, was die Zentralbanken mehrfach zu Interventionen veranlasste. Jedoch erholten sich beide Währungen gegen Jahresende wieder und notierten lediglich nach dem Zusammenbruch des argentinischen Peso für wenige Tage schwächer. Der mexikanische Peso zeigte Anfang 2001 ganz kurz Anzeichen von Schwäche, notierte aber sonst meist

Begrenzter Ansteckungseffekt der Argentinien-Krise ...

fest. Der Kursrückgang des Rand, der hauptsächlich auf inländische Faktoren sowie auf Bedenken ausländischer Anleger wegen der politischen Instabilität im benachbarten Simbabwe zurückzuführen war, beschleunigte sich, als sich die Situation in Argentinien im Juli verschlechterte. Allerdings erholte sich der Rand Ende 2001 von seinem historischen Tief genau zu der Zeit, als sich die Argentinien-Krise akut zuspitzte. In Asien war keine nennenswerte Ansteckung zu beobachten.

... aus verschiedenen Gründen

Dass die unmittelbaren Auswirkungen der argentinischen Abwertung auf andere aufstrebende Volkswirtschaften so begrenzt blieben, könnte mehrere Gründe haben. Erstens hatte es in den letzten Jahren in diesen Ländern einen allgemeinen Trend zu einer flexibleren Wechselkurspolitik gegeben (s. weiter unten). Die Wechselkurse konnten tendenziell freier schwanken, und es wurden neue geldpolitische Strategien zur Verankerung der Inflation eingeführt. Sicher hat dieser Trend dazu beigetragen, die Widerstandsfähigkeit der Devisenmärkte zu stärken. Zweitens war die Argentinien-Krise von den Marktteilnehmern schon lange erwartet worden. Drittens dürfte sich die geringere Risikotoleranz, die die Devisenmärkte seit 1998 geprägt hatte, in einem geringeren Volumen fremdfinanzierter spekulativer Positionen gegen Währungen aufstrebender Volkswirtschaften niedergeschlagen haben. Das Eigenhandelsgeschäft der Banken scheint im Allgemeinen zurückgegangen zu sein, und große Marktteilnehmer mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation, wie beispielsweise Hedge-Fonds, haben sich offenbar nach den Turbulenzen von 1998 weitgehend von den Devisenmärkten zurückgezogen. Darauf deutet der beträchtliche Umsatzrückgang an den traditionellen Devisenmärkten zwischen April 1998 und April 2001 hin, der in der Zentralbankerhebung von 2001 ausgewiesen wird. Viertens schließlich scheinen die internationalen Anleger mittlerweile besser in der Lage zu sein, zwischen den einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften zu differenzieren (Kapitel VI).

Wechselkurssteuerung in aufstrebenden Volkswirtschaften

Mehr Flexibilität, doch Wechselkurs bleibt wichtig

Eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften sind in den letzten Jahren zu flexibleren Wechselkursen übergegangen. Entsprechend spielte der Wechselkurs als Richtschnur für die Geldpolitik tendenziell eine geringere Rolle. Gleichzeitig war ein Trend zu expliziteren Zielwerten für die Inflationsrate zu beobachten; immer mehr Länder wenden bereits eine umfassende Inflationszielstrategie an oder planen deren Einführung. Vor der Asien-Krise 1997/98 hatten nur drei aufstrebende Volkswirtschaften, auf die weniger als 1% des weltweiten BIP entfiel, eine Inflationszielstrategie verfolgt. Im Mai 2002 war die Zahl auf 12 gestiegen, mit einem Anteil von 8% am weltweiten BIP. Aber auch wenn der Wechselkurs seine Bedeutung als nominaler Anker bzw. als *expliziter* Zielwert für die Geldpolitik ganz oder teilweise verloren hat, so spielt er doch noch immer eine wichtige geldpolitische Rolle. Vor diesem Hintergrund soll im folgenden Abschnitt der Wandel der Methoden zur Wechselkurssteuerung im Lichte der Wechselkursentwicklungen der letzten Jahre analysiert werden.

Wandel der Methoden zur Wechselkurssteuerung

Es gibt zwei Indikatoren, die auf eine allgemeine Tendenz zu größerer Wechselkursflexibilität in den aufstrebenden Volkswirtschaften seit der Asien-Krise hindeuten. Erstens war die Volatilität der Wechselkurse gegenüber der wichtigsten Referenzwährung (meist dem US-Dollar) sowohl absolut betrachtet als auch im Vergleich zur Volatilität der kurzfristigen inländischen Zinssätze tendenziell etwas höher (Tabelle V.2). Die gestiegene Volatilität der Wechselkurse des philippinischen Peso, des thailändischen Baht und des brasilianischen Real sind erwähnenswerte Beispiele. Zweitens ist die Volatilität der bilateralen Wechselkurse zum US-Dollar stärker gestiegen als die der nominalen effektiven Wechselkurse. Während also der Dollar in Asien und Lateinamerika sowie der Euro in Mitteleuropa nach wie vor eine wichtige Rolle

Wechselkurs- und Zinsvolatilität ¹								
	Wechselkursvolatilität				Zinsvolatilität ²		Verhältnis ³	
	Bilateral ⁴		Effektiv ⁵		1995/96	Juli 1999– April 2002	1995/96	Juli 1999– April 2002
	1995/96	Juli 1999– April 2002	1995/96	Juli 1999– April 2002				
Hongkong SVR	0,3	0,1	4,1	3,8	16,0	28,0	0,02	0,00
Indonesien	1,8	18,7	5,2	18,6	2,7	11,9	0,68	1,58
Korea	3,1	5,9	4,5	6,2	18,3	11,9	0,17	0,50
Philippinen	2,1	7,6	4,4	7,8	49,5	38,1	0,04	0,20
Singapur	2,5	3,5	3,1	3,6	68,5	51,5	0,04	0,07
Taiwan, China	3,2	3,2	3,6	4,1	33,7	12,4	0,10	0,26
Thailand	1,3	5,3	...	...	32,6	41,5	0,04	0,13
Argentinien	0,1	31,3	2,5	31,6	42,8	121,6	0,00	0,26
Brasilien	4,4	10,2	6,1	10,5	50,4	7,4	0,09	1,37
Chile	4,7	6,7	...	...	14,2	111,7	0,33	0,06
Mexiko	15,6	6,1	16,8	6,4	55,8	32,2	0,28	0,19
Polen	9,8	16,0	5,8	8,7	12,4	15,2	0,78	1,05
Tschechische Republik	12,5	17,5	3,3	4,1	13,2	7,3	0,95	2,39
Ungarn	13,5	17,4	7,4	4,7	10,3	8,8	1,30	1,97
Südafrika	6,4	11,3	...	...	8,4	8,4	0,76	1,35
USA	–	–	4,5	4,3	5,8	19,3	–	–
Japan	9,4	8,2	8,2	8,5	49,7	92,4	0,19	0,09
Euro-Raum	6,8	9,1	3,5	6,6	8,6	13,6	0,79	0,67
Vereinigtes Königreich	5,8	6,4	4,4	5,0	7,8	9,6	0,74	0,67
Kanada	3,8	4,2	3,9	4,2	67,2	37,3	0,06	0,11
Schweden	6,9	8,8	5,7	5,0	10,9	12,0	0,63	0,73
Schweiz	9,6	8,9	4,9	3,5	32,9	36,8	0,29	0,24
Neuseeland	4,5	9,4	3,7	7,5	10,9	8,9	0,41	1,06

¹ Berechnet als Standardabweichung über die aufgeführten Zeiträume der auf Jahresrate hochgerechneten Veränderungen gegenüber der Vorwoche in Prozent. ² Der 3-Monats-Sätze (Brasilien: der Tagesgeldsätze). ³ Zwischen der Volatilität der bilateralen Wechselkurse und der Zinsvolatilität. ⁴ Gegenüber dem US-Dollar (Polen, Tschechische Republik, Ungarn: gegenüber dem Euro). ⁵ Handelsgewichtet.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Tabelle V.2

spielen, scheint sich der Schwerpunkt der Währungspolitik von den bilateralen zu den effektiven Wechselkursen verschoben zu haben.

Doch obwohl die Wechselkurse volatiler geworden sind, spielen sie für die Geldpolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor eine Schlüsselrolle. Dies zeigt sich schon daran, dass die Wechselkursvolatilität in den letzten Jahren dort sowohl absolut betrachtet als auch in Bezug auf die Volatilität der wichtigsten Währungspaare gering geblieben ist (Tabelle V.2).

Warum Wechselkurse von Bedeutung sind

Aufstrebende Volkswirtschaften vor allem aus vier Gründen anfällig

Es gibt mehrere Gründe, warum der Wechselkurs für die Geldpolitik von Bedeutung sein könnte, insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Am unmittelbarsten schlägt er vielleicht über den Außenhandel und die Erwartungen auf die Preise durch, doch spielen auch andere Faktoren eine Rolle, wie z.B. seine Auswirkungen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit, die Finanzstabilität und die Funktionstüchtigkeit der Devisenmärkte.

Einfluss von Wechselkurs-schwankungen auf Inflation

Wechselkurse können die Inflation über die Preise für gehandelte Fertigerzeugnisse und importierte Vorprodukte sowie über ihre Auswirkungen auf die Inflationserwartungen beeinflussen. Verglichen mit den Industrieländern scheint die Inflationsrate in aufstrebenden Volkswirtschaften umso anfälliger gegenüber den Auswirkungen von Wechselkursschwankungen, je offener sie sind und je mehr sie in der Vergangenheit hohe Inflationsraten verzeichneten.

Selbst bei den einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften kann die Anfälligkeit unterschiedlich groß sein. Es gibt einige Belege dafür, dass wechselkursbedingte Überwälzeffekte auf die Preise in Lateinamerika in der Vergangenheit zumeist stärker zum Tragen kamen als in Asien (Tabelle V.3). Zwar wird die Korrelation zwischen Inflation und Wechselkursbewegungen natürlich durch zahlreiche Faktoren – u.a. die sozialen, wirtschaftlichen und politischen Strukturen eines Landes – beeinflusst, doch verdient die Inflationsentwicklung in der Vergangenheit besondere Beachtung. In lateinamerikanischen Ländern, die früher hohe Inflationsraten aufwiesen und in denen die Inflationserwartungen heute eine wichtige Rolle spielen, haben Wechselkursbewegungen tendenziell stärkere Auswirkungen auf die Preise. In den Ländern Ostasiens dagegen war die Inflation traditionell eher niedrig und die Überwälzung auf die Preise vergleichsweise gering.

Wechselkursbedingte Preisüberwälzung geringer ...

In den letzten Jahren gab es jedoch sowohl in den Industrieländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften Anzeichen für einen Rückgang der wechselkursbedingten Preisüberwälzung. Ein offensichtliches Beispiel ist der moderate Anstieg der Inflation in Brasilien nach der Abwertung des Real Anfang 1999. Mögliche Gründe sind u.a. gemäßigte Lohn- und Preiserwartungen aufgrund einer glaubwürdigen Stabilitätspolitik, verbesserte Wettbewerbsbedingungen im Inland infolge von Strukturreformen sowie die stärkere Integration der aufstrebenden Volkswirtschaften in die Weltwirtschaft. Diese Entwicklungen entsprechen der Beobachtung, dass in den letzten Jahren die Inflationsentwicklung der weiter zurückliegenden Vergangenheit an Bedeutung verloren hat. Allerdings sollte ein allgemeiner Rückgang der Überwälzeffekte kein Grund zur Selbstzufriedenheit sein, da Wechselkursbewegungen nach wie vor ein wichtiger Einflussfaktor für die Preise bleiben.

... aber nach wie vor Anlass zu Besorgnis

Offenheit, wechselkursbedingte Preisüberwälzung, Inflation und Zentralbank-Währungsreserven						
	Offenheit ¹	Wechselkursbedingte Preisüberwälzung ²		Inflation ³	Zentralbank-Währungsreserven ⁴	
		1 Quartal	1 Jahr		In Prozent aller Aktiva	In Prozent der Geldbasis
Brasilien	14,0	0,08	0,39	868,6	27,7	103,0
Chile	45,6	0,17	0,35	11,8	56,6	60,2
Mexiko	42,1	0,09	0,27	20,4	69,2	140,9
Indonesien	47,0	0,10	0,41	14,5	47,9	224,0
Korea	55,5	0,06	0,10	5,7	88,1	434,4
Thailand	73,6	0,04	0,12	5,0	72,4	240,4
Polen	38,5	-0,06	0,08	84,8	81,3	166,7
Tschechische Republik	88,9	-0,08	0,16	14,7	88,0	104,0
Ungarn	87,8	0,18	0,48	22,3	66,1	243,7
Israel	49,2	0,25	0,28	11,3	88,2	125,9
Südafrika	36,4	0,02	0,13	9,9	79,8	183,0
Australien	30,1	0,03	0,10	2,5	68,6	116,8
Kanada	56,2	0,00	0,11	2,2	57,5	122,4
Neuseeland	45,6	0,05	0,27	2,1	66,8	291,3
Schweden	54,1	0,02	0,03	3,3	69,6	147,5
Vereinigtes Königreich	41,6	-0,01	0,02	3,7	22,5	19,2

¹ Außenhandel in Prozent des BIP; Durchschnitt 1990–99. ² 1979–2000. ³ Durchschnittliche Veränderung der Verbraucherpreise im Zeitraum 1990–99 gegenüber dem Vorjahr in Prozent. ⁴ Ende Dezember 2001 (Mexiko, Israel: Ende November 2001).
Quellen: E.U. Choudhri und D.S. Hakura, „Exchange rate pass-through to domestic prices: does the inflationary environment matter?“, *IMF Working Paper 01/194*, Dezember 2001; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.
Tabelle V.3

Der Verfall des Rand und des Real im Jahr 2001 war von einem beträchtlichen Anstieg der Inflation begleitet, und in der Türkei und in Argentinien schoss die Inflationsrate nach dem Zusammenbruch der Landeswährung in die Höhe.

Ungünstige Wechselkursentwicklungen belasten möglicherweise auch die außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft, was sich wiederum auf die Leistungsbilanz und das Wachstum sowie längerfristig auch auf die Attraktivität des Standortes für Investitionen auswirken könnte. Dies ist in aufstrebenden Volkswirtschaften besonders relevant, da diese in der Regel verhältnismäßig offen sind. So weckte zum Beispiel die rasche Abwertung des Yen Ende 2000 und 2001 erhebliche Besorgnis über die Wettbewerbsfähigkeit Koreas, da das Land eine sehr ähnliche Exportstruktur aufweist wie Japan.

Die Erfahrung zeigt deutlich, dass längere Perioden realer Aufwertung bzw. Überbewertung auch die Finanzstabilität beeinträchtigen dürften, insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften. Der Wechselkurs kann die Finanzstabilität auf unterschiedliche Weise beeinflussen. Erstens dürfte die reale Aufwertungstendenz der Landeswährung mit hohen Kapitalzuflüssen, einer starken Kreditausweitung sowie unhaltbaren Preissteigerungen bei Vermögenswerten einhergehen. Die daraus resultierende Überbeanspruchung

Veränderung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ebenfalls problematisch ...

... wie auch Finanzinstabilität ...

des inländischen Finanzsystems kann die Volkswirtschaft äußerst anfällig gegenüber einer Verlangsamung bzw. Umkehr dieser Kapitalflüsse machen. Zweitens dürfte ein übermäßig rigides Wechselkursregime zu einer hartnäckigen Konjunkturschwäche, zur Erhöhung der Auslandsverschuldung und zu einer allgemeinen Fragilität im Finanzsektor beitragen, vor allem, wenn negative externe Einflüsse wie eine Verschlechterung der Terms of Trade gegeben sind. Drittens, und dies ist besonders wichtig, können in beiden Fällen Währungsinkongruenzen in den Bilanzen der Unternehmen und Banken die Anfälligkeit der Volkswirtschaft im Falle einer starken nominalen Wechselkursanpassung erheblich steigern und die Wahrscheinlichkeit einer Krise erhöhen. Sind die Fremdwährungspositionen des Bankensektors unausgewogen, liegen die Gefahren für die Solvenz der Banken auf der Hand. Genauso groß sind jedoch die Risiken, wenn Inkongruenzen in den Bilanzen der Bankkunden selbst zu finden sind. Solche Risiken können durch allgemeinere Mängel in der Finanzinfrastruktur, wie eine schwache Bankenaufsicht, ein mangelhaftes Risikomanagement sowie eine unzureichende Eigenkapitalbasis, noch verstärkt werden. Verschiedene dieser Elemente finden sich bei sämtlichen Finanzkrisen der letzten Jahre in aufstrebenden Volkswirtschaften von Ostasien bis Argentinien.

... sowie beeinträchtigte Funktionstüchtigkeit und Entwicklung der Devisenmärkte

In aufstrebenden Ländern mit kleinen Devisenmärkten kann eine hohe Volatilität des Wechselkurses zu unkontrollierten und illiquiden Marktverhältnissen führen, die durch Kurssprünge sowie breite Geld-Brief-Spannen gekennzeichnet sind. Illiquide Devisenmärkte können auch unter einseitigen

Liquidität des Devisenmarktes		
	Umsatz ¹ /BIP	Geld-Brief-Spanne in Prozent des Mittelkurses
	2001 Q1	April 2001
Brasilien	2,0	0,045
Chile	8,2	0,034
Mexiko	3,8	0,052
Indonesien	1,0	0,407
Korea	4,7	0,125
Thailand	3,2	0,067
Polen	8,0	0,149
Tschechische Republik	6,7	0,058
Ungarn	0,9	0,060
Israel	1,7	0,094
Südafrika	17,1	0,069
Australien	19,1	0,048
Kanada	9,2	0,024
Neuseeland	14,4	0,085
Schweden	16,7	0,026
Vereinigtes Königreich	22,2	0,037

¹ Durchschnittlicher Tagesumsatz in Landeswährung gegenüber den anderen Währungen im April 2001, bereinigt um Doppelzählungen aufgrund von lokalem Zwischenhandel.
 Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; BIZ. Tabelle V.4

Risikokonstellationen leiden. Aus der Erwartungshaltung der Marktteilnehmer kann sich dann eine Dynamik entwickeln, die dazu neigt, Wechselkursentwicklungen zu weit zu treiben. Längerfristig kann Illiquidität die Entwicklung der Märkte hemmen.

Es gibt zwei indirekte Anzeichen dafür, dass die Devisenmärkte in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in der Regel weniger liquide waren als in den Industrieländern. Zum einen wuchsen die Devisenmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den neunziger Jahren zwar schnell, doch sind sie in den meisten Fällen nach wie vor relativ klein (Tabelle V.4). Eine bemerkenswerte Ausnahme ist Südafrika. Hier ist der Umsatz an den Devisenmärkten gemessen am BIP mit den Umsätzen in den Industrieländern vergleichbar. Zum anderen sind die Geld-Brief-Spannen in den aufstrebenden Volkswirtschaften weniger homogen und im Allgemeinen größer als in den Industrieländern. Dies deutet auf eine höhere Anfälligkeit gegenüber einem plötzlichen Liquiditätsabzug hin.

Geldpolitische Reaktionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Bei der Formulierung von Maßnahmen gegen unerwünschte Wechselkursentwicklungen können die verschiedenen geldpolitischen Ziele miteinander in Konflikt geraten. Besonders offenkundig wird das Potenzial für solche Zielkonflikte bei der Inflationszielstrategie. Denn hier wird eine der Zielgrößen, nämlich die Inflationsrate, genau definiert und das Instrument der Geldpolitik ausdrücklich auf die Zielerreichung ausgerichtet. Im Allgemeinen hat die Geldpolitik ein ganzes Spektrum von Instrumenten zur Verfügung. Neben der Geldpolitik im engeren Sinn sind auch Devisenmarktinterventionen eine Möglichkeit, Wechselkursproblemen zu begegnen. Unter besonderen Umständen wurden auch Kapitalverkehrskontrollen als sinnvoll erachtet, doch deren Einsatz ist mit Nachteilen verbunden und hat seine Grenzen.

Geldpolitische Zielkonflikte wegen Wechselkursbedenken möglich

In den letzten zwei Jahren zeigt die Erfahrung mehrerer Länder, in denen eine Inflationszielstrategie bereits in vollem Umfang eingesetzt bzw. angestrebt wird, wie durch die flexible Anwendung geldpolitischer Instrumente den Auswirkungen von Wechselkursbewegungen begegnet werden kann, ohne dass gleichzeitig auf die Verfolgung des gesetzten Inflationsziels verzichtet werden muss. Allerdings kann die Trennlinie zwischen einer Reaktion auf Wechselkursentwicklungen im Rahmen der Inflationszielstrategie und einer Einflussnahme auf den Wechselkurs als eigenständiges Ziel bisweilen sehr schmal sein. Es ist die Aufgabe der Geldpolitik, der Öffentlichkeit gegebenenfalls den Unterschied zwischen den beiden Arten von Maßnahmen zu erläutern und die getroffenen geldpolitischen Entscheidungen zu begründen.

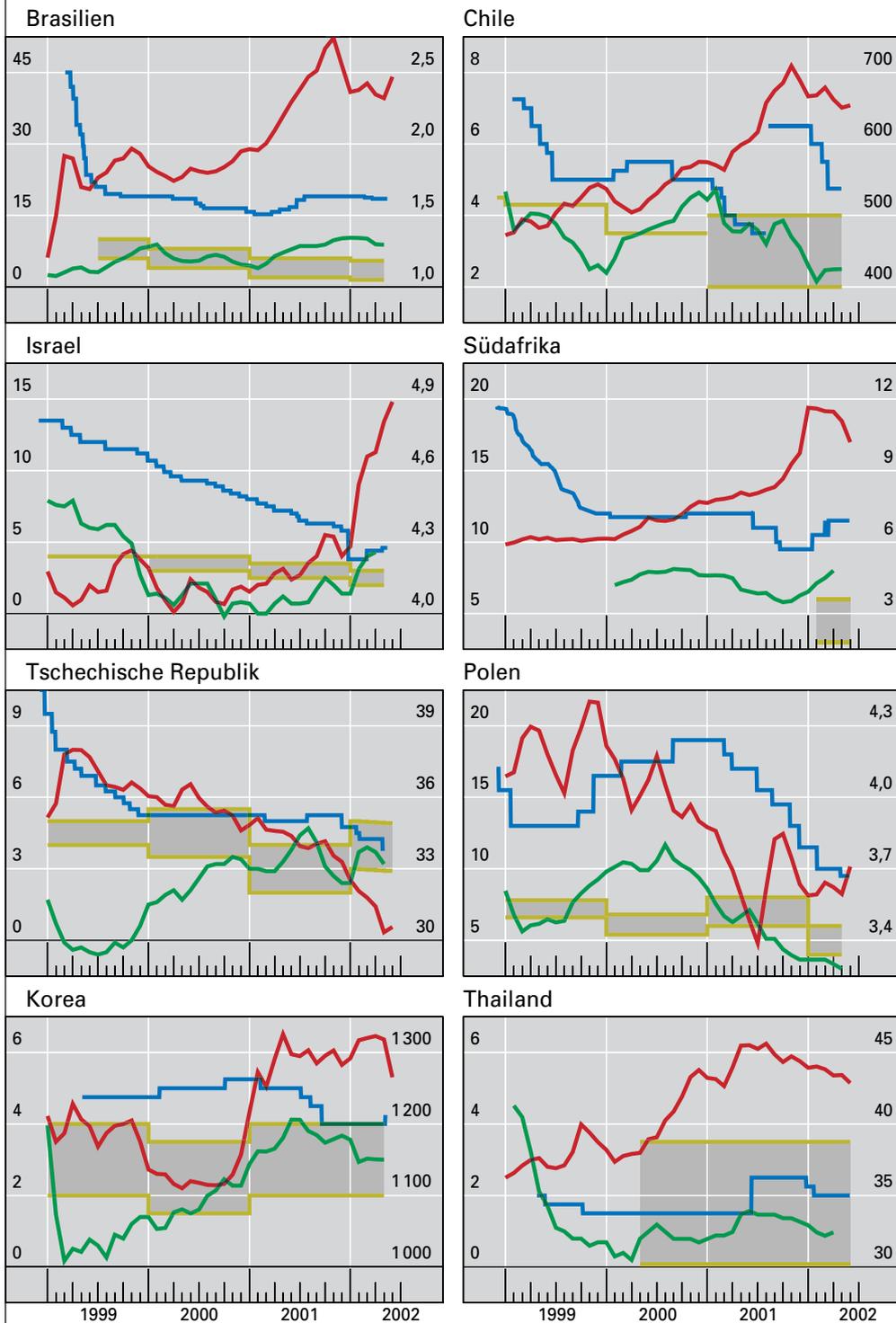
Geldpolitik

Wenn infolge von Wechselkursbewegungen Bedenken wegen der Inflationsentwicklung aufkommen, wird darauf üblicherweise in erster Linie mit einer Änderung des geldpolitischen Kurses reagiert. Als beispielsweise die Inflation in Brasilien ungefähr im März 2001 den Zielkorridor zu überschreiten begann, was auf der Wechselkursseite mit einer beschleunigten Abwertung und einer

Geldpolitische Reaktionen auf wechselkursbedingte Inflations Sorgen ...

Inflationsziel, Notenbankzins und Wechselkurs

— Inflation (LS)¹ — Notenbankzinssatz (LS)²
— Inflationsziel (LS) — Wechselkurs (RS)³



¹ Südafrika: VPI-X (VPI ohne Hypothekenzinskosten); Tschechische Republik: unbereinigte Inflation (vor 2002: Nettoinflation); Korea: bereinigter VPI (vor 2000: unbereinigt); Thailand: bereinigter VPI; übrige Länder: unbereinigter VPI. ² Brasilien: Selic-Satz; Chile: Nominalziel für Tagesgeld (vor August 2001: realer Tagesgeldsatz); Israel: Basissatz; Südafrika: Repo-Satz; Tschechische Republik: 2-Wochen-Repo-Satz; Polen: 28-Tages-Repo-Satz; Korea: Ziel für Tagesgeld; Thailand: 14-Tages-Ziel für Repo-Satz. ³ Einheit Landeswährung je US-Dollar; Tschechische Republik und Polen: gegenüber Euro; Monatsdurchschnitt.

Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik V.9

steigenden Volatilität einherging, zog die Zentralbank die zuvor gelockerten geldpolitischen Zügel wieder an (Grafik V.9). Sie erhöhte energisch die Zinsen und behielt diesen straffen Kurs bis Anfang 2002 bei. Geldpolitische Reaktionen auf inflationäre Tendenzen in einer Schwächephase der Währung waren auch in Südafrika Ende 2000 und Anfang 2002, in Israel Anfang 2002 und in Indonesien im Jahr 2000 zu beobachten. In Polen fiel der allgemeine Aufwertungstrend des Zloty mit einem Rückgang der Inflation auf Werte unterhalb des Zielkorridors zusammen, woraufhin die Zentralbank während des größten Teils des Jahres 2001 die Geldpolitik lockerte.

Auch wenn Wechselkursänderungen das Inflationsziel nicht unmittelbar bedrohten, wurde in einigen Fällen ein Kurswechsel in der Geldpolitik vorgenommen, bei dem anscheinend andere Wechselkursüberlegungen ins Spiel kamen. So setzte z.B. die tschechische Nationalbank Anfang 2001 angesichts des rückläufigen Wachstums, der weiterhin starken Krone und des erheblichen Außenhandelsdefizits die Lockerung ihrer Geldpolitik fort, obwohl die Inflationsrate bereits wieder gestiegen und in den Zielkorridor zurückgekehrt war. In Thailand, wo sich der Baht in der zweiten Hälfte 2001 wieder gefestigt hatte, begann die Zentralbank wegen der Sorge über eine schleppende Exportnachfrage und ein schwaches Wirtschaftswachstum gegen Ende des Jahres die Zinsen zu senken. Anfang 2002 wurde die Geldpolitik weiter gelockert, u.a. um im Interesse der thailändischen Exporte eine Anpassung des Wechselkurses zu erleichtern. In diesen Fällen informierten die betreffenden Zentralbanken die Öffentlichkeit z.B. in den offiziellen Erklärungen anlässlich der jeweiligen geldpolitischen Maßnahmen, in veröffentlichten Sitzungsprotokollen oder in einem Inflationsbericht darüber, dass ihre Schritte andere Gründe als die Inflationsbekämpfung hatten.

Die operationellen Rahmenbedingungen der Geldpolitik beeinflussen im Falle ungünstiger Wechselkursentwicklungen den Handlungsspielraum der Zentralbank. Wird als wichtigster Notenbankzinssatz ein längerfristiger Geldmarktsatz verwendet (wie in Polen, Thailand und der Tschechischen Republik), hat die Zentralbank vergleichsweise mehr Freiheit, als Reaktion auf einen kurzfristigen spekulativen Wechselkursdruck den Tagesgeldsatz schwanken zu lassen. Ist aber der Tagesgeldsatz selbst der wichtigste Notenbankzins (wie in Brasilien, Chile und Korea), dürfte es schwierig sein, den Marktzins auf Dauer vom Zielsatz abweichen zu lassen, ohne den Eindruck zu erwecken, vom erklärten geldpolitischen Kurs abgekommen zu sein.

Interventionen an den Devisenmärkten

Offizielle Interventionen können zur Verstärkung des geldpolitischen Kurses eingesetzt werden oder als alternatives Instrument dienen, wenn eine unmittelbare Änderung der geldpolitischen Parameter für nicht gerechtfertigt gehalten wird. Interventionen zielen direkt auf Bedenken hinsichtlich des Wechselkursniveaus ab und können somit aufzeigen, wo die Verantwortlichen die Ursache der Probleme sehen. Länder mit Inflationszielstrategie, darunter aufstrebende Volkswirtschaften, aber auch einige Industrieländer wie Australien und Schweden, machten in den letzten Jahren aktiven Gebrauch von Verbalinterventionen wie auch von sterilisierten Interventionen. Diese

... und manchmal auch andere, nicht inflationsbedingte Bedenken

Wahl des Notenbankzinssatzes kann Handlungsspielraum beeinflussen

Reaktion mit anderen geldpolitischen Maßnahmen wie ...

Interventionen sollten die Inflationszielstrategie ergänzen bzw. spezifischen Problemen begegnen. Es gibt zwar auch noch die Möglichkeit nicht sterilisierter Interventionen, doch bedeutet dies effektiv eine veränderte Geldpolitik, die über die Devisenmärkte implementiert wird, sodass sich der Handlungsspielraum der betreffenden Zentralbank auf diese Weise gar nicht vergrößert.

... Verbal-
interventionen ...

Über Verbalinterventionen können geldpolitische Einschätzungen und Absichten kommuniziert werden. So hat z.B. die tschechische Zentralbank angesichts der anhaltenden Stärke der Krone in den letzten Jahren öffentlich ihre Bereitschaft bekundet, Interventionen in Erwägung zu ziehen. Auch die Vorankündigung von Interventionen in Brasilien und Chile 2001 kann als eine Art Verbalintervention aufgefasst werden.

... und sterilisierten
Interventionen ...

Offizielle oder offenkundige sterilisierte Interventionen können ebenfalls Aufschluss über die Einstellung der Verantwortlichen zur gegenwärtigen und künftigen Ausrichtung der Geldpolitik geben. So wurde der Aufwertung der Krone im Jahr 2000 in der Tschechischen Republik mit offenen Devisenmarktinterventionen statt mit Zinssenkungen begegnet, da die Inflationsrate als mehr oder weniger angemessen eingeschätzt wurde. Ähnliche Maßnahmen erfolgten 2001 in Chile als Reaktion auf den raschen Verfall des Peso. In beiden Fällen unterstrichen die Interventionen offenbar sowohl die Tatsache, dass die aktuelle Geldpolitik als angemessen erachtet wurde, als auch die Besorgnis angesichts der Wechselkursentwicklung. Im Gegensatz dazu sollte mit den mehrfachen Dollarverkäufen in Brasilien 2001 eine übermäßige geldpolitische Straffung umgangen werden, denn angesichts der Wachstumsabschwächung und eines drohenden Anstiegs der Schuldendienstlast erschienen weitere Zinserhöhungen nicht wünschenswert. Der Zeitpunkt der offiziellen Dollarankäufe in Thailand Ende 2001 schien die nachfolgenden Zinssenkungen anzukündigen.

Es gibt möglicherweise Gründe zu der Annahme, dass einige der Kanäle, über die sterilisierte Interventionen ihre Wirkung entfalten könnten, bei den Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften effektiver sind als bei den umsatzstarken größeren Währungen. Interventionen dürften den Wechselkurs direkt beeinflussen, denn sie verändern das relative Angebot von Vermögenswerten in Landes- und Fremdwährung. Dieser *Portfolioeffekt* könnte in aufstrebenden Volkswirtschaften vergleichsweise bedeutender sein, insbesondere in Ostasien, wo die Devisenreserven der Zentralbanken gegenüber den Umsätzen an den inländischen Devisenmärkten und zur inländischen Geldmenge hoch sind (Tabelle V.3). Außerdem kann die Zentralbank durch ihre Aktivitäten als Marktmacher dazu beitragen, die Eigendynamik des Marktes zu dämpfen und wieder ein Gefühl für eine ausgeglichene Risikokonstellation zu schaffen. Dieser *Liquiditätseffekt* dürfte in aufstrebenden Volkswirtschaften mit geringen Handelsumsätzen besonders ausgeprägt sein. Die Bemühungen der brasilianischen und der chilenischen Zentralbank im Jahr 2001, auf Dollar lautende Anleihen und Devisenreserven auf den Markt zu bringen, um Marktstörungen zu verhindern, können ebenfalls unter diesem Gesichtspunkt betrachtet werden.

... aber Interventio-
nen an den Termin-
märkten seltener

Das Marktsegment, in dem die offiziellen Interventionen getätigt werden, scheint sich in den letzten Jahren geändert zu haben. In der Vergangenheit

hatten sich einige Zentralbanken bei ihren Interventionen der Terminmärkte und außerbilanzieller Geschäfte bedient. Auch wenn Termingeschäfte den Vorteil bieten, dass der Umfang der Interventionen nicht von vornherein durch Bilanzerwägungen begrenzt wird, scheinen sie nicht mehr so gängig zu sein. Dies ist zum Teil auf die erheblichen Verluste bei den Terminpositionen während der Währungskrisen der neunziger Jahre zurückzuführen sowie darauf, dass in jüngerer Zeit größeres Gewicht auf Rechenschaftspflicht und Transparenz gelegt wird. Die derzeitigen Bemühungen in Südafrika, alle Terminpositionen glattzustellen, sind dafür ein gutes Beispiel.

Trotz der Vorteile von Interventionen als alternativem Instrument der Geldpolitik sollten diese stets sorgfältig gegen ihre möglichen Grenzen und Nachteile abgewogen werden. Interventionen dürften nicht immer ein wirksames Mittel sein, um den Wechselkurs zu beeinflussen. Ein möglicher Nachteil ist zudem, dass eine übertriebene Unterdrückung der Volatilität den Aufbau privater Marktmacherkapazitäten hemmen könnte. Eine Analogie hierzu ist der inländische Interbankmarkt, wo eine geringere Marktpräsenz der Zentralbanken zur Glättung der Zinsvolatilität als positiv für die Entwicklung des Marktes angesehen wird. Ein anderer potenzieller Nachteil ist das Risiko, dass die Intervention, die ja als Signal für die Ziele und Prioritäten der Geldpolitik gesehen wird, am Markt nicht richtig interpretiert wird. Dies könnte wiederum die Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen beeinträchtigen. Bemühungen, der Öffentlichkeit die Haltung und Strategie der Geldpolitik in Bezug auf Interventionen nahe zu bringen, könnten sich hier als hilfreich erweisen. So veröffentlichte die schwedische Zentralbank Anfang 2002 angesichts ihrer Erfahrungen mit den Interventionen im Jahr 2001 eine offizielle Stellungnahme zu ihrer Vorgehensweise in Zusammenhang mit Devisenmarktinterventionen.

Vor- und Nachteile abwägen

Kapitalverkehrskontrollen

Obwohl in der Diskussion von Wechselkursregimen oder geldpolitischen Strategien oft davon ausgegangen wird, dass Kapitalverkehrskontrollen keine Rolle mehr spielen, betrachten eine Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften die Einführung oder Verschärfung von Kapitalverkehrskontrollen in der Praxis noch immer als gangbaren währungspolitischen Weg. Die jüngsten Erfahrungen haben gezeigt, dass Kapitalverkehrskontrollen, wenn sie richtig konzipiert und angewandt werden, in einigen Fällen die Umsetzung anderer wirtschaftspolitischer Maßnahmen flankieren oder die Wirtschaft vor den destabilisierenden Auswirkungen von Kapitalströmen bewahren können.

Kapitalverkehrskontrollen weiterhin ein währungspolitisches Instrument in bestimmten Fällen ...

Ein Beispiel dafür ist die unverzinsliche Mindestreserve auf Kapitalzuflüsse in den neunziger Jahren in Chile. Indem sie die Auswirkungen einer straffen Geldpolitik auf den Wechselkurs verringerte, half diese Mindestreservepflicht, die einander widersprechenden binnen- und außenwirtschaftlichen Ziele in der Volkswirtschaft in Einklang zu bringen. Sie wirkte der Wechselkursvolatilität entgegen, indem sie den kurzfristigen Zufluss von Kapital hemmte und längerfristige Investitionen begünstigte. Es wird davon ausgegangen, dass diese Maßnahme dazu beigetragen hat, dass Chile zu flexiblen Wechselkursen und zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs übergehen konnte.

In Malaysia wurde die Beschränkung der Kapitalabflüsse 1998 gleichzeitig mit einem System fester Wechselkurse eingeführt. Aber auch in Ländern mit flexiblen Wechselkursen wurde in Zeiten ungünstiger Wechselkursentwicklungen auf Kapitalverkehrskontrollen zurückgegriffen. So nahmen Indonesien und Thailand vor dem Hintergrund eines Abwertungsdrucks im Jahr 2000 nicht nur Interventionen und – im Falle Indonesiens – Zinserhöhungen vor, sondern versuchten außerdem, Leerverkäufe zu verhindern, indem sie den Zugang zu ihrer Währung im Ausland einschränkten. Mit der Wiedererstarkung des Baht lockerte Thailand Anfang 2002 einige der Beschränkungen wieder.

Kapitalverkehrskontrollen wurden als letztes Mittel auch dann eingeführt, wenn der Einsatz geldpolitischer Maßnahmen wie auch offizieller Interventionen aus irgendeinem Grund eingeschränkt war. Zum Beispiel wurden in Südafrika angesichts der sich beschleunigenden Rand-Abwertung Ende 2001 die Devisenkontrollen strenger durchgesetzt. Damals erschien der Inflationsdruck noch nicht so stark, als dass er eine Straffung der Geldpolitik gerechtfertigt hätte, während Interventionen an den Devisenmärkten angesichts des geringen Bestands an Devisenreserven und des selbst auferlegten Abbaus der Terminverpflichtungen ebenfalls nicht infrage kamen.

... allerdings mit
Einschränkungen

Ebenso wie offizielle Interventionen sind auch Kapitalverkehrskontrollen mit Nachteilen verbunden und stoßen an Grenzen. Ihre effektive Umsetzung bringt meist hohe administrative Kosten mit sich. Die Beschränkungen differenzieren möglicherweise nicht zwischen wünschenswerten Kapitalanlagen und weniger vorteilhaften Kapitalzuflüssen. Außerdem dürfte die negative Einstellung der Anleger gegenüber Kapitalverkehrskontrollen den Zugang der Volkswirtschaft zu den internationalen Kapitalmärkten zusätzlich einschränken. Eingriffe, wie sie die Kapitalverkehrskontrollen darstellen, können die Entwicklung der Finanzmärkte stören und sind keinesfalls ein geeigneter Ersatz für Reformfortschritte auf makro- und mikroökonomischer Ebene.

Wechselkurs weiter
ein Thema ...

Die meisten der hier betrachteten aufstrebenden Volkswirtschaften befinden sich noch in einem vergleichsweise frühen Stadium der Anpassung an flexiblere Wechselkurse. Angesichts struktureller Besonderheiten und – in einigen Fällen – der Notwendigkeit, sich von den Krisen der jüngsten Vergangenheit zu erholen, scheinen diese Volkswirtschaften gegenüber den Auswirkungen von Wechselkursveränderungen auf die Inflationsrate, das Wirtschaftswachstum und den Finanzsektor anfälliger zu sein als die Industrieländer. Zumindest auf kurze Sicht werden Wechselkursveränderungen die Geldpolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften wahrscheinlich auch weiterhin stärker beeinflussen. Eine effektive Informationspolitik hinsichtlich der Rolle des Wechselkurses im Rahmen der geldpolitischen Absichten wird für die Glaubwürdigkeit dieser Geldpolitik ganz entscheidend sein. Längerfristig dürften jedoch die Bemühungen um den Abbau einiger grundlegender Schwächen, wie z.B. der unterentwickelten Devisenmärkte, die Bedeutung der Wechselkursschwankungen in den Hintergrund treten lassen.

... doch geringere
Besorgnis im Falle
eines Abbaus
grundlegender
Schwächen