

V. Devisenmärkte

Schwerpunkte

Die bemerkenswerteste Entwicklung an den Devisenmärkten im Jahr 2003 und Anfang 2004 war die fortgesetzte allgemeine Talfahrt des US-Dollars. Er wertete gegenüber dem Euro und mehreren anderen Währungen mit frei schwankenden Wechselkursen deutlich ab. Besonders ausgeprägt waren die Verluste gegenüber dem Pfund Sterling, dem australischen und dem kanadischen Dollar sowie dem Neuseeland-Dollar, während sich die Abwertung gegenüber dem Yen und den Währungen aufstrebender Volkswirtschaften Asiens in Grenzen hielt. Von Februar bis Mitte Mai 2004 kehrte sich der Abwärtstrend des US-Dollars zum Teil um.

Während des Berichtszeitraums schienen die Bewegungen der Wechselkurse vor allem von drei Faktoren bestimmt. Erstens war die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer gegenüber dem wachsenden Leistungsbilanzdefizit der USA und der veränderten Zusammensetzung seiner Finanzierung für die Abschwächung des Dollars ganz entscheidend. Zweitens hatten Zinsdifferenzen in einem Umfeld weltweit reichlich vorhandener Liquidität und unsicherer Trends an den Aktienmärkten weiterhin erheblichen Einfluss auf die Wechselkursbewegungen, wobei das Streben nach Renditen oftmals in Carry Trades zum Ausdruck kam. Drittens begrenzten die beispiellosen Interventionen des japanischen Finanzministeriums und der umfangreiche Reservenaufrüstung mehrerer Zentralbanken in anderen Ländern Asiens die Abwertung des Dollars gegenüber den asiatischen Währungen. Wie in vorangegangenen Jahren achteten die Marktteilnehmer besonders auf die Wechselkurspolitik der chinesischen Währungsbehörden.

Die Bedeutung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA und der Akkumulation von Währungsreserven in Asien wird in der zweiten Hälfte des Kapitels näher untersucht. Eine empirische Analyse der mit den Leistungsbilanzkorrekturen seit Mitte der siebziger Jahre verbundenen Finanzierungsströme zeigt, dass es bei Kapitalströmen verschiedener Kategorien während dieser Anpassungsphasen zu kräftigen Ausschlägen kam. Eine Analyse der Entwicklungen in den USA um 1987 legt jedoch mit Blick auf die etwas anderen heutigen Bedingungen den Schluss nahe, dass sich nicht zuverlässig vorhersagen lässt, auf welche Weise sich die Korrektur des aktuellen Ungleichgewichts in der US-Leistungsbilanz vollziehen wird, vor allem auch angesichts der Bedeutung, die den Kapitalströmen des öffentlichen Sektors gegenwärtig zukommt. Die herkömmlichen Bestimmungsfaktoren der offiziellen Währungsreserven liefern zwar durchaus Erklärungen für das Ausmaß des in Asien zu beobachtenden Reservenaufrüstung, doch gibt es auch Indizien dafür, dass sich die Gründe für diese

Akkumulation von Währungsreserven in den letzten beiden Jahren verändert haben.

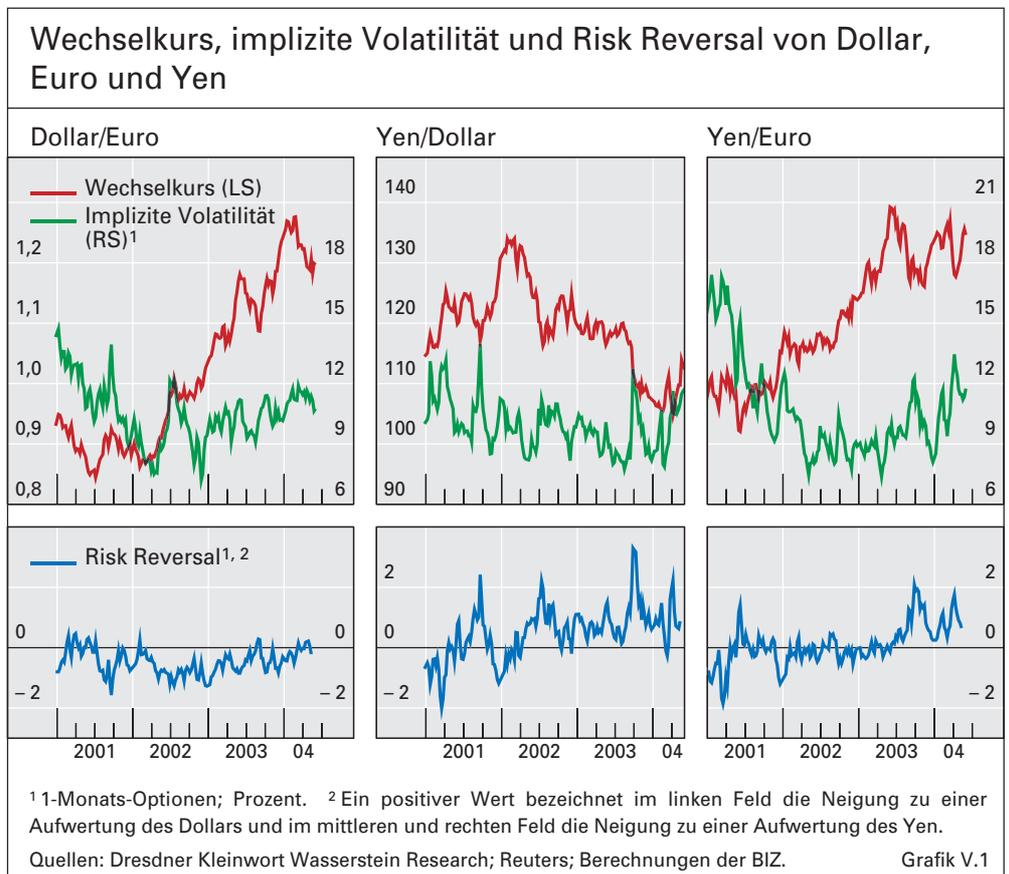
Die Devisenmärkte waren während des Berichtszeitraums von einem ungewöhnlich steilen Anstieg des Gesamtumsatzes geprägt, für den in erster Linie spekulative Akteure verantwortlich waren. Eine bemerkenswerte Ausnahme bildete der Yen/Dollar-Markt, dessen Liquidität offenbar abnahm.

Wechselkursbewegungen: die Fakten

Der US-Dollar wertete von Januar 2002 bis Anfang 2004 auf breiter Front ab und begann dann wieder an Boden zu gewinnen (Grafik V.1). Zwischen seinem Höchststand im Januar 2002 und seinem Tiefpunkt im Februar 2004 büßte er auf nominaler effektiver Basis 22% ein. Im gleichen Zeitraum werteten der Euro um 12% und der Yen um rund 6% auf. Von Mitte Februar bis Mitte Mai 2004 gewann der Dollar auf nominaler effektiver Basis 6% zurück, während der Euro um 2% und der Yen um 4% nachgab.

Abwertung des Dollars auf breiter Front ...

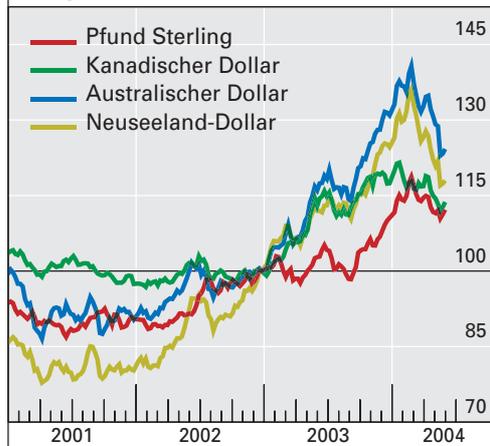
Von Januar 2002 bis Februar 2004 verlor der Dollar 43% gegenüber dem Euro, der am 17. Februar 2004 mit \$ 1,29 den höchsten Wert seit seiner Einführung erreichte. Während dieses Zeitraums wertete der Dollar auch gegenüber anderen Währungen mit frei schwankenden Wechselkursen ab, insbesondere gegenüber dem Pfund Sterling (30%), dem australischen und dem kanadischen Dollar (51% bzw. 20%) sowie dem Neuseeland-Dollar (64%) (Grafik V.2). Auch die Währungen mehrerer aufstrebender Volkswirtschaften



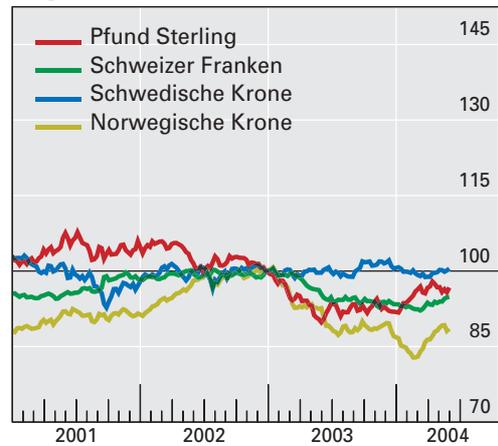
Wechselkurse anderer Industrieländer

Wochendurchschnitt; Ende 2002 = 100

Gegenüber dem US-Dollar



Gegenüber dem Euro



Anmerkung: Anstieg = Aufwertung.

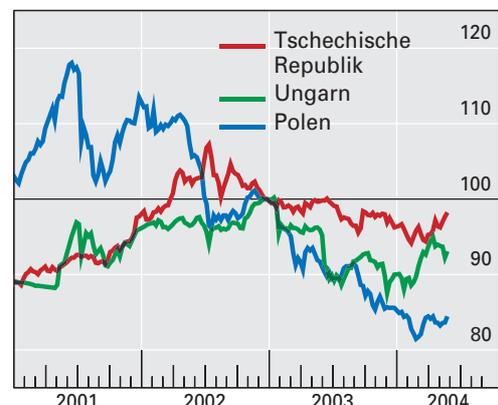
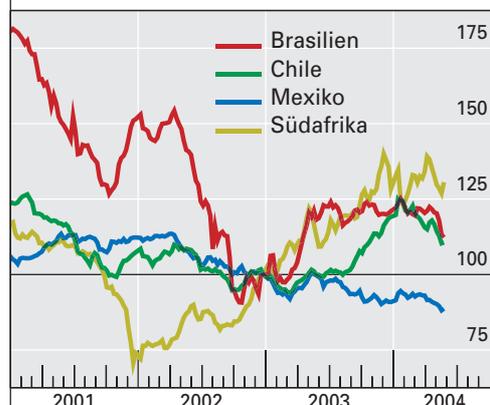
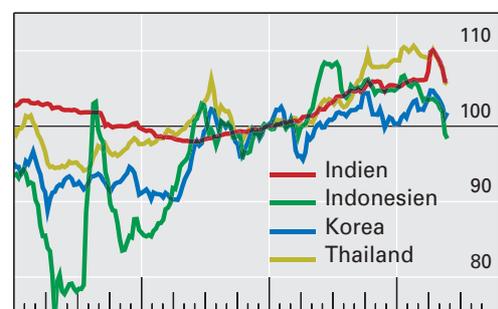
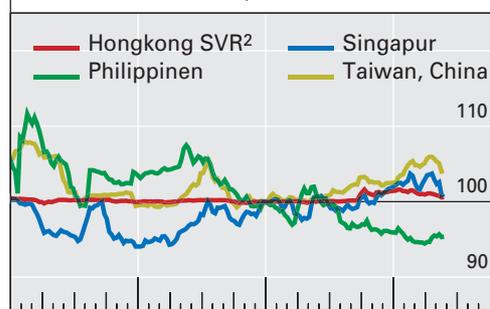
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Grafik V.2

– vor allem der Real, der Rand und der chilenische Peso – legten gegenüber dem Dollar deutlich zu (Grafik V.3). Im Juli/August 2003 verlief die Aufwertung weniger einheitlich, da die Marktteilnehmer jeweils auf verschiedene Veränderungen der erwarteten und der tatsächlichen Leitzinsen reagierten.

Wechselkurse aufstrebender Volkswirtschaften¹

Wochendurchschnitt; Ende 2002 = 100



¹ Gegenüber dem US-Dollar (rechtes unteres Feld: gegenüber dem Euro); Anstieg = Aufwertung gegenüber dem Dollar bzw. Euro. Linkes unteres Feld: komprimierte Skala. ² 12-Monats-Terminkurs.

Quellen: EZB; Bloomberg; Datastream.

Grafik V.3

Von Mitte Februar bis Mitte Mai 2004 kehrte sich der Abwärtstrend des US-Dollars teilweise um. Das Erreichen der Talsohle fiel mit Kommentaren von offizieller Seite zusammen, die auf die zuletzt verzeichnete übermäßige Volatilität der Wechselkurse hinwiesen. In der Folge legte der Dollar etwa 6% gegenüber dem Euro zu. Entsprechende Abwärtsbewegungen verzeichneten auch das Pfund Sterling (-8%) und der kanadische Dollar (-6%), während der australische Dollar und der Neuseeland-Dollar um 14% bzw. 15% abwerteten.

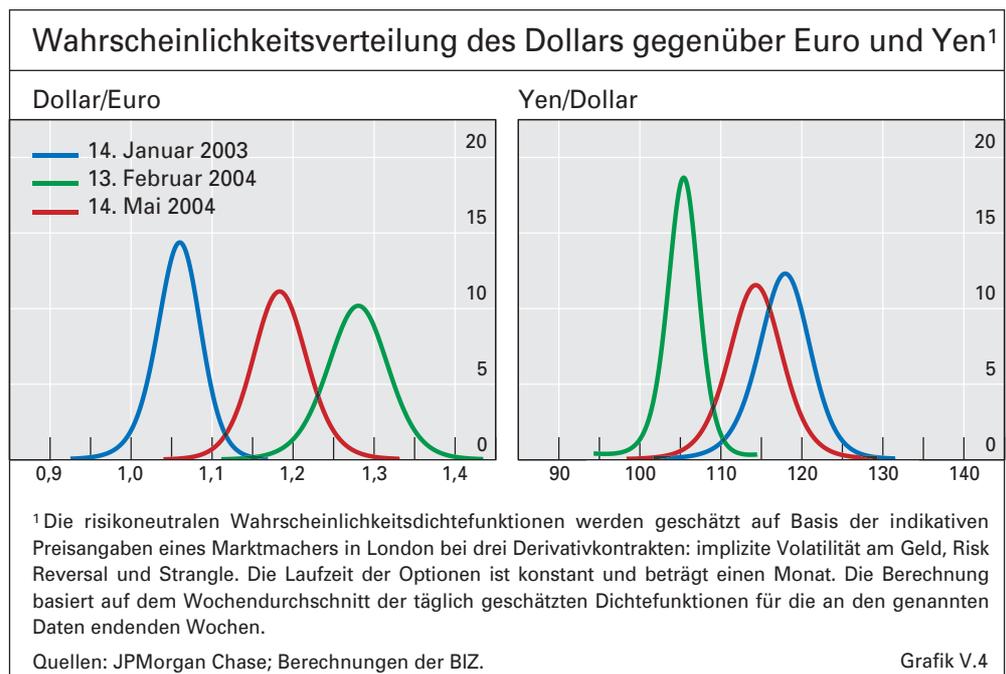
... kehrte sich ab Februar 2004 teilweise um

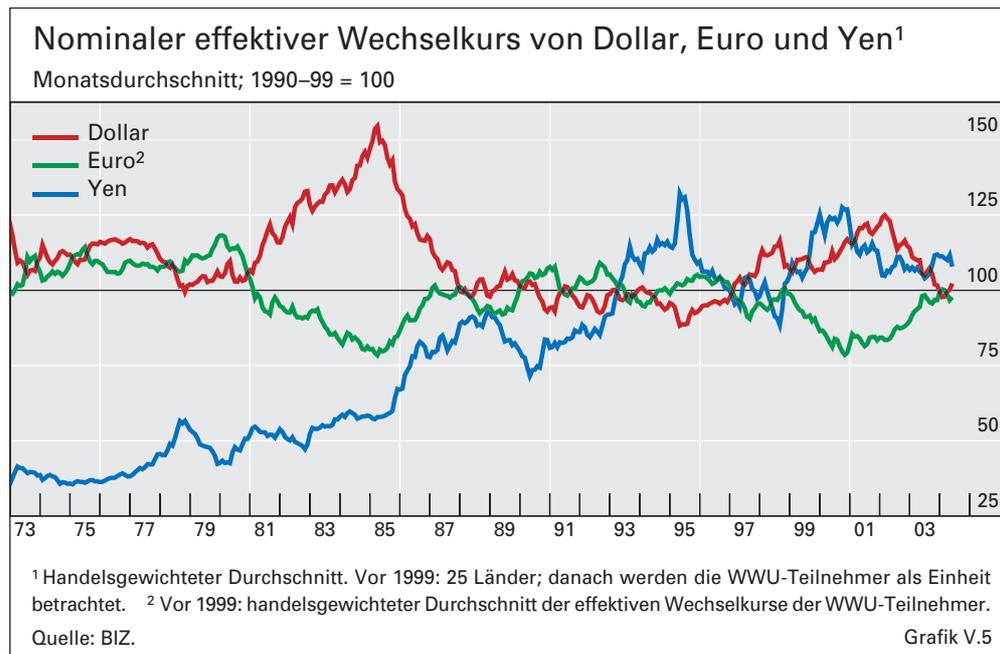
Die wichtigsten Ausnahmen vom allgemeinen kräftigen Aufwertungs-trend gegenüber dem US-Dollar bis zum Februar 2004 bildeten der Yen und die Währungen der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien. Eine Reihe asiatischer Währungen sind an den US-Dollar gekoppelt, insbesondere der Renminbi und der Hongkong-Dollar, doch selbst andere, nicht an den US-Dollar gebundene Währungen werteten in diesem Zeitraum weit verhaltener auf als etwa der Euro oder das Pfund Sterling.

Begrenzte Aufwertung asiatischer Währungen gegenüber dem Dollar

Die Umkehr des Abwärtstrends des Dollars ging mit sichtbaren Stimmungsumschwüngen an den Märkten einher. Während eines großen Teils des Jahres 2003 waren die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des künftigen Dollar-Wechselkurses, gemessen am Mittelwert der geschätzten risikoneutralen Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen, weiter rückläufig gewesen. Darüber hinaus war die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der Risikoverteilung zwischen einem viel stärkeren und einem viel schwächeren Dollar, gemessen an der Schiefe dieser Wahrscheinlichkeitsdichtefunktionen, deutlich zugunsten des schwächeren Dollars ausgefallen (Grafik V.4), insbesondere am Dollar/Euro-Markt. Anfang 2004 begannen sich diese Erwartungen zu verändern. Von Februar bis Mitte Mai ließen die Optionspreise erkennen, dass der Markt den Dollar weniger negativ beurteilte. Die zuvor beobachtete Schiefe verschwand weitgehend, und der Markt stufte einen erheblichen Kursanstieg und eine beträchtliche Schwächung des Dollars als etwa gleich wahrscheinlich ein.

Erheblicher Stimmungsumschwung an den Märkten





Zwei bemerkenswerte Veränderungen der Marktbedingungen

Marktteilnehmern zufolge sind diese allgemeinen Wechselkursbewegungen im Zusammenhang mit zwei bemerkenswerten Entwicklungen an den Devisenmärkten zu sehen. Die erste war der kräftige generelle Umsatzzuwachs – ein Trend, der bereits Anfang 2001 eingesetzt hatte. Meldungen zufolge war er im Wesentlichen auf die stärkere Aktivität der mit geliehenen Mitteln operierenden Anleger zurückzuführen. Besonders auffallend war die gesteigerte Aktivität von Makro-Hedge-Fonds, deren Strategien auf der Bewertung von Fundamentaldaten wie z.B. Zinsdifferenzen basieren, und von „momentum players“, die in der Regel den Trends der Preise von Vermögenswerten folgen. Auch institutionelle Anleger und die Finanzabteilungen von Unternehmen waren offenbar viel aktiver als zuvor. Am Dollar/Euro-Markt schien der Umsatz am stärksten zuzunehmen. Die Liquiditätsbedingungen an den meisten Devisenmärkten dürften sich während des Berichtszeitraums nicht nennenswert geändert haben; die Liquidität blieb generell sehr hoch. Die zweite bemerkenswerte Entwicklung im Jahr 2003 waren Händlern zufolge der Rückgang der Aktivität und das gleichzeitig niedrigere Liquiditätsniveau am Yen/Dollar-Markt im Gegensatz zu den anderen wichtigen Marktsegmenten, erkennbar an geringeren Handelsvolumina und engeren Intraday-Handelsspannen. Diese Veränderungen wurden mit der ausgeglicheneren Risikokonstellation in Zusammenhang gebracht, die aufgrund von systematischen Interventionen der Behörden an diesem Markt entstanden war.

Längerfristige Perspektive

Trotz der großen Ausschläge der Wechselkurse während des Berichtszeitraums sind zwei Aspekte unter einem längerfristigen Blickwinkel von Interesse. Erstens sind die drei Hauptwährungen auf nominaler effektiver Basis derzeit sehr nah an ihrem Durchschnittswert der neunziger Jahre (Grafik V.5). Zweitens wertete der Dollar von Januar 2002 bis Februar 2004 weit weniger ab als Mitte der achtziger Jahre, als er – nach einer Überbewertung in der ersten Hälfte des Jahrzehnts – sowohl gegenüber dem Yen als auch gegenüber der D-Mark rund 50% einbüßte.

Wechselkursbewegungen: die Bestimmungsfaktoren

Die allgemeinen Tendenzen der Wechselkursbewegungen während des Berichtszeitraums waren offenbar von drei Hauptfaktoren bestimmt: dem außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht der USA, Zinsdifferenzen und der Wechselkurspolitik in Asien.

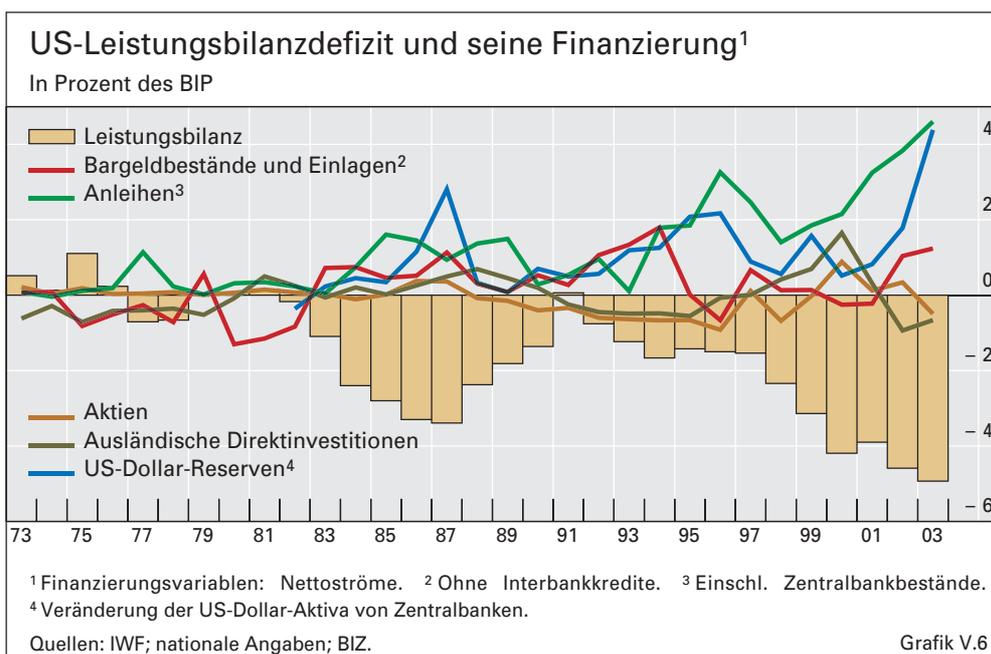
Drei Haupteinflüsse auf Wechselkursbewegungen

Das Leistungsbilanzdefizit der USA

Wie bereits 2002 war die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer gegenüber dem wachsenden US-Leistungsbilanzdefizit der wichtigste Bestimmungsfaktor für die Talfahrt des Dollars bis Februar 2004. Im Jahr 2003 erreichte das Defizit 5% des US-BIP (Grafik V.6), und die US-Nettoauslandsverbindlichkeiten stiegen gemessen am BIP auf 25%. Trotzdem stellten die zunehmenden Auslandsschulden keine wesentliche Belastung für die USA dar, denn ihre internationalen Vermögenswerte rentierten höher als ihre Verbindlichkeiten, und sie erzielten weiterhin positive Nettoerträge.

Bis Februar 2004 Märkte auf US-Leistungsbilanzdefizit konzentriert

Das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA dürfte sich vor allem durch seinen Einfluss auf die allgemeine Stimmung an den Märkten auf den Dollar ausgewirkt haben, da es Anlass zu der verbreiteten Erwartung gab, dass eine Abwertung notwendig sein werde. Zu dieser Erwartung führten zwei miteinander verbundene Überlegungen. Erstens erschien es angesichts des weiter steigenden US-Haushaltsdefizits wahrscheinlich, dass noch über einen längeren Zeitraum als ursprünglich erwartet ein großes Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren sein würde. Darüber hinaus wurde die Ursache des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts zunehmend nicht mehr in einem hohen Volumen produktiver Investitionen, sondern in einer unzureichenden gesamtwirtschaftlichen Ersparnis gesehen. Zweitens legten Veränderungen in der Zusammensetzung der Finanzierungsströme in die USA – ein geringerer Anteil privater Zuflüsse und dabei wiederum ein geringerer Anteil von Aktien und



ausländischen Direktinvestitionen – die Vermutung nahe, dass die Bereitschaft des privaten Sektors, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, allmählich nachließ (Grafik V.6).

Eine entscheidende Frage ist, auf welche Weise sich eine Korrektur des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA vollziehen würde. Einige geordnete Veränderungen des Wechselkurses und der Kapitalströme haben in den letzten beiden Jahren bereits stattgefunden. Nun stellt sich die Frage, ob sich dies fortsetzen wird oder ob die Wahrscheinlichkeit einer ungeordneten Anpassung der Kapitalströme besteht, die zu Störungen an den Finanzmärkten führen könnte. Anhaltspunkte hierfür liefert z.B. eine Analyse der Entwicklung der Kapitalströme während früherer Leistungsbilanzkorrekturen (s. weiter unten).

Zinsdifferenzen

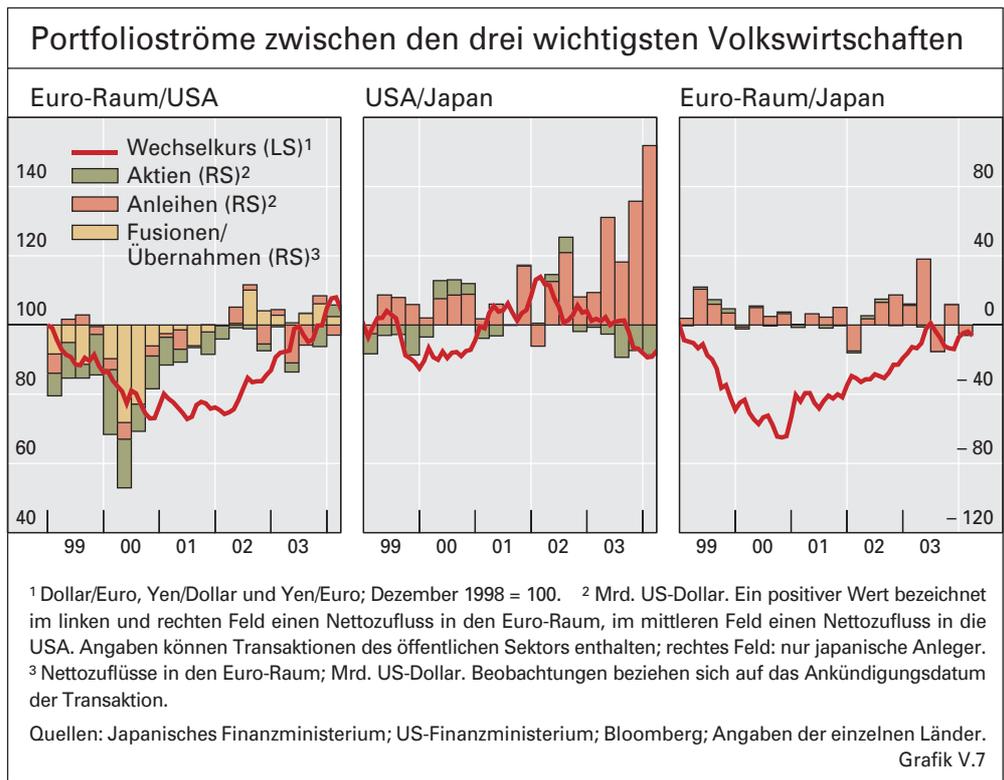
Einfluss von
Zinsdifferenzen auf
Kapitalströme und
Wechselkurse

Den zweiten zentralen Bestimmungsfaktor der Wechselkursbewegungen bildeten die Zinsdifferenzen. Die Korrelation zwischen Wechselkursbewegungen und tatsächlichen wie auch erwarteten Zinsdifferenzen war in vielen Volkswirtschaften offensichtlich (Tabelle V.1). Innerhalb der G3 stützte sich die Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar und dem Yen von Januar 2002 bis Februar 2004 auf die Tatsache, dass der Euro-Raum die höchsten Zinssätze aufwies und somit renditebedingte Kapitalzuflüsse anzog (Grafik V.7). Im Vereinigten Königreich trugen relativ hohe und weiter steigende Zinssätze zur Aufwertung des Pfund Sterling gegenüber dem Dollar und dem Yen bei.

Am spürbarsten waren die Auswirkungen der Zinsdifferenzen an den Märkten für den australischen Dollar, den Neuseeland-Dollar und, in geringerem Ausmaß, den kanadischen Dollar (Grafik V.2), die traditionell auch durch die Rohstoffpreise beeinflusst werden. Bis Anfang 2004 gewannen die drei Währungen gegenüber dem US-Dollar deutlich an Boden. Die Aufwertung

Wechselkurse und Zinsdifferenzen								
	Dollar ¹		Euro ¹		Zinsdifferenz gegenüber			
					US-Sätzen ²		Euro-Raum-Sätzen ²	
	Jan. 02 – Mitte Feb. 04	Mitte Feb. 04 – Mitte Mai 04	Jan. 02 – Mitte Feb. 04	Mitte Feb. 04 – Mitte Mai 04	Jan. 02 – Mitte Feb. 04	Mitte Feb. 04 – Mitte Mai 04	Jan. 02 – Mitte Feb. 04	Mitte Feb. 04 – Mitte Mai 04
Neuseeland	-51,9	15,9	-14,4	8,9	4,2	4,6	2,8	3,6
Australien	-43,6	14,4	-5,9	7,5	3,5	4,5	2,1	3,5
Schweden	-37,8	6,9	-0,8	0,0	2,3	1,3	0,9	0,3
Euro-Raum	-36,7	6,9	.	.	1,4	1,0	.	.
Schweiz	-30,5	4,4	6,1	-2,5	-0,7	-0,8	-2,1	-1,8
Vereinigtes Königreich	-26,8	7,6	10,8	0,8	2,5	3,2	1,1	2,2
Norwegen	-26,6	1,0	10,4	-5,9	3,9	0,9	2,5	-0,1
Japan	-20,6	7,6	17,2	0,9	-1,4	-1,0	-2,8	-2,0
Kanada	-19,0	5,4	19,1	-1,3	1,4	1,1	-0,0	0,1

¹ Kumulierte Veränderung in Prozent; positiver Wert = Abwertung gegenüber dem Dollar bzw. Euro. ² 3-Monats-Sätze.
Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.1



des australischen Dollars und des Neuseeland-Dollars gegenüber dem Euro war allerdings begrenzt, trotz günstiger Zinsdifferenzen und eines Rohstoffpreisanstiegs um 39%. Der kanadische Dollar wertete gegenüber dem Euro sogar ab, obwohl die Renditen vergleichbar waren und sich die Rohstoffpreise positiv auswirkten.

Auch für die Währungen einer Anzahl aufstrebender Volkswirtschaften spielten das weltweite Renditenstreben und Zinsdifferenzen eine bedeutende Rolle. In einem Umfeld preisgünstiger Finanzierungen, wie es die niedrigen kurzfristigen Zinssätze anzeigen (Kapitel IV), und hoher Risikotoleranz, die an den geringen Zinsaufschlägen und dem starken Anleihenabsatz in den aufstrebenden Volkswirtschaften erkennbar ist (Kapitel VI), neigten die Währungen von aufstrebenden Ländern mit positiver Zinsdifferenz zur Aufwertung gegenüber dem Dollar. Bemerkenswerte Beispiele hierfür waren der chilenische Peso, der von Anfang 2002 bis Anfang 2004 rund 9% zulegte, der Rand mit etwa 44% Wertzuwachs und der Real, der trotz einiger negativer Entwicklungen in Brasilien aufwertete.

Wie im Jahr zuvor waren Carry Trades ein bei den Anlegern beliebter Mechanismus, der dem Renditenstreben entgegenkam. Hierbei wird in einer niedrig rentierenden Währung geliehen und in einer hoch rentierenden Währung angelegt. Während des Berichtszeitraums operierten nicht nur Makro-Hedge-Fonds und Commodity Trading Advisers, sondern auch institutionelle Anleger und Wirtschaftsunternehmen mit solchen Strategien. Der US-Dollar, der Yen und der Schweizer Franken waren Berichten zufolge die drei wichtigsten Finanzierungswährungen; angelegt wurden die geliehenen Mittel vor allem in Pfund Sterling, australischen und kanadischen Dollar, Neuseeland-Dollar sowie mehreren Währungen aufstrebender Volkswirtschaften.

Beliebte
Anlagestrategie:
Carry Trades

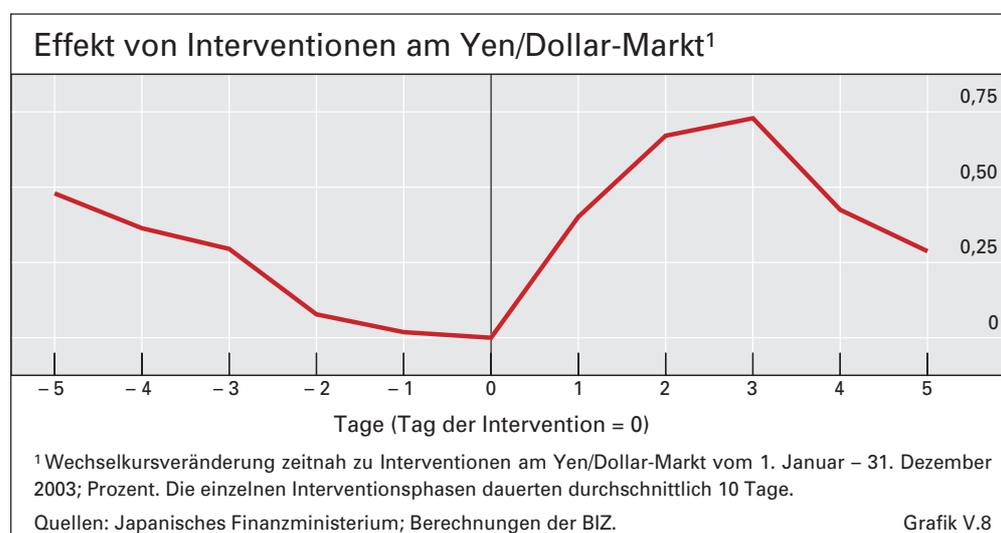
Trendwende
Anfang 2004
aufgrund
veränderter
geldpolitischer
Erwartungen

Als sich der allgemeine Aufwärtstrend gegenüber dem US-Dollar Anfang 2004 abschwächte und in der Folge teilweise umkehrte, wurde der Einfluss der Zinsdifferenzen komplexer. Der Markt bewertete die Wahrscheinlichkeit von Änderungen der Leitzinsen in etlichen Ländern neu, und die Bedeutung der tatsächlichen Zinsdifferenzen als Bestimmungsfaktor von Wechselkursänderungen nahm ab, während die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Differenzen an Bedeutung gewannen (Kapitel IV). Der Euro wurde nach seinem Höchststand im Februar 2004 deutlich schwächer, da die Marktteilnehmer angesichts günstiger Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten in den USA eine US-Leitzinsanhebung näher rücken sahen und einer Lockerung der Zinssätze im Euro-Raum allmählich eine größere Wahrscheinlichkeit beimaßen. Darüber hinaus erhöhten sich infolge der veränderten Erwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts eines geldpolitischen Kurswechsels in den USA die erwarteten Finanzierungskosten in US-Dollar; dies verringerte die Attraktivität von Carry Trades mit dem australischen Dollar und dem Neuseeland-Dollar erheblich und trug zu einer beträchtlichen Abwertung dieser Währungen gegenüber dem US-Dollar bei. Der kanadische Dollar sowie die norwegische und die schwedische Krone gaben ebenfalls nach, als die Leitzinssätze in diesen Ländern gesenkt wurden und die Marktteilnehmer eine weitere geldpolitische Lockerung erwarteten, denn nun war es weniger rentabel, Carry-Trade-Positionen bei Fälligkeit zu erneuern. Der Schweizer Franken wertete gegenüber dem Euro auf, als sich die Händler auf einen Anstieg der schweizerischen Zinsen einstellten und Carry Trades mit dem Schweizer Franken als Finanzierungswährung aufzulösen begannen. Bei anhaltenden Anzeichen für eine Erholung der japanischen Wirtschaft war die Bewegung des US-Dollars gegenüber dem Yen jedoch weniger ausgeprägt (Kapitel II).

Wechselkurspolitik in Asien

In Asien
Wechselkurspolitik
von großer
Bedeutung

Ein dritter wichtiger Bestimmungsfaktor der Wechselkurse waren die im langfristigen Vergleich umfangreichen Interventionen, insbesondere in Asien (Tabelle V.2). Sie trugen dazu bei, den Aufwertungsdruck auf die Währungen in



Jährliche Veränderung der offiziellen Währungsreserven							
Mrd. US-Dollar							
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Nachrichtlich: Stand Ende 2003
	Zu laufenden Wechselkursen						
Insgesamt	27,2	138,0	155,0	112,3	351,9	616,6	3 010,9
Industrieländer	-32,8	52,1	54,7	3,0	108,0	215,8	1 103,6
USA	5,2	-3,8	-0,9	-2,3	4,8	5,9	39,7
Euro-Raum	-32,9	-39,2	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	188,0
Japan	-4,7	74,5	69,5	40,5	63,7	201,3	652,8
Asien	62,8	79,0	52,5	76,0	173,8	263,9	1 208,1
China	5,1	9,7	10,9	46,6	74,2	116,8	403,3
Hongkong SVR	-3,2	6,6	11,3	3,6	0,7	6,7	118,6
Indien	2,6	5,0	5,3	8,0	21,7	30,6	97,6
Indonesien	6,3	3,8	2,0	-1,2	3,7	4,0	34,7
Korea	32,3	21,7	22,2	6,6	18,3	33,7	154,5
Malaysia	4,7	4,9	-1,0	1,0	3,7	10,2	43,5
Philippinen	2,0	4,0	-0,2	0,4	-0,3	0,3	13,3
Singapur	3,5	1,9	3,4	-4,8	6,5	13,6	95,0
Taiwan, China	6,8	15,9	0,5	15,5	39,4	45,0	206,6
Thailand	2,7	5,4	-1,9	0,4	5,7	2,9	41,0
Lateinamerika ¹	-9,8	-8,8	2,1	-0,3	4,2	30,6	170,7
Argentinien	2,3	1,6	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	13,1
Brasilien	-8,2	-7,8	-2,3	3,2	1,7	11,7	49,1
Chile	-2,0	-1,1	0,5	-0,6	0,8	0,4	15,2
Mexiko	3,3	-0,5	4,2	9,2	5,5	7,8	57,7
Mittel- und Osteuropa ²	6,6	1,7	19,1	12,7	36,3	51,3	197,4
	Zu konstanten Wechselkursen ³						
Insgesamt	24,6	178,7	191,4	146,7	258,3	502,8	3 029,8
Reserven in US-Dollar	49,0	145,8	50,9	82,9	184,5	441,3	2 092,7
Reserven in anderer Währung	-24,4	32,9	140,5	63,8	73,8	61,5	937,1

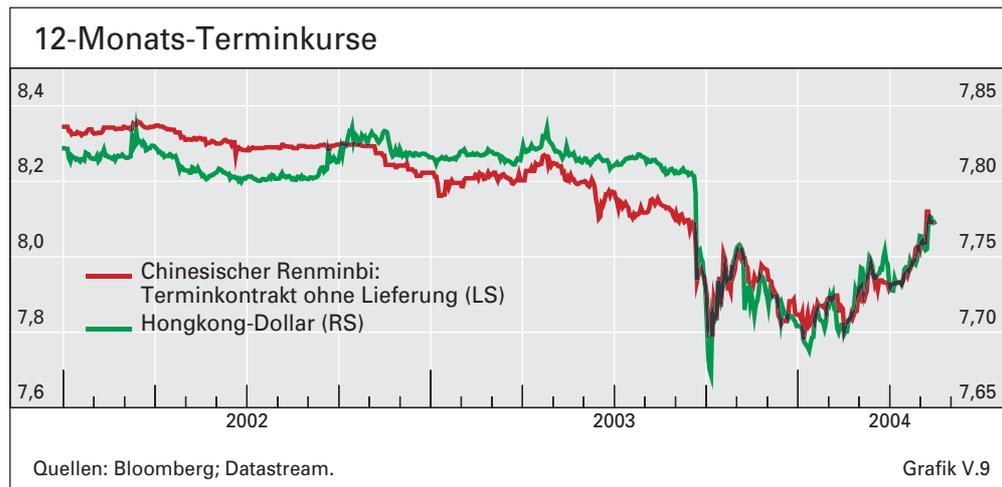
¹ Aufgeführte Länder sowie Kolumbien, Peru und Venezuela. ² Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. ³ Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Periodenende.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ. Tabelle V.2

der Region zu verringern, warfen aber grundlegendere Fragen hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf die Korrektur der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte auf (s. weiter unten). Aufgrund ihres absoluten Volumens standen die Interventionen in Japan und China im Rampenlicht.

In Japan kaufte das Finanzministerium von Januar 2003 bis März 2004 für \$ 316 Mrd. US-Vermögenswerte an – ein hohes Vielfaches von dem, was in früheren Jahren für ausländische Vermögenswerte aufgewendet worden war. Darüber hinaus zeigen Daten des Finanzministeriums, dass häufiger und über längere Zeiträume als bisher in den Markt eingegriffen wurde. Auf Devisenmarktinterventionen folgten jeweils spürbare Reaktionen des Yen, die darauf schließen ließen, dass die Interventionen – zumindest kurzfristig – Wirkung zeigten (Grafik V.8). Dieses Ergebnis könnte mit der Auffassung der Markt-

In Japan umfangreiche Devisenmarktinterventionen



teilnehmer in Zusammenhang stehen, dass die japanischen Behörden ihre Strategie geändert hätten und nun in großem Ausmaß intervenierten, um eine ausgeglichene Risikokonstellation am Markt zu erreichen.

Chinesische
Währungsbehörden
im Rampenlicht

In China akkumulierten die Währungsbehörden in ihren Bemühungen, den festen Wechselkurs gegenüber dem Dollar zu halten, beträchtliche Dollar-Reserven. Zwar wurde das Kursverhältnis gehalten, doch gab es am Markt für Terminkontrakte ohne Lieferung mehrmals Aufwertungsdruck (Grafik V.9), der darauf hindeutete, wie der Markt die Wahrscheinlichkeit beurteilte, dass die Wechselkurspolitik geändert würde. Der Hongkong-Dollar geriet zeitweise unter ähnlichen Druck, und im Dezember 2003 kam es zu einer kurzen Episode ungewöhnlicher Volatilität am Kassamarkt.

Auch in Indien, Korea und Taiwan, China, wuchsen die Dollar-Reserven beträchtlich, als die Behörden massiv intervenierten, um die Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar und damit dem Renminbi in Grenzen zu halten.

Finanzierung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte und Rolle der Währungsreserven

Veränderungen in der Zusammensetzung der privaten Kapitalzuflüsse in die USA und ein erneut gestiegener Anteil der staatlichen Mittelströme legten im Berichtszeitraum die Vermutung nahe, dass die privaten Anleger weniger bereit waren, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Dies wirft zwei Fragen auf. Erstens: Helfen Veränderungen in den Trends der privaten Finanzierungsströme und im Verhältnis zwischen privaten und staatlichen Kapitalströmen den Zeitpunkt einer Leistungsbilanzkorrektur zu prognostizieren? Zweitens: Wie verhalten sich die Kapitalströme, wenn die Korrektur des Leistungsbilanzdefizits einsetzt? Insbesondere, wie wahrscheinlich sind ungeordnete Veränderungen der Kapitalströme, die zu Störungen an den Finanzmärkten führen könnten? Um diesen Fragen nachzugehen, werden im Folgenden die Trends privater Finanzierungsströme und der Anteil der staatlichen Kapitalströme in 28 historischen Phasen wesentlicher Leistungsbilanzkorrekturen untersucht.

Finanzierungsströme und Leistungsbilanzkorrekturen	
	Veränderung der Finanzierungsströme entsprechend Leistungsbilanzkorrektur (Anteil Phasen in %)
Bestände Gebietsfremder an inländischen Schuldtiteln	89
Kredite von Gebietsfremden an Gebietsansässige	78
Bestände Gebietsfremder an Bargeld und Einlagen in Landeswährung	58
Bestände Gebietsansässiger an Bargeld und Einlagen in Fremdwährung	70
Direktinvestitionen im Inland	36
Direktinvestitionen im Ausland	35
Reserveaktiva	68
<p>Anmerkung: Eine Leistungsbilanzkorrektur wird hier wie folgt definiert: i) das Leistungsbilanzdefizit übersteigt vor der Korrektur 2% des BIP; ii) das durchschnittliche Defizit sinkt innerhalb von 3 Jahren um mindestens 2% des BIP und verringert sich um mindestens ein Drittel; iii) das größte Defizit in den 5 Jahren nach dem Tiefstand ist nicht größer als das kleinste Defizit in den 3 Jahren vor dem Tiefstand. Die Tabelle umfasst 28 Phasen der Leistungsbilanzkorrektur im Zeitraum 1974–2002: Australien (1989, 1999); Belgien (1981); Dänemark (1986); Finnland (1991); Frankreich (1982); Griechenland (1985); Irland (1981); Italien (1974, 1981, 1992); Kanada (1981, 1993); Neuseeland (1984); Norwegen (1977, 1986); Österreich (1977, 1980); Portugal (1981, 2000); Schweden (1980, 1992); Spanien (1976, 1981, 1991); USA (1987); Vereinigtes Königreich (1974, 1989).</p> <p>Quellen: IWF, <i>Balance of Payments Statistics</i>; Schätzungen der BIZ. Tabelle V.3</p>	

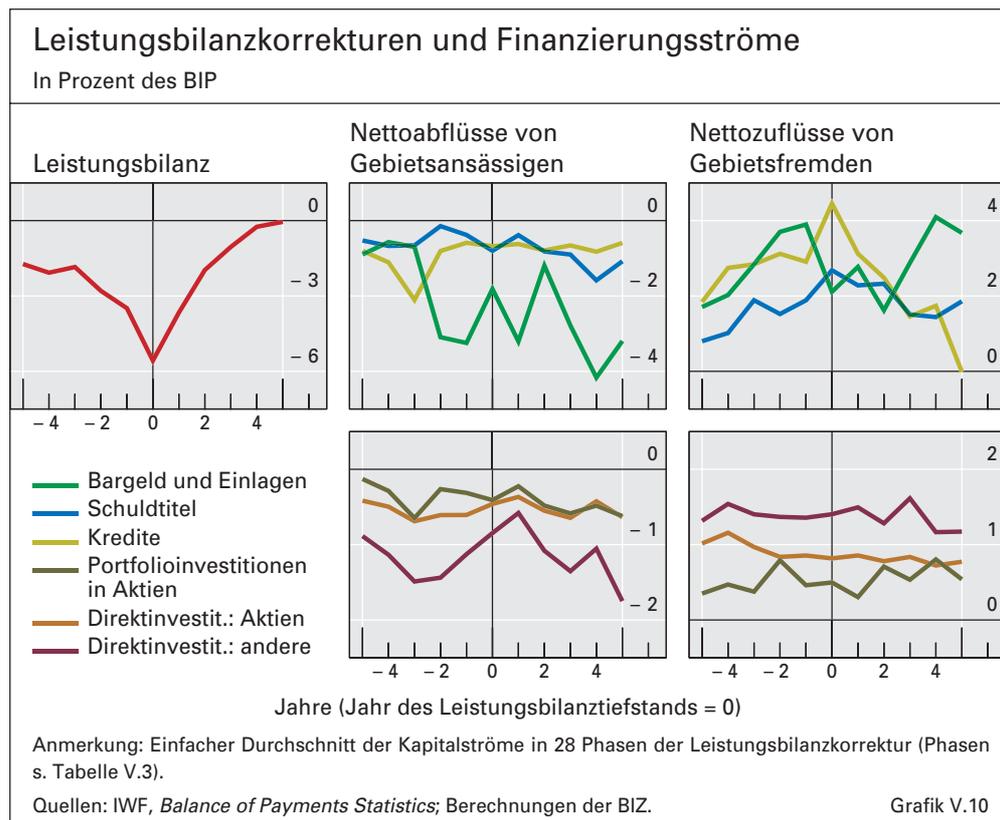
Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten in Industrieländern seit 1973

Die 28 wesentlichen und dauerhaften Leistungsbilanzkorrekturen in Industrieländern seit dem Jahr 1973 (Tabelle V.3) waren durch zwei Hauptmerkmale gekennzeichnet. Erstens neigte das Defizit im Durchschnitt zur Umkehr, wenn es Werte um 4–5% des jeweiligen BIP erreichte. Zweitens ging der Anpassungsprozess im Allgemeinen sowohl mit einer Abwertung der Landeswährung als auch mit einer deutlichen Abschwächung des Wirtschaftswachstums einher. Auch der Mechanismus, durch den sich das US-Leistungsbilanzdefizit in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre umkehrte, folgte im Wesentlichen diesem Muster.

Die Trends der Finanzierungsströme lassen anscheinend keine zuverlässige Prognose des Zeitpunkts oder der Merkmale von Leistungsbilanzkorrekturen zu. Dies zeigen die Durchschnittswerte der einzelnen Kategorien von Finanzierungsströmen während der fünf Jahre vor dem Leistungsbilanztiefstand in allen 28 betrachteten Phasen (Grafik V.10). Zwar veränderte sich im Durchschnitt das Verhalten einiger Kategorien von Finanzierungsströmen innerhalb dieses Zeitfensters, doch es gibt – auch bei den staatlichen Kapitalströmen – kaum Indizien für eine systematische Trendänderung unmittelbar vor Beginn der Phase, in der sich die Leistungsbilanzkorrektur vollzog. Die einzige Ausnahme bildeten Bargeldbestände und Einlagen Gebietsfremder, die meist ein Jahr vor dem Beginn der Leistungsbilanzkorrektur einen Höchststand erreichten. Somit sagen die 2003 beobachteten Veränderungen in der Zusammensetzung der Finanzierungsströme in die USA möglicherweise nicht viel über den Zeitpunkt der Korrektur der US-Leistungsbilanz aus.

Historische
Leistungsbilanz-
korrekturen

Kaum Anzeichen für
systematische
Trendänderung bei
Finanzierungs-
strömen vor ...



... aber teilweise während der Korrektur

Dagegen weisen die 28 betrachteten Phasen hinsichtlich der Trendänderungen bei den Kapitalströmen, die zeitgleich mit der Korrektur des Leistungsbilanzdefizits auftraten, mehrere interessante Gemeinsamkeiten auf. Erstens waren die Anpassungen bei den primär von Zinsdifferenzen bestimmten volatileren Kapitalflüssen generell am stärksten. Im Einzelnen gingen Bargeld-, Einlagen- und Schuldtitelbestände – nachdem sie mit dem Leistungsbilanzdefizit angewachsen waren – während der Korrektur in der Regel deutlich zurück (Tabelle V.3). Die stabileren Ströme ausländischer Direktinvestitionen – sowohl Abflüsse als auch Zuflüsse – verhielten sich ähnlich, veränderten sich jeweils aber weniger stark. Portfolioinvestitionen in Form von Aktienkäufen, die gemeinhin als volatil gelten, zeigten dagegen im Durchschnitt keine wesentliche Veränderung.

Zweitens war die Korrektur in hohem Maße vom Verhalten Gebietsfremder bestimmt. Die Auslandsbestände an Landeswährungseinlagen und an inländischen Schuldtiteln sowie die Kredite von Gebietsfremden an Gebietsansässige veränderten sich während der Leistungsbilanzkorrektur erheblich. Diese Arten von Kapitalströmen stiegen vor der Umkehr des Defizits generell an und wurden danach meistens schwächer. Dagegen veränderte sich nur ein einziger Finanzierungsstrom von Gebietsansässigen – die Bestände an Fremdwährungseinlagen – während dieser Phasen systematisch.

Drittens betrafen die Veränderungen in der Finanzierung der Leistungsbilanzen weitgehend die privaten Kapitalströme. Auch die Währungsreserven des jeweiligen Landes neigten zu Veränderungen, vor allem infolge von Devisenmarktinterventionen zur Stützung der Landeswährung und/oder von Wechselkurseffekten. Wichtig ist allerdings, dass – mit Ausnahme der USA – in

allen Ländern, in denen wesentliche Leistungsbilanzkorrekturen erfolgten, Ankäufe inländischer Vermögenswerte durch ausländische staatliche Stellen von geringem Umfang waren und somit bei den Korrekturen keine nennenswerte Rolle spielten.

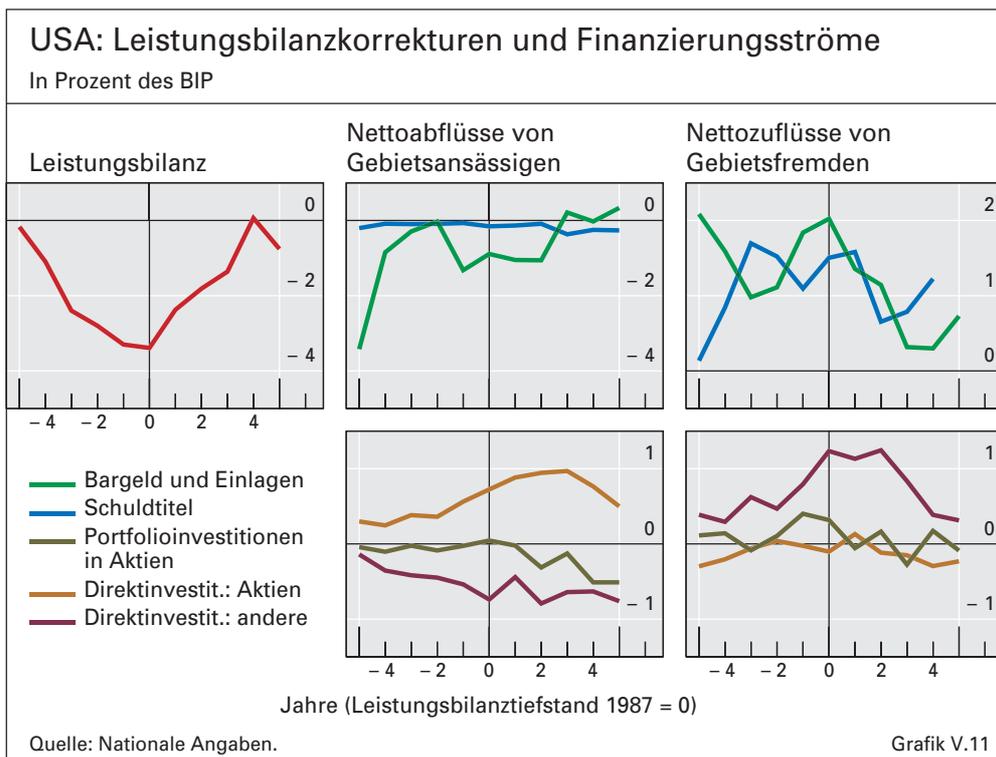
Viertens schließlich vollzogen sich die hier beschriebenen Veränderungen in der Zusammensetzung der Finanzierungsströme zumeist auf geordnete Weise. Eine bemerkenswerte Ausnahme war die Leistungsbilanzkorrektur 1992 in Schweden, die mit einem drastischen Abzug von Bargeldbeständen und Einlagen durch Gebietsfremde in der Größenordnung von 10% des BIP und einem ebenso drastischen Einbruch der Auslandskredite einherging.

Das Verhalten der privaten Finanzierungsströme während der Umkehr des US-Leistungsbilanzdefizits Mitte der achtziger Jahre war in mehrfacher Hinsicht ähnlich wie in den Korrekturphasen in anderen Ländern (Grafik V.11). Erstens waren es um 1987 ebenfalls die ausländischen Einlagen (von Gebietsansässigen wie Gebietsfremden) sowie die US-Schuldtitel im Besitz von Gebietsfremden, die sich deutlicher veränderten. Diese Kategorien von Finanzierungsströmen tendierten vor 1987 aufwärts und in den folgenden drei Jahren abwärts. Zweitens trugen auch Direktinvestitionen von Gebietsfremden zu der Korrektur bei. Drittens verliefen die Veränderungen der privaten Kapitalflüsse ebenso geordnet. Der Rückgang der Zuflüsse geschah allmählich, und bei keiner Kategorie von Finanzierungsströmen überstieg die kumulierte Veränderung von 1987 bis 1990 einen Wert von 2% des US-BIP.

Allerdings gibt es einen bedeutenden Unterschied zwischen den USA und anderen Industrieländern: Da der Dollar die vorherrschende internationale Reservewährung ist, besteht ein erheblicher Teil der Währungsreserven außerhalb der USA aus in Dollar denominierten Vermögenswerten. Anders als in

Ähnlichkeiten zwischen USA und anderen Ländern ...

... doch wesentlicher Unterschied in der Bedeutung von Währungsreserven



allen anderen Ländern, die Leistungsbilanzkorrekturen verzeichneten, waren deshalb in den USA im Jahr 1987, aber auch in der aktuellen Situation die Dollaranlagen (vor allem in Anleihen) durch staatliche Stellen im Ausland während der Umkehr des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts zu einem beträchtlichen Teil für die Finanzierung des Defizits verantwortlich (Grafik V.6). Damals wie heute wuchsen die staatlichen Dollar-Reserven zunächst merklich an, als der Dollar unter dem Gewicht des zunehmenden Defizits nachgab. 1987 kehrte sich die Akkumulierung von Währungsreserven dann um, als sich die US-Leistungsbilanz verbesserte und der externe Finanzierungsbedarf zurückging. Verglichen mit diesem Präzedenzfall könnte der steile Anstieg der Dollar-Reserven in den letzten zwei Jahren daher die Frage aufwerfen, ob das aktuelle US-Leistungsbilanzdefizit kurz vor einer Korrektur steht.

Wechselkurspolitik heute ganz anders als Mitte der achtziger Jahre

Im Hinblick auf die staatlichen Finanzierungsströme unterscheidet sich die aktuelle Entwicklung in den USA allerdings erheblich von den achtziger Jahren. Mitte der achtziger Jahre begann der Dollar nach einer Phase der Überbewertung zu fallen. 1986 und 1987 unternahmen die Währungsbehörden der G7 eine konzertierte Anstrengung, der raschen Abwertung des Dollars Einhalt zu gebieten, die im Louvre-Abkommen vom Februar 1987 gipfelte. Auf diese Weise bauten vor allem Japan, Deutschland und andere Industrieländer mit gegenüber dem Dollar frei schwankenden Währungen Dollar-Reserven auf. Als sich der Dollar auf weit niedrigerem Niveau stabilisierte, wurden die koordinierten Interventionen eingestellt. Im Gegensatz hierzu war der Reservenaufrüstung der letzten beiden Jahre das Ergebnis einseitiger Interventionen durch die Währungsbehörden in Japan und aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, die den Fall des Dollars abfingen und dadurch die Korrektur der US-Leistungsbilanz begrenzten. Ihre wechselkurspolitischen Maßnahmen erfolgten nicht koordiniert, sondern vielmehr in gegenseitiger Abhängigkeit.

Die Rolle von Währungsreserven

Um Interventionen dieser Art besser zu verstehen, ist es hilfreich, die Rolle von Währungsreserven zu betrachten. Warum werden Reserven gehalten, und was erklärt das derzeitige Vorgehen? Inwieweit war die Akkumulierung von Reserven ein eigenständiges Ziel bzw. ein Nebenprodukt des Strebens nach binnen- oder außenwirtschaftlichem Gleichgewicht? Was sind die Folgen für die Tragfähigkeit der Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits? Wie sich die Anhäufung großer Reservenbestände auf das inländische Finanzsystem auswirkt, wird in Kapitel III untersucht.

Bei festen Wechselkursen: Reserven von großer Bedeutung

In Ländern mit (offiziell oder de facto) festen Wechselkursen spielen Währungsreserven eine Schlüsselrolle. Sie werden von den Währungsbehörden eingesetzt, um den festen Wechselkurs der Landeswährung aufrechtzuerhalten, wenn Abwertungsdruck entsteht, z.B. infolge von Kapitalabflüssen. Entsprechend akkumuliert die Zentralbank Reserven, um einem Aufwertungsdruck auf ihre Währung entgegenzuwirken. Wenn es keine Kapitalverkehrskontrollen und Zinssatzänderungen gibt, bestimmen somit die Bemühungen der Währungsbehörden, die Wechselkursbindung zu halten, den Umfang der Reserven. Wenn die Kapitalzuflüsse bzw. -abflüsse nicht nachlassen, könnte auch der Zinssatz als Instrument eingesetzt werden.

In Ländern mit frei schwankenden Wechselkursen ist die Rolle der Reserven weit weniger klar definiert, und hier ist es sinnvoll, zwei Fälle zu unterscheiden. Im ersten Fall streben die Währungsbehörden ein bestimmtes Reservevolumen an, das mehreren Zielsetzungen genügen soll. Ein wichtiges Ziel besteht darin, über genügend Reserven für Interventionen zu verfügen, um die Liquidität am Devisenmarkt aufrechtzuerhalten. Dies verringert eine unerwünschte Volatilität und ermöglicht eine reibungslose Anpassung des Wechselkurses. Ein weiterer möglicher Zweck ist die Schaffung eines Reservenpolsters, das die Kreditwürdigkeit eines Landes an den internationalen Finanzmärkten stärken und so dazu beitragen kann, das Risiko destabilisierender Kapitalströme zu verringern. Je höher das Risiko einer Kapitalflucht von Gebietsansässigen oder des Kapitalabzugs von Gebietsfremden ist, desto größer die Notwendigkeit eines solchen Reservenpolsters.

Bei frei schwankenden Wechselkursen: Reserven entweder eigenständiges Ziel ...

Im zweiten Fall ist der Reservenaufbau – ebenso wie bei Währungen mit festem Wechselkurs – ein Nebenprodukt von Interventionen zur Stabilisierung des Wechselkurses. Dabei könnte die Intervention außen- oder binnenwirtschaftlichen Zwecken dienen. Der häufigste außenwirtschaftliche Zweck besteht darin, einem Aufwertungsdruck auf die Währung entgegenzuwirken, um die Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Exportindustrie und der Branchen, deren Erzeugnisse im Wettbewerb zu Importprodukten stehen, zu wahren; bei einem Abwertungstrend würde hingegen in der Regel nicht interveniert. Ein binnenwirtschaftlicher Zweck wäre beispielsweise gegeben, wenn eine Zentralbank gegen einen Aufwertungsdruck auf ihre Währung interveniert, um z.B. im Rahmen einer Inflationszielstrategie übermäßig disinflationäre Auswirkungen zu verhindern. Denkbar sind auch Interventionen zur Wechselkursstabilisierung, um nachteiligen Folgen für die Vermögenspositionen im Inland vorzubeugen.

... oder Nebenprodukt von Interventionen für außen- oder binnenwirtschaftliche Zwecke

Für Länder, die Reserven als eigenständiges Ziel betrachten, gibt es unterschiedliche Kriterien für deren angemessenen Umfang. Der herkömmliche Maßstab ist die Importdeckung, d.h. die Reserven sollen einem bestimmten Vielfachen des Wertes der Importe entsprechen. Dieses Kriterium ist besonders für die Abmilderung von Liquiditätsproblemen bei Leistungsbilanzkrisen relevant. Seit der Asien-Krise orientieren sich die Bemessungskriterien für die Reservenhaltung jedoch eher an der Kapitalverkehrsbilanz, und zwar an der notwendigen Deckung von Kapitalströmen, die sich in Krisenzeiten rasch umkehren könnten, z.B. den kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten, bei denen das Risiko besteht, dass ausländische Gläubiger fällig werdende Kredite nicht mehr erneuern. Ein ebenfalls für die Stabilisierung der Kapitalverkehrsbilanz relevantes Kriterium ist das Verhältnis der Reserven zur breit abgegrenzten Geldmenge; es ist auf das Risiko ausgerichtet, dass liquide Mittel in Landeswährung in Fremdwährungen abwandern.

Bemessungskriterien für Reserven

Die optimale Höhe von Währungsreserven ist generell schwer empirisch zu bestimmen. Gleichwohl kann eine Untersuchung des Reservenaufbaus und der Wechselkursvolatilität während der letzten fünf Jahre sowie der verschiedenen Bemessungskriterien für den angemessenen Umfang der Währungsreserven die relative Bedeutung der unterschiedlichen Gründe für die anhaltenden Interventionen in Asien beleuchten.

Anhaltspunkte zu Gründen der Reservenhaltung

Anhand der jüngsten Trends des Reservenaufbaus und der Wechselkursvolatilität lassen sich seit der Asien-Krise zwei Perioden mit unterschiedlichen Merkmalen ausmachen. Unmittelbar nach der Krise (1998–2001), als der Dollar gegenüber den wichtigsten frei schwankenden Währungen aufwertete, waren die Wechselkurse in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens gegenüber dem Dollar und auf nominaler effektiver Basis nicht weniger volatil als die der wichtigsten frei schwankenden Währungen (Tabelle V.4). Damals nutzten die asiatischen Zentralbanken wohl die günstigen Marktbedingungen zur Aufstockung ihrer Währungsreserven, die während der Krise geschrumpft waren. Der Aufbau der Reserven dürfte somit weitgehend ein eigenständiges Ziel gewesen sein.

Im Gegensatz dazu hat in den letzten beiden Jahren, als sich der US-Dollar-Trend von der Aufwertung zur Abwertung kehrte, die Volatilität der Wechselkurse aufstrebender asiatischer Volkswirtschaften gegenüber dem Dollar deutlich nachgelassen und ist heute merklich geringer als bei anderen frei schwankenden Währungen. Außerdem werteten die Währungen auf nominaler effektiver Basis tendenziell ab. Parallel hierzu hat die Akkumulierung von Reserven erheblich zugenommen. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich, dass alle drei oben genannten Gründe für den Aufbau von Währungsreserven einander mittlerweile ergänzen dürften.

Wechselkursvolatilität und Veränderung der Reserven						
	Januar 1988 – Dezember 2001			Januar 2002 – Februar 2004		
	Wechselkursvolatilität ¹		Veränderung der Reserven ²	Wechselkursvolatilität ¹		Veränderung der Reserven ²
	Bilateral	Nominal effektiv		Bilateral	Nominal effektiv	
Australien	9,6	8,2	0,4	7,3	5,7	12,7
Euro-Raum	8,5	5,8	-85,9	8,0	4,1	-31,7
Japan	10,8	9,9	179,0	7,4	5,3	369,9
Kanada	4,3	4,3	12,5	6,1	5,3	1,5
Neuseeland	9,9	7,2	-1,7	8,1	6,2	2,5
Norwegen	6,6	3,2	-8,1	9,8	5,9	8,8
Schweden	7,6	4,4	3,3	7,9	3,5	6,3
Schweiz	8,8	3,4	-2,4	8,3	2,7	17,8
Vereinigtes Königreich	5,5	4,6	4,9	6,5	4,2	5,1
China	0,0	2,7	71,7	0,0	2,5	209,2
Hongkong SVR	0,1	4,7	13,1	0,5	4,5	12,2
Indien	2,9	4,9	20,8	1,6	4,7	57,5
Indonesien	47,4	46,3	9,4	7,2	7,2	7,7
Korea	11,7	13,3	79,7	6,5	5,2	58,2
Malaysia	11,7	10,7	10,7	0,0	3,6	17,8
Philippinen	10,3	10,5	6,3	4,1	4,8	-1,4
Singapur	6,6	5,1	7,1	3,1	2,7	25,4
Taiwan, China	5,4	4,9	38,2	3,1	3,3	101,2
Thailand	14,9	14,0	7,0	4,2	2,8	8,7

¹ Berechnet als Standardabweichung über den jeweiligen Zeitraum der auf Jahresbasis umgerechneten täglichen Veränderung des Wechselkurses in Prozent. ² Kumulierte Veränderung über den jeweiligen Zeitraum; Mrd. US-Dollar.
Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Angaben der einzelnen Länder; BIZ. Tabelle V.4

Die Bewertungskriterien für den angemessenen Umfang der Reserven lassen keine einheitlichen Rückschlüsse auf eine etwaige Veränderung in der Art des Reservenbaus in den letzten beiden Jahren zu. Gemessen an der Importdeckung haben sich die Währungsreserven in den meisten asiatischen Volkswirtschaften in diesem Zeitraum nicht sehr stark erhöht (Tabelle V.5), gemessen an der inländischen Liquidität sind sie in etlichen davon jedoch um 40% und mehr gestiegen. In den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens haben sie auch im Verhältnis zur kurzfristigen Auslandsverschuldung deutlich zugenommen.

Hinweise hinsichtlich Reservenumfang uneinheitlich

Der um das Jahr 2002 beobachtete Wandel bei der Wechselkursvolatilität und den Reserven im Verhältnis zum BIP sowie im Verhältnis zur Inlandsliquidität und zur kurzfristigen Verschuldung steht auch im Einklang damit, dass der Reservenbau ein Nebenprodukt von außenwirtschaftlich motivierten Interventionen ist. Die rückläufige Volatilität der Währungen der Nachbarländer Chinas könnte zum Teil mit deren Bestreben erklärbar sein, dem Aufwertungsdruck gegenüber dem Dollar – und damit dem Renminbi – entgegenzuwirken, um die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Exporte zu wahren.

Interventionen im Einklang mit außen- und binnenwirtschaftlichem Gleichgewicht

Zugleich standen die Devisenmarktinterventionen der Währungsbehörden in Asien in den letzten beiden Jahren mehrheitlich nicht im Widerspruch zu ihren geldpolitischen Zielen hinsichtlich des binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts. In den meisten Ländern, die mit Inflationszielen operieren,

Relative Höhe der Währungsreserven									
	Reserven/Importe ¹			Reserven/Geldmenge ²			Reserven/Schulden ³		
	1996	1998–2001 ⁴	2003	1996	1998–2001 ⁴	2003	1996	1998–2001 ⁴	2003
Kanada	1	1	2	4	6	5	94	40	23
Australien	3	3	4	3	2	3	21	20	25
Norwegen	9	6	7	29	21	18	526	136	30
Neuseeland	5	3	3	5	2	2	61	37	30
Schweden	3	2	3	15	12	13	69	24	15
Schweiz	6	5	6	10	11	11	...	208	14
Vereinigtes Königreich	2	1	1	7	5	5	41	10	2
Asien ⁵	7	10	12	14	16	22	277	530	877
Japan	7	11	20	4	6	11	400	299	235
China	9	11	12	11	11	15	373	738	1 300
Hongkong SVR	4	6	6	19	23	24	37	127	170
Indien	6	9	17	11	14	26	260	420	601
Indonesien	5	10	13	14	34	31	51	129	258
Korea	3	7	10	6	14	21	45	195	289
Malaysia	4	5	6	28	34	41	226	326	416
Philippinen	4	5	4	21	27	30	122	141	132
Singapur	7	8	9	80	77	85	44	99	160
Taiwan, China	10	11	19	17	19	33	458	747	849
Thailand	6	7	7	25	26	30	80	215	404

¹ Importdeckung der Währungsreserven in Monaten. ² Breit abgegrenzte Geldmenge; Prozent. ³ Internationale Schuldtitle und Verbindlichkeiten gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken mit einer Laufzeit von unter einem Jahr. ⁴ Periodendurchschnitt. ⁵ Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000.

Quellen: IWF; BIZ-Statistiken. Tabelle V.5

blieb die tatsächliche Teuerungsrate innerhalb der Zielbandbreite bzw. in der Nähe des anvisierten Zielwerts. In Japan war der Aufbau von Reserven weitgehend ein Nebeneffekt der Strategie, deflationärem Druck zu begegnen. In China spiegelte der Reservenaufrüstung, der den geldpolitischen Zielen nicht unbedingt entgegenstand, die Sorge um die Widerstandsfähigkeit des inländischen Finanzsystems für den Fall wider, dass ein flexibleres Wechselkursregime eingeführt werden sollte.

In Zukunft könnten die asiatischen Zentralbanken weiterhin eine Aufwertung ihrer Währungen zu verhindern suchen, und in diesem Fall würde die damit verbundene Anhäufung von Dollar-Reserven einen erheblichen Beitrag zur Finanzierung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der USA leisten. Es besteht jedoch das Risiko eines Nachlassens dieser Kapitalflüsse im Rahmen verschiedener Szenarien.

Ein erstes Szenario wäre eine weitere Aufwertung des US-Dollars. In diesem Fall würde der Anreiz steigen, die Bindung der asiatischen Währungen an den Dollar zu lockern. Damit würde die Notwendigkeit verringert, US-Dollar-Reserven aufzubauen, um die Währung stabil zu halten. Eine solche Verhaltensänderung war von 1999 bis 2001 zu beobachten, als sich eine Reihe asiatischer Währungen tendenziell etwas weniger parallel zum steigenden Dollar und etwas stärker gleichgerichtet mit dem Yen bewegten. Da der US-Dollar in diesem Szenario jedoch aufwerten würde, wäre die ausbleibende asiatische Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits nicht unbedingt ein Problem, da die Stärkung des Dollars wohl mit einer größeren Bereitschaft des privaten Sektors einhergehen würde, in US-Dollar-Vermögenswerten zu investieren. In diesem Szenario könnte das US-Leistungsbilanzdefizit tendenziell sogar noch wachsen und die Korrektur weiter hinausgeschoben werden.

Ein zweites Szenario würde sich ergeben, wenn die asiatischen Zentralbanken bei einem erneuten Abwertungsdruck auf den Dollar beschließen, ihr Engagement in Dollaranlagen zu verringern. Wie wahrscheinlich dies ist, lässt sich schwer beurteilen. Einerseits würde ein solches Vorgehen die Abwertung des Dollars verstärken und möglicherweise zu einem Anstieg der US-Renditen führen. Der Kapitalverlust der Zentralbanken aus ihren Dollarbeständen würde nunmehr durch zwei Kräfte vergrößert. Andererseits könnten einzelne Zentralbanken eine Gelegenheit sehen, ihre Bestände zu liquidieren, ehe ein breiterer Kapitalabfluss zu Kursverlusten führen würde.

In einem dritten Szenario könnte der Aufwertungsdruck auf die asiatischen Währungen wegfallen. Wenn die asiatischen Volkswirtschaften von einem Schock getroffen würden, dessen Folge ein Kapitalabzug aus der Region oder eine Verringerung der derzeitigen Kapitalzuflüsse wäre, würde der entsprechende Abwertungsdruck auf die asiatischen Währungen – vor allem auf den Renminbi – den Aufbau weiterer Dollar-Reserven unnötig machen und möglicherweise sogar eine Trendumkehr bewirken. Bei diesem Szenario wäre entscheidend, in welche Region die Kapitalströme fließen. In der Vergangenheit kamen solche Bedingungen meist primär den USA zugute. Sollte dies unter den aktuellen Umständen eintreten, so könnte die Bereitschaft privater Anleger, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, die Abschwächung der Zuflüsse staatlichen Kapitals aus Asien kompensieren.