

V. Devisenmärkte

Schwerpunkte

Die Aufwertung des US-Dollars auf breiter Front, die Stabilität des Euro und der allgemeine Abwärtstrend des Yen waren über weite Teile des Jahres 2005 die wichtigsten Entwicklungen an den Devisenmärkten. Bis Dezember verzeichnete der Dollar deutliche Gewinne gegenüber dem Euro, dem Yen und einigen anderen Währungen mit frei schwankenden Wechselkursen – insbesondere dem Pfund Sterling, aber auch dem australischen und dem Neuseeland-Dollar. Gegenüber den Währungen aufstrebender Volkswirtschaften war sein Trend weniger einheitlich. Die Währungen Asiens blieben recht stabil oder werteten ab, während einige lateinamerikanische Währungen zulegten. Ab Dezember 2005 kehrte sich der Aufwärtstrend des US-Dollars um.

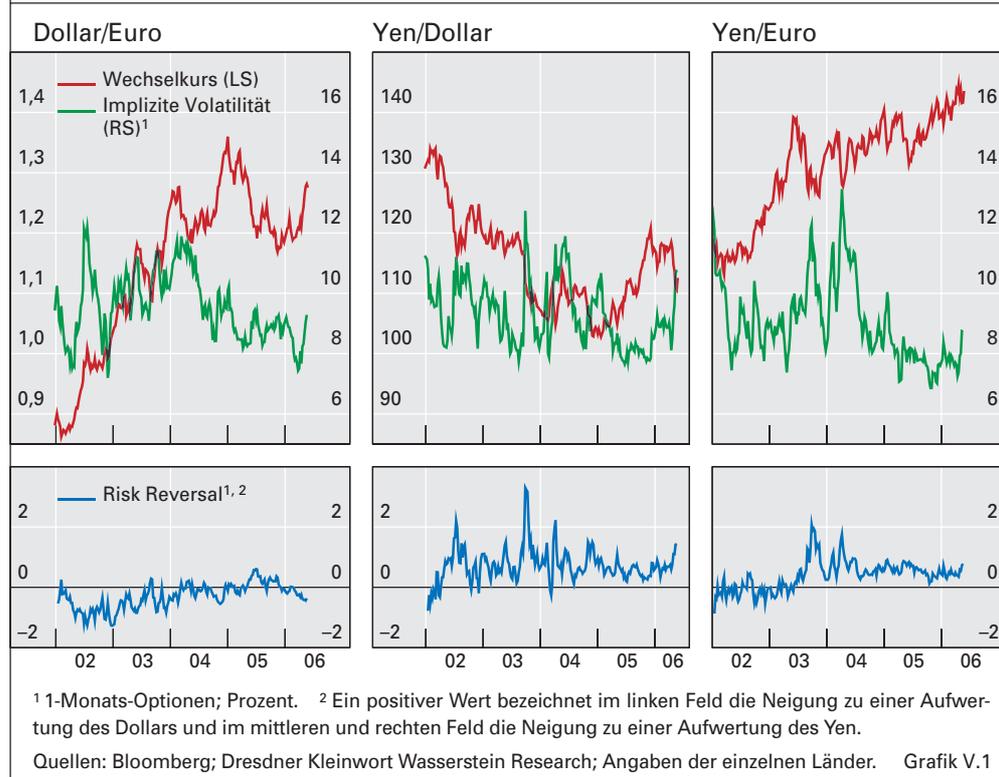
Wie in früheren Jahren wurden die Wechselkursentwicklungen während des Berichtszeitraums von drei Hauptfaktoren bestimmt. Vor dem Hintergrund einer weiteren Normalisierung der Leitzinsen in den wichtigsten Wirtschaftsräumen bei noch immer reichlich vorhandener globaler Liquidität waren erstens Zinsdifferenzen weiterhin ein bedeutender Bestimmungsfaktor der Wechselkursbewegungen. Dabei zeigte sich das Streben nach Renditen häufig in Form von Carry-Trades. Zweitens stiegen Leistungsbilanzdefizit und Nettoauslandsverbindlichkeiten der USA zwar weiter an, wurden aber weniger beachtet als im Zeitraum 2002–04. Trotz der zunehmenden Schuldenlast blieb das Nettoeinkommen aus dem US-Auslandsvermögen 2005 zumeist positiv, sodass der Druck für eine sofortige Korrektur nachließ. Dieses Kapitel beleuchtet die Trends und Bestimmungsfaktoren des Nettovermögens Einkommens in den USA und anderen Industrieländern und erörtert mögliche Implikationen für die Tragbarkeit der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Drittens hielt der fortgesetzte Reserven aufbau in China die Abwertung des Dollars gegenüber dem Renminbi in Grenzen. In anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens dagegen wuchsen die Reserven langsamer. Die Änderung des chinesischen Wechselkursregimes im Juli 2005 erregte große Aufmerksamkeit, hatte aber bis Mitte Mai 2006 nur moderate Auswirkungen auf die Devisenmärkte.

Die Bedingungen an den Devisenmärkten waren von hohen Umsätzen und insgesamt niedriger Volatilität geprägt. An einigen kleineren Märkten kam es allerdings zu steilen Anstiegen der Volatilität, vor allem im Jahr 2006.

Entwicklungen an den Devisenmärkten

Innerhalb des Berichtszeitraums lassen sich zwei Phasen unterscheiden. In der ersten, von Februar bis Ende November 2005, wertete der Dollar allgemein auf. Er gewann auf nominaler effektiver Basis 5%, gegenüber dem Euro rund 10%

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

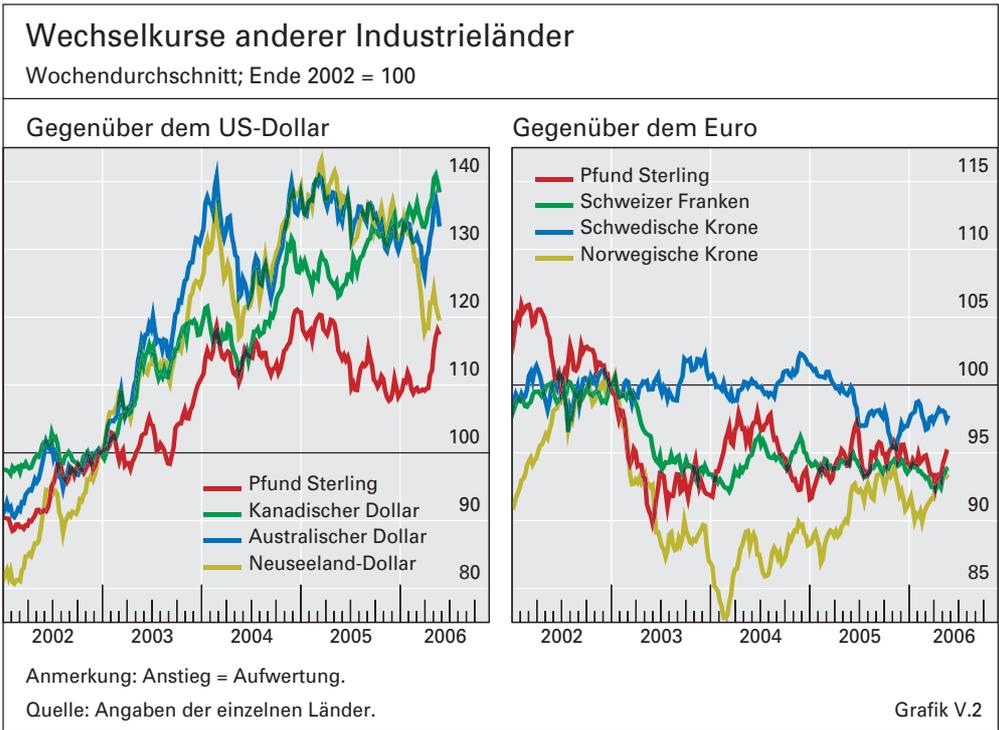


Allgemeine
Aufwertung des
Dollars von Februar
bis Ende November
2005 ...

und gegenüber dem Yen etwa 15% (Grafik V.1). Auch gegenüber anderen Währungen mit flexiblen Wechselkursen festigte er sich, und zwar insbesondere gegenüber dem australischen und dem Neuseeland-Dollar sowie den meisten europäischen Währungen außerhalb des Euro-Raums, namentlich dem Pfund Sterling (Grafik V.2). Dagegen legte der kanadische Dollar im Verhältnis zum US-Dollar um 5% zu und durchbrach damit das zuvor beobachtete Muster generell synchroner Bewegungen mit dem australischen und dem Neuseeland-Dollar.

Der Euro blieb bis Dezember 2005 auf nominaler effektiver Basis in etwa stabil. Gegenüber dem Yen wies er eine Aufwertungsstendenz auf, während er sich gegenüber anderen europäischen Währungen in unterschiedliche Richtungen entwickelte. Im Verhältnis zur schwedischen Krone legte er zu, gegenüber dem Schweizer Franken zeigte er keinen erkennbaren Trend, und gegenüber dem Pfund Sterling sowie der norwegischen Krone verlor er etwas an Boden. Der Yen verfolgte zumeist einen Abwärtstrend. Seine Verluste gegenüber dem Dollar und dem Euro, aber auch den Währungen der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien waren erheblich.

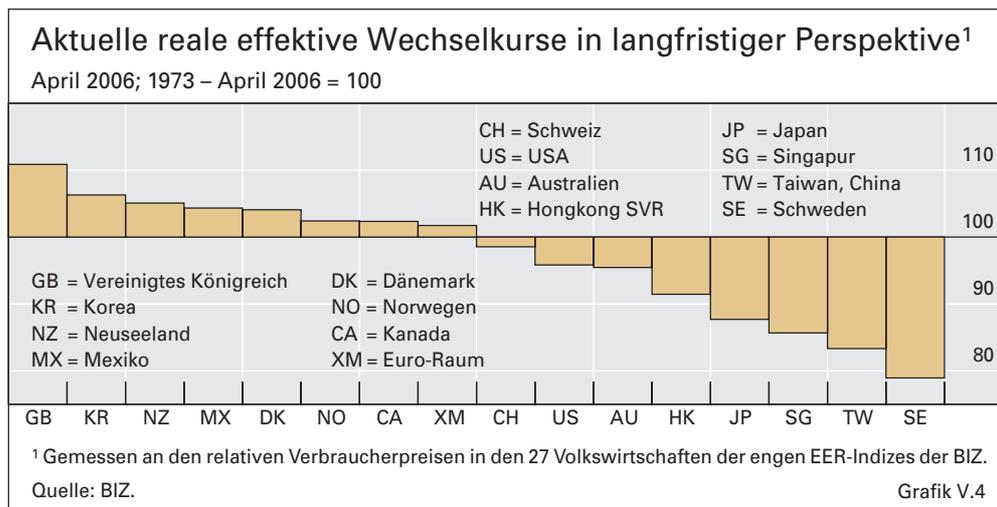
Die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften entwickelten sich weniger einheitlich. Mehrere von ihnen – insbesondere der thailändische Baht, der Neue Taiwan-Dollar und die indonesische Rupiah – werteten gegenüber dem US-Dollar deutlich ab (Grafik V.3), während viele lateinamerikanische Währungen stärker wurden. Beim südafrikanischen Rand und bei den Währungen osteuropäischer Länder waren die Trends weniger eindeutig.



In der zweiten Phase, von Dezember 2005 bis Mitte Mai 2006, verlor der Dollar gegenüber manchen Währungen an Boden. Gegenüber dem Yen büßte er rund 9% ein, gegenüber dem Euro und dem Pfund Sterling jeweils 10%. Der Yen beendete seine Talfahrt. Nach den Risk Reversals zu urteilen, veränderten

... ab Dezember 2005 teilweise umgekehrt





sich zugleich die Anlegererwartungen; einer Aufwertung des Dollars wurde offenbar geringere Wahrscheinlichkeit zugeschrieben (Grafik V.1). Der Euro wertete gegenüber einigen Währungen und auf nominaler effektiver Basis tendenziell auf. Der kanadische Dollar setzte seinen Aufschwung auf breiter Front fort.

In dieser zweiten Phase verloren die Währungen einiger Industrieländer deutlich an Wert. Der australische und der Neuseeland-Dollar tendierten noch bis April 2006 nach unten. Bemerkenswert war auch die Abkopplung des Schweizer Frankens vom Euro. Im Gegensatz hierzu gewannen die Währungen aufstrebender asiatischer Volkswirtschaften im Allgemeinen – und der Won, die Rupiah, der Baht, der philippinische Peso sowie der Singapur-Dollar im Besonderen – tendenziell erheblich gegenüber dem Dollar und in geringerem Umfang gegenüber dem Yen.

Die Betrachtung der wichtigsten Wechselkurse aus einer längerfristigen Perspektive zeigt, dass der Dollar und der Euro derzeit auf realer effektiver Basis weiterhin nahe bei ihren langfristigen Durchschnittswerten stehen, das Pfund Sterling allerdings noch immer um rund 10% darüber (Grafik V.4). Die schwedische Krone, der Yen und die Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften in Asien dagegen notieren mehr als 10% unterhalb ihrer langfristigen Durchschnittswerte.

Lage an den Devisenmärkten

Ruhige Märkte,
 doch hohe Umsätze

Volatilität und Umsatz zeigten in diesen beiden grundlegenden Phasen der Wechselkursentwicklung jeweils ähnliche Verlaufsmuster. Von Januar bis November 2005 waren die Devisenmärkte bei reichlich vorhandener globaler Liquidität recht ruhig, und die Umsätze waren hoch. Die implizite Volatilität der wichtigsten Wechselkurse war geringer als in früheren Jahren und tendenziell rückläufig (Grafik V.1). Im Dezember stieg die Volatilität an einigen Märkten an – vor allem am Yen/Dollar- und am Yen/Euro-Markt –, was auf zunehmende Unsicherheit hindeutete. Auslöser dieser größeren Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung des Yen waren, wie weiter unten erörtert wird, Spekulationen über das Ende der japanischen Politik der quantitativen Lockerung und die potenziellen Folgen für die Finanzmärkte, insbesondere für die Finanzierung von Carry-Trades. An einigen kleineren Märkten hatte die wachsende

Unsicherheit Kurseinbrüche zur Folge, die sich zum Teil auch auf andere Währungen auswirkten.

Der lebhafte Umsatz hatte seinen Ursprung wie schon zuvor in einem hohen Volumen von Mitteln, mit denen Anleger in einem breiten Spektrum von Währungen Renditen zu erzielen suchten. Dieses Renditestreben trug auch zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise an den Rohstoffmärkten bei, die seit einiger Zeit durch wachsende Zuflüsse von Anlagemitteln infolge der starken globalen Nachfrage beeinflusst werden. Seit Anfang 2002 sind die markt-breiten Rohstoffpreisindizes, auf das Jahr gerechnet, um nahezu 10% gestiegen, und der Preisanstieg für bestimmte Rohstoffe wie Gold fiel noch größer aus. Von Mitte 2001 bis September 2005 stiegen die Goldpreise mit einer Jahres-

Veränderung der Währungsreserven gegenüber Vorjahr							
Mrd. US-Dollar							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Nachrichtlich: Stand Dez. 2005
	Zu jeweiligen Wechselkursen						
Insgesamt	158,8	110,5	356,0	620,0	720,3	421,7	4 170,8
Industrieländer	59,6	3,1	112,3	218,5	195,5	-22,3	1 292,2
USA	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	37,8
Euro-Raum	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-7,3	-13,4	167,3
Japan	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	828,8
Aufstrebendes Asien	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	249,9	1 821,6
China	10,9	46,6	74,2	116,8	206,6	209,0	818,9
Hongkong SVR	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	0,7	124,3
Indien	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	131,0
Indonesien	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	32,8
Korea	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	210,0
Malaysia	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	4,3	69,7
Philippinen	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	15,8
Singapur	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	115,3
Taiwan, China	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	253,3
Thailand	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	50,5
Nettoölexporteure ¹	31,9	16,4	18,5	51,2	68,5	83,1	351,8
Mexiko	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	73,0
Russland	15,8	8,3	11,5	29,1	47,6	55,1	175,9
Venezuela	0,9	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	23,5
Naher Osten ²	11,0	2,7	2,2	6,8	13,5	12,2	79,5
Lateinamerika ³	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	217,2
Argentinien	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	22,7
Brasilien	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	53,5
Chile	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	16,7
Mittel- und Osteuropa ⁴	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	70,2	335,1
	Zu konstanten Wechselkursen von Ende 2004						
Insgesamt	230,3	54,5	216,0	341,0	355,7	249,8	2 890,0
Dollarreserven	100,9	40,1	84,5	263,7	271,3	132,6	1 869,8

¹ Länder mit Nettoölexporten von mehr als 0,5 Mio. Barrel pro Tag. ² Ohne Irak und Iran. Saudi-Arabien: ohne Anlagen in ausländischen Wertpapieren. ³ Aufgeführte Länder sowie Kolumbien, Mexiko, Peru und Venezuela. ⁴ Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle V.1

rate von rund 14%. Mitte Mai 2006 war mit \$ 726 je Feinunze der höchste Stand seit 25 Jahren erreicht. Das entsprach einer Steigerungsrate von 60% ab September 2005.

Trends bei den Währungsreserven

Weiterer Reserven-
aufbau

Die Zentralbanken stockten ihre Währungsreserven weiterhin erheblich auf (Tabelle V.1). Anders als in den Vorjahren, als mehrere asiatische Zentralbanken zu dem kräftigen Reservenaufrüstung der Region beigetragen hatten, konzentrierte sich dieser im Jahr 2005 zu 80% auf China. Dessen Reserven wuchsen um weitere \$ 200 Mrd. und beliefen sich zum Jahresende 2005 auf über \$ 800 Mrd. bzw. 20% der weltweiten Reserven. Auch die ölexportierenden Länder erhöhten ihre Reserven in raschem Tempo. Das größte Wachstum wurde in Russland verzeichnet. Dagegen verlangsamte sich der Reservenaufrüstung in den meisten anderen Volkswirtschaften, besonders in Indien, Korea, Malaysia und Taiwan (China).

Wechselkursbewegungen und ihre Bestimmungsfaktoren

Wechselkurs-
entwicklung von
drei Hauptfaktoren
geprägt

Wie in früheren Jahren wurden die Wechselkursentwicklungen im Berichtszeitraum offenbar von drei Hauptfaktoren geprägt. Erstens schienen die Wachstumsaussichten der einzelnen Länder und die Zinsdifferenzen die wichtigsten Währungen, aber auch die Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften zu bestimmen. Zweitens wurde der Dollar zeitweise durch das wachsende außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA gedrückt, dessen Einfluss allerdings weit weniger spürbar war als in den vorangegangenen Jahren. Drittens schließlich wurde die Entwicklung der Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften – besonders in Asien – weiterhin durch die Wechselkurspolitik und die Interventionspraktiken in den betreffenden Ländern geprägt, auch wenn diese etwas von früheren Mustern abwichen.

Wachstum und Zinsdifferenzen

Sowohl die tatsächlichen als auch die erwarteten Wachstumsraten und Zinsdifferenzen waren anscheinend die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Wechselkursbewegungen im vergangenen Jahr. Zwar gibt es keinen robusten statistischen Zusammenhang zwischen aktuellen oder erwarteten Zinsdifferenzen und Wechselkursbewegungen über lange Zeiträume, doch ist bei bestimmten Währungspaaren in beiden Phasen des Berichtszeitraums eine positive Korrelation erkennbar.

Zinsdifferenzen
günstig für den
Dollar

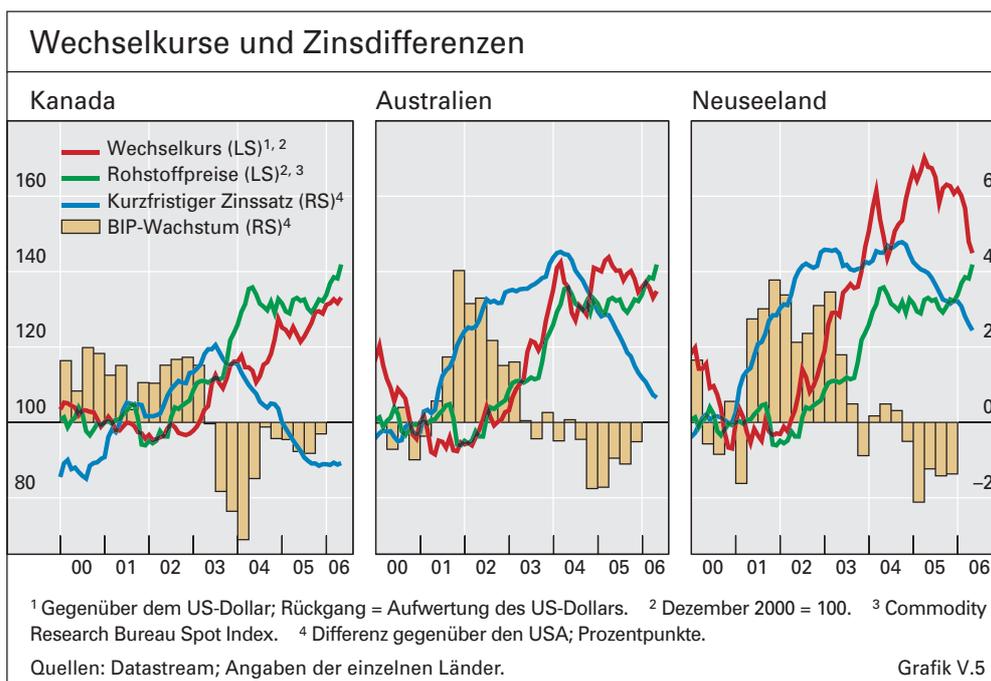
So war die über weite Teile des Jahres 2005 zu beobachtende Stärkung des Dollars gegenüber Euro und Yen Ausdruck der gestiegenen Zinsdifferenzen infolge der weiteren Straffung der US-Geldpolitik. Auch gaben einige Währungen – insbesondere das Pfund Sterling, der australische und der Neuseeland-Dollar sowie die schwedische Krone – nach mehreren Jahren kräftiger Aufwertung gegenüber dem Dollar nach, als sich die Zinsdifferenzen zugunsten der USA veränderten. Indessen wertete der kanadische Dollar bei weiterhin relativ stabiler Zinsdifferenz gegenüber dem US-Dollar auf.

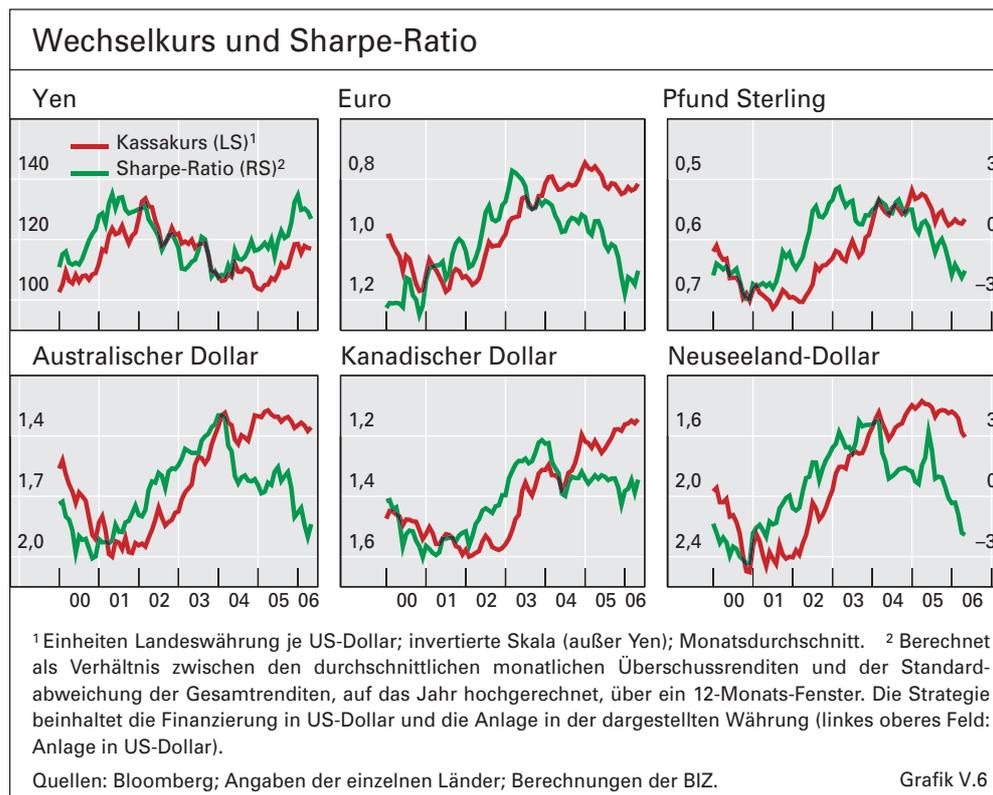
Veränderungen der Zinsdifferenzen hätten den australischen und den Neuseeland-Dollar vielleicht noch stärker belastet, und der kanadische Dollar hätte möglicherweise nicht aufgewertet, wenn diese Währungen nicht von hohen Rohstoffpreisen profitiert hätten (Grafik V.5). Auch die Währungen anderer Rohstoffexporteure wie Chile und Südafrika gerieten durch die steigenden Rohstoffpreise unter Aufwertungsdruck.

Ab Dezember 2005 kehrte sich der Aufwärtstrend des Dollars gegenüber dem Euro und dem Yen teilweise um, während sich zugleich die Einschätzung hinsichtlich der geldpolitischen Zyklen in den wichtigsten Wirtschaftsräumen wandelte. Insbesondere rechneten die Marktteilnehmer allmählich mit steigenden Leitzinsen im Euro-Raum und in Japan.

Die Aussicht auf steigende Leitzinsen in Japan und die Möglichkeit einer damit verbundenen Yen-Aufwertung erregte besondere Aufmerksamkeit, vor allem im Zusammenhang mit Carry-Trades. Bei diesen werden Mittel in einer niedrigrentierenden Währung aufgenommen und in einer hochrentierenden Währung unter der Annahme angelegt, dass der Zinsvorteil nicht durch eine Abwertung der hochrentierenden Währung überkompensiert wird. Wie in früheren Jahren wurden solche Strategien von unterschiedlichen internationalen Anlegern verfolgt, die nach höheren Renditen streben, und stellten einen bedeutenden Verknüpfungsmechanismus zwischen Zinsniveau und Wechselkursen dar. Marktkommentaren zufolge waren der Yen und der Schweizer Franken im Jahr 2005 zwei wichtige Finanzierungswährungen, während der Dollar mit fortschreitender Straffung der Geldpolitik durch die Federal Reserve von einer Finanzierungswährung zu einer Zielwährung wurde. In dieser Phase stetig steigender US-Zinsen schien es zunehmend profitabel, Mittel in Yen aufzunehmen und in Dollarvermögenswerten anzulegen. Dies zeigen ganz deutlich die Sharpe-Ratios, die Überschussrenditen im Verhältnis zu ihrer Volatilität darstellen (Grafik V.6).

Aussicht auf steigende Leitzinsen in Japan erregt im Dezember Aufmerksamkeit

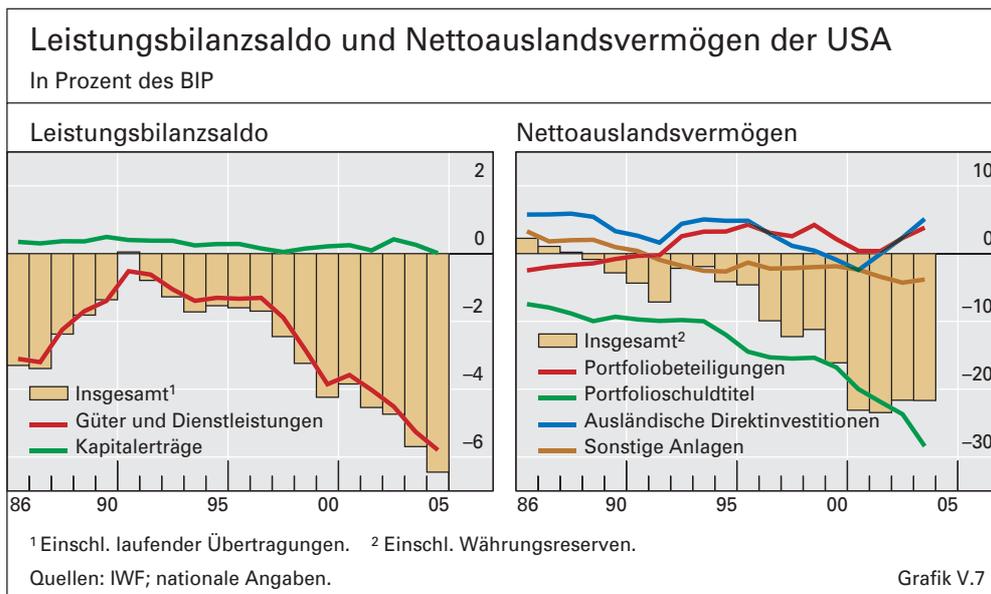




Marktquellen zufolge wurden außerdem gegen Jahresende vermehrt Short-Positionen in Yen aufgelöst.

Gelegentliche
Volatilitatsspitzen
durch Glattstellung
von Carry-Trades

Die Folgen der Auflösung von Carry-Trade-Positionen für die Volatilität von Wechselkursen sind schwer vorhersehbar und u.a. davon abhängig, wie rasch diese Positionen glattgestellt werden. In manchen Fällen führte die allmähliche Glattstellung von Carry-Trades zu sichtbaren Wechselkursverschiebungen, ohne dass sich die kurzfristige Volatilität nennenswert veränderte. Ein Beispiel hierfür ist die langsame Abschwächung des australischen Dollars ab März 2005, als seine Attraktivität als Zielwahrung für Carry-Trades nachließ. In anderen Fällen erfolgte die Auflösung von Carry-Trades plötzlich und verursachte heftige Wechselkursschwankungen und – wenn auch nur kurzfristig – Spillover-Effekte an anderen Märkten. Etwa Anfang Dezember 2005 löste eine Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar eine abrupte Glattstellung von Long-Positionen in brasilianischen Real und Neuseeland-Dollar sowie einen Kurseinbruch dieser Währungen aus. Auch der Goldpreis war betroffen. Ein noch auffalligeres Beispiel einer ungeordneten Korrektur nach der Glattstellung von Carry-Trades war der Einbruch der isländischen Krone im Februar 2006, nachdem eine Ratingagentur den Ausblick für das Rating der isländischen Staatsschulden geändert hatte. Bedingt durch die Schließung offener Positionen in Kronen verlor die isländische Währung innerhalb von zwei Tagen 10%. Im Regelfall hat ein solches Ereignis keine Auswirkungen auf andere Devisenmärkte, doch in diesem Fall kam es innerhalb von Stunden zu Spillover-Effekten auf die hochrentierenden Währungen Australiens, Brasiliens, Neuseelands, Südafrikas und Ungarns, die ebenfalls in Carry-Trades einbezogen waren.



Das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA

Das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA nahm 2005 weiter zu. Das Leistungsbilanzdefizit erreichte erstmals 6,4% des BIP, und die Nettoauslandsverbindlichkeiten dürften über 25% des BIP betragen haben (Grafik V.7). Zudem war das Nettoeinkommen aus dem US-Nettoauslandsvermögen, das seit Mitte der 1980er Jahre durchgehend positiv gewesen war, im zweiten und vierten Quartal 2005 negativ.

Die Marktteilnehmer reagierten weiterhin auf Veröffentlichungen von Daten, die unerwartet umfangreiche Erhöhungen des US-Leistungsbilanzdefizits zeigten, und bisweilen auch auf massive Korrekturen dieser Daten. Dennoch wurde die außenwirtschaftliche Position insgesamt weniger beachtet als in früheren Jahren. Dafür spricht u.a., dass die Bereitschaft des privaten Sektors, das Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, fast das ganze Jahr 2005 über unvermindert anhielt, was wiederum in der Erhöhung des privaten Anteils an den Mittelzuflüssen in die USA zum Ausdruck kam. Insbesondere Portfolioinvestitionen in Schuldtitel und Direktinvestitionen nahmen im Verhältnis deutlich zu, während die Zuflüsse aufgrund von Währungsreserven einen spürbar geringeren Anteil hatten.

Anfang 2006 rückte das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA jedoch wieder in den Blickpunkt der Marktteilnehmer, als neue Daten ein US-Handelsbilanzdefizit in Rekordhöhe zeigten und Diskussionen über die Wechselkurspolitik Chinas ins Rampenlicht gerieten. Auch für andere Währungen begannen außenwirtschaftliche Ungleichgewichte offenbar eine Rolle zu spielen: Der Verkaufsdruck auf die isländische Krone Ende Februar und Anfang März übertrug sich hauptsächlich auf Währungen anderer Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten.

Außenwirtschaftliches Ungleichgewicht der USA 2006 wieder im Blickpunkt

Wechselkurspolitik in Asien

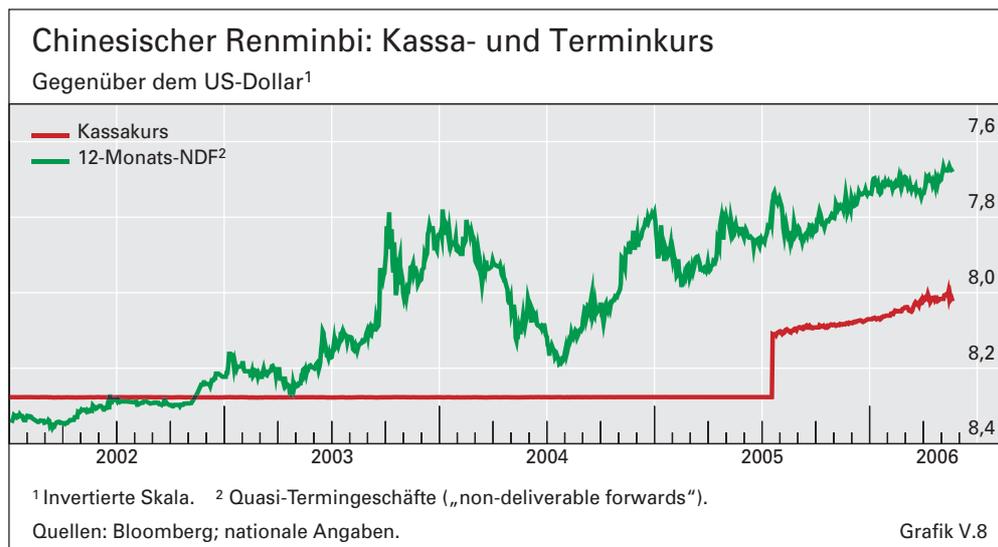
Der Reservenaufrüstung einiger – vor allem asiatischer – Zentralbanken beeinflusste weiterhin die Wechselkurse. Die im Vergleich mit den vorangegan-

genen Jahren deutlichere Aufwertung bestimmter Währungen Asiens gegenüber dem US-Dollar zeigt allerdings, dass der Reservenaufrüstung – der generell langsamer war als zuvor – den stärkeren Aufwertungsdruck, der von den Devisenmärkten ausging, nicht vollständig neutralisierte (Tabelle V.1).

Die People's Bank of China gab im Juli 2005 einige potenziell bedeutende Änderungen ihres Wechselkursregimes bekannt. Die drei Hauptelemente waren eine sofortige Aufwertung des Renminbi gegenüber dem Dollar um 2%, eine Fortsetzung des kontrollierten Floatens, bei dem Schwankungen des Wechselkurses innerhalb einer Bandbreite von $\pm 0,3\%$ um einen täglich veröffentlichten Leitkurs zugelassen werden, und die Einführung eines Referenzwährungskorbs, wobei allerdings keine Einzelheiten zu Gewichtung, Paritäten und Bandbreite genannt wurden. Änderungen der bestehenden Kapitalverkehrskontrollen wurden zunächst nicht bekannt gegeben.

Seit Anfang 2006 haben die chinesischen Währungsbehörden eine Reihe von Maßnahmen zur Entwicklung der Infrastruktur des inländischen Devisenmarktes angekündigt. Sie sollen primär dazu beitragen, ungeordnete Bewegungen des Renminbi zu verhindern, sobald dieser freier schwanken kann. Die Änderungen werden stufenweise vollzogen. Erstens wurden 13 chinesische und ausländische Banken als Marktmacher am Renminbi-Kassamarkt zugelassen. Zweitens wurden Marktmacher- und außerbörsliche Handelssysteme offiziell eingeführt. Dank dieser beiden Maßnahmen können Marktmacher und andere qualifizierte Teilnehmer am inländischen Renminbi-Kassamarkt nun auch direkt miteinander handeln statt nur über die zentrale Handelsplattform, die parallel in Betrieb bleibt. Das neue außerbörsliche System wird jedoch innerhalb des China Foreign Exchange Trade System unter der Oberaufsicht der Zentralbank operieren. Diese Ausweitung des Handels könnte eine größere Flexibilität des Wechselkurses bewirken. Drittens wird der Leitkurs des Renminbi nun nicht mehr auf der Basis des Schlusskurses vom vorangegangenen Handelstag festgesetzt, sondern als gewichteter Durchschnitt der vor Handelsbeginn am selben Tag gesammelten Kursstellungen der Marktmacher. Durch die Abschaffung jeglicher gleitenden Paritätsanpassungen sind nun beträchtliche Bewegungen des Renminbi/Dollar-Kassakurses von einem Handelstag zum nächsten möglich. Viertens dürfen inländische Finanzinstitute einschließlich Banken, Versicherungsgesellschaften und Fondsverwalter jetzt als „Qualified Domestic Institutional Investors“ in ausländische Wertpapiere investieren.

Die ersten Änderungen vom Juli wirkten sich auf die einzelnen Währungen unterschiedlich aus. Die wichtigsten Währungen reagierten kaum. Die einzige merkliche Veränderung war die Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar um 2% in den ersten Stunden nach der Bekanntgabe. Innerhalb Asiens zogen die Änderungen jedoch weiterreichende Folgen nach sich. Die unmittelbarste Folge war, dass die malaysischen Währungsbehörden den Ringgit von der Kopplung an den US-Dollar lösten und auf kontrolliertes Floaten umstellten. Darüber hinaus werteten die Währungen der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien um 2% gegenüber dem US-Dollar auf.



In den Monaten nach der Änderung des Wechselkursregimes ließ der Druck auf den Renminbi nach, und der Renminbi/Dollar-Wechselkurs blieb für mehrere Monate sehr stabil. Erst Anfang 2006 gab es Anzeichen dafür, dass die Währungsbehörden in China auf erneuten Aufwertungsdruck hin eine Festigung des Renminbi zuließen (Grafik V.8). Vom Jahresanfang bis Mitte Mai 2006 gewann die chinesische Währung gegenüber dem Dollar etwa 1% an Wert.

Nettovermögenseinkommen und Tragbarkeit der außenwirtschaftlichen Position der USA

Trotz der stetigen Verschlechterung der Leistungsbilanz und der Auslandsvermögensposition der USA seit den frühen 1990er Jahren war das US-Nettovermögenseinkommen durchgängig positiv und in Relation zum BIP relativ stabil, obwohl in zwei der letzten vier Quartale ein Defizit ausgewiesen wurde (Grafik V.7). Die Tatsache, dass die USA immer noch einen Nettoüberschuss erzielen, obwohl ihre Auslandsverbindlichkeiten rascher wuchsen als ihr Auslandsvermögen, wurde als Anzeichen dafür gewertet, dass die außenwirtschaftliche Position des Landes tragfähiger ist, als es zunächst den Anschein haben könnte. Im Folgenden wird diese Einschätzung im Einzelnen betrachtet, und anhand der Erfahrungen einer Reihe von Industrieländern wird die Situation in den USA näher untersucht.

Trends und Bestimmungsfaktoren des Nettovermögenseinkommens

Bilanztechnisch lässt sich das US-Nettovermögenseinkommen in einen Kompositions- und einen Ertragseffekt zerlegen. Der Kompositionseffekt entsteht hauptsächlich dadurch, dass die Auslandsaktiva einen relativ hohen Anteil an risikoreicheren, hochrentierenden ausländischen Direktinvestitionen enthalten, die Auslandspassiva indessen einen relativ hohen Anteil an risikoärmeren, niedrigrentierenden Portfolioverbindlichkeiten in Form von Schuldtiteln (Tabelle V.2). Der Ertragseffekt kommt durch die große und anhaltende

Nettovermögenseinkommen zerlegbar in Kompositions- und Ertragseffekt

US-Auslandsaktiva und -passiva, 2004					
Prozent					
		Direkt- investitionen	Portfolio- beteiligungen	Portfolio- schuldtitle	Sonstige Anlagen ¹
Aktiva ²	Anteil	33,3	25,6	9,3	31,0
	Rendite	8,6	2,6	4,0	2,2
	Anteil am BIP	28,0	21,5	7,8	26,1
Passiva	Anteil	21,5	16,5	34,0	28,0
	Rendite	4,3	2,0	4,3	1,7
	Anteil am BIP	22,9	17,6	36,2	29,9
Nettoaktiva ²	Anteil	22,6	16,9	-125,5	-16,9
	Rendite	4,3	0,6	-0,3	0,5
	Anteil am BIP	5,1	3,9	-28,4	-3,8

¹ Einschl. Krediten, Bargeldbeständen und Einlagen, Handelskrediten sowie anderer Forderungen und Verbindlichkeiten. ² Enthält auch Währungsreserven; Anteile summieren sich daher nicht auf 100.

Quellen: IWF; Berechnungen der BIZ. Tabelle V.2

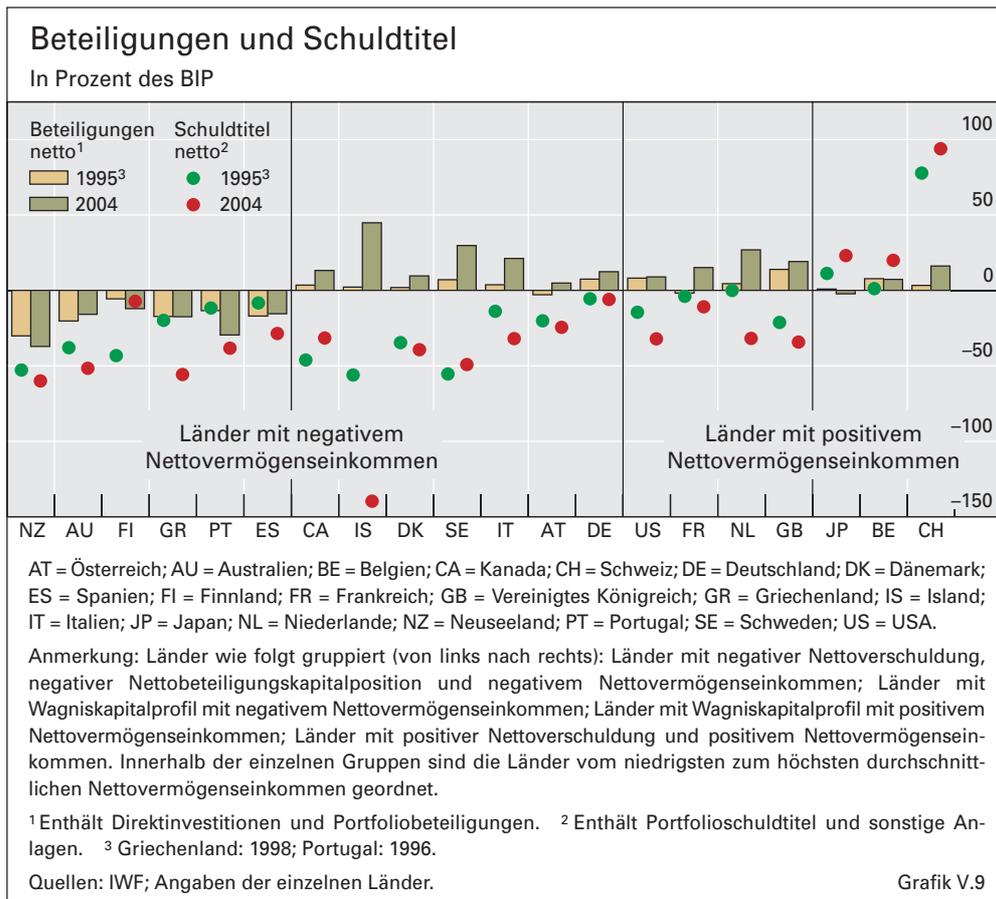
Renditendifferenz zwischen US-Direktinvestitionen im Ausland und ausländischen Direktinvestitionen in den USA zustande.

USA: Long-Position in Aktien, Short-Position in Schuldtiteln ...

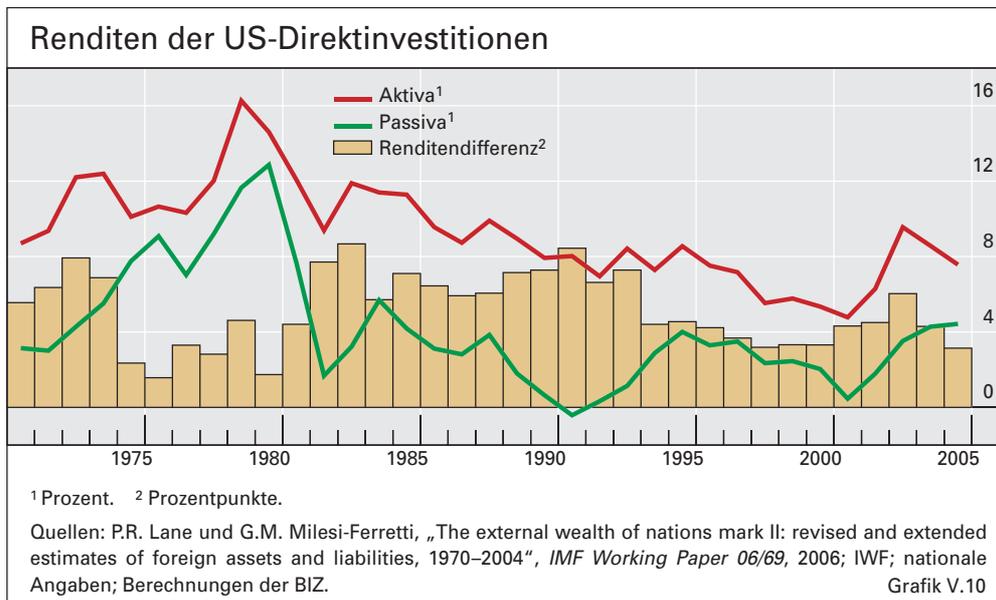
Die Konstellation einer Netto-Long-Position in Beteiligungen und einer Netto-Short-Position in Schuldtiteln, die dem Kompositionseffekt zugrunde liegt, ist seit geraumer Zeit kennzeichnend für die US-Auslandsvermögensposition, wenngleich die Trends dieser Bestandsgrößen sehr unterschiedlich sind (Grafik V.7). Das Nettovermögen an ausländischen Direktinvestitionen entspricht seit drei Jahrzehnten durchschnittlich rund 5% des BIP, doch kam es – zumeist aufgrund von Veränderungen der ausländischen Direktinvestitionen in den USA – zu erheblichen Ausschlägen. Dem stehen rasant zunehmende Nettoportfolioverbindlichkeiten aus Schuldtiteln seit Mitte der 1990er Jahre gegenüber. Der weitere Verlauf dieser Trends dürfte künftig von Bedeutung sein, wie im Folgenden erörtert wird.

... doch ohne Garantie auf Nettoüberschuss

Die internationale Erfahrung zeigt, dass dieses „Wagniskapitalprofil“ mit einer Netto-Long-Position in Beteiligungen und einer Netto-Short-Position in Schuldtiteln in mehreren Ländern mit durchgängig positiven Nettovermögenseinkommen einhergeht, insbesondere in Frankreich, den Niederlanden, den USA und dem Vereinigten Königreich (Grafik V.9). Interessanterweise wiesen nur die USA und das Vereinigte Königreich während dieses Zeitraums konstant einen Nettoüberschuss in Kombination mit einem Leistungsbilanzdefizit aus. Allerdings ist dieses Profil weder eine hinreichende noch eine notwendige Bedingung für einen Nettoüberschuss, weshalb der Kompositionseffekt allein die Stabilität des US-Nettoüberschusses kaum erklären dürfte. Hinreichend ist es deshalb nicht, weil mehrere Länder mit „Wagniskapitalprofil“ – z.B. Italien und Kanada – durchgehend Nettodefizite ausweisen. Notwendig ist es nicht, weil mehrere Länder mit Netto-Long-Positionen in Schuldtiteln – z.B. Japan und die Schweiz – dauerhaft Nettoüberschüsse verzeichnen.



Es ist argumentiert worden, die USA erzielen dadurch einen Ertragsvorteil, dass einige ihrer Verbindlichkeiten nur geringe Renditen abwerfen, weil sie Liquidität und Versicherungsschutz bieten, die für Käufer von Wert sind. Dieses Argument betrifft insbesondere Portfolioinvestitionen in Schuldtitel und andere Anlagen. Die Renditedifferenzen zwischen Aktiva und Passiva sind jedoch bei diesen Anlagekategorien generell recht gering (Tabelle V.2).



Ertragseffekt bestimmt durch niedrige Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA

Für die USA entspricht der Ertragseffekt weitgehend der Differenz zwischen den Renditen von US-Direktinvestitionen im Ausland und den Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA. Die Rendite der US-Direktinvestitionen im Ausland ist seit den 1970er Jahren durchschnittlich um rund 5 Prozentpunkte höher als die Rendite ausländischer Direktinvestitionen in den USA (Grafik V.10).

Auch für einige andere Länder mit Nettoüberschüssen ist die Bedeutung eines Renditevorteils bei Direktinvestitionen im Ausland erkennbar. Im Zeitraum 2000–04 war für Frankreich, die Niederlande, die Schweiz und das Vereinigte Königreich die Renditendifferenz zwischen den Direktinvestitionsaktiva und -passiva im Durchschnitt ebenfalls positiv (Tabelle V.3). In Frankreich, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich ist diese Differenz mit durchschnittlich 1, 2 bzw. 4 Prozentpunkten seit den frühen 1990er Jahren konstant positiv. In den letzten fünf Jahren bildeten interessanterweise die Nettoerträge all dieser Länder aus Direktinvestitionen den größten Aktivposten des Nettovermögens Einkommens.

Es werden hauptsächlich vier Gründe dafür genannt, dass Direktinvestitionen von US-Gebietsansässigen im Ausland eine höhere Rendite

Ausländische Direktinvestitionen, 2000–04					
Prozent					
	Aktiva		Passiva		Differenz
	Anteil	Rendite	Anteil	Rendite	Rendite
USA	33,1	6,8	24,7	2,3	4,5
Niederlande ¹	26,5	6,4	21,6	4,3	2,1
Schweiz ¹	19,0	10,0	12,5	8,0	2,0
Vereinigtes Königreich ¹	18,8	9,0	10,2	7,1	1,9
Frankreich	34,1	1,5	22,1	0,5	1,0
Schweden	43,8	5,4	27,1	5,8	-0,3
Portugal ²	13,5	3,5	16,3	4,1	-0,6
Spanien ¹	29,6	3,6	23,4	4,2	-0,6
Deutschland ¹	18,3	2,1	16,8	3,0	-1,0
Dänemark	26,5	5,4	23,9	6,5	-1,1
Italien	15,9	2,1	11,0	3,6	-1,5
Griechenland	10,2	1,2	10,0	2,6	-1,5
Österreich ¹	12,4	7,1	11,3	9,1	-2,0
Island ¹	20,4	13,1	6,3	15,3	-2,2
Australien	38,7	5,4	27,6	7,5	-2,2
Japan	9,5	5,0	3,9	7,5	-2,4
Finnland ¹	27,8	8,4	11,9	11,5	-3,0
Kanada ¹	44,4	3,9	31,0	7,5	-3,6
Neuseeland	21,3	2,4	34,1	8,8	-6,4
Irland ³	5,9	8,8	15,6	19,3	-10,5

¹ Aktiva und Passiva an ausländischen Direktinvestitionen sind zu Buchwerten, nicht zu Marktwerten ausgewiesen. Auf der Basis der Angaben aus Frankreich, Schweden und den USA liegt das Verhältnis zwischen Markt- und Buchwert in einer Größenordnung von $1\frac{1}{4}$ – $1\frac{3}{4}$, was darauf schließen lässt, dass die Renditen für die Aktiva und Passiva dieser Länder entsprechend überzeichnet sein könnten. ² Bestände zum jeweiligen Wert ausgewiesen. ³ 2002–04.

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

erzielen als ausländische Direktinvestitionen in den USA: US-Direktinvestitionen im Ausland seien erstens risikoreicher und zweitens mit vergleichsweise mehr wissensbasierten Vermögenswerten (z.B. geistigem Eigentum oder Markenwert) verbunden, die zwar nicht gemessen werden, aber dennoch Einkommen generieren; drittens seien ausländische Direktinvestitionen in den USA im Durchschnitt relativ neuen Datums, und es bestünden viertens Steueranreize für die Unternehmen, möglichst niedrige Erträge von US-Tochtergesellschaften auszuweisen.

Vier Erklärungen für diese Renditen-differenz:

Es spricht nicht vieles dafür, dass die USA eine Risikoprämie für ihre Direktinvestitionen im Ausland erhalten, weil deren Standorte risikoreicher seien als die USA. Zunächst einmal fließen die US-Direktinvestitionen vorwiegend in Länder mit ähnlich hoher Bonität: Über 50% gehen nach Europa, weitere 15% nach Australien, Japan und Kanada. Umgekehrt kommen über 70% der ausländischen Direktinvestitionen in den USA aus Europa. Zudem erzielen die USA mit ihren Direktinvestitionen in Ländern mit niedrigerem Staatsschuldenrating offenbar keine höheren Renditen. Darüber hinaus scheint die Rendite von US-Direktinvestitionen im Ausland nicht volatiler zu sein als die Rendite ausländischer Direktinvestitionen in den USA und deutet somit nicht auf ein höheres Risiko hin.

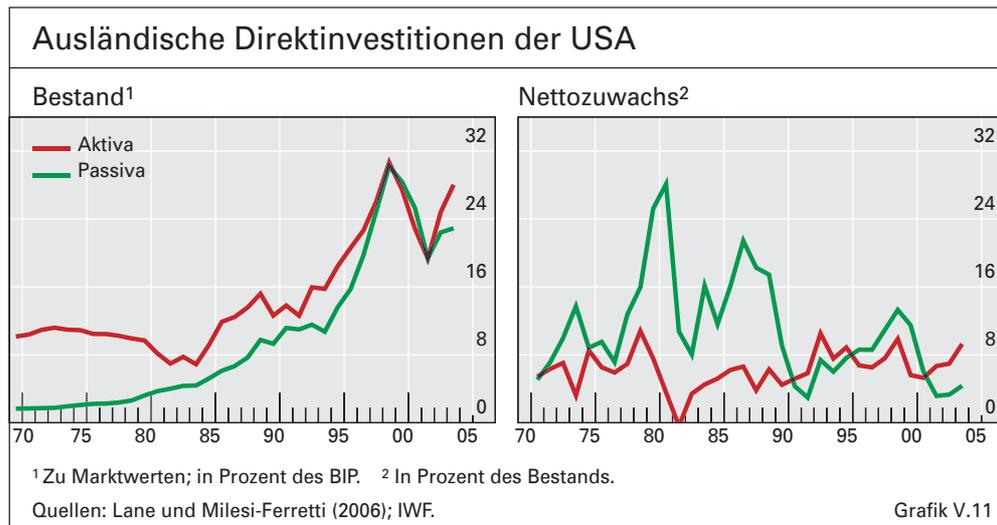
– höheres Risiko von US-Direktinvestitionen im Ausland

Der mit immateriellen Vermögenswerten argumentierende Erklärungsansatz hat in letzter Zeit unter dem Schlagwort „dark matter“ viel Beachtung gefunden und trägt auch der Frage Rechnung, weshalb US-Direktinvestitionen im Ausland grundsätzlich hohe Renditen erzielen. Aus internationaler Sicht ist jedoch eher die Frage relevant, weshalb die Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA so niedrig sind (Tabelle V.3). Zwar ist die Rendite der US-Direktinvestitionen im Ausland im internationalen Vergleich tatsächlich hoch, zumal manche Länder ihre Bestände an ausländischen Direktinvestitionen nicht zum Markt-, sondern zum Buchwert messen, was in der Regel zur Folge hat, dass die Renditen überzeichnet werden. Doch kommt im Ländervergleich klar zum Ausdruck, dass – ungeachtet dieser Messprobleme – die größte Anomalie in der relativ niedrigen Rendite ausländischer Direktinvestitionen in den USA liegt. Das bestätigen auch die mikroökonomischen Daten: Die Erträge ausländischer Unternehmen, die in den USA investieren, sind im Vergleich zu den Erträgen inländischer Investitionen von US-Firmen ebenfalls niedrig.

– höherer Anteil von immateriellen Werten

Mehrere Indizien sprechen dafür, dass die Erträge aus Neuinvestitionen mit der Zeit steigen und dass die ausländischen Direktinvestitionen in den USA im Vergleich zu den US-Direktinvestitionen im Ausland relativ neueren Datums sind. Daten auf Unternehmensebene lassen darauf schließen, dass sich das Ertragsniveau von durch Gebietsfremde kontrollierten Unternehmen in den USA im Zeitverlauf dem von dort ansässigen Firmen annähert, was die allgemeine positive Beziehung zwischen den Erträgen und dem Alter einer Investition widerspiegelt, die in mikroökonomischen Studien beschrieben wird. Darüber hinaus ist gut dokumentiert, dass zumindest bis zu den 1980er Jahren der Bestand an US-Direktinvestitionen im Ausland älter war als der entsprechende Bestand an ausländischen Direktinvestitionen in den USA (Grafik V.11). Zum Teil lässt sich dies mit den Investitionen der USA in Europa nach dem Zweiten

– relatives Alter von Aktiv- und Passivbeständen an Direktinvestitionen



Weltkrieg erklären. Der rasche Anstieg des Nettozuwachses an ausländischen Direktinvestitionen in den USA im Laufe der 1980er Jahre legt den Schluss nahe, dass das Durchschnittsalter dieses Bestands gesunken sein könnte. Damit steht auch im Einklang, dass sich die Renditendifferenz in diesem Zeitraum tatsächlich vergrößert zu haben scheint.

Seit den 1980er Jahren sind die Aktiv- und Passivbestände etwa gleich rasch gewachsen; das durchschnittliche Alter ausländischer Direktinvestitionen in den USA dürfte also gegen das des Bestands an US-Direktinvestitionen im Ausland konvergieren. Demzufolge müsste das Renditengefälle allmählich gegen null gehen. Zwar ist die Renditendifferenz beinahe auf ihren langfristigen Durchschnitt gesunken, doch zeichnet sich kein weiterer Rückgang ab. Das deutet darauf hin, dass das relative Alter der Direktinvestitionen den Renditenabstand nur zum Teil erklären kann. Auch lassen länderübergreifende Daten keine robuste Beziehung zwischen Renditen und Alter der Direktinvestitionen erkennen.

– Steuerarbitrage

Die Höhe der Körperschaftsteuer könnte für im Auslandsbesitz befindliche Unternehmen in den USA einen Anreiz darstellen, Gewinne aus den USA hinaus zu verlagern und somit niedrige Erträge aus Direktinvestitionen in den USA auszuweisen. Beispielsweise könnten die Gewinne der US-Tochtergesellschaft eines ausländischen Unternehmens zur ausländischen Muttergesellschaft verlagert werden, indem überhöhte Preise für Importe von der Muttergesellschaft gezahlt oder niedrige Preise für Exporte an sie berechnet werden. Eine solche Verwendung von Verrechnungspreisen zwischen verbundenen Unternehmen würde die in den USA ausgewiesenen Ertragsströme an die Eigentümer ausländischer Direktinvestitionen mindern und den Wert des konzerninternen Handels mit Gütern und Dienstleistungen erhöhen. Ein Nettoeffekt für die Leistungsbilanz bliebe somit aus.

In verschiedener Hinsicht scheint diese vierte Hypothese in der Tat zur Klärung beizutragen. Es gibt zwar kaum direkte Belege dafür, dass mit Verrechnungspreisen operiert wird, um Steuern zu minimieren, doch vereinzelte Hinweise sprechen dafür, dass es durchaus vorkommt. Außerdem gibt es tatsächlich Anreize für in den USA ansässige Firmen ausländischer Eigentümer,

Gewinne bei ihrer ausländischen Muttergesellschaft auszuweisen, und diese Anreize scheinen im Laufe der Zeit größer geworden zu sein. Während der durchschnittliche Körperschaftsteuersatz in den Industrieländern seit den späten 1980er Jahren stetig zurückgeht, ist er in den USA ungefähr konstant geblieben und im Ländervergleich nun einer der höchsten. Auf bilateraler Basis können diese Steuerunterschiede sehr groß sein, und sie gelten weithin als einer der Gründe für den rasant wachsenden Zustrom ausländischer Direktinvestitionen in Länder wie Irland. Ferner gibt es Hinweise darauf, dass die ausgewiesenen einbehaltenen Gewinne durch Steuerüberlegungen beeinflusst werden. Diese Gewinne sind ein wichtiger Bestandteil der Erträge von US-Direktinvestitionen im Ausland, nicht aber von Direktinvestitionen in den USA.

Insgesamt ist der Vorteil der USA bei ausländischen Direktinvestitionen somit trotz der hohen Renditen von US-Direktinvestitionen im Ausland in erster Linie darauf zurückzuführen, dass Gebietsfremde mit Direktinvestitionen in den USA offenbar nur geringe Renditen erzielen. Die beiden plausibelsten Erklärungen für diese niedrigen Renditen bestehen darin, dass die ausländischen Direktinvestitionen in den USA relativ neuen Datums sind und dass es für ausländische Muttergesellschaften steuerliche Anreize gibt, die in den USA ausgewiesenen Erträge möglichst gering zu halten. Die verfügbaren Daten sind allerdings nicht ausreichend, um die relative Bedeutung dieser beiden Faktoren zu beziffern.

Tragfähigkeit der außenwirtschaftlichen Position der USA

Wie wahrscheinlich ist es, dass die negativen Auswirkungen eines hohen Handelsbilanzdefizits auf die außenwirtschaftliche Position der USA auch künftig durch positive Nettovermögenseinkommen und positive Bewertungseffekte ausgeglichen werden? Zwei Quartale mit negativen Nettovermögenseinkommen im Jahr 2005 lassen vermuten, dass die Auslandsvermögensposition der USA nicht mehr weit von dem Punkt entfernt ist, an dem das Einkommen aus Vermögenswerten nicht mehr ausreicht, um die geleisteten Zahlungen auszugleichen. Allgemeiner betrachtet ist die Antwort auf diese Frage davon abhängig, wie sich die Bestände an Auslandsaktiva und -passiva sowie die jeweiligen Renditen entwickeln und inwieweit von Veränderungen der Wechselkurse und der Vermögenspreise Bewertungseffekte ausgehen. Die Reagibilität der Nettoauslandsvermögensposition und des Nettovermögenseinkommens gegenüber jedem dieser Faktoren wird im Folgenden anhand von fünf Szenarien erörtert.

Szenario 1 dient als Benchmark für die Analyse. Dabei wird angenommen, dass die Handelsbilanz, die laufenden Übertragungen und die Arbeitnehmerentgelte als Anteil am BIP gegenüber den Werten von 2005 konstant und die Renditen unverändert bleiben (Tabelle V.4). Für das BIP der USA wird ein jährliches Wachstum von nominal 5,5% vorausgesetzt. Das entspricht in etwa der durchschnittlichen Wachstumsrate der letzten zehn Jahre. Für die Bestände an Auslandsaktiva und -passiva wird angenommen, dass sie entsprechend dem nominalen BIP wachsen. Darüber hinaus werden Anpassungen vorgenommen, damit Veränderungen der Nettoauslandsvermögensposition in jeder

Weiterhin positive
Nettovermögenseinkommen
unwahrscheinlich

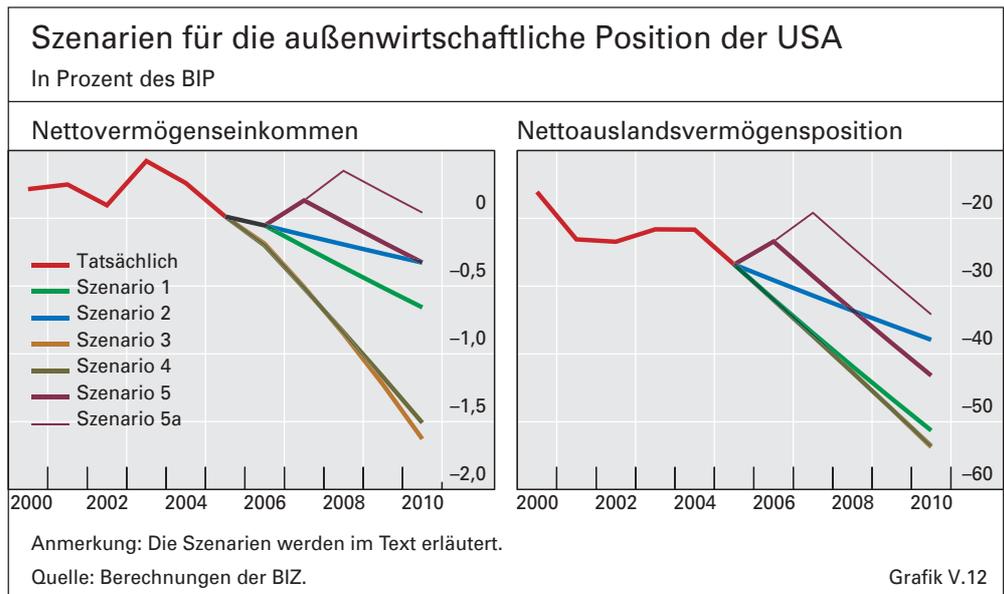
Außenwirtschaftliche Position der USA						
In Prozent des BIP (Renditen in Prozent)						
	2005 ¹	Szenario im Jahr 2010				
		1	2	3	4	5
Annahmen						
Handelsbilanzsaldo	-5,8	-5,8	-3,0	-5,8	-5,8	-5,8
Rendite auf:						
Direktinvestitionen, Aktiva	7,6	7,6	7,6	7,6	6,1	7,6
Direktinvestitionen, Passiva	4,4	4,4	4,4	4,4	5,9	4,4
Portfoliobeteiligungen, Aktiva	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Portfoliobeteiligungen, Passiva	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Schuldtitle, Aktiva ²	2,7	2,7	2,7	4,7	2,7	2,7
Schuldtitle, Passiva ²	3,1	3,1	3,1	5,1	3,1	3,1
Ergebnis						
Nettovermögenseinkommen	0,0	-0,7	-0,3	-1,6	-1,5	-0,3
Nettoauslandsvermögensposition	-26,8	-51,3	-37,9	-53,7	-53,6	-43,2
Aktiva	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	93,5
Passiva	111,8	136,3	122,9	138,7	138,6	136,7
Direktinvestitionen	4,0	-1,2	1,6	-1,8	-1,7	1,5
Portfoliobeteiligungen	3,0	-1,1	1,1	-1,5	-1,5	1,0
Schuldtitle ²	-35,4	-50,6	-42,3	-52,1	-52,0	-47,5
<p>Anmerkung: Die Annahme, dass die Bestände an Aktiva und Passiva entsprechend dem nominalen BIP wachsen, hält das Verhältnis dieser Bestände zum BIP unter sonst gleichen Bedingungen konstant. Die Annahme gewährleistet jedoch nicht, dass die Nettoauslandsvermögensposition der Nettoauslandsvermögensposition der letzten Periode zuzüglich des Leistungsbilanzsaldos und etwaiger Bewertungseffekte entspricht, was eine Bilanzgleichung ist. Um sicherzustellen, dass diese Bilanzidentität erfüllt ist, wird in jeder Periode die durch die grundlegende Annahme erzeugte Nettoauslandsvermögensposition um die Differenz zu der buchhalterischen Position korrigiert. Konkret wird die Differenz auf die vier Verbindlichkeitspositionen entsprechend ihrer Anteile an den Gesamtverbindlichkeiten 2004 aufgeteilt. Eine abweichende Aufteilung würde zu einer anderen Entwicklung des Nettovermögenseinkommens führen.</p> <p>¹ Ausgewiesene Werte für Handelsbilanz, Nettovermögenseinkommen und Renditen der Direktinvestitionsaktiva und -passiva. Übrige Renditen: Werte für 2004. ² Enthält Portfolioschuldtitle und sonstige Anlagen.</p> <p>Quelle: Berechnungen der BIZ. Tabelle V.4</p>						

Periode mit der Höhe des Leistungsbilanzsaldos konsistent sind. Bei Szenario 1 steigen die Nettoauslandsverbindlichkeiten von unter 25% des BIP im Jahr 2004 auf über 50% im Jahr 2010 (Grafik V.12). Das Nettovermögenseinkommen weist ab 2006 ein Defizit auf; 2010 entspricht dies -0,7% des BIP.

Szenario 2 testet die Reagibilität der außenwirtschaftlichen Position der USA gegenüber einer Verringerung des Handelsbilanzdefizits, das für das Leistungsbilanzdefizit maßgeblich ist. Hierzu wird angenommen, dass das Handelsbilanzdefizit im Jahr 2006 von 5,8% auf 3% des BIP fällt und auf diesem niedrigeren Niveau bleibt. Diese Änderung hat einen Effekt erster Ordnung: Verglichen mit Szenario 1 erhöhen sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten weniger rasch und liegen im Jahr 2010 noch unter 40% des BIP. Auch das Nettovermögenseinkommen verbessert sich und erreicht 2010 einen Wert von -0,3% des BIP.

Szenario 3 betrachtet die Reagibilität der außenwirtschaftlichen Position gegenüber Veränderungen der Renditen infolge von Zinsänderungen. In Phasen

Entwicklung des Handelsbilanzdefizits wichtig

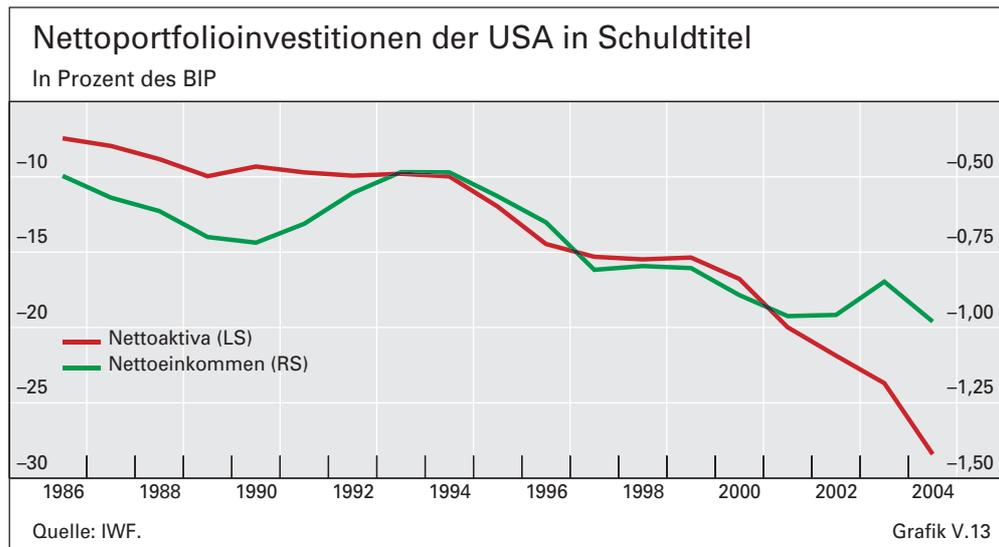


unterdurchschnittlicher Leitzinssätze wachsen die Zinszahlungen tendenziell weniger rasch als der Bestand an Portfolioverbindlichkeiten in Schuldtiteln (Grafik V.13). In einem Straffungszyklus, wie er seit Mitte 2004 in den USA im Gang ist, steigen die Renditen dieser Anlagekategorien wahrscheinlich an. Für die Zukunft könnte darüber hinaus zu erwarten sein, dass der Abwärtsdruck auf die Renditen nachlässt, der bisher von der starken Nachfrage asiatischer Zentralbanken nach sicheren, liquiden Vermögenswerten ausgegangen ist.

Bei diesem Szenario wird – im Unterschied zu Szenario 1 – zugelassen, dass die Renditen von Vermögenswerten wie auch Verbindlichkeiten in Schuldtiteln bis 2010 jährlich um 0,4 Prozentpunkte steigen. Dies stützt sich einerseits auf die historische Korrelation zwischen den US-Zinsen und den Renditen von Portfolioverbindlichkeiten in Schuldtiteln und andererseits auf den bisherigen Anstieg des US-Tagesgeldsatzes. Die Ergebnisse legen nahe, dass ein Anstieg der Schuldtitelrendite signifikante negative Auswirkungen auf das Nettovermögenseinkommen hat. Für 2010 ergeben sich ein Defizit von 1,6% des BIP – verglichen mit einem Defizit von 0,7% in Szenario 1 – und eine weitere Verschlechterung der Nettoauslandsvermögensposition.

Szenario 4 illustriert die Auswirkungen einer veränderten Entwicklung der Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA. Die obige Analyse legt nahe, dass für diese Renditen künftig zwei Faktoren von Bedeutung sein könnten. Erstens dürfte sich mit zunehmendem Alter des Bestands an ausländischen Direktinvestitionen in den USA die Rendite dieser Auslandspassiva erhöhen. Zweitens sind die Körperschaftsteuersätze in den USA im Verhältnis zu den übrigen Industrieländern immer höher geworden. Die Anreize, Gewinne aus den USA ins Ausland zu verlagern, dürften daher nur noch zunehmen, und dies könnte die Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA wiederum drücken. Da die obige Analyse keine eindeutigen Schlüsse zulässt, in welche Richtung sich die Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA entwickeln könnten, wird der ungünstige Fall angenommen, dass diese Renditen allmählich gegen rund 6% konvergieren. Dies ist der Mittelwert der

Auch Entwicklung der Renditen spielt eine Rolle



Renditen der Direktinvestitionsaktiva und -passiva im Jahr 2005 und liegt nahe an der Durchschnittsrendite der US-Direktinvestitionen im Ausland im Zeitraum 2000–04. Dabei ergeben sich ähnliche Verschlechterungen des Nettovermögens Einkommens und der Nettoauslandsvermögensposition wie in Szenario 3.

Bewertungseffekte
wahrscheinlich
ebenfalls von
Bedeutung

Szenario 5 betrachtet die Reagibilität der außenwirtschaftlichen Position der USA gegenüber Bewertungseffekten. Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern sind die US-Auslandspassiva fast ausschließlich in der eigenen Währung denominated, die US-Auslandsaktiva dagegen zu zwei Dritteln in ausländischen Währungen. Rund ein Viertel dieser Fremdwährungsaktiva lauten auf Euro, ein Viertel auf andere europäische Währungen wie das Pfund Sterling und den Schweizer Franken und ein weiteres Viertel auf kanadische Dollar, karibische Währungen und Yen. Angesichts dieser Währungsinkongruenzen zwischen Aktiva und Passiva in Verbindung mit den hohen Nettoauslandsverbindlichkeiten können Wechselkursschwankungen erhebliche Bewertungseffekte nach sich ziehen. Bislang waren Bewertungseffekte positiv für die USA, sodass sich die US-Nettoauslandsvermögensposition weniger stark verschlechtert hat, als der Leistungsbilanzsaldo allein vermuten lassen würde.

Bei Szenario 5 wird angenommen, dass sich im Jahr 2006 die Auslandsaktiva infolge eines Bewertungseffekts gemessen am BIP um 10% erhöhen. In Ermangelung genauer Schätzungen liefern mindestens zwei Näherungswerte einen Anhaltspunkt für die Größenordnung der Wechselkursveränderungen, die einen solchen Bewertungseffekt nach sich ziehen könnten. Erstens: Da zwei Drittel der Auslandsaktiva auf Fremdwährungen lauten, dürfte eine Abwertung des US-Dollars um 15% gegenüber jeder dieser Währungen ceteris paribus mit dem angenommenen Bewertungseffekt im Einklang stehen. Zweitens: Die langfristigen Korrelationen lassen darauf schließen, dass eine Erhöhung der Auslandsaktiva um 10% mit einer Verschlechterung des nominalen effektiven Wechselkurses des US-Dollars um rund 25% einhergehen würde.

Szenario 5 zeigt, dass ein positiver Bewertungseffekt im Vergleich zu Szenario 1 einen einmaligen signifikanten und positiven Effekt auf die

außenwirtschaftliche Position der USA hat. Im Vergleich zu Szenario 2 verschlechtert sich das Nettovermögenseinkommen zwar rascher, doch ist es im Jahr 2010 ungefähr vergleichbar mit dem Ergebnis jenes Szenarios, das eine Verringerung des Handelsbilanzdefizits auf 3% des BIP annimmt. Die Nettoauslandsvermögensposition verschlechtert sich bei Szenario 5 bis 2010 jedoch erheblich stärker als bei Szenario 2. Szenario 5a zeigt das Ausmaß zweier aufeinanderfolgender Bewertungseffekte von je 10% in den Jahren 2006 und 2007. Diese sind ausreichend groß, dass das Nettovermögenseinkommen bis 2010 positiv bleibt und sich das Verhältnis der Nettoauslandsverbindlichkeiten zum BIP von 2006 bis 2010 nur um 10 Prozentpunkte verschlechtert.

Zusammenfassend bestünde die wichtigste Veränderung, die für eine Verbesserung der außenwirtschaftlichen Position der USA erforderlich wäre, in einer Verbesserung der Handelsbilanz, denn sie würde die Verschlechterung der Nettoauslandsvermögensposition bremsen. Positive Bewertungseffekte infolge einer Dollarabwertung könnten ebenfalls wirksam sein, wären allerdings einmalige Effekte und würden somit – es sei denn, sie wiederholten sich – die Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Position lediglich hinauszögern, statt ihr dauerhaft abzuhelpen. Veränderungen der Renditen wirken sich ebenfalls signifikant auf das Nettovermögenseinkommen und die Nettoauslandsvermögensposition aus, doch angesichts der traditionellen Beziehung zwischen Zinssätzen und Renditen von Schuldtiteln dürften diese Auswirkungen eher zu einer weiteren Verschlechterung als zu einer Verbesserung der außenwirtschaftlichen Position führen.