

V. Devisenmärkte

Schwerpunkte

Über weite Teile des Jahres 2006 und in den ersten vier Monaten 2007 ging der nominale effektive Wechselkurs des US-Dollars schrittweise zurück, während der Euro aufwertete. Der Yen verlor stärker an Wert als der US-Dollar. Viele andere europäische Währungen, u.a. die tschechische Krone, die schwedische Krone und das Pfund Sterling, werteten im Jahresverlauf 2006 ebenfalls auf – auf handelsgewichteter Basis wie auch gegenüber dem Euro –, haben inzwischen allerdings wieder etwas an Boden verloren. Die wichtigste Ausnahme bildete der Schweizer Franken, der während des gesamten Berichtszeitraums auf breiter Front abwertete. Einige Währungen im asiatischen Raum legten auf effektiver Basis zu, allen voran der thailändische Baht. Die Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar beschleunigte sich in der zweiten Jahreshälfte 2006, fiel handelsgewichtet jedoch deutlich moderater aus.

Insgesamt waren die Devisenmärkte von hohen Umsätzen und historisch niedrigen Volatilitäten geprägt, wenngleich zwei Phasen höherer Volatilität zu beobachten waren. Die erste Phase im Mai und Juni 2006 betraf in der Regel besonders die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften, etwa den brasilianischen Real, sowie Währungen von Ländern, die sowohl hohe Zinsen als auch beträchtliche Leistungsbilanzdefizite verzeichneten, z.B. den australischen und den Neuseeland-Dollar. Die zweite Phase begann Ende Februar 2007, als sich bei einer Vielzahl von Währungen die Volatilität verstärkte; seit Mitte März hat diese wieder abgenommen.

Drei wichtige Faktoren bestimmten die Wechselkursentwicklung während des Berichtszeitraums. Erstens standen die Bewegungen einiger Währungspaare weiterhin unter dem Einfluss von Zinsdifferenzen, in denen sich die gesamtwirtschaftlichen Aussichten und deren Implikationen für die Geldpolitik widerspiegelten. Vor dem Hintergrund einer niedrigen Wechselkursvolatilität kam der Einfluss der Zinsdifferenzen vor allem über die weiter zunehmenden Carry-Trades zum Tragen. Zweitens – und entsprechend einem Trend, der in den späten 1990er Jahren eingesetzt hatte – nahm der Aufbau von Währungsreserven im Jahr 2006 erheblich zu und begrenzte die Effekte des Aufwertungsdrucks auf Währungen im asiatischen Raum, aber auch in einer Reihe von ölexportierenden Ländern. In mehreren Fällen, wie in China, Korea, Malaysia und Thailand, wurden auch Kapitalverkehrskontrollen modifiziert, um diesen Aufwertungsdruck zu verringern. Drittens war das Umfeld, in dem die Wechselkurse bestimmt wurden, nach wie vor von globalen Ungleichgewichten geprägt. Hohe Haushalts- oder Leistungsbilanzdefizite könnten sich darauf ausgewirkt haben, inwieweit manche Währungen von Phasen erhöhter Volatilität

an den verschiedenen Finanzmärkten in Mitleidenschaft gezogen wurden. Das US-Leistungsbilanzdefizit indessen schien in den Augen der Marktteilnehmer die Entwicklungen des US-Dollars in geringerem Maße zu erklären als in früheren Jahren.

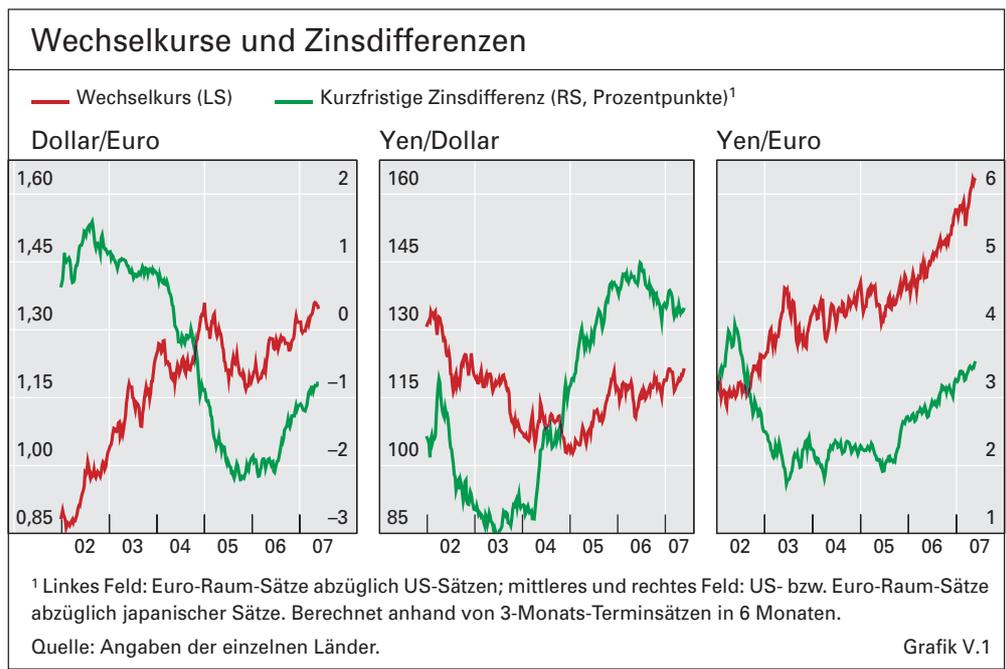
Der letzte Teil dieses Kapitels beleuchtet einige Trends, die bei der Verwaltung von Währungsreserven auszumachen sind und erhebliche Implikationen für die Finanzmärkte, u.a. die Devisenmärkte, haben können. Es werden einige Faktoren erörtert, die diesen Trends zugrunde liegen, beispielsweise die hohe Akkumulierung von Währungsreserven in manchen Ländern, Fortschritte in der Finanztechnologie und der Entwicklung der Finanzmärkte sowie Veränderungen des externen Kontrollumfelds, in dem Zentralbanken tätig sind. Abschließend werden einige der Herausforderungen betrachtet, die diese Veränderungen mit sich bringen.

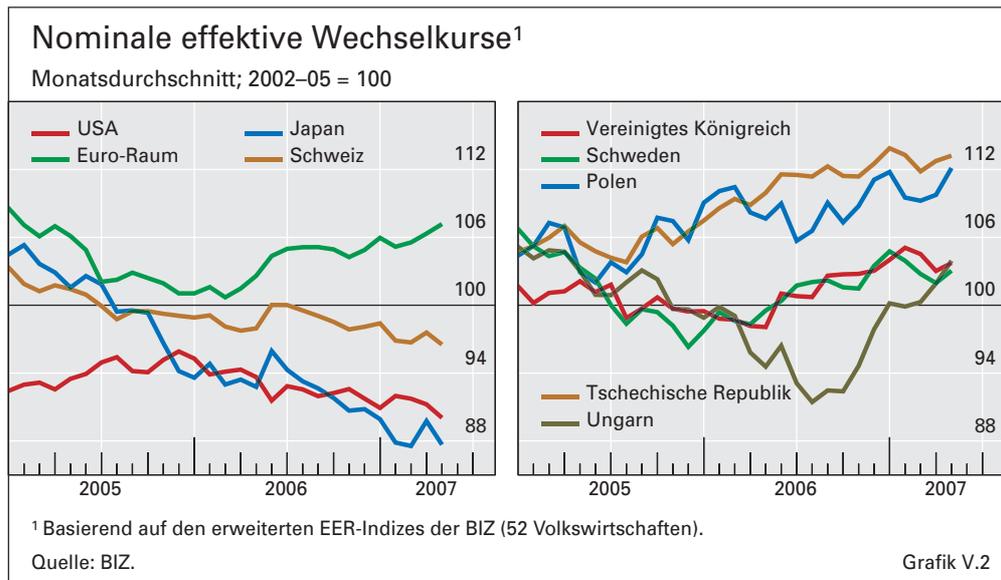
Entwicklungen an den Devisenmärkten

Im Verlauf des Jahres 2006 und in den ersten vier Monaten 2007 folgten die meisten Währungen recht klaren Trends. Bei einigen Währungen gab es jedoch Anfang 2007 Anzeichen für einen deutlichen Bruch des vorherrschenden Trends.

Der US-Dollar wertete 2006 und in den ersten vier Monaten 2007 auf breiter Front ab; auf nominaler effektiver Basis fiel er um nahezu 6%. Gegenüber dem Euro verlor er rund 15% und gab damit die Gewinne des Jahres 2005 zum größten Teil wieder ab (Grafik V.1). Auch im Verhältnis zu mehreren anderen europäischen Währungen (vor allem dem Pfund Sterling) sowie dem australischen Dollar und den Währungen mehrerer aufstrebender Volkswirtschaften in Asien büßte der US-Dollar im Laufe des

Abwertung des US-Dollars auf breiter Front

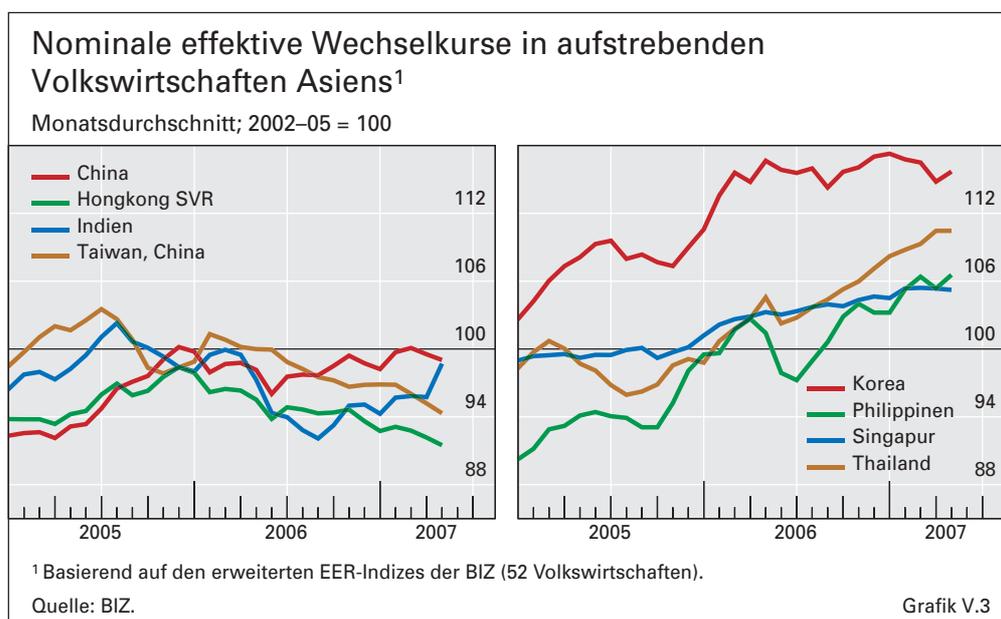




Jahres 2006 an Wert ein. Gegenüber dem Yen legte er jedoch nach einer Talfahrt im Mai 2006 bis zum Jahresende wieder zu. Insgesamt scheint es um den Jahresbeginn 2007 zu einem Bruch in der Entwicklung der US-Dollar-Wechselkurse gekommen zu sein: In einigen Fällen trat offenbar eine Trendwende ein, in anderen dagegen eine gewisse Stabilisierung des US-Dollars.

Aufwertung
der meisten
europäischen
Währungen

Bei den europäischen Währungen war im Jahresverlauf 2006 auf nominaler effektiver Basis generell ein Wertzuwachs zu beobachten. Der Euro wertete um nahezu 5% auf, und die tschechische Krone, die schwedische Krone sowie das Pfund Sterling verzeichneten ebenfalls starke Gewinne (Grafik V.2). Im zweiten Halbjahr 2006 werteten überdies der ungarische Forint und der polnische Złoty auf. Anfang 2007 kehrten sich jedoch einige dieser Trends um.



Eine bemerkenswerte Ausnahme war der Schweizer Franken: Im ersten Halbjahr 2006 blieb er auf nominaler effektiver Basis relativ stabil, wertete aber im restlichen Berichtszeitraum ab.

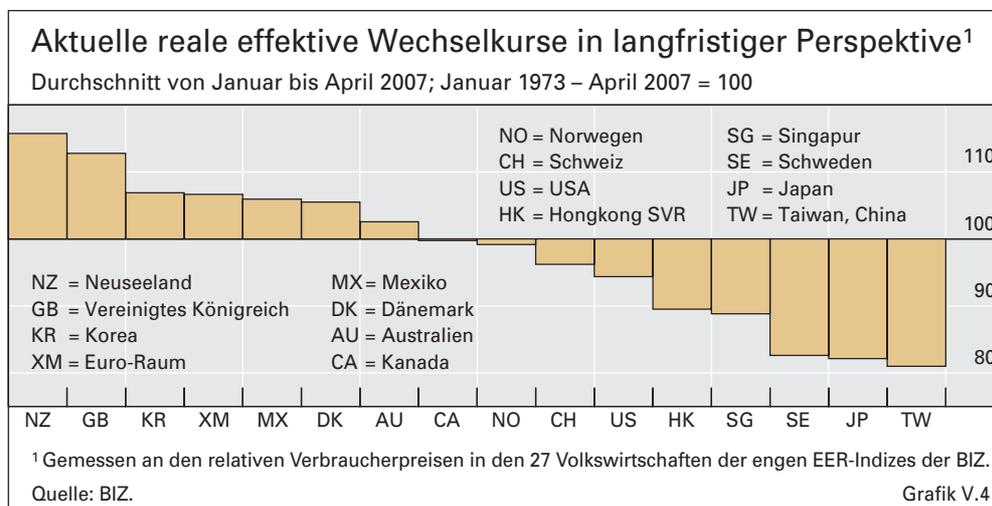
Die Währungen im asiatischen Raum entwickelten sich uneinheitlich und tendenziell weniger synchron mit dem US-Dollar und auf effektiver Basis als in früheren Jahren. 2006 und Anfang 2007 verloren der Yen wie auch der Hongkong-Dollar und der Neue Taiwan-Dollar auf nominaler effektiver Basis an Wert; der Yen erholte sich allerdings im Mai 2006 und im März 2007 etwas. Dagegen werteten der philippinische Peso und der thailändische Baht erheblich auf (Grafik V.3). Der koreanische Won stieg 2006 zwar nicht im gleichen Maß wie einige andere asiatische Währungen, blieb aber auf hohem Niveau, nachdem er in den vorangegangenen 18 Monaten auf nominaler effektiver Basis 15% zugelegt hatte. In den ersten vier Monaten 2007 büßte der Won jedoch gut 1% ein. Im Vergleich zum ersten Halbjahr 2006 beschleunigte sich die Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar von Ende Juni 2006 bis Ende Februar 2007 auf rund das Doppelte, d.h. eine Jahresrate von nahezu 5%, während sie auf effektiver Basis etwas verhaltener ausfiel. Im März und April 2007 war der Renminbi gegenüber dem US-Dollar insgesamt unverändert, handelsgewichtet gab er jedoch über 1% ab.

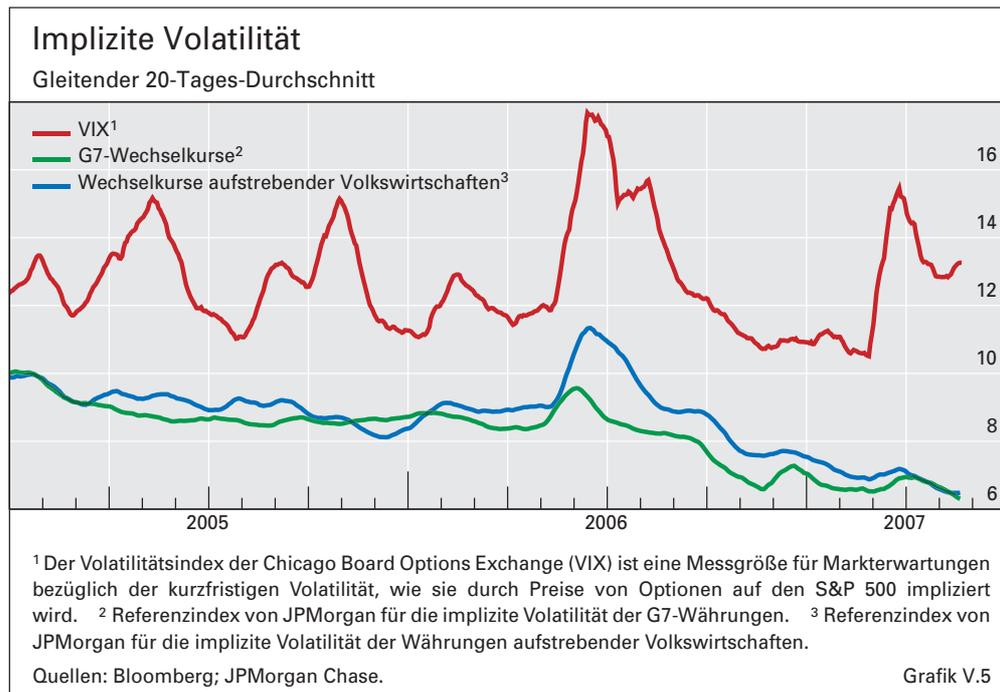
Uneinheitliche Trends bei asiatischen Währungen

Wechselkursniveaus aus längerfristiger Perspektive

Eine Methode, das herrschende Wechselkursniveau in einen längerfristigen Kontext einzuordnen, ist der Vergleich der realen effektiven Wechselkurse mit ihren langfristigen Durchschnittswerten. Innerhalb des Berichtszeitraums blieben die meisten Währungen gegenüber diesem Referenzwert weitgehend stabil. Im Durchschnitt der ersten vier Monate 2007 hielten sich die realen effektiven Wechselkurse des US-Dollars und des Euro innerhalb einer Bandbreite von 7% um ihre langfristigen Durchschnittswerte (Grafik V.4). Mehrere asiatische Währungen, insbesondere der Neue Taiwan-Dollar und der Yen, lagen um mehr als 10% darunter. Das Gleiche galt für die schwedische Krone. Am anderen Ende des Spektrums standen der Neuseeland-Dollar und das Pfund Sterling, die sich deutlich über ihren Durchschnittswerten bewegten.

Einige Währungen deutlich entfernt von ihren langfristigen Durchschnittswerten





Bedingungen an den Devisenmärkten

Hoher Umsatz und
niedrige Volatilität

Die Devisenmärkte waren insgesamt durch hohe Umsätze und historisch niedrige Volatilität gekennzeichnet, entsprechend einem allgemeinen Abwärtstrend der Volatilität an allen Finanzmärkten (Grafik V.5; s. auch Kapitel VI). Es gab zwei Phasen höherer Volatilität an den Devisenmärkten, die mit einem generellen Anstieg an den Finanzmärkten zusammenfielen. Die Zunahme der Volatilität während dieser Phasen war jedoch moderat und nicht weit verbreitet.

Zwei Phasen
erhöhter Volatilität

Bei der ersten Phase im Mai/Juni 2006 stiegen sowohl die implizite als auch die effektive Volatilität an den Yen/Dollar- und Yen/Euro-Märkten kurzzeitig an. Die Volatilität schnellte besonders bei einigen Währungen aufstrebender Volkswirtschaften, etwa dem brasilianischen Real und dem südafrikanischen Rand, empor und erhöhte sich, obschon in geringerem Ausmaß, auch bei Währungen von Ländern mit hohen Zinsen und beträchtlichen Leistungsbilanzdefiziten, wie dem australischen und dem Neuseeland-Dollar. Dabei wurden die vorherrschenden Aufwertungsrends vorübergehend unterbrochen. Die zweite Phase trat Ende Februar und Anfang März 2007 auf. Die Volatilität einiger Währungspaare stieg, als sich die Schwankungen an den Finanzmärkten ganz allgemein erneut deutlich verstärkten; zudem nahm der Umsatz an den Devisenmärkten zu.

Bestimmungsfaktoren von Wechselkursbewegungen

Die Wechselkursentwicklungen wurden im vergangenen Jahr vor allem von drei Faktoren bestimmt: erstens den gesamtwirtschaftlichen Aussichten mit ihren Implikationen für Geldpolitik und Zinsdifferenzen, zweitens der Wechselkurspolitik und den damit verbundenen Interventionen, besonders in

den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, sowie drittens den globalen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Daneben beeinflussten Preisschwankungen bei den Rohstoffen die Dynamik einzelner Währungen.

Zinsdifferenzen und Bedeutung von Carry-Trades

Wie in früheren Jahren hatten Veränderungen der tatsächlichen und der erwarteten Zinsdifferenzen – als Ausdruck der Einschätzungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Wirtschaftslage und ihren Implikationen für die Geldpolitik – offenbar einen erheblichen Einfluss auf die Wechselkursbewegungen. Ein bedeutendes Beispiel hierfür ist die Entwicklung des Dollar/Euro-Wechselkurses. Die aus Zinsterminkontrakten abgeleiteten impliziten Terminzinssätze lassen auf die Erwartung der Märkte schließen, die EZB würde die Zinsen im gesamten Berichtszeitraum weiter normalisieren, während die Federal Reserve in der Nähe des Höhepunkts ihres Straffungszyklus stünde (Grafik V.1). Damit in Einklang wertete der Euro gegenüber dem Dollar im Jahresverlauf 2006 und Anfang 2007 tendenziell auf.

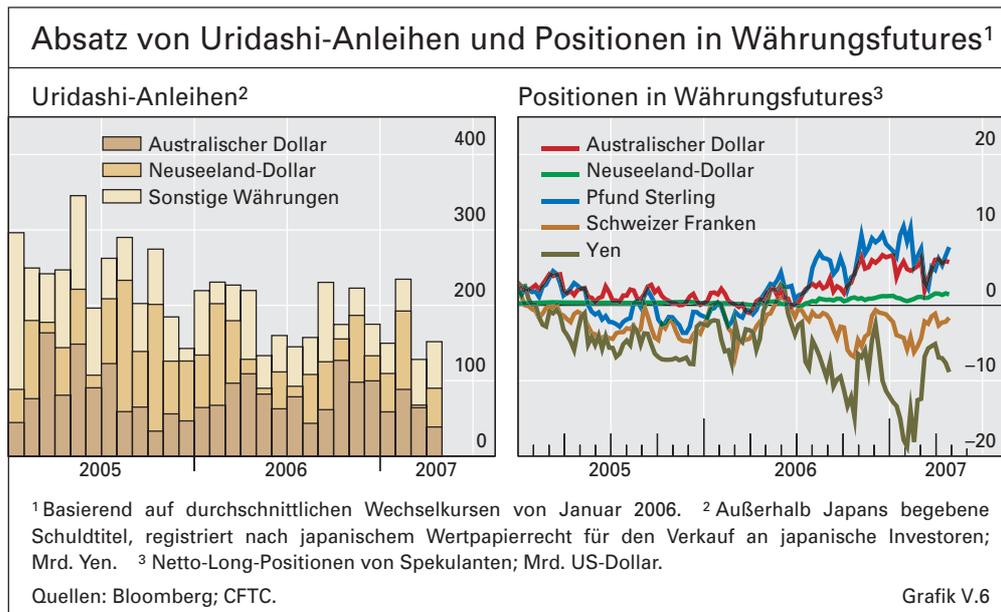
Zinsdifferenzen als wichtiger Motor der Wechselkursbewegungen

Darüber hinaus begünstigten die niedrige Volatilität und die hohen Zinsdifferenzen umfangreiche Kapitalströme zwischen verschiedenen Währungen in Form von Carry-Trades. Dieser Begriff bezeichnet gewöhnlich spekulative Transaktionen von Finanzmarktakteuren wie Hedge-Fonds und sog. Commodity Trading Advisers. Solche Geschäfte kombinieren Short-Positionen in der Finanzierungswährung zeitgleich mit Long-Positionen in der Zielwährung, meist über den Derivatmarkt. Sie sind rentabel, solange die erzielten Gewinne aus den Zinsdifferenzen nicht durch Wechselkursbewegungen verloren gehen. Infolgedessen sind sie anfällig für Steigerungen der Wechselkursvolatilität oder abrupte Änderungen der Zinserwartungen. Die beteiligten Anleger sind oftmals hochgradig fremdfinanziert und könnten sich bei geänderten Marktbedingungen gezwungen sehen, Positionen sehr rasch aufzulösen. Dies könnte sich stark auf die Wechselkurse auswirken, insbesondere an kleineren Märkten. Der plötzliche Einbruch des US-Dollars gegenüber dem Yen im Oktober 1998 legt den Schluss nahe, dass die abrupte Auflösung von Carry-Trade-Positionen sogar große Marktsegmente in Mitleidenschaft ziehen kann.

Bedeutende Rolle der Carry-Trades

Um die Rolle der Carry-Trades abzuschätzen, ist es nützlich, sie von zwei anderen Arten von Kapitalströmen zwischen verschiedenen Währungen zu unterscheiden, die gewisse Ähnlichkeiten mit Carry-Trades aufweisen. Einer dieser Ströme geht von inländischen Privatanlegern aus, die in Fremdwährung denominierte, höher rentierende Vermögenswerte kaufen. Ein Beispiel, das viel Aufmerksamkeit erregt hat, ist der Kauf von Fremdwährungsanleihen durch Privatanleger in Japan, wohl begünstigt durch eine steigende Risikotoleranz angesichts des rascheren Produktionswachstums im Inland. Da die japanischen Privatanleger den größten Teil ihres Vermögens in Yen halten, sind sie dem Risiko eines plötzlichen Yen-Kursanstiegs weniger stark ausgesetzt als fremdfinanzierte Anleger mit Short-Positionen in dieser Währung. Daher ist es weniger wahrscheinlich, dass sie in Zeiten hoher Wechselkursvolatilität ihre Fremdwährungsanlagen abstoßen. Marktkommentaren zufolge nutzten japanische Privatanleger sogar die Aufwertung des Yen, die mit dem

Auch Privatanleger von Bedeutung



jüngsten Volatilitätsanstieg einherging, um ihre Bestände an hochrentierenden ausländischen Vermögenswerten aufzustocken. Allerdings können auch Veränderungen solcher Positionen potenziell erhebliche Auswirkungen auf die Wechselkurse haben, wenn sie groß genug sind.

Indirekte Indizien deuten darauf hin, dass der Umfang der Käufe von Vermögenswerten in Fremdwährung durch Privatanleger im Berichtszeitraum beträchtlich war. Daten von Fremdwährungsanleihen, die von japanischen Privatanlegern erworben wurden, zeigen über das Jahr 2006 anhaltende Kapitalströme von Yen zu hochrentierenden Währungen, insbesondere dem australischen und dem Neuseeland-Dollar (Grafik V.6). Marktbeobachter sprechen von informellen Schätzungen aus offiziellen japanischen Quellen, denen zufolge japanische Privatanleger ausländische Wertpapiere im Gesamtwert von rund \$ 150 Mrd. hielten.

Ein zweiter Kapitalstrom zwischen verschiedenen Währungen mit Ähnlichkeiten zu Carry-Trades entsteht, wenn Gebietsansässige eines Hochzinslandes Finanzmittel in einer niedrigrentierenden Währung aufnehmen, um inländische Vermögenswerte zu erwerben. Im Berichtszeitraum richteten Marktbeobachter ihr Augenmerk besonders auf private Haushalte in Mittel- und Osteuropa, die Hypotheken in Euro und Schweizer Franken finanzierten. Die resultierenden Währungsinkongruenzen können, wenn sie groß genug sind, die inländische Währung anfällig machen, wie durch die Asien-Krise 1997/98 deutlich wurde. Die verfügbaren Daten legen jedoch nahe, dass solche Transaktionen nicht sehr umfangreich sind und im Gegensatz zu fremdfinanzierten Carry-Trades wahrscheinlich nicht rasch aufgelöst werden. Zudem werden Kredite in Mittel- und Osteuropa ohnehin zum größten Teil von Banken aus Westeuropa mit diversifizierten Portfolios vergeben.

Im Berichtszeitraum waren Marktkommentaren zufolge der Yen und der Schweizer Franken die wichtigsten Finanzierungswährungen für Carry-Trades und der australische Dollar, der Neuseeland-Dollar, das Pfund Sterling sowie einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften – u.a. der brasilianische

Carry-Trades für einige Währungen wichtig ...

Real, der ungarische Forint und der südafrikanische Rand – die wichtigsten Zielwährungen. Carry-Trades dürften die Aufwertungstendenzen der Zielwährungen unterstützt haben. Im Mai/Juni 2006 und im Februar 2007 könnte eine Auflösung von Carry-Trades hingegen zur Schwächung der Zielwährungen und zur Stärkung der Finanzierungswährungen beigetragen haben (Tabelle V.1). Da die Volatilität nur moderat und kurzfristig anstieg, war dieser Effekt gering und vorübergehend, ohne auf andere Währungen überzugreifen.

Aus Messwerten zur Darstellung des Ex-ante- oder Ex-post-Erfolgs von Carry-Trades geht hervor, dass diese Strategien auf risikobereinigter Basis über weite Teile des Jahres 2006 und Anfang 2007 generell rentabel waren. Kennzahlen für das Verhältnis Carry/Risiko, mit denen Zinsdifferenzen um die in Währungsoptionen implizit enthaltenen Risikoerwartungen bereinigt werden, legen z.B. nahe, dass mit Yen finanzierte Carry-Trades 2006 besonders attraktiv waren, weil sie von anhaltenden Zinsdifferenzen und niedriger Wechselkursvolatilität profitierten (Grafik V.7). Im Mai/Juni 2006 und im Februar 2007 ging ihre Rentabilität jedoch zurück, da angesichts der erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten das wahrgenommene Risiko von Carry-Trades stieg.

Den Umfang von Carry-Trades und ihre Auswirkungen auf die Wechselkurse einzuschätzen ist bekanntermaßen schwierig. Mangels öffentlich verfügbarer Daten über die Positionen an den Devisenmärkten werden im

... und rentabel

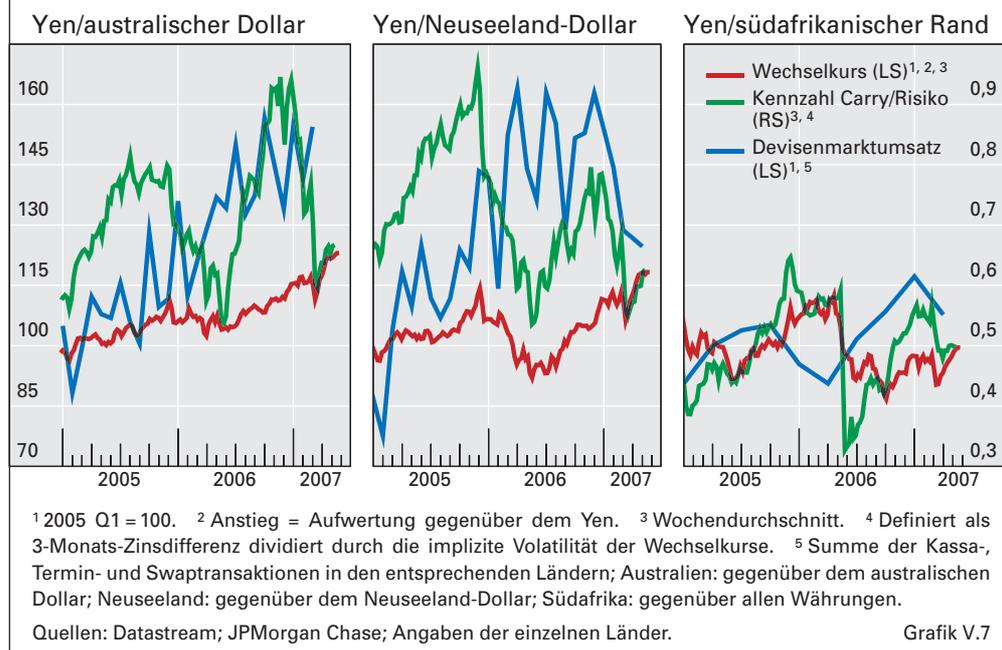
Alternative Methoden zur Messung von Carry-Trades:

Zinsdifferenzen, außenwirtschaftliche Ungleichgewichte und Wechselkursvolatilität						
	Zinsdifferenz ¹	Leistungsbilanz ²	Wechselkurs ^{3,4}		Implizite Volatilität ^{4,5}	
	2006	2006	Phase 1 ⁶	Phase 2 ⁷	Phase 1 ⁶	Phase 2 ⁷
Brasilien	9,8	1,3	-8,7	-1,7	7,2	4,3
Neuseeland	2,7	-8,8	-1,7	-2,4	-0,1	1,9
Südafrika	2,5	-6,4	-10,9	-4,1	10,5	2,5
Mexiko	2,4	-0,2	-4,1	-2,1	4,5	0,6
Ungarn	2,1	-6,9	-2,8	0,0	0,8	0,4
Australien	1,1	-5,4	-2,3	-0,7	0,2	1,1
Chile	0,1	3,8	-4,8	0,4	4,3	0,7
Vereinigtes Königreich	-0,0	-2,9	0,7	-2,0	0,4	0,3
Korea	-0,4	0,7	-2,2	-1,4	-0,7	0,6
Polen	-0,7	-2,1	-4,2	0,1	1,7	-0,0
Kanada	-0,8	1,7	1,3	-0,6	1,0	0,0
Norwegen	-1,7	16,7	-0,2	-0,6	-0,0	0,2
Euro-Raum	-1,8	-0,3	-0,0	0,4	-0,1	0,5
Schweden	-2,6	7,4	0,8	-1,5	0,0	0,6
Taiwan, China	-3,1	7,1	-2,6	0,2	-0,1	0,7
Schweiz	-3,4	18,5	0,8	1,7	0,0	1,2
Japan	-4,5	3,9	-0,9	4,8	-0,7	2,4
<i>Nachrichtlich: VIX</i>	9,1	11,7

¹ 3-Monats-Zinssatz gegenüber US-Zinssatz. ² Leistungsbilanzsaldo in Prozent des BIP. ³ Veränderung in Prozent. Anstieg = Aufwertung gegenüber dem US-Dollar. ⁴ Zwischen dem Durchschnittswert im Monat vor Beginn der volatilen Phase und dem Niveau zum Zeitpunkt des VIX-Höchstwerts. ⁵ Differenz in Prozentpunkten. Implizite 1-Monats-Volatilität gegenüber dem US-Dollar. ⁶ 17. Mai 2006 bis zum Höchstwert am 13. Juni 2006. ⁷ 27. Februar 2007 bis zum Höchstwert am 5. März 2007.

Quellen: IWF; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.1

Wechselkurse, Kennzahlen für das Verhältnis Carry/Risiko und Umsatz an den Devisenmärkten



Allgemeinen mehrere alternative, indirekte Maße verwendet. Hierzu zählen Daten über die offenen Positionen von Spekulanten in Devisenfutures, verschiedene Variablen zur Erfassung des Umsatzes an den Devisenmärkten, Stilanalysen der Erfolgsentwicklung von Hedge-Fonds sowie die BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft. Abgeglichen mit Messzahlen für die Rentabilität von Carry-Trades, weisen sie im Ergebnis alle darauf hin, dass diese Strategien für die Wechselkursentwicklungen im Berichtszeitraum eine erhebliche Rolle gespielt haben dürften.

– Offene Positionen
an Futuresmärkten

Ein weitverbreitetes Maß lässt sich aus Daten über die offenen Positionen in Devisenfutures an der Chicago Mercantile Exchange ableiten. Diese Daten unterscheiden neben Long- und Short-Positionen auch zwischen „commercial traders“ (Risikoabsicherern) und „non-commercial traders“ (Spekulanten). Die Entwicklung der offenen Nettopositionen der Spekulanten, insbesondere der offenen Netto-Short-Positionen in Yen sowie der offenen Netto-Long-Positionen in Pfund Sterling und australischen Dollar, steht in Einklang mit dem steilen Anstieg des Carry-Trade-Volumens in den Jahren 2005/06 und dessen Einbruch Ende Februar 2007, als die Wechselkurse eine erhöhte Volatilität aufwiesen (Grafik V.6). Weniger Indizien sprechen für eine Zunahme der spekulativen Netto-Short-Positionen in Schweizer Franken während des Jahres 2006. Allerdings sollten diese Schlussfolgerungen aus mehreren Gründen mit Vorsicht behandelt werden. Erstens legen Daten der 3-jährlichen BIZ-Zentralbankerhebung (Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Markets Activity) nahe, dass nur ein kleiner Teil des Devisenhandels auf die Futuresmärkte entfällt. Zweitens ist die Aufteilung der Akteure in Risikoabsicherer und Spekulanten nicht frei von Willkür. Drittens sind einige der als spekulativ eingestufteten Geschäfte möglicherweise nicht auf Carry-Trades zurückzuführen.

Daten über den Umsatz an den Devisenmärkten bestätigen die Schlussfolgerungen aus der Analyse der Futuresmärkte. Das kräftige Wachstum des Devisenumsatzes in australischen und Neuseeland-Dollar sowie einigen Währungen aufstrebender Volkswirtschaften steht in Einklang mit der Zunahme der Carry-Trade-Geschäfte mit diesen Zielwährungen im Jahresverlauf 2006 (Grafik V.7). Die hohen Gesamtumsätze nach dem starken Rückgang der Carry/Risiko-Kennzahlen scheinen die Auflösung von Carry-Trades angesichts der erhöhten Wechselkursvolatilität widerzuspiegeln. Allerdings können diese Umsatzzahlen nur indirekte Anhaltspunkte liefern, da aus ihnen weder die Art der Geschäfte noch die Beteiligten hervorgehen. Einige Hinweise auf eine steigende Aktivität in mehreren Zielwährungen und in den Finanzierungswährungen wie dem Yen oder dem Schweizer Franken liefern auch die halbjährlich durchgeführten Erhebungen an den außerbörslichen Derivatmärkten. Deren Aussagekraft unterliegt jedoch ähnlichen Vorbehalten.

– Umsatz an den Devisenmärkten

Eine alternative Methode zur Untersuchung der Rolle von Carry-Trades basiert auf der Stilanalyse eines umfangreichen Datensatzes über Renditen von Hedge-Fonds; auch sie bestätigt im Wesentlichen die Bedeutung von Carry-Trade-Strategien für einige Währungen. Die Stilanalyse beruht auf Regressionen der Renditen eines Panels von Hedge-Fonds auf Messzahlen für den Erfolg spezifischer Carry-Trade-Strategien unter Berücksichtigung der Entwicklung breit angelegter Marktindizes. Auf Daten der letzten beiden Jahre für einige hundert Hedge-Fonds angewandt, hilft diese Methode festzustellen, ob die Renditen von diesem Erfolg abhängig waren. Die Resultate zeigen, dass Carry-Trade-Strategien mit Währungen wie dem australischen Dollar oder dem brasilianischen Real die Performance verschiedener Typen von Hedge-Fonds zu einem statistisch signifikanten, wenn auch kleinen Teil erklären können. Zwar kann diese Stilanalyse nützlich sein, um die generelle Bedeutung von Carry-Trade-Strategien für Hedge-Fonds auf mittlere Sicht zu bestimmen. Aus der Analyse lässt sich jedoch nur schwer mit Exaktheit ableiten, was in Phasen erhöhter Volatilität mit diesen Anlagen geschah.

– Stilanalyse von Hedge-Fonds

Ein weniger einheitliches Bild der Bedeutung von Carry-Trades liefern die BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft. Sie können insoweit dienlich sein, als Carry-Trades zumindest teilweise mittels direkter Kreditvergabe und -aufnahme durchgeführt werden. Eine Veränderung bei den Forderungen an Gebietsansässige in Finanzzentren – im Gegensatz zu anderen Standorten – ließe sich als Indikator für eine Veränderung der Carry-Trade-Aktivitäten deuten, da dort viele Hedge-Fonds oder Eigenhandelsabteilungen ihren Sitz haben. Diese Daten zeigen für 2006 tatsächlich einen sinkenden Bestand an ausstehenden Forderungen in Yen, u.a. bei Krediten an Gebietsansässige des Vereinigten Königreichs und von Offshore-Finanzplätzen. Diese Erkenntnis scheint mit einem Rückgang der Carry-Trade-Aktivitäten mit dem Yen als Finanzierungswährung in Einklang zu stehen. Forderungen in Schweizer Franken nahmen dagegen in der ersten Jahreshälfte 2006 zu, sodass man eine steigende Bedeutung des Frankens als Finanzierungswährung vermuten könnte; indessen blieben die Forderungen an Schuldner im Vereinigten Königreich und an Offshore-Finanzplätzen relativ gering. Auch

– BIZ-Bankenstatistik

diese Aussagen sind mit Vorsicht zu deuten, da die globalen Kreditströme nicht nur auf Carry-Trade-Aktivitäten, sondern auch auf eine Vielzahl anderer Einflüsse reagieren.

Wechselkurspolitik

Erheblicher Anstieg
der offiziellen
Währungsreserven

Wie in früheren Jahren weist der erhebliche Aufbau von Währungsreserven darauf hin, dass Interventionen auch 2006 an den Devisenmärkten eine wichtige Rolle spielten. Der Anstieg der von Währungsbehörden gehaltenen Devisenreserven war mit rund \$ 850 Mrd. doppelt so hoch wie 2005 (Tabelle V.2). Die Akkumulierung spiegelte überwiegend, wenn auch nicht ausschließlich, Devisenmarktinterventionen wider, nachdem starke Zuflüsse an den inländischen

Veränderung der Währungsreserven gegenüber Vorjahr							
Mrd. US-Dollar							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Nachrichtlich: Stand Dez. 2006
	Zum jeweiligen Wechselkurs						
Insgesamt	113,2	358,7	616,8	723,2	426,1	859,8	5 034,2
Industrieländer	6,3	116,1	215,5	197,3	-23,3	99,9	1 394,9
USA	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	3,1	40,9
Euro-Raum	-10,8	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	184,0
Japan	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	874,9
Asien	76,2	174,0	263,8	363,8	250,0	396,3	2 217,5
China	46,6	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	1 066,3
Hongkong SVR	3,6	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	133,2
Indien	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	170,2
Indonesien	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	7,9	40,7
Korea	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	238,4
Malaysia	1,2	3,8	10,4	22,1	4,5	12,4	81,7
Philippinen	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	4,1	19,9
Singapur	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	20,5	135,8
Taiwan, China	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	266,1
Thailand	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	65,1
Lateinamerika ¹	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	271,0
Argentinien	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	30,4
Brasilien	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	32,0	85,6
Chile	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	19,2
Mexiko	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	75,4
Venezuela	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	28,9
Mittel- und Osteuropa ²	4,0	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	181,3
Nahe Osten ³	1,9	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	101,4
Russland	8,3	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	295,3
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Nettoölexporteur⁴</i>	<i>17,6</i>	<i>27,7</i>	<i>67,0</i>	<i>100,0</i>	<i>114,8</i>	<i>219,0</i>	<i>706,5</i>

¹ Aufgeführte Länder sowie Kolumbien und Peru. ² Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. ³ Katar, Kuwait, Libyen, Saudi-Arabien. Saudi-Arabien: ohne ausländische Wertpapiere. ⁴ Algerien, Angola, Kasachstan, Mexiko, Nigeria, Norwegen, Russland, Venezuela, Nahe Osten. Nigeria: Angaben für 2006 bis November.

Quellen: IWF; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle V.2

Kapitalmärkten, oft in Kombination mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen, zu einem Aufwertungsdruck auf die Währung geführt hatten. In US-Dollar gerechnet, dürften die Reserven auch durch Bewertungseffekte infolge großer Wechselkursschwankungen sowie durch Ertragsströme erhöht worden sein.

Neben den offiziellen Währungsreserven in den Bilanzen der Zentralbanken sind auch die von staatlichen Vermögensfonds verwalteten Währungsreserven erheblich gewachsen. In einigen Fällen wurden diese Fonds geschaffen, um die binnenwirtschaftlichen Effekte volatiler Rohstoffpreise zu neutralisieren; ihr Volumen hat daher angesichts der hohen und steigenden Rohstoffpreise zugenommen. So hat sich das Volumen des staatlichen Pensionsfonds in Norwegen, eines der transparentesten staatlichen Vermögensfonds, mit dem Anstieg der Ölpreise seit 2002 verdreifacht. Andere staatliche Vermögensfonds in Volkswirtschaften mit gesteuerten Wechselkursen haben den Zweck, Leistungsbilanzüberschüsse aufzufangen. Die anhaltende Akkumulierung von Währungsreserven und die jüngste Ankündigung, dass mit einem Teil der staatlichen Devisenreserven Chinas ein gesonderter anlageorientierter Fonds geschaffen werden soll, lassen vermuten, dass die von staatlichen Vermögensfonds verwalteten Reserven weiter wachsen werden.

Trotz des seit 2005 flexibleren Wechselkursregimes verzeichnete China nach wie vor die stärkste Reservenakkumulierung in absoluten Zahlen. Den zweithöchsten Anstieg verbuchte Russland; er war doppelt so hoch wie im Jahr 2005. Brasilien und Indien steigerten – hauptsächlich über Devisenmarktinterventionen – ihren Reserven aufbau ebenfalls kräftig.

Für manche Länder Asiens reichten Devisenmarktinterventionen nicht aus, um den Aufwärtsdruck auszugleichen, sodass einige Währungen dennoch erheblich aufwerteten (Grafik V.3). In Ergänzung zu ihren Interventionen erleichterten viele Länder, u.a. China, Indien, Korea, Malaysia und die Philippinen, auch den Abfluss von Kapital. So lockerte etwa Korea die Beschränkungen für Anlagen im Ausland und schuf Anreize für Investitionen in Wertpapieren und Immobilienvermögen anderer Länder. In China zählten zu den Maßnahmen zur Förderung von Kapitalabflüssen die Anhebung der Obergrenzen für Devisenkäufe durch Unternehmen und Privatpersonen sowie die Zulassung von Investitionen von Banken und Versicherungsgesellschaften in festverzinslichen Auslandsaktiva. Überdies wurde es qualifizierten Fondsmanagern gestattet, Finanzmittel in Fremdwährungen zu bündeln und im Ausland anzulegen. Mit der gleichen Zielsetzung verschärfte die Bank of Thailand dagegen die Kontrolle der Kapitalzuflüsse, nachdem sie mehrere andere Versuche unternommen hatte, die Aufwertung des Baht zu bremsen (Kapitel III).

Neben der rasanten Akkumulierung fanden auch Umschichtungen bei den Währungsanteilen innerhalb der Reserven und ihre potenziellen Wechselkurseffekte Beachtung. Es ist jedoch schwierig, einen handfesten Beleg dafür zu finden, dass sie Wirkung zeigten. Während des gesamten Jahres 2006 gab es mehrere Meldungen tatsächlicher oder möglicher Änderungen der Währungsanteile innerhalb von Devisenreserven. Sie deuteten zumeist auf eine Umschichtung zugunsten von Euro und Pfund Sterling und zulasten des

Wechselkurse auch durch geänderte Kapitalverkehrskontrollen beeinflusst

Umschichtung bei Währungsanteilen ohne große Wirkung

US-Dollars hin. Soweit diese Meldungen die Wechselkurse überhaupt beeinflussten, war der Effekt von kurzer Dauer, möglicherweise weil der Umfang der betroffenen Reserven im Allgemeinen nicht ins Gewicht fiel. Aggregierte Daten des IWF stützen diese Vermutung. Zwar sind diese Daten nicht vollständig, doch sie lassen für den Zeitraum 2005/06 erkennen, dass die Anteile der in US-Dollar und in Euro denominierten Währungsreserven mit zwei Dritteln bzw. einem Viertel der Gesamtreserven weitgehend stabil blieben. Die einzig nennenswerten neuen Trends in der Zusammensetzung der Reserven sind eine Erhöhung des Anteils in Pfund Sterling und ein Rückgang des Anteils in Yen. Allerdings ist anzumerken, dass nicht für alle Länder eine Aufgliederung der Reserven nach Währungen vorliegt, insbesondere nicht für China, sodass der Nutzen dieser Statistik begrenzt ist. Auch decken diese Daten staatliche Vermögensfonds nicht ab, und über die Währungsanteile in deren Portfolios ist zudem wenig bekannt.

Globale Ungleichgewichte

Globale Ungleichgewichte stabilisiert

Die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte stabilisierten sich im Jahr 2006 tendenziell etwas, doch es gab keine deutlichen Anzeichen für eine abrupte Anpassung in naher Zukunft (Kapitel II). Das US-Leistungsbilanzdefizit wuchs im Jahresverlauf 2006 im Verhältnis zum BIP weiter, nahm dann aber Anfang 2007 geringfügig ab. Der Leistungsbilanzüberschuss für den asiatischen Raum stieg im Verhältnis zum BIP insgesamt leicht an, während sich die Überschüsse der Nettoölexporteurs mit dem Ölpreisrückgang in der zweiten Jahreshälfte 2006 stabilisierten. Die Region mit der ausgeprägtesten Verschlechterung der Leistungsbilanzsalden war Mittel- und Osteuropa.

Keine nennenswerte Wirkung auf G3-Wechselkurse ...

Auf die Wechselkursbewegungen der G3 hatten die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte offenbar keinen großen Effekt. Zwar ließe sich argumentieren, dass die Trendabwertung des US-Dollars unterschwellige Bedenken der Märkte angesichts des hohen US-Leistungsbilanzdefizits widerspiegelte, doch der deutliche Wertverlust des Yen steht nicht in Einklang mit Japans Leistungsbilanzsaldo. Dies legt den Schluss nahe, dass während des Berichtszeitraums, wie bereits erörtert, Zinsdifferenzen stärker ins Gewicht fielen als längerfristige Überlegungen.

... aber auf einige weniger gehandelte Währungen

Dagegen schienen hohe Leistungsbilanzdefizite die Währungen einiger kleinerer Volkswirtschaften anfällig gegenüber einer größeren Risikoaversion zu machen, vor allem während der Phase erhöhter Volatilität im Mai und Juni 2006. Zugleich bestand eine starke negative Korrelation zwischen dem Verhältnis der Leistungsbilanzen zum BIP und dem inländischen Zinsniveau (Tabelle V.1). Insbesondere wiesen einige Länder mit Carry-Trade-Zielwährungen hohe Leistungsbilanzdefizite auf. Regressionen der Wechselkursvolatilität auf diese beiden Faktoren über die letzten sechs Jahre deuten darauf hin, dass die Zinsen wichtiger waren. Wenn dies tatsächlich der Fall war, könnte im Berichtszeitraum eine größere Anfälligkeit gegenüber einer Umkehr spekulativer Kapitalströme bestanden haben als gegenüber strukturellen Ungleichgewichten.

Es ist allerdings fraglich, ob die jüngste Erfahrung eine verlässliche Aussage darüber erlaubt, wie sich die Wechselkurse entwickeln, wenn die

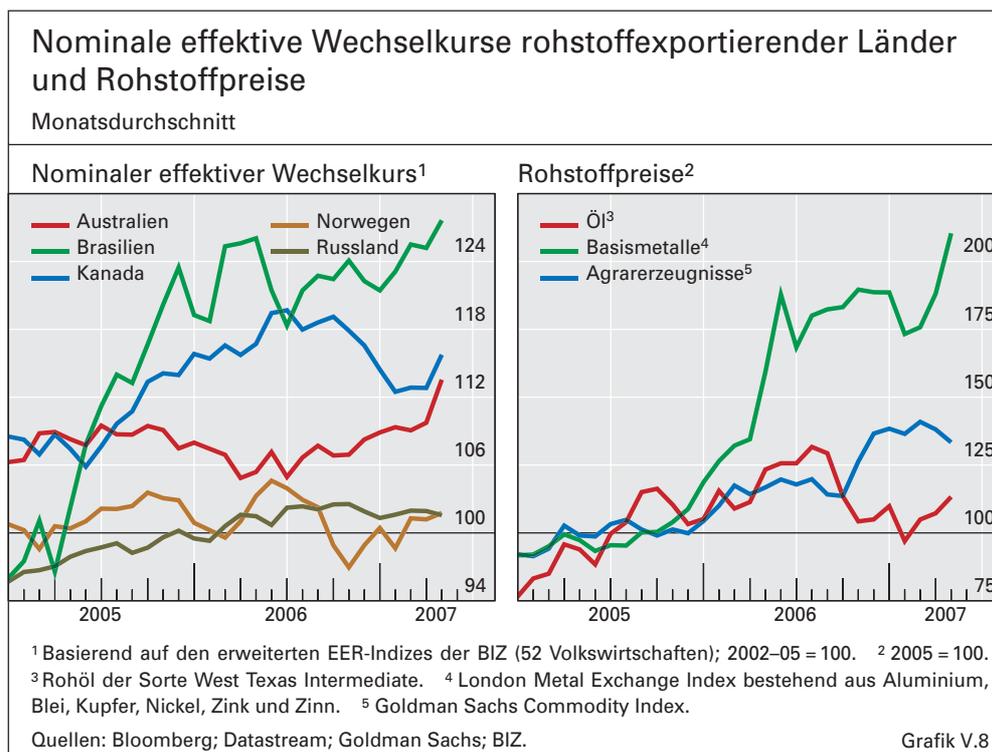
außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bestehen bleiben. Die Volatilität an den Finanzmärkten war in letzter Zeit selbst im historischen Vergleich sehr niedrig; sogar in Zeiten erhöhter Volatilität fielen die Spitzen moderat aus. Dies legt die Vermutung nahe, dass Währungen von Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten stärkeren Wechselkursschwankungen unterworfen sein könnten, wenn die Volatilität deutlicher zunimmt.

Jüngste Erfahrungen lassen nicht unbedingt auf die Zukunft schließen

Rohstoffpreise

Die Wechselkurse rohstoffexportierender Länder spiegelten im Berichtszeitraum fast ausnahmslos die Entwicklungen der betreffenden Rohstoffpreise wider, die weniger stark korrelierten als in den vergangenen Jahren. Die Wechselkurse von Energieexporteuren wie Kanada und Norwegen folgten weitgehend den Entwicklungen der Rohölpreise: Sie stiegen in der ersten Jahreshälfte 2006 und gingen in der zweiten zurück (Grafik V.8). Die Währungen beider Länder werteten in den ersten vier Monaten 2007 erneut auf, als die Ölpreise anzogen. Nach dem Rückgang der meisten Rohstoffpreise (ohne Öl) während der Marktturbulenzen vom Mai 2006 verloren die Währungen einiger anderer Rohstoffexporteure an Wert. In Ländern mit diversifizierten Rohstoffexporten, etwa Australien und Brasilien, erholten sich die Wechselkurse jedoch relativ rasch. Auch blieben sie im historischen Vergleich hoch, da das Zusammentreffen von Angebotsknappheit und starker Nachfrage viele Rohstoffpreise wieder nach oben trieb, in manchen Fällen auf neue Höchstwerte. Der russische Rubel profitierte im ersten Halbjahr 2006 von der Höhe der Ölpreise und im zweiten Halbjahr von den diversifizierten Rohstoffexporten des Landes.

Wechselkurse von Rohstoffexporteuren mit uneinheitlichen Trends



Akkumulierung von Währungsreserven und Reservenverwaltung

Veränderungen des Reservenmanagements mit potenziellem Einfluss auf die Finanzmärkte ...

Die Höhe und Konzentration offizieller Währungsreserven nach Jahren ununterbrochenen Aufbaus, insbesondere seit der Asien-Krise, haben wieder das Interesse daran geweckt, wie Entscheidungen beim Management von Reserven getroffen werden und wie sie sich auf die Finanzmärkte auswirken können. Beispielsweise gab es eine hitzige Debatte darüber, ob und inwiefern offizielle Käufe von Schuldtiteln in US-Dollar dazu beitragen, die Renditen von US-Staatsanleihen niedrig zu halten (Kapitel VI). Mit Blick auf die Zukunft stellt sich auch die Frage nach den Implikationen, die weitere deutliche Veränderungen der Zusammensetzung der Reservenaktiva – vielleicht im Zuge allgemeinerer Bestrebungen, höhere Erträge zu erzielen – für die Märkte haben könnten.

... und erheblicher Weiterentwicklung in den letzten Jahren

Die Praktiken der Reservenverwaltung haben sich seit etwa einem Jahrzehnt erheblich weiterentwickelt und spiegeln Veränderungen sowohl im wirtschaftlichen als auch im breiteren institutionellen Umfeld wider. Bei einer großen Zahl von Zentralbanken als den primär mit der Verwaltung von Währungsreserven betrauten Institutionen – und bei Weitem nicht nur jenen mit den größten Reservenportfolios – haben diese Veränderungen die Praktiken des Reservenmanagements geprägt. Einige dieser Veränderungen wurden kommentiert, andere fanden weniger Beachtung.

Vor diesem Hintergrund legt der folgende Abschnitt einige der wichtigsten Neuerungen des Reservenmanagements dar, erörtert ihre Hauptbestimmungsfaktoren und beleuchtet eine Reihe von Herausforderungen für die Zukunft – vor allem jene, die größere Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben könnten. Die Gründe für die Akkumulierung der Nettoreserven werden hier als gegeben angenommen, da sie allgemeinere politische Entscheidungen betreffen.

Die wichtigsten Trends im Reservenmanagement

Drei Haupttrends:

Bei der Verwaltung von Währungsreserven sind mindestens drei Trends besonders zu beachten. Ähnlich wie in der Geldpolitik und der Finanzaufsicht stehen sie im Zusammenhang mit den Zielen, dem Instrumentarium und der Rechenschaftspflicht der Zentralbanken. Obwohl in den einzelnen Volkswirtschaften durchaus unterschiedlich in Intensität und Tempo, sind sie ein recht verbreitetes Phänomen und betreffen erstens eine erhöhte Ertragsorientierung, zweitens deutlicher strukturierte Verfahren verbunden mit einer Stärkung der internen Führungsmechanismen und Risikomanagementsysteme sowie drittens ein höheres Maß an Offenlegung.

– vermehrte Ertragsorientierung

Die erhöhte Ertragsorientierung ist der vielleicht offenkundigste Trend und zeigt sich in vielerlei Hinsicht. In einigen Fällen wurden separate staatliche Vermögensfonds geschaffen mit dem klareren Auftrag, sich auf die Erwirtschaftung von Erträgen zu konzentrieren. Mehrere Zentralbanken haben die bestehenden Reserven in gesonderte Tranchen unterteilt, etwa ein Liquiditäts- und ein Anlageportfolio, oder externe Portfoliomanager beauftragt, um eine größere Spezialisierung des Reservenmanagements zu erreichen. Ganz allgemein haben Zentralbanken die Palette ihrer Anlageinstrumente um

Vermögenswerte wie z.B. Spreadprodukte erweitert, die entweder wegen ihrer Liquiditätsmerkmale oder wegen der geringeren Bonität eine Zusatzrendite gegenüber traditionelleren Produkten versprechen.

Die deutlicher strukturierte Entscheidungsfindung im Reservenmanagement hat drei in hohem Maße komplementäre Formen angenommen. Sie beziehen sich auf das Maß der vertikalen Abstufung und horizontalen Trennung der Managementprozesse sowie auf die unterstützenden Funktionen des Risikomanagements.

– deutlicher strukturierte Verfahren für Entscheidungsfindung und Risikomanagement

Die erste Form der Strukturierung ist die Einführung eines hierarchischer angelegten, vertikal abgestuften Rahmens, um eine geeignete Konzeption des Portfolios und deren effektive Umsetzung zu gewährleisten. Auf der strategischen Ebene werden große Anstrengungen unternommen, um das angemessene Risiko-Ertrags-Verhältnis für das Portfolio zu bestimmen („strategische Portfolioallokation“). Dies wird als Teil der übergeordneten Entscheidung in Bezug auf das akzeptable Risiko-Ertrags-Verhältnis für die Institution unter Berücksichtigung ihrer anderen Funktionen gesehen (s. unten). In den meisten Zentralbanken ist für die Definition dieses strategischen Verhältnisses nun formell die oberste Führungsebene zuständig. Die Entscheidung wird dann durch die Auswahl eines Referenzportfolios und die Festlegung von Toleranzbandbreiten ausgedrückt, innerhalb derer die tatsächliche Allokation variiert werden darf. Viele Zentralbanken haben zwischen der strategischen Portfolioallokation und dem Eingehen von Positionen durch den Portfoliomanager eine Ebene der taktischen Portfolioallokation eingeführt, um Entscheidungen zur Nutzung kürzerfristiger Marktentwicklungen zu zentralisieren.

Die zweite Form der Strukturierung besteht in einem höheren Maß an horizontaler Trennung der Aktivitäten der Reservenverwaltung innerhalb der Institution. Hiermit soll die Integrität des Prozesses gestärkt werden, nicht zuletzt durch die Begrenzung potenzieller interner Interessenkonflikte. Insbesondere werden verschiedene Aktivitäten wie Vermögensverwaltung, Leistungsmessung, Einhaltung der Anlagerichtlinien sowie Abrechnungsfunktionen generell deutlicher voneinander getrennt, sowohl in ihrer funktionalen Organisation als auch in ihren Berichtslinien.

Die dritte Form schließlich ist eine Stärkung der Risikomanagementabläufe. Dies wird als notwendiger Schritt gesehen, um eine Erweiterung der zugelassenen Anlagemöglichkeiten zu flankieren und eine diszipliniertere Herangehensweise an Investitionen einzuführen. Im Zusammenhang mit finanziellen Risiken werden die Konzeption des Referenzportfolios, die Leistungsmessung und -evaluierung, die Begrenzung von Erfüllungsrisiken und die Sicherung der Compliance durch den vermehrten Einsatz eines Instrumentariums für die Risikomessung und das Risikomanagement unterstützt. Auch gibt es einen Trend, die Handhabung operationeller Risiken stärker zu zentralisieren, und innerhalb der Institution wird ihr größere Bedeutung verliehen, indem höhere Führungsebenen damit betraut werden.

Eine verstärkte Offenlegung betrifft mehrere Aspekte des Managements von Devisenreserven. Immer mehr Zentralbanken veröffentlichen inzwischen ausführlichere Informationen über den institutionellen Rahmen, die Aktiva in den zugelassenen Anlagemöglichkeiten und die Performance. Einige Zentral-

– höheres Maß an Offenlegung

banken geben auch Auskunft über die Währungszusammensetzung ihrer Reserven. Abgesehen von der wichtigen Ausnahme Russlands sind dies im Allgemeinen jedoch nicht diejenigen Zentralbanken, die hohe Anteile an den weltweiten Reserven halten.

Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Trends

Drei wichtige treibende Kräfte:

Den obengenannten Trends beim Management von Währungsreserven durch Zentralbanken liegen mehrere entscheidende Entwicklungen im wirtschaftlichen und institutionellen Umfeld zugrunde. Die wichtigsten sind die massive Anhäufung von Währungsreserven in manchen Ländern, Fortschritte in der Finanztechnologie und der Entwicklung der Finanzmärkte sowie Veränderungen des externen Kontrollumfelds, in dem Zentralbanken tätig sind.

– massiver Aufbau von Währungsreserven

Der kräftige Aufbau von Währungsreserven in mehreren Ländern über die letzten Jahre hat das Gleichgewicht naturgemäß zu stärker ertragsorientierten Strategien verschoben und gleichzeitig die Bedeutung der Prozesse erhöht, die für das Management eines immer größeren Teils des Vermögens einer Volkswirtschaft erforderlich sind. Obwohl sich die „angemessene“ Höhe von Reserven nur schwer mit Genauigkeit bestimmen lässt, dürfte der Reservenbestand mehrerer Volkswirtschaften deutlich über den Standardmaßen für eine angemessene Kapitalausstattung liegen, die allein auf Liquiditätsüberlegungen beruhen (Tabelle V.3). Dies gilt vor allem für Volkswirtschaften, deren Akkumulierung von Reserven nicht mehr in erster Linie dem bewussten Aufbau eines Polsters zur Verteidigung ihrer Währung dient, sondern zum Nebenprodukt von Versuchen geworden ist, sich gegen die Aufwertung zu stemmen.

Währungsreserven und Kennzahlen für angemessene Höhe								
	Reserven ¹		Reserven/Importe ²		Reserven/weit gefasste Geldmenge ³		Reserven/kurzfristige Schulden ⁴	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
China	166	1 066	9	16	10	24	8	13
Japan	347	875	11	18	6	15	2	2
Taiwan, China	107	266	9	16	19	34	8	8
Russland	24	295	6	20	44	77	2	5
Korea	96	238	7	9	29	38	2	2
Übriges Asien ⁵	325	647	6	7	27	30	2	2
Lateinamerika ⁶	136	271	5	7	23	25	1	2
Naher Osten ⁷	75	178	9	8	25	30	2	2
Mittel- und Osteuropa ⁸	69	181	5	4	39	36	2	1
Industrieländer ⁹	344	334	1	1	3	2	0	0

¹ Mrd. US-Dollar. ² Importdeckung der Währungsreserven in Monaten. ³ Prozent. ⁴ Verhältniszahl; kurzfristige Auslandsverschuldung definiert als konsolidierte internationale Forderungen aller an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets mit einer Laufzeit von höchstens einem Jahr zuzüglich internationaler Schuldtitel mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr; basierend auf offenen Positionen zum Jahresende. Libyen und Saudi-Arabien: ohne internationale Wertpapiere. ⁵ Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ⁶ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁷ Ägypten, Jordanien, Katar, Kuwait, Libanon, Libyen, Oman, Saudi-Arabien, Vereinigte Arabische Emirate. ⁸ Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. ⁹ Euro-Raum, Kanada, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich.

Quellen: IWF; Datastream; BIZ. Tabelle V.3

Wichtige allgemeinere Bestimmungsfaktoren der Haupttrends im Reservenmanagement sind Fortschritte in der Finanztechnologie und der Entwicklung der Finanzmärkte. Ähnlich wie den Finanzinstituten im privaten Sektor haben Fortschritte in der Finanztechnologie den Zentralbanken das erforderliche Instrumentarium für stärker strukturierte Verfahren der Risikomessung und des Risikomanagements zur Verfügung gestellt und wohl auch dazu beigetragen, die Notwendigkeit reiner Liquiditätsbestände zu verringern. Die Entwicklung der Finanzmärkte hat die Palette von Vermögenswerten erweitert, die bei attraktiveren Renditen ein akzeptables Maß an Liquidität bieten, wie z.B. verschiedene hypothekarisch gesicherte Wertpapiere. Den Finanzmärkten verdanken die Zentralbanken auch bessere Möglichkeiten, um sich über die Bereitstellung von Sicherheiten kurzfristig Fremdwährungsmittel zu beschaffen. Außerdem haben Zentralbanken zunehmend begonnen, Derivatprodukte zu nutzen, um ihre Anlageentscheidungen zu unterstützen. Überdies könnten Derivate die Anlagemöglichkeiten künftig erweitern. So ist etwa denkbar, dass die Entstehung liquider Märkte für Credit-Default-Swaps den Zentralbanken eine effizientere Handhabung der Risiken ermöglicht, die mit dem Eintritt in die Märkte für Unternehmensanleihen verbunden sind.

– Fortschritte in Finanztechnologie und Finanzmarktentwicklung

Schließlich haben Veränderungen im externen Kontrollumfeld von Zentralbanken weitreichende und vielfältige Folgen und tragen zur Erklärung der länderübergreifenden Breite der beobachteten Trends bei. Insbesondere hat der weltweite Siegeszug der Zentralbankunabhängigkeit das Augenmerk auf Rechenschaftspflicht und Transparenz verstärkt. Dies ist einer der Beweggründe für eine verstärkte Offenlegung des Reservenmanagements und eine Stärkung der internen Führungsmechanismen. In einigen Ländern stieg damit auch der Druck, aus den Reserven höhere Erträge zu erwirtschaften. Zugleich findet die Bedeutung von Reputation und Glaubwürdigkeit für die Wirksamkeit des eigenen Handelns mehr Beachtung. Dies hat die Zentralbanken dafür sensibilisiert, dass im Hinblick auf Effektivität und Sicherheit der Aktivitäten solide Anlageprozesse sowie ein Management potenzieller Interessenkonflikte notwendig sind. Die Funktion vieler Zentralbanken als Regulierungsbehörde und normgebende Instanz für den privaten Sektor – und somit ihre Vorbildfunktion – hat hier zusätzlich eine Rolle gespielt.

– Veränderungen im externen Kontrollumfeld

Herausforderungen

Die obenbeschriebenen Haupttrends im Reservenmanagement haben die Zentralbanken vor erhebliche Herausforderungen gestellt. Manche dieser Herausforderungen haben Implikationen, die sich weitgehend auf die interne Organisation und Führung der Institution beschränken; andere können jedoch direktere Auswirkungen auf Finanzmärkte und Wechselkurse haben. Um diesen zweiten Fall zu illustrieren, werden drei Fragen näher betrachtet: die Wahl der Referenzwährung für die Konzeption des Portfolios, die Definition des angemessenen Risiko-Ertrags-Verhältnisses für die Reserven und das geeignete Maß an Offenlegung. Zu keiner dieser Fragen gibt es eine Patentlösung oder überhaupt so etwas wie eine „richtige“ Antwort. Vielmehr gilt es, einen schwierigen Kompromiss zwischen konkurrierenden Überlegungen zu

Bewältigung von Herausforderungen kann Auswirkungen auf Finanzmärkte haben

finden. Allerdings kann die Art und Weise, wie diese Fragen gelöst werden, potenziell bedeutende Auswirkungen haben.

Wahl der Referenzwährung

Von besonderer Bedeutung für die Währungszusammensetzung von Reserven ist auf strategischer Ebene die Wahl der Referenzwährung (oder des Referenzwährungskorbs), die den Anlageentscheidungen für das Portfolio zugrunde liegt. Sie braucht allerdings nicht der für die Rechnungslegung verwendeten Währung zu entsprechen. Vorausgesetzt, dass erwartete Erträge auf lange Sicht zwischen den Währungen ausgeglichen werden – eine bei Entscheidungen für die strategische Portfolioallokation gängige Annahme –, beeinflusst die Wahl der Referenzwährung die Währungsanteile innerhalb des Referenzportfolios primär durch ihren Einfluss auf die gemessene Variabilität der Erträge. Konkret verschiebt sich dann die Zusammensetzung der Reserven deutlich zugunsten von Währungen mit höherer Kovarianz gegenüber der Referenzwährung. Die Umstellung auf ein stärker strukturiertes und formalisiertes Reservenmanagement und die Verfügbarkeit komplexerer Finanzinstrumente haben die Bedeutung dieser Wahl in jüngster Zeit hervorgehoben.

Zweck der Reserven von Bedeutung

Im Prinzip setzt die Wahl der Referenzwährung eine sorgfältige Analyse der beabsichtigten Verwendungen der Reserven und des breiteren institutionellen Umfelds voraus, das die Bestimmung der Risikotoleranz des Halters der Reserven unterstützt. Als Reserven noch hauptsächlich für Interventionszwecke gehalten wurden, war die liquideste für Interventionen eingesetzte Währung, namentlich der US-Dollar, ein naheliegender Kandidat für die – weitgehend implizite – Referenzwährung. In ähnlicher Weise, als Transaktionen im Kapitalverkehr weniger wichtig waren als heute, bot sich als alternative Referenzwährung die Denominationswährung der wichtigsten Importe geradezu an. In der Folge könnten dort, wo Reserven primär der Absicherung von Auslandsschulden dienen, die Währungen, auf die diese Schulden lauten, an Bedeutung gewonnen haben.

Landeswährung vermehrt eine Option

In der jüngeren Vergangenheit lassen zwei Trends vermuten, dass die Landeswährung als Referenzwährung an Attraktivität gewinnt. Erstens könnte, besonders in Ländern, deren Reserven den Liquiditätsbedarf übersteigen und in denen das Anlagemotiv überwiegt, die inländische Währung eine bessere Orientierung dafür bieten, ob das Portfoliovermögen maximiert wird oder nicht. Zweitens könnten die Zentralbanken sensibler gegenüber Verlusten geworden sein, soweit sie als potenziell schädlich für ihre Reputation und ihre operationelle Unabhängigkeit wahrgenommen werden (s. unten), nicht zuletzt, weil sie ihre Kapitalbasis aushöhlen. In solchen Fällen würde die Relevanz des Wechselkursregimes für die Währungsallokation tendenziell steigen, sodass die Währung (bzw. der Korb) bevorzugt würde, gegenüber der (oder dem) die Landeswährung stabiler ist.

Definition des angemessenen Risiko-Ertrags-Verhältnisses ...

Die Festlegung des für den Halter der Reserven angemessenen Risiko-Ertrags-Verhältnisses ist eine besonders anspruchsvolle Aufgabe. Schon bei isolierter Betrachtung des Reservenmanagements wäre sie eine Herausforderung. Noch mehr ist sie es, wenn dieses als ein Bestandteil der Zentralbankfunktionen insgesamt gesehen wird. Wie diese Frage gelöst wird, beeinflusst die Palette der zugelassenen Anlagemöglichkeiten sowie Art und Ausmaß des aktiven Managements.

Zwar wird durch die verstärkte Anlageorientierung in der Verwaltung von Devisenreserven naturgemäß ein deutlicher auf den Ertrag ausgerichteter Vorgehen gefördert. Doch es gibt keine klaren Kriterien dafür, wie das richtige Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag auszusehen hat. Zum Teil spiegelt dies die Schwierigkeit wider, die tatsächlichen Opportunitätskosten der Finanzmittel zu schätzen. Ganz konkret sind z.B. alle Reserven „geborgt“, sei es in Landes- oder Fremdwährung, sodass die unmittelbaren Finanzierungskosten leicht zu beziffern sind. Eine Prüfung der tatsächlichen Opportunitätskosten für die Volkswirtschaft darf jedoch allgemeine Gleichgewichtsüberlegungen nicht außer Acht lassen. Hierzu gehört eine Einschätzung dessen, wie sich Wechselkurse und Zinsen in einer fiktiven Situation verhielten, in der keine Reserven akkumuliert würden. Dies wäre wiederum abhängig von den alternativen Verwendungen, die die Reserven finden könnten, etwa Infrastrukturinvestitionen oder Steuersenkungen.

... richtet sich nach Opportunitätskosten ...

Die Bündelung des Reservenmanagements mit anderen Funktionen stellt eine weitere Erschwernis dar. Aufgrund ihrer erhöhten Sensibilität gegenüber dem Reputationsrisiko sind insbesondere Zentralbanken generell auch äußerst empfindlich gegenüber den mit Anlageaktivitäten verbundenen Kredit- und operationellen Risiken, wohl weit über deren direkte Auswirkungen auf die Portfolioerträge hinaus. Zudem kann bei wachsendem Anteil der Reserven an der Zentralbankbilanz paradoxerweise die Sorge um Verluste steigen und somit die Risikotoleranz sinken, da das Potenzial beträchtlicher negativer Effekte auf das Kapital der Institution größer wird. Das Bestreben, solchen Risiken vorzubeugen, kann sich zudem darauf auswirken, wo die Funktion des Reservenmanagements innerhalb des öffentlichen Sektors angesiedelt ist. Diese Überlegungen sind z.B. ein Grund dafür, dass manche Länder, deren Reserven als so umfangreich beurteilt werden, dass sie ihren Liquiditätsbedarf übersteigen, spezielle, nicht in der Zentralbankbilanz erfasste Vermögensfonds geschaffen haben. Allerdings lässt das Beispiel Norwegens vermuten, dass diese Einschränkungen der Risikopräferenzen zum Teil sehr stark von dem spezifischen institutionellen Umfeld abhängen, in dem eine Zentralbank tätig ist. Dort nämlich verwaltet die Zentralbank sowohl den staatlichen Pensionsfonds als auch ihre eigenen Reserven weitgehend nach den gleichen Prinzipien.

... potenziellen Reputationsfolgen ...

Im Allgemeinen stellt sich die Frage, wie weit ein stärker ertragsorientiertes Reservenmanagement überhaupt vorangetrieben werden soll. An einem zunehmend globalen Markt setzt die gemeinsame Verantwortung staatlicher Instanzen für öffentliche Güter, wie etwa gut funktionierende Märkte und Finanzstabilität, dem Streben nach Erträgen Grenzen. Für Akteure des privaten Sektors ist es beispielsweise nur natürlich, auf individuelle Anreize hin nach Renditen zu streben oder sich im Falle von Turbulenzen einzuschränken und von den Märkten zurückzuziehen. In der Summe kann ein solches Verhalten, wenn es zu weit geht, jedoch zu finanzieller Instabilität beitragen.

... und anderen grundsatzpolitischen Zielen

Trotz des Trends zu mehr Transparenz ist die Frage nach dem „richtigen“ Maß der Veröffentlichung von Informationen über Währungsreserven durchaus umstritten. In der Vergangenheit betraf die Diskussion um die Offenlegung vor allem die Gesamthöhe der Reserven und die Interventionen, durch die sie verändert wurde, nicht aber ihre Struktur. Doch mit dem Wachstum der

Das optimale Maß der Offenlegung

Reserven hat sich das Augenmerk auf ihre Zusammensetzung und die Implikationen gerichtet, die deren Veränderung für die Finanzmärkte haben könnte. Dies sind Informationen, bei deren Offenlegung die Zentralbanken seit jeher zurückhaltender waren.

Trade-offs ...

Abgesehen vom externen Kontrollumfeld und unter der Gefahr einer gewissen Vereinfachung gilt das optimale Maß an Offenlegung als dasjenige, bei dem ein Ausgleich zwischen den effizienzsteigernden Effekten zusätzlicher Informationen an die Finanzmärkte einerseits und dem Verlust an taktischem Spielraum für den Reservenmanager andererseits erreicht wird. Die Meinungsunterschiede beruhen daher auf divergierenden Ansichten darüber, wie gut die Märkte funktionieren und inwieweit die Offenlegung die Fähigkeit der Behörden, ihre Ziele zu verfolgen, tatsächlich behindert.

... beeinflusst
von Faktoren wie
der Höhe der
betreffenden
Reserven

Faktoren, die die Transparenzbereitschaft von Reservenmanagern vermindern könnten, sind u.a. die Höhe der Reserven und die Art des Wechselkursregimes. Im Falle sehr hoher Währungsreserven (Tabelle V.3) ist kaum davon auszugehen, die Zentralbank sei ein kleiner Akteur an den Devisenmärkten und in Bezug auf die Instrumente, in die sie investiert. Eine noch größere Rolle für die Transparenzbereitschaft könnten taktische Überlegungen spielen, wenn Informationen über Veränderungen der Währungsanteile innerhalb der Reserven als Vorboten von Veränderungen eines gesteuerten Wechselkursregimes gedeutet würden. Informationen über die Währungsanteile könnten auch Einblick in Interventionsaktivitäten geben, indem sie helfen, die auf Bewertungseffekte zurückzuführenden Veränderungen der Höhe der Reserven ex post zu erkennen. Ganz allgemein kommen, technisch gesehen, Veränderungen der Währungsanteile innerhalb von Devisenreserven sterilisierten Interventionen durch die Behörden der Länder gleich, deren Währungen getauscht werden, und die Auswirkungen solcher Transaktionen auf die Wechselkurse werden sehr unterschiedlich beurteilt.