

Research Brief

58. Ausgabe – Mai 2023



Wie der US-Dollar als Leitwährung die Handelspolitik der USA einschränkt

von Makram Khalil und Felix Strobel

Der Handelskonflikt zwischen den USA und China in den Jahren 2018 und 2019 ließ die handelspolitische Unsicherheit steigen und führte so zu einer deutlichen Aufwertung des US-Dollars (USD). Die naheliegende Ursache dafür ist die Sonderrolle von USD-Anlagen im globalen Finanzsystem, in die sich Investoren in Zeiten hoher Unsicherheit flüchten. Die in den Jahren 2018 und 2019 so ausgelöste USD-Aufwertung ermöglichte es chinesischen Exporteuren, ihre Preise in US-Dollar zu senken. In Folge wurde die Wirkung der damals von den USA zusätzlich erhobenen Importzölle auf chinesische Produkte deutlich eingeschränkt.

In den vergangenen Jahren erschütterten einige Verwerfungen den Welthandel. In der Pandemie führten Unterbrechungen der Lieferketten vielerorts zu Engpässen. Der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine und die europäische Energiekrise deckten die Probleme einseitiger Handelsabhängigkeiten auf. In vielen Ländern nehmen deshalb Überlegungen zu, kritische Produktion ins Inland zu verlagern und Handelsbeziehungen auf verbündete Länder zu konzentrieren („onshoring“ bzw. „friendshoring“). Solch eine Entflechtung internationaler Handelsbeziehungen könnte, auch vor dem Hintergrund zunehmender geopolitischer Spannungen, neue Reibungen zwischen bisherigen Handelspartnern und damit handelspolitische Unsicherheiten auslösen. Es stellt sich daher die Frage, welche Auswirkungen ansteigende handelspolitische Unsicherheit für die betroffenen Akteure hätte.

Wie wir in einer Studie (Khalil und Strobel, 2021) für den Fall der Vereinigten Staaten zeigen, kann ansteigende handelspolitische Unsicherheit überraschenderweise die Wirksam-

keit eigener protektionistischer Handelspolitik beschränken. Das liegt daran, dass der US-Dollar, wegen seiner Sonderrolle im internationalen Finanzsystem, in unsicheren Zeiten regelmäßig global aufwertet, was die Wirkung von US-Importzöllen teilweise konterkariert.

Dieser Zusammenhang ließ sich im Handelskonflikt zwischen den USA und ihren wichtigen Handelspartnern – insbesondere China – in den Jahren 2018 und 2019 beobachten. Damals warfen die USA vielen Handelspartnern unlauteren Wettbewerb vor und erhoben vor allem auf chinesische Güter zusätzliche Importzölle. Das sollte chinesische Produkte für US-Abnehmer verteuern und den Zugang zum US-Markt erschweren. Der durchschnittliche Zollsatz auf chinesische Waren stieg in mehreren Schritten um insgesamt rund 12 Prozentpunkte an. China reagierte darauf mit Gegenzöllen. Interessanterweise wertete der US-Dollar zeitgleich deutlich auf – sowohl gegenüber dem chinesischen Yuan als auch gegenüber einem breiten Währungskorb. Das wiederum könnte

den amerikanischen Schutzzöllen entgegengewirkt haben, weil sich dadurch Importe aus China für US-Abnehmer verbiligten. Der Wirkung über den Wechselkurs schenkten viele Beobachter damals aber keine große Beachtung.

Handelspolitische Unsicherheit wertet den US-Dollar merklich auf

Um genauer zu analysieren, was der Grund für die damalige USD-Aufwertung war, schätzen wir ein strukturelles vektorautoregressives Modell. Dabei berücksichtigen wir die US-Einfuhrzölle selbst sowie weitere makroökonomische und Finanzmarktkanäle. Anders als vorherige Untersuchungen berücksichtigen wir zudem handelspolitische Unsicherheit als möglichen Einflussfaktor. Dafür verwenden wir ein etabliertes Maß von Caldara et al. (2020), das auf der relativen Häufigkeit von Artikeln zu handelspolitischer Unsicherheit in großen US-Zeitungen basiert.

Die Schätzungen legen nahe, dass die mit dem Handelskonflikt deutlich gestiegene handelspolitische Unsicherheit der wesentliche Grund für die USD-Aufwertung war. Die damalige US-Handelspolitik war von anhaltenden Auseinandersetzungen mit wichtigen Handelspartnern geprägt. Für Marktteilnehmer wurde es zunehmend schwieriger, mögliche handelspolitische Entwicklungen abzuschätzen. Eine Zerlegung der Dollarkursbewegungen gegenüber einem breiten Währungskorb in die Beiträge verschiedener Erklärungskanäle führt den Großteil der USD-Aufwertung auf handelspolitische Unsicherheits-

schocks zurück (vgl. Abbildung 1, links). Auch für die Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Yuan spielte die handelspolitische Unsicherheit laut dieser Analyse eine beachtliche Rolle (vgl. Abbildung 1, rechts). Den tatsächlich erhobenen zusätzlichen Einfuhrzöllen kam hingegen nur eine untergeordnete Bedeutung zu.

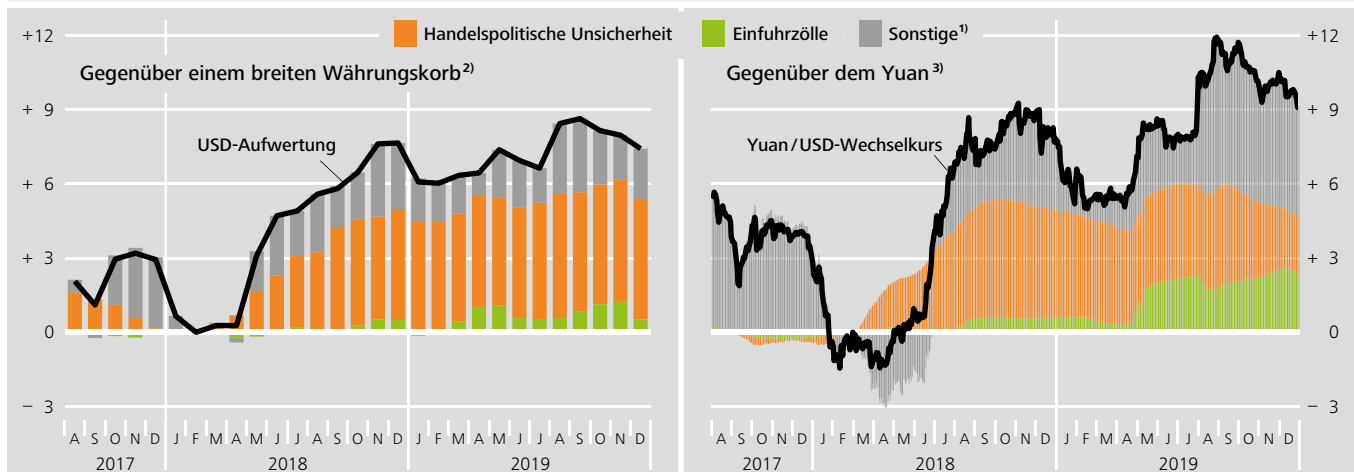
Die Rolle des US-Dollars als globale Leitwährung ist entscheidend

Dieser Befund kann dadurch erklärt werden, dass USD-denominierte Anlagen im internationalen Vergleich gemeinhin als vergleichsweise sicher gelten. Das zeigen wir in einem makroökonomischen Modell mit zwei Regionen (USA und übrige Welt) mit detaillierten Handels- und Finanzmarktverflechtungen. Die Regierungen beider Regionen können Einfuhrzölle erheben. Handelspolitische Unsicherheit wird durch eine steigende erwartete Varianz zukünftiger Zollpfade modelliert, die Rolle des US-Dollar als Leitwährung durch einen höheren Sicherheitswert entsprechender Anlagen. Eine wichtige Rolle kommt international tätigen Banken zu, die Finanzanlagen aus beiden Regionen halten. Die Schuldenaufnahme der Banken wird durch den Sicherheitswert ihrer Anlagen begrenzt (vgl. Gertler und Karadi, 2013). Bei steigender handelspolitischer Unsicherheit fallen die Finanzmarktkurse. Das Eigenkapital der Banken schrumpft, und sie müssen ihre Bilanzen verkürzen. Dem können sie entgegenwirken, indem sie ihr Portfolio in USD-denominierte Anlagen umschichten. Dies führt zu einer Aufwertung des USD.

Historische Beiträge verschiedener Schocks zum nominellen USD-Wechselkurs^{*)}

Abbildung 1

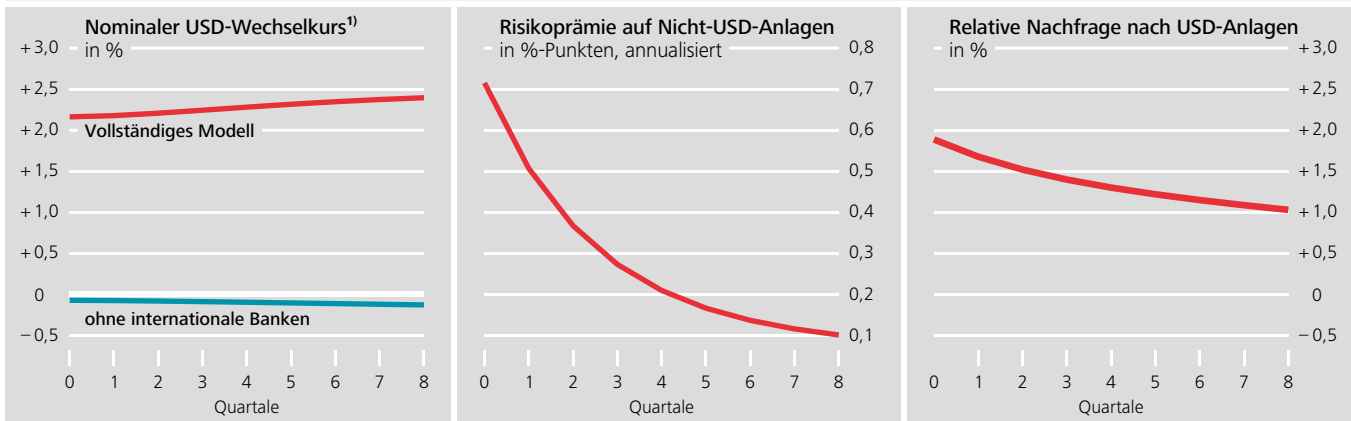
in % gegenüber (Ende) Februar 2018



* Basierend auf Khalil und Strobel (2021). **1** Sonstige umfasst die deterministische Komponente und alle strukturellen Schocks außer handelspolitischen Unsicherheitschocks und Einfuhrzöllshocks. **2** SVAR-Modell mit neun Variablen geschätzt mit Monatsdaten von Januar 1985 bis Dezember 2019. **3** SVAR-Modell mit zehn Variablen geschätzt mit Tagesdaten von 1. Januar 2014 bis 5. März 2020.

Auswirkungen eines handelspolitischen Unsicherheitsschocks im Modell^{*)}

Abbildung 2



Quelle: Eigene Berechnungen im Rahmen eines DSGE-Modells. * Veränderung nach überraschendem Anstieg der handelspolitischen Unsicherheit um drei Standardabweichungen. ¹ Ein Anstieg entspricht einer Aufwertung des US-Dollars.

Deutsche Bundesbank

Abbildung 2 zeigt in diesem Modell die Folgen, wenn die handelspolitische Unsicherheit etwa in der Stärke von März 2018 zunimmt. In der Modellsimulation steigt die relative Nachfrage nach USD-Anlagen, und Banken verlangen eine Risikoprämie auf Anlagen aus anderen Währungsräumen. Der US-Dollar wertet merklich auf. In einem Vergleichsmodell, in dem die Banken nicht bilanzbeschränkt sind, ist dieser Kanal nicht wirksam (siehe die blaue Linie im linken Panel).

Eingeschränkte Wirkung von Einfuhrzöllen in den USA

Eine Analyse mit detaillierten Außenhandelsdaten legt zudem nahe, dass chinesische Exporteure den Spielraum aus der Dollar-Aufwertung nutzten, um ihre Preise zu senken. Für in den Jahren 2018 und 2019 besonders stark von US-Einfuhrzöllen betroffene chinesische Vorleistungsgüter ergeben unsere Schätzungen, dass die Exporteure bei einer 1-prozentigen USD-Aufwertung ihre Preise in US-Dollar um rund dreiviertel Prozent senken. In Folge wurde ein großer Teil der zollbedingten Verteuerung der chinesischen Importgüter wieder wettgemacht.

Fazit

Für die USA bleibt in einem Umfeld handelspolitischer Konflikte, in dem handelspolitische Unsicherheit ansteigt, die Wirksamkeit konkreter handelspolitischer Maßnahmen wie Einfuhrzölle beschränkt. Die Rolle des US-Dollars als eine globale Leitwährung ist dabei entscheidend. Dieser bedeutende Wirkungskanal bei handelspolitischen Disputen sollte nicht unbeachtet bleiben.

Literatur

Caldara, D., M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino, und A. Raffo (2020). The economic effects of trade policy uncertainty. *Journal of Monetary Economics* 109, 38–59.

Khalil, M. und F. Strobel (2021). US trade policy and the US dollar. Deutsche Bundesbank Discussion Paper (No 49/2021).

Gertler, M. und P. Karadi (2013). QE 1 vs. 2 vs. 3... : A framework for analyzing large-scale asset purchases as a monetary policy tool. *International Journal of Central Banking* 9(1), 5–53.



Makram Khalil

Forschungsökonom,
Volkswirtschaftliche Abteilung der
Deutschen Bundesbank



Felix Strobel

Forschungsökonom,
Volkswirtschaftliche Abteilung der
Deutschen Bundesbank

Neuigkeiten aus dem Forschungszentrum

Veröffentlichungen

„Exchange Rate Risk, Banks' Currency Mismatches, and Credit Supply“ von Puriya Abbassi (Deutsche Bundesbank) und Falk Bräuning (Federal Reserve Bank of Boston) wird im *Journal of International Economics* erscheinen.

“Monetary Policy, Firms' Extensive Margin and Productivity“ von Philipp Lieberknecht und Benny Hartwig (beide Deutsche Bundesbank) wird im *International Journal of Central Banking* erscheinen.

Veranstaltungen

11. – 12. Mai 2023

“Spring Conference 2023 – Climate Change and Central Banks“, Eltville am Rhein

Haftungsausschluss:

Die hier geäußerten Ansichten spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der Deutschen Bundesbank oder des Eurosystems wider.