

Nominale und reale Wechselkursentwicklung während der Finanzkrise

In den zurückliegenden drei Jahren erfuhren sowohl die internationalen Finanzmärkte als auch die Weltwirtschaft krisenbedingte Erschütterungen. Nominale und reale Wechselkurse, die von Entwicklungen an den Finanzmärkten und realwirtschaftlichen Einflüssen gleichermaßen geprägt werden, haben die verschiedenen Krisenphasen quasi seismographisch gespiegelt. Der vorliegende Aufsatz beschreibt zum einen die Wechselkursentwicklung der wichtigsten globalen Währungen sowie währungspolitische Reaktionen auf die Krise; zum anderen versucht er, für die unterschiedlichen Krisenphasen die relevanten Einflussfaktoren zu identifizieren.

Die Finanz- und Wirtschaftskrise führte seit Mitte 2007 zu heftigen Wechselkursschwankungen, welche die Währungen bedeutender Industrieländer jedoch durchaus unterschiedlich betrafen: Während sich beispielsweise beim Euro und beim US-Dollar Phasen der Auf- und Abwertung abwechselten, gewannen der Yen und der Schweizer Franken im Ergebnis erheblich an Wert. Das Pfund Sterling notiert dagegen derzeit deutlich niedriger als noch vor Ausbruch der Finanzkrise.

Die Wechselkursentwicklung wurde während der Finanzkrise, abgesehen von den traditionellen fundamentalen Determinanten, wesentlich von der Verunsicherung der Marktteilnehmer bestimmt, die zu einer Flucht in „sichere“ Anlagen einerseits und einer Auflösung riskanter Geschäfte – wie etwa Currency Carry Trades – andererseits geführt hat. Mit Blick auf den Euro spielten seit Dezember 2009 zudem die gravierenden Haushaltsprobleme Griechenlands eine wichtige Rolle für die Kursrückgänge.

Die krisenbedingten Veränderungen im Wechselkursgefüge und bei den Preisen haben zu – teils temporären, teils persistenten – Verschiebungen der Wettbewerbspositionen der wichtigsten Währungsräume geführt. Innerhalb des Euro-Raums haben sich die Unterschiede in den Wettbewerbspositionen der einzelnen Mitgliedsländer zumeist jedoch bislang nicht wesentlich verringert.

Die mit der Finanz- und Wirtschaftskrise verbundenen Anspannungen an den Devisenmärkten haben in verschiedenen Ländern zu währungspolitischen Eingriffen wie Interventionen und Kapitalverkehrsbeschränkungen geführt. Diese sind bislang allerdings im Vergleich zu vorherigen Zeiten einer schweren globalen Rezession und erheblicher Verwerfungen an den Finanzmärkten – beispielsweise der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren – begrenzt. Dies ist durchaus als Erfolg zu werten, blieben so doch die wirtschaftliche Erholung behindernde währungspolitische Konflikte weitgehend aus.

Kursentwicklung wichtiger Währungen während der Finanzkrise

*Spannungen
am amerika-
nischen Immo-
bilienmarkt ...*

Die Spannungen am amerikanischen Hypothekenmarkt weiteten sich im Sommer 2007 auf die internationalen Finanzmärkte aus. Während die Weltkonjunktur von den Marktteilnehmern zu dieser Zeit noch insgesamt günstig eingeschätzt wurde, trübten sich die Aussichten für die US-Wirtschaft vor dem Hintergrund des weit fortgeschrittenen Konjunkturzyklus und der möglichen Belastungen durch die Krise zunehmend ein. Dies verstärkte die Erwartung hinsichtlich einer Neuausrichtung der amerikanischen Geldpolitik, woraufhin der US-Dollar gegenüber wichtigen Währungen unter Druck geriet. Tatsächlich folgten ab September 2007 mehrere Zinssenkungsschritte der amerikanischen Notenbank, die den Zinsvorteil kurzfristiger Dollaranlagen beispielsweise gegenüber entsprechenden Euro-Titeln sukzessive reduzierten und im Januar 2008 in einen Zinsnachteil umschlagen ließen. Im Frühjahr 2008 erreichte der US-Dollar in effektiver Rechnung gegenüber 21 Partnerländern einen historischen Tiefstand. Angesichts der starken Anspannungen im britischen Finanzsystem geriet in den Herbstmonaten 2007 auch das britische Pfund massiv unter Abwertungsdruck. Anders als der US-Dollar war das Pfund zuvor allerdings relativ hoch bewertet gewesen.

*... setzt zu-
nächst den US-
Dollar unter
Abgabedruck ...*

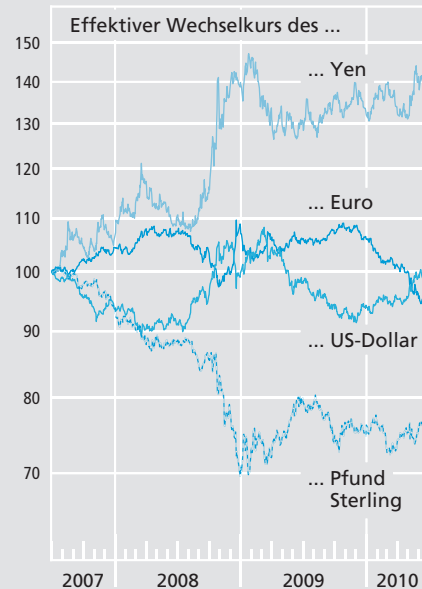
*... und belastet
in den Herbst-
monaten 2007
auch das
britische Pfund*

*Ausweitung zu
einer globalen
Finanz- und
Wirtschaftskrise
im Sommer
2008 ...*

Die Abwärtsbewegung des US-Dollar wurde Mitte Juli 2008 abrupt beendet, als sich abzeichnete, dass die Finanzkrise in einer zweiten Phase mehr und mehr auf die Realwirtschaft in sämtlichen wichtigen Währungsräu-

Effektive Wechselkurse wichtiger Währungen *)

29. Juni 2007 = 100, log. Maßstab, Tageswerte



* Berechnungen gegenüber Währungen von 21 Ländern.

Deutsche Bundesbank

men übergreifen würde. Zudem löste die Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 einen massiven weltweiten Vertrauensschock aus. Dieser hatte zur Folge, dass die Risikobereitschaft auf den Finanzmärkten erheblich zurückging und international ausgerichtete Investoren Gelder insbesondere aus Schwellenländern zurückzogen.

Von der gesunkenen Risikobereitschaft hat der US-Dollar in besonderem Maße profitiert, da Anlagen in diesem Währungsraum trotz der Tatsache, dass die USA das Epizentrum der Krise bildete, als besonders liquide und risikoarm („safe haven“) eingestuft werden. Zudem führten die Repatriierungen von Anlagen zurück in die USA und das Misstrauen der Banken untereinander – insbesondere bei grenzüberschreitenden Ausleihungen – zu

... ist mit deutlicher Erholung des US-Dollar verbunden

einer „Dollarknappheit“, der die Federal Reserve durch Swapabkommen mit mehreren anderen Zentralbanken, so auch dem Eurosystem, begegnete.

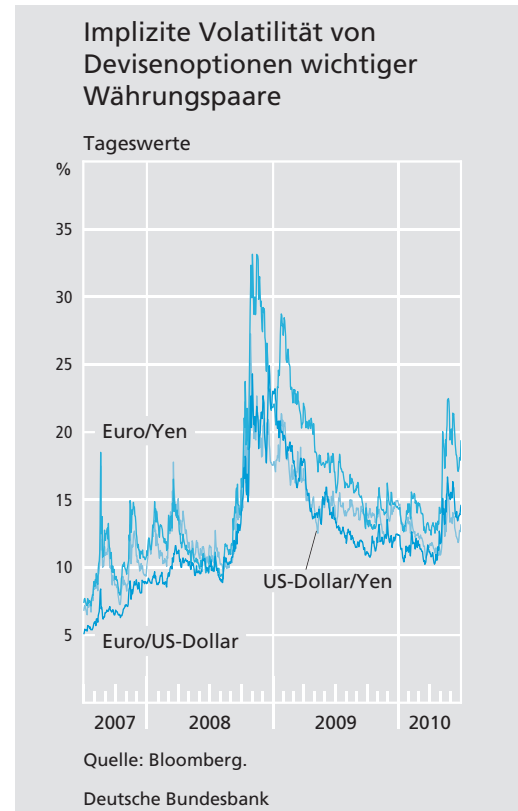
Aufgrund seiner Rolle als „sicherer Anlagehafen“ wertete sich in dieser Zeit auch der Schweizer Franken spürbar auf. Nach vorübergehenden Kurseinbußen, die auch durch Devisenmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank bedingt waren, hat der Franken seine Aufwärtsbewegung fortgesetzt – zunächst zum Teil auch trotz weiterer Interventionen.¹⁾ Der Schweizer Franken gehört zu den Währungen, die während der Krise massiv an Wert gewonnen haben.

Rückabwicklung riskanter Carry-Trade-Geschäfte stärkt den Yen, ...

Abgesehen von der nachlassenden Risikoneigung zogen die zunehmenden Spannungen auf den Finanzmärkten in dieser zweiten Phase der Krise eine ausgesprochen hohe Wechselkursvolatilität nach sich, was neben der Rückführung von Auslandsanlagen japanischer Haushalte und Unternehmen zu einer massiven Rückabwicklung von Currency Carry Trades führte und für den Yen in einer deutlichen (effektiven) Aufwertung resultierte. Im gewogenen Durchschnitt gegenüber 21 Handelspartnern gewann die japanische Währung von Ende Juli 2008 bis Ende Januar 2009 etwa 35 % an Wert, nachdem sie bereits zuvor – unter starken Schwankungen – nach oben tendiert hatte.

... dagegen Talfahrt des britischen Pfund ...

Im Gegensatz zum US-Dollar wertete sich das britische Pfund bis zum Jahresende 2008 weiter ab. Die Schwäche des Pfund Sterling war zum einen auf die große Bedeutung der Finanzindustrie für die britische Wirtschaft zu-

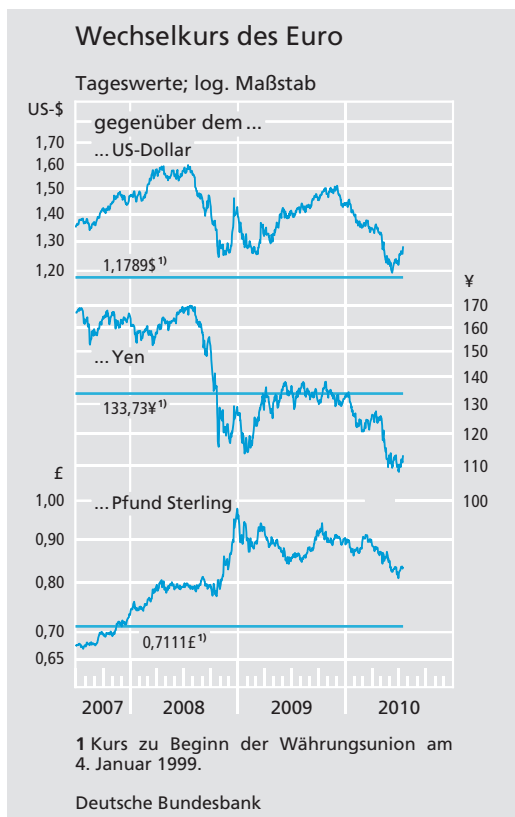


rückzuführen, deren Lage sich in den Herbstmonaten 2008 mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers weiter zuspitzte. Zum anderen haben die starken Zinssenkungen der Bank von England im November und Dezember 2008 den Abgabedruck für das britische Pfund verstärkt. Insgesamt hat das Pfund Sterling im gewogenen Durchschnitt gegenüber 21 Handelspartnern im Jahresverlauf 2008 um knapp 25 % nachgegeben.

Auch der Euro verlor im Spätsommer 2008 – nach einer langjährigen Aufwärtsbewegung und Kursgewinnen in der ersten Phase der Krise – in effektiver Rechnung gegenüber 21 Partnerländern zunächst deutlich an Wert, als sich die Konjunkturaussichten für das

... und zunächst deutliche Verluste des Euro

¹ Zur Wechselkurspolitik der Schweizerischen Nationalbank in der Krise siehe auch S. 56.



Euro-Währungsgebiet angesichts der globalen Ausweitung der Finanzkrise spürbar eintrübten. Hinter den hohen Wertverlusten standen vor allem Einbußen gegenüber dem US-Dollar und dem Yen. Die Euro-Schwäche hielt bis Oktober 2008 an, als der Euro-Dollar-Kurs auf bis zu 1,25 US-\$ und der Euro-Yen-Kurs auf bis zu 116 Yen fiel, die damit 22 % beziehungsweise 32 % unter ihren Höchstwerten vom Juli 2008 lagen.

Während sich der Euro-Yen-Kurs in der Folgezeit ohne klaren Trend in einem Band zwischen 117 Yen und 128 Yen bewegte, führte die expansive Geld- und Fiskalpolitik in den USA zu einer erneuten Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. So stieg der Euro beispielsweise Mitte Dezember nach dem Übergang der Federal Reserve zu einer „Null-

zinspolitik“ innerhalb von nur sechs Handelstagen von 1,30 US-\$ auf über 1,46 US-\$. Er notierte damit aber immer noch gut 8 % unter seinem Höchstwert vom Juli 2008. Auch gegenüber dem britischen Pfund und anderen vom Einbruch der Weltkonjunktur und des Welthandels besonders betroffenen Währungen legte der Euro in den Herbstmonaten deutlich zu. Im Ergebnis wertete sich der Euro in effektiver Rechnung im Jahresverlauf 2008 um 2 ½ % auf und erreichte Mitte Dezember seinen bislang höchsten Stand.

Effektiver Euro auf neuem Höchststand

Im zweiten Quartal 2009 führten staatliche Hilfen für den Finanzsektor, umfangreiche Konjunkturprogramme und stützende Maßnahmen der Zentralbanken in den wichtigsten Industrieländern zu einer Stabilisierung der globalen Konjunktur und einer allmählichen Erholung auf den Finanzmärkten. Auch die Wechselkursvolatilität – die üblicherweise als Maß für die Unsicherheit auf den Devisenmärkten herangezogen wird – ist im Jahresverlauf 2009 deutlich zurückgegangen, und die meisten Währungen, insbesondere die vieler ostasiatischer und einiger rohstoffexportierender Länder, konnten einen guten Teil ihrer Wertverluste wieder wettmachen. Von dieser Entwicklung war allerdings der Renminbi weitgehend abgekoppelt. So setzten die Währungsbehörden in China in der zweiten Jahreshälfte 2008 erneut eine weitgehende Dollarfixierung des Renminbi durch, nachdem sie zwischen Juli 2005 und Juli 2008 gegenüber dem US-Dollar eine tendenzielle Aufwertung zugelassen hatten. Erst seit Juni 2010 nutzt China die vorgesehene Schwankungsmarge des Renminbi wieder in etwas stärkerem Maße, was im Ergebnis zu

Allmähliche Beruhigung der Finanzmärkte im Frühjahr 2009

Zum Jahresende 2008 sprunghafter Anstieg des Euro-Dollar-Kurses

einer leichten Aufwertung der chinesischen Währung führte.

Mit der Entspannung auf den Finanzmärkten dürfte auch die Risikobereitschaft und damit das Engagement in Currency-Carry-Trade-Geschäften wieder zugenommen haben. Marktteilnehmern zufolge hat dies den US-Dollar, der aufgrund der gesunkenen US-Zinsen zunehmend als Finanzierungswährung für derartige Geschäfte eingesetzt worden ist, unter Abwertungsdruck gebracht. Am Jahresende 2009 lag er im gewogenen Durchschnitt knapp 10 % unter seinem Stand von Ende März 2009, er notierte aber immer noch 5 % über seinem Tiefstand vom März 2008. Mit der Beruhigung auf den Finanzmärkten hat sich auch das britische Pfund in den Frühjahrs- und Sommermonaten 2009 befestigt; angesichts ungünstiger Konjunkturdaten und des hohen Konsolidierungsdrucks im Vereinigten Königreich wurde ein Teil dieser Gewinne im weiteren Jahresverlauf aber wieder abgegeben.

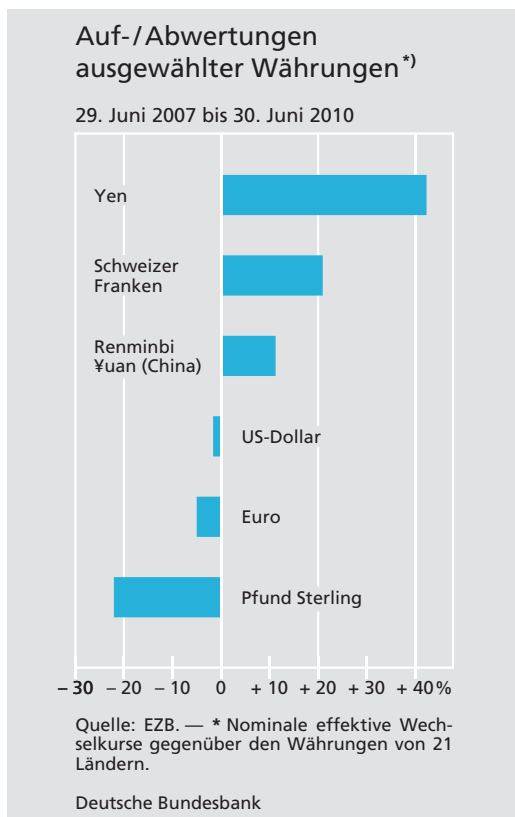
Neue Turbulenzen auf den Finanzmärkten durch Haushaltsprobleme Griechenlands

Seit Dezember 2009 wird das Geschehen auf den Devisenmärkten maßgeblich durch die Finanzkrise in Griechenland geprägt. Die drohenden Zahlungsschwierigkeiten Griechenlands und Befürchtungen von Ansteckungseffekten auf andere EWU-Länder haben im Frühjahr 2010 zu erheblichen Anspannungen an den Finanzmärkten geführt und die Volatilität auf den Devisenmärkten wieder steigen lassen. Im Mittelpunkt des Geschehens stand dabei der Euro. Im gewogenen Durchschnitt hat er von Dezember 2009 bis Ende Juni 2010 um 12 ½ % abgewertet, wobei die Werteinbußen gegenüber dem US-Dollar,

dem australischen Dollar, dem kanadischen Dollar und vielen ostasiatischen Währungen besonders hoch ausfielen. Der US-Dollar hat im neuen Jahr auch von der Bekanntgabe unerwartet starker US-Wachstumszahlen für das Abschlussquartal 2009 und dem Auslaufen geldpolitischer Sondermaßnahmen zur Liquiditätsversorgung des amerikanischen Finanzsektors profitiert. Im gewogenen Durchschnitt notierte er zur Jahresmitte 2010 rund 7 % über seinem Stand von Ende November 2009. Dabei fiel die Aufwertung gegenüber osteuropäischen Währungen – neben den Gewinnen gegenüber dem Euro (+22 ½ %) – besonders ausgeprägt aus. Auch der Yen hat seit dem Ausbruch der Schuldenkrise in Griechenland gegenüber dem Euro deutlich an Wert gewonnen (+19 ½ %); in effektiver Rechnung blieben seine Wertzuwächse mit 3 % aber vergleichsweise gering. Trotz der schwierigen Haushaltslage im Vereinigten Königreich hatte auch das britische Pfund seit Ende November spürbare Kursgewinne gegenüber dem Euro zu verzeichnen (+11 ½ %). Diese Zuwächse kontrastierten mit deutlichen Wertverlusten insbesondere gegenüber dem US-Dollar, sodass sich das britische Pfund effektiv nur um 3 % erholt hat.

In der Gesamtschau haben sich seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise somit unter anderem für den Yen und den Schweizer Franken besonders nachhaltige Verschiebungen im Wechselkursgefüge ergeben. Diese beiden Währungen lagen zur Jahresmitte 2010 in effektiver Rechnung rund 42 ½ % beziehungsweise 21 % höher als Ende Juni 2007; sie übertrafen damit auch ihre Durchschnittswerte der Vorkrisenperiode 2003 bis

Nachhaltige Verschiebungen im Wechselkursgefüge



2006 recht deutlich (20 ½ % bzw. 15 %). Ebenfalls markante Veränderungen – jedoch mit umgekehrtem Vorzeichen – verzeichnete das Pfund Sterling. Im Verlauf der Finanzkrise wertete es massiv ab; im Ergebnis notierte es Ende Juni dieses Jahres 22 % unter seinem Stand drei Jahre zuvor. Verglichen mit diesen deutlichen Wechselkurseffekten sind die Auswirkungen der Krise auf den Euro und den US-Dollar per saldo relativ gering geblieben. So hat sich der Euro zur Jahresmitte 2010 gegenüber seinem Stand drei Jahre zuvor um 5 % abgewertet; er lag damit knapp unter dem Durchschnitt der Vorkrisenperiode. Ende Juni 2010 notierte der US-Dollar nur etwa 1 ½ % unter seinem Stand von Mitte 2007, aber spürbare 10 % über dem Durchschnitt von 2003 bis 2006.

Die Auswirkungen dieser Wechselkursänderungen auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit einzelner Währungsräume werden auf den Seiten 51 fortfolgende näher betrachtet. Zuvor sollen verschiedene Einflussgrößen, von denen vermutet werden kann, dass sie wesentlich für die Wechselkursentwicklung während der Finanzkrise waren, genauer untersucht und – soweit möglich – mithilfe ökonomischer Verfahren in ihrer quantitativen Bedeutung abgeschätzt werden. Im Einzelnen handelt es sich dabei um „Safe Haven“-Flows, Carry Trades und die Schuldenkrise Griechenlands.

Wichtige Einflussgrößen der Wechselkursentwicklung während der Finanzkrise

Nachdem sich die Krise am amerikanischen Hypothekenmarkt bis zum Sommer 2008 zu einer globalen Finanzkrise ausgebreitet und sich die Konjunkturaussichten weltweit entsprechend eingetrübt hatten, konnte häufig festgestellt werden, dass sich der US-Dollar mit der Bekanntgabe negativer Wirtschaftsdaten diesseits und jenseits des Atlantiks tendenziell aufwertete. Dabei haben bemerkenswerterweise zum Teil auch negative Wirtschaftsnachrichten aus den USA den US-Dollar gestärkt. Diese zunächst widersprüchlich anmutende Entwicklung wurde in der Presse wiederholt als Ergebnis von Portfolioumschichtungen internationaler Investoren interpretiert, die im Zuge der steigenden Unsicherheit auf den Finanzmärkten verstärkt in

*Die Rolle des
US-Dollar als
„sicherer
Hafen“*

sichere und liquide Anlagen im Dollar-Raum „flüchteten“. ²⁾

Unter der Voraussetzung, dass sich eine erhöhte Unsicherheit an den Finanzmärkten in einem Anstieg der Aktienmarktvolatilität widerspiegelt, kann ein möglicher Zusammenhang zwischen verschiedenen bilateralen Wechselkursen des US-Dollar und der impliziten Volatilität des Standard & Poor's 500 Aktienindex Aufschluss über die Rolle des US-Dollar als „Safe Haven“-Währung geben (vgl. Erläuterungen auf S. 48). Regressiert man zu diesem Zweck die Veränderung des US-Dollar-Wechselkurses gegenüber dem Euro und dem Pfund Sterling auf die Veränderung dieses Unsicherheitsmaßes, zeigt sich für die Zeit ab Juli 2008, in der „Safe Haven“-Überlegungen eine wichtige Rolle gespielt haben sollen, tatsächlich ein statistisch signifikanter Zusammenhang. Im Einklang mit der „Safe Haven“-Hypothese ist demnach ein Anstieg der Aktienmarktvolatilität mit einer Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro und dem britischen Pfund verbunden.

Neben dem Euro und dem Pfund Sterling wurde auch der Yen in die Analyse einbezogen, der durch seine Eigenschaft als Finanzierungswährung für Carry Trades ein differenzierteres Bild ermöglicht. ³⁾ Dabei ergibt sich für den Dollar-Yen-Kurs ein umgekehrter Wirkungszusammenhang. So gerät der US-Dollar gegenüber dem Yen mit steigender Aktienmarktvolatilität unter Abwertungsdruck. Im Yen-Dollar-Markt wird offensichtlich die Suche nach sicheren Anlagen durch einen anderen Effekt überkompensiert. Denn vor der Zuspitzung der Finanzkrise im Spätsom-

mer 2008 hatten internationale Investoren Anlagen im niedrig verzinsten Yen finanziert. Die Verminderung des resultierenden Exposures als Reaktion auf die krisenbedingte Unsicherheit an den Märkten brachte den Yen tendenziell unter Aufwertungsdruck. Dieser Effekt, der häufig mit der Auflösung von Carry Trades in Verbindung gebracht wurde, soll im folgenden Abschnitt näher beleuchtet werden.

Bei einem Currency Carry Trade werden Finanzmittel in einer niedrig verzinsten Währung aufgenommen und in einer höher verzinsten Währung angelegt. ⁴⁾ Dabei wird auf die Absicherung der offenen Devisenposition, etwa über ein Termingeschäft, bewusst verzichtet. Die Rendite eines Carry Trade setzt sich somit aus der sicheren Zinsdifferenz und der unsicheren, tatsächlich eingetretenen Wechselkursänderung zusammen. Ein Carry Trade ist mit Verlusten verbunden, wenn der Zinsvorteil durch Kursverluste der hoch verzinslichen Anlagewährung überkompensiert wird. Ist hingegen (ex post) die ungedeckte Zinsparität erfüllt, wird der Zinsgewinn durch

Die Currency-Carry-Trade-Strategie

² Eine detaillierte Analyse gibt M. Fratzscher (2009), What explains global exchange rate movements during the financial crisis?, ECB Working Paper Nr. 1060.

³ C. Christiansen, A. Rinaldo und P. Söderlind (2009), The time-varying systematic risk of carry trade strategies, CEPR Discussion Paper Nr. 7345, zeigen, dass in Zeiten steigender Finanzmarktrisiken die Profitabilität von Currency Carry Trades sinkt. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass mit steigender Unsicherheit Carry Trades aufgelöst werden und die Nachfrage nach Yen steigt.

⁴ Carry Trades haben auch Eingang in die wirtschaftswissenschaftliche Literatur gefunden. Vgl. die Beiträge von: M. Brunnermeier, S. Nagel und L. Pedersen (2008), Carry trades and currency crashes, NBER Macroeconomics Annual 2008, S. 313–347, C. Burnside, M. Eichenbaum, I. Kleshchelski und S. Rebelo (2006), The returns to currency speculation, NBER Working Paper Nr. 12489, R. Clarida, J. Davis und N. Pedersen (2009), Currency carry trade regimes: beyond the Fama regression, NBER Working Paper Nr. 15523.

Determinanten der Wechselkursentwicklung während der Finanzkrise: ökonometrische Untersuchungen

Die Rolle des US-Dollar als „Safe Haven“-Währung

Um die Rolle des US-Dollar als „Safe Haven“-Währung zu überprüfen, wird die prozentuale Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro, dem Pfund Sterling und dem Yen auf die Veränderung des Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) regressiert. Der Indikator ist konstruiert als implizite Volatilität des Standard & Poor's Aktienindex (30 Tage) und soll als Maß für das globale Investorenrisiko die Unsicherheit während der Finanzkrise abbilden. Um für die allgemeine Entwicklung auf den Devisenmärkten zu kontrollieren, wird als weiterer Regressor die Veränderung der Zinsdifferenz zwischen den Währungen (Euribor bzw. Libor, Dreimonatssätze) berücksichtigt. Daraus ergibt sich der Schätzansatz

$$\Delta s_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta(i_t^{US} - i_t^*) + \beta_2 \Delta VIX_t + u_t, \quad (1)$$

wobei i_t^* die Euribor- beziehungsweise Libor-Sätze von Euro, Pfund Sterling oder Yen bezeichnet. Der Schätzzeitraum beginnt Mitte Juli 2008, als der effektive Wechselkurs des US-Dollar in einen Aufwärtstrend einschwenkte und die Unsicherheit an den Devisenmärkten deutlich zunahm. In nachstehender Tabelle sind die Schätzergebnisse zusammengefasst.

Schätzergebnisse zur „Safe Haven“-Hypothese

Tagesdaten vom 15. Juli 2008 bis zum 30. Juni 2010

Koeffizient	US-Dollar/Euro	US-Dollar/Pfund	US-Dollar/Yen
β_0	0,05 (1,21)	0,05 (1,16)	-0,03 (0,91)
β_1	0,21 (0,12)	0,69 (0,65)	1,91 (1,77)*
β_2	0,07 (5,89)***	0,08 (4,06)***	-0,07 (3,57)***
R^2	0,06	0,06	0,06

Hinweise: Kleinst-Quadrate-Schätzung mit Newey-West-Korrektur; * (***) bedeutet statistische Signifikanz auf dem 10%- bzw. 1%-Niveau. US-Dollar-Kurse in Mengennotierung (Einheiten der Fremdwährung pro US-Dollar).

Während die Koeffizienten β_0 und β_1 statistisch auf dem 5%-Niveau nicht signifikant sind, scheint der Wechselkurs auf Volatilitätsschocks in der erwarteten Weise zu reagieren. Der β_2 -Koeffizient hat sowohl für den Euro als auch für das Pfund Sterling ein positives Vorzeichen und ist statistisch signifikant. Die Wertentwicklung beider Währungen könnte also durchaus von „Safe Haven“-Überlegungen beeinflusst worden sein. Im Falle des Yen ist das Vorzeichen jedoch negativ. Ein Anstieg des Risikos bewirkt damit tendenziell eine Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar. Möglicherweise wird hier die Suche nach sicheren Anlagen durch die Vermin-

1 Wie im Haupttext näher erläutert, werden Carry Trades statistisch nicht erfasst, sodass eine direkte Untersuchung ihres Einflusses nicht möglich ist. Stattdessen wird das Carry-to-Risk-Ratio betrachtet, das ein Maß für die Vorteilhaftigkeit von Carry Trades ist und damit als Indikator für den Umfang derartiger Aktivitäten angesehen werden

derung des Exposures aus sogenannten Carry Trades, die typischerweise in niedrig verzinslichen Währungen wie dem Yen finanziert werden, überkompensiert. Diese Reaktion auf die krisenbedingte Unsicherheit an den Finanzmärkten in internationalen Portfolios soll im Folgenden untersucht werden.

Die Bedeutung von Carry Trades für die Wechselkursentwicklung

Die Carry-Trade-Argumentation wurde in der Presse insbesondere für die Beschreibung der Entwicklung des Yen als Finanzierungswährung vorgebracht, fand aber auch immer wieder bei der Erörterung von hoch verzinslichen Anlagewährungen wie dem australischen Dollar Anwendung. Die folgende Analyse greift deshalb exemplarisch die Wechselkursrelationen Euro/Yen, US-Dollar/Yen, US-Dollar/australischer Dollar sowie Yen/australischer Dollar heraus. Durch Bildung erster Differenzen ergeben sich tägliche prozentuale Auf- beziehungsweise Abwertungen, die der Veränderung des Carry-to-Risk-Ratio (CtR) gegenübergestellt werden, wobei letzteres definiert ist als Verhältnis von Zinsdifferenz zu Wechselkursrisiko.¹⁾ Unter der Annahme statischer Wechselkurserwartungen spiegelt das CtR die erwartete standardisierte Rendite von Carry Trades wider und ist ein risikokorrigiertes Maß für ihre Vorteilhaftigkeit gegenüber anderen Anlageformen.²⁾ Wenn Carry Trades tatsächlich zunächst eine Aufwertung der höher verzinslichen gegenüber der niedrig verzinslichen Währung bewirkt haben, und sich dieser Prozess nach Beginn der Finanzkrise umkehrte, sollte die Wechselkursveränderung positiv mit der Veränderung des CtR korreliert sein. In der Schätzgleichung

$$\Delta s_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta CtR_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

ist dann β_1 signifikant positiv, wobei Δs_t die prozentuale Aufwertung der höher verzinslichen Währung und ΔCtR_t die Veränderung des CtR bedeuten. Der Schätzung liegen Tagesdaten von Anfang 2004 bis Mitte 2010 zugrunde. Das CtR wurde berechnet aus LIBOR-Raten (drei Monate) für Yen, US-Dollar und australischem Dollar beziehungsweise Dreimonats-EURIBOR-Raten für den Euro und den jeweiligen impliziten Volatilitäten von Devisenoptionen mit einer Laufzeit von drei Monaten. Aufgrund der Heteroskedastizität von hochfrequenten Wechselkursdaten wurde in der Kleinst-Quadrate-Schätzung die Newey-West-Korrektur vorgenommen. Die Ergebnisse sind in nachfolgender Tabelle dargestellt.

Für alle Währungspaare ergibt sich ein statistisch signifikanter β_1 -Koeffizient mit dem erwarteten positiven Vorzeichen. Eine Erhöhung des Zinsvorteils geht also mit einer Aufwer-

kann. — 2 Bei Vernachlässigung des Wechselkursrisikos wäre eine positive Korrelation zwischen der Wechselkursänderung und der Veränderung der Zinsdifferenz durchaus auch als anfängliche Wechselkursreaktion im Sinne der Zinsparitätentheorie, die die gleichgewichtige Wechselkursänderungserwartung generiert, zu interpretieren. —

Schätzergebnisse zur „Carry Trade“-Hypothese

Tagesdaten vom 2. Januar 2004 bis zum 30. Juni 2010

Währungspaar	β_0	β_1	R^2
Euro/Yen			
2.1.2004–15.7.2008	0,0002 (1,14)	0,20 (11,85)***	0,15
16.7.2008–30.6.2010	- 0,0003 (0,60)	0,79 (6,94)***	0,18
US-Dollar/Yen			
2.1.2004–15.7.2008	- 0,00002 (0,17)	0,18 (9,03)***	0,18
16.7.2008–30.6.2010	- 0,0001 (0,44)	0,67 (5,88)***	0,21
US-Dollar/aus.Dollar			
2.1.2004–15.7.2008	0,002 (1,13)	0,42 (6,53)***	0,09
16.7.2008–30.6.2010	0,00001 (0,03)	0,62 (6,84)***	0,14
Yen/aus.Dollar			
2.1.2004–15.7.2008	0,0002 (0,99)	0,07 (5,13)***	0,05
16.7.2008–30.6.2010	- 0,00003 (0,05)	0,83 (6,71)***	0,20

Hinweise: Kleinst-Quadrate-Schätzung mit Newey-West-Korrektur; *** bedeutet statistische Signifikanz auf dem 1%-Niveau.

tung einher, während eine Zunahme des Wechselkursrisikos die höher verzinsliche Währung abwerten lässt. Darüber hinaus deutet ein R^2 von 0,05 bis 0,21 auf einen für Tagesdaten zum Teil hohen Erklärungsgehalt hin. Neben der Identifikation eines ökonomischen Zusammenhangs zwischen den beiden Variablen ist die Auswirkung der Finanzkrise auf die Carry-Trade-Mechanik von Interesse. Deshalb wurde bei der Schätzung der Datensatz in zwei Teilperioden aufgeteilt. Wie im vorangegangenen Abschnitt erläutert, nahmen die krisenbedingten Veränderungen auf den Devisenmärkten Mitte Juli 2008 ihren Anfang. Der 15. Juli 2008 teilt deshalb den Datensatz in eine Vorkrisenperiode und eine Krisenperiode. Der deutliche Anstieg des β_1 -Koeffizienten für alle Währungsrelationen weist auf eine zunehmende Reagibilität der Wechselkurse auf Veränderungen des Ctr hin. Dies ist mit der Beobachtung vereinbar, dass die Wertverluste zum Beispiel des Yen gegenüber dem Euro von 2004 bis Mitte 2008 innerhalb eines halben Jahres korrigiert wurden.

Der Einfluss der Schuldenkrise Griechenlands auf den Euro-Wechselkurs

Um den Einfluss der Schuldenkrise Griechenlands auf den Euro zu überprüfen, wird die Wechselkursänderung des Euro gegenüber dem US-Dollar auf die Veränderung der Differenz zwischen Renditen griechischer Staatsanleihen und Bundesanleihen regressiert. Um für die allgemeine Entwicklung auf den Devisenmärkten zu kontrollieren, wird als weiterer Regressor zum einen der oben vorgestellte VIX berücksichtigt. Zum anderen geht die Veränderung der Zinsdifferenz zwi-

3 Zum einen sind Lags höherer Ordnung statistisch insignifikant. Zum anderen wurde die Gleichung erneut ohne Konstante geschätzt mit dem Ergebnis, dass die Koeffizienten im Wesentlichen unverändert blieben. — 4 Tatsächlich hat sich der Spread seit dem 22. Oktober 2009 um 2¾ Prozentpunkte erhöht (Stand: 9. April 2010), was unter

schen Euro und US-Dollar (Euribor bzw. Libor, Dreimonatssätze) als weitere Kontrollvariable in die Gleichung ein, die als Proxy für devisenmarktrelevante News verwendet wird. Daraus ergibt sich der Schätzansatz

$$\Delta s_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta(i_t^{US} - i_t^{EUR}) + \beta_2 \Delta VIX_t + \beta_3 \Delta SPREAD_t + u_t, \quad (3)$$

der eine Erweiterung von Gleichung (1) darstellt.

Der Schätzung liegen Tagesdaten vom 22. Oktober 2009, an dem die neue griechische Regierung das revidierte Haushaltsdefizit bekanntgab, bis zum 9. April 2010, dem Tag vor der Verabschiedung des EU/IWF-Rettungspakets für Griechenland, zugrunde. In folgender Tabelle sind die Schätzergebnisse zusammengefasst.

Schätzergebnisse für die „Griechenland“-Hypothese

Tagesdaten vom 22. Oktober 2009 bis zum 9. April 2010

Koeffizient	Euro/US-Dollar
β_0	- 0,03 (0,57)
β_1	- 46,14 (2,82)***
β_2	- 0,08 (2,05)**
β_3	- 0,80 (2,78)***
R^2	0,14

Hinweise: Kleinst-Quadrate-Schätzung mit Newey-West-Korrektur; ** und *** bedeuten statistische Signifikanz auf dem 5%- bzw. 1%-Niveau. Euro-Dollar-Kurs in Mengennotierung (US-Dollar pro Euro), was im Vergleich mit den Ergebnissen in der ersten Tabelle andere Vorzeichen der Koeffizienten impliziert.

Während der Koeffizient β_0 statistisch nicht signifikant ist, reagiert der Wechselkurs sowohl auf Zinsveränderungen als auch – wie oben bereits gezeigt – auf „Safe Haven“-Flows. Der β_2 -Koeffizient hat das erwartete Vorzeichen und ist statistisch signifikant. Darüber hinaus ist ein signifikanter Einfluss des Spreads griechischer Staatsanleihen festzustellen. Unter der Annahme linear unabhängiger Regressoren kann der β_3 -Koeffizient so interpretiert werden, dass der Euro gegenüber dem US-Dollar um 0,8% fällt, wenn sich der Spread um einen Prozentpunkt ausweitet.³⁾ Damit ist der Einfluss durchaus auch als ökonomisch signifikant zu bezeichnen.⁴⁾ Schätzungen über einen längeren Zeitraum zeigen allerdings, dass der Effekt insbesondere nach dem Rettungspaket für Griechenland im April und nochmals nach dem Start des Securities Market Programme der EZB Anfang Mai weiter langsam abzuklingen scheint.⁵⁾

den getroffenen Annahmen eine Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar von gut 2% (oder 3 Cent) bewirkt. Insgesamt ist der Euro-Dollar-Kurs seit dem 22. Oktober um 16 Cent gefallen. — 5 So weisen Schätzungen bis zum 7. Mai 2010 einen niedrigeren, aber weiterhin signifikanten Koeffizienten β_3 von - 0,18 aus.

einen Verlust aus der Abwertung der hoch verzinsten Währung genau ausgeglichen; auch in diesem Fall wäre eine Carry-Trade-Strategie schon aufgrund der Transaktionskosten nicht sinnvoll. Sieht man von Transaktionskosten ab, ist eine Carry-Trade-Strategie in jedem Fall dann profitabel, wenn der Wechselkurs unverändert bleibt. Unter diesen Umständen, entspricht die Rendite des Carry Trades genau der Zinsdifferenz. Wertet sich die hoch verzinsten Währung dagegen auf, lohnt sich das Geschäft sogar doppelt: erstens durch den Zinsvorteil und zweitens durch den Kursgewinn der hoch verzinsten Währung.

Mögliche Rückwirkungen von Carry-Trade-Strategien auf den Wechselkurs

Carry Trades könnten die Wechselkursentwicklung insofern beeinflussen, als der Umtausch von Geldmitteln, die in einer niedrig verzinsten Währung aufgenommen worden sind, in eine höher verzinsten Währung letztere tendenziell stärken müsste. Zudem kann die Beobachtung einer tendenziellen Aufwertung einer ohnehin schon höher verzinsten Währung weitere Investoren anlocken (Herdentrieb). Umgekehrt wirkt die Auflösung eines Carry Trades in Richtung auf eine Abwertung der höher verzinsten Währung. Dies könnte weitere Investoren zu einem Rückzug aus der betreffenden Währung veranlassen.

Unvollständige Datenlage

Die in der zweiten Jahreshälfte 2008 aufgetretene deutliche Aufwertung des Yen – insbesondere gegenüber den Hochzinswahrungen australischer und neuseeländischer Dollar – hat viele Marktbeobachter vermuten lassen, dass internationale Investoren im Zuge der gestiegenen Volatilität auf den Devisenmärkten verstärkt ihre Carry-Trade-Positionen auflösten. Eine Quantifizierung des Einflusses

dieser Anlagestrategien auf den Wechselkurs ist jedoch angesichts der unzureichenden Datenlage über das Verhalten wichtiger Akteure wie Hedgefonds schwierig.⁵⁾ Darüber hinaus werden Carry Trades mit verschiedenen Instrumenten durchgeführt, weshalb sie unter den internationalen Finanztransaktionen – wie sie beispielsweise in der Zahlungsbilanz erfasst werden – schwer zu identifizieren sind.

Daher soll hier zur Identifizierung des Einflusses von Carry-Trade-Strategien auf die beobachtbare Wechselkursentwicklung ein anderer Ansatz verfolgt werden. So kann das sogenannte Carry-to-Risk-Ratio (CtR), definiert als Verhältnis zwischen Zinsdifferenz und Wechselkursrisiko, als Indikator für die Vorteilhaftigkeit von Carry Trades eventuell einen Hinweis auf die quantitative Bedeutung von Carry Trades für die Wechselkursentwicklung geben. Nimmt man nämlich an, dass mit zunehmender Vorteilhaftigkeit auch der Umfang dieser Geschäfte steigt, kann ein möglicher Effekt von Carry Trades auf die Wechselkursentwicklung empirisch untersucht werden (vgl. Erläuterungen auf S. 48f.). Tatsächlich zeigt sich, dass Wechselkurs- und CtR-Veränderungen ausgewählter Währungen positiv korreliert sind. Die Beziehung zwischen beiden Variablen hat nach dem Ausbruch der Finanzkrise offensichtlich noch an Intensität hinzugewonnen. Der Aufbau von Carry-Trade-Positionen sowie ihre spätere Rückabwicklung könnten also durchaus eine Erklärung für die Wechselkursentwicklung

Carry-to-Risk-Ratio als Indikator für Umfang von Carry Trades

⁵ Vgl.: G. Galati, A. Heath und P. McGuire (2007), Evidence of carry trade activity, BIS Quarterly Review, September, S. 27–41.

*Verschuldungs-
krise in
Griechenland*

seit Mitte des Jahrzehnts, besonders aber auch seit Beginn der Finanzkrise sein.

Der seit Dezember 2009 zu beobachtende Kursrückgang des Euro wird von Marktbeobachtern unter anderem auf die von Griechenland ausgehende Schuldenkrise zurückgeführt. Auslöser war, dass die neue griechische Regierung am 22. Oktober 2009 das (erwartete) Haushaltsdefizit für 2009 drastisch nach oben korrigierte. Bedenken an den Finanzmärkten, Griechenland könne auslaufende Schuldtitel möglicherweise nicht refinanzieren, führten zu stark steigenden Risikoprämien auf griechische Staatsanleihen.

Im Zuge der Verschärfung der Finanzkrise nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers hatte es zwar bereits in der Zeit von Oktober 2008 bis März 2009 einen spürbaren Anstieg der Spreads innerhalb des Euro-Raums gegeben, die sich anschließend aber wieder zurückbildeten. Die Zuspitzung der Schuldenkrise im laufenden Jahr hat dann zu einer noch nie dagewesenen Spreizung der EWU-Renditen geführt. So rentierten griechische Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit im Maximum mit fast 13 % (1 000 Basispunkte über Bundesanleihen vergleichbarer Laufzeit).

Ein Einfluss dieser Ereignisse auf die (bilateralen) Wechselkurse des Euro resultiert dabei aus der Befürchtung, dass ein Wertverlust griechischer Staatsanleihen erneut europäische Banken in Bedrängnis bringen und das Finanzsystem destabilisieren könnte. Daneben verstärken die hohen Zinsaufschläge einiger EWU-Länder mit – in den Augen der

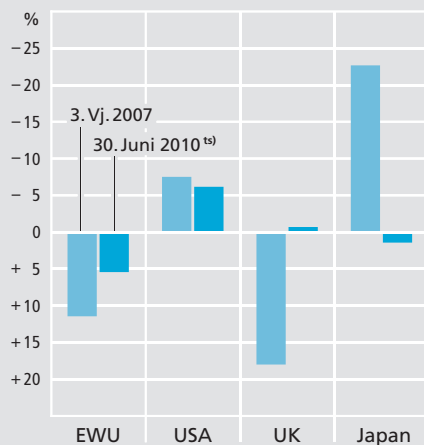
Marktbeobachter – ähnlich gelagerten fiskalischen Herausforderungen die Gefahr von Ansteckungseffekten. Dies dürfte insgesamt zu einer Zurückhaltung bei Anlagen im Euro-Raum geführt und den Euro erheblich belastet haben.

Eine empirische Untersuchung zeigt, dass die Zinsaufschläge griechischer Anleihen durchaus einen systematischen Einfluss auf den Euro-Dollar-Kurs hatten (vgl. Erläuterungen auf S. 49). Tatsächlich fällt der Euro gegenüber dem US-Dollar, wenn sich der entsprechende Anleihsread ausweitet. Die Schuldenproblematik Griechenlands hat sich offenkundig in einem ungünstigeren „Sentiment“ gegenüber dem Euro niedergeschlagen, auch wenn dieser Effekt zuletzt wieder nachzulassen scheint.

Reale Wechselkurse und preisliche Wettbewerbsfähigkeit

Die Finanzkrise hat nicht nur zu starken Veränderungen der nominalen Wechselkurse geführt, sie hat auch einen erheblichen Einfluss auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit vieler Währungsräume. Während sich die Verschiebungen in einigen Volkswirtschaften inzwischen teilweise wieder zurückgebildet haben, ist in anderen eine nachhaltige Korrektur festzustellen. Als Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit dienen üblicherweise reale effektive Wechselkurse, die neben der gewichteten nominalen Kursentwicklung gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner auch die entsprechenden Inflationsdifferenzen berücksichtigen. Die Finanz-

Preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt^{*)}



* Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber 19 Ländern (EWU: gegenüber 12 Ländern) im Vergleich zum Durchschnitt seit 1975 (EWU: seit 1980) auf Basis von Deflatoren des Gesamtabsatzes (EWU: auf Basis von BIP-Deflatoren). Skala invertiert: Ein negativer Wert kennzeichnet eine günstigere Wettbewerbsfähigkeit.

Deutsche Bundesbank

krise und die sich daraus entwickelnde Rezession in weiten Teilen der Welt hatte einen markanten Rückgang der Preissteigerungsraten auf den Güter- und Vermögensmärkten zur Folge; es waren aber vor allem die oben beschriebenen, heftigen nominalen Wechselkursschwankungen, die die preisliche Wettbewerbsfähigkeit maßgeblich beeinflussten.

Preisliche Wettbewerbsfähigkeit in den USA günstiger als im langfristigen Durchschnitt

Im Vergleich mit ihrem langfristigen Durchschnitt⁶⁾ stellt sich die Wettbewerbsposition der USA aktuell trotz der jüngsten Aufwertung des US-Dollar als vergleichsweise günstig dar; zur Jahresmitte 2010 schneidet die US-Wirtschaft rund 6 % besser als im Durchschnitt seit 1975 ab. Per saldo hat sich die Wettbewerbsfähigkeit der USA damit im Vergleich zum Beginn der Krise im dritten Quartal 2007 nur leicht (um 1 1/2 %) verschlechtert.

Vorübergehend ist es allerdings zu erheblichen Schwankungen des Indikators gekommen.

Im Falle Japans und des Vereinigten Königreichs waren die Auswirkungen der Krise auf ihren realen effektiven Wechselkurs weit nachhaltiger. Zurzeit weisen beide Staaten, verglichen mit dem jeweiligen langfristigen Durchschnitt, annähernd ausgeglichene Wettbewerbspositionen auf. Die Ausgangslage zum Beginn der Krise hätte aber nicht unterschiedlicher sein können: Während die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Wirtschaft weit überdurchschnittlich war (+22 1/2 %), befand sich die britische merklich unterhalb des langjährigen Mittels (-18 %). Die Anpassung in Japan ist vor allem der eingangs beschriebenen Yen-Aufwertung in der zweiten Jahreshälfte 2008 geschuldet, die auf Portfolioumschichtungen japanischer Unternehmen und Haushalte sowie die Rückabwicklung von Carry-Trade-Geschäften im Zuge einer steigenden Risikoaversion zurückzuführen war. Im Vereinigten Königreich bestimmte die vom früh einsetzenden Immobilienpreisverfall und der hohen Abhängigkeit der britischen Wirtschaft vom Finanzsektor ausgelöste Pfund-Schwäche in den ersten anderthalb Krisenjahren die Entwicklung.

Nachhaltige Verschiebung der Wettbewerbspositionen von Japan und dem Vereinigten Königreich

Gemessen an den starken Verschiebungen der Wettbewerbspositionen beispielsweise von Japan und dem Vereinigten Königreich oder auch an den vorübergehenden Schwankun-

Einfluss der Krise auf Wettbewerbsfähigkeit der EWU relativ gering, ...

⁶ Zum Konzept vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Kaufkraftparitätentheorie als Konzept zur Beurteilung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, Monatsbericht, Juni 2004, S. 29–43.

*... jüngste Euro-
Abwertung
aber mit Ver-
besserung des
Indikators ver-
bunden*

gen des Indikators für die USA sind die Auswirkungen der Krise auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Raums relativ gering geblieben. Im Vergleich mit ihrem langfristigen Durchschnitt blieb die Wettbewerbsposition des Euro-Raums schwach. Sowohl die Euro-Abwertung im zweiten Halbjahr 2008, als auch die jüngsten Wertverluste im Zusammenhang mit der Haushaltskrise in Griechenland trugen zwar zu einer Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Raums bei (per saldo um 5 ½ % seit Mitte 2007). Dennoch reichten diese Phasen eines nachgebenden Euro bisher nicht aus, um zumindest eine durchschnittliche Wettbewerbsposition zu erreichen. Dass von den bedeutendsten industrialisierten Volkswirtschaften nur der Euro-Raum eine im langfristigen Vergleich signifikant ungünstige Wettbewerbsfähigkeit aufweist (die Abweichung beträgt zur Jahresmitte 2010 rd. 5 ½ %), deutet darauf hin, dass die jüngsten Kursverluste aus längerfristiger Perspektive als Korrektur einer vorher recht hohen Bewertung anzusehen sind.

*Nach wie vor
hohe Streuung
der Wett-
bewerbs-
positionen der
EWU-Länder*

Zwischen den einzelnen Staaten innerhalb der Währungsunion bestehen diesbezüglich allerdings erhebliche Unterschiede. Schon zu Beginn der Krise wiesen einige Länder, beispielsweise Deutschland, Finnland und Frankreich, eine hohe preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber einem Kreis von 19 Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Raums auf, während Staaten wie Griechenland, Portugal, Spanien, Italien und Irland weit weniger wettbewerbsfähig waren.⁷⁾ Diese hohe Streuung der Wettbewerbspositionen von EWU-Ländern hat sich während der Krise bis-

lang noch nicht maßgeblich verringert. So konnten dem Indikator zufolge Finnland und Deutschland noch an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen, während Griechenland weitere Wettbewerbsverluste hinnehmen musste.

Zu den relativen Wettbewerbszuwächsen Deutschlands hat die Wechselkursentwicklung des Euro einen Beitrag geleistet. Deutschland ist von den Veränderungen des Euro-Kurses stärker betroffen als die meisten übrigen Länder des Euro-Raums, weil es als große Volkswirtschaft mit hohem Offenheitsgrad einen relativ großen Anteil seines Außenhandels mit Partnern außerhalb der Währungsunion abwickelt. Tendenziell war auch die vergleichsweise geringe Preissteigerungsrate Deutschlands vorteilhaft für die Wettbewerbsfähigkeit seiner Exportwirtschaft. Allerdings sollte mit Blick auf die deutsche Exportwirtschaft der Einfluss der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auch nicht zu hoch veranschlagt werden. Für die deutschen Exporteure hat sich zunehmend die preisliche Komponente als weniger bedeutend erwiesen.⁸⁾

*Wettbewerbs-
fähigkeit
Deutschlands
günstig*

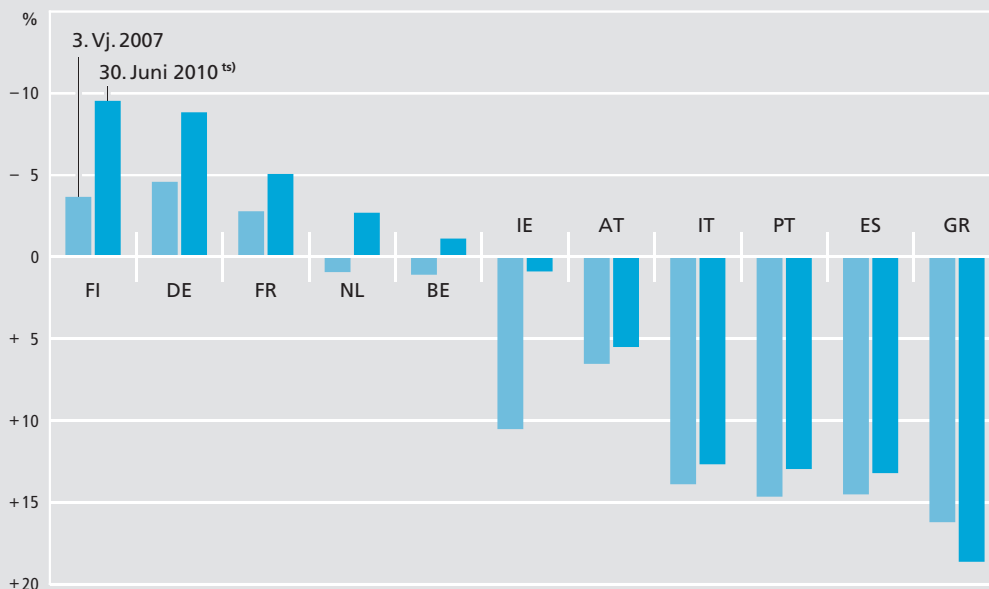
Von allen Ländern der Währungsunion hat Irland seit Krisenbeginn den größten Zuwachs an Wettbewerbsfähigkeit erzielt. Dafür ist ausschließlich das in diesem Land spürbar sinkende Preisniveau verantwortlich. Denn die

*Wettbewerbs-
zuwächse in
Irland, Verluste
in Griechenland*

⁷ Siehe Beitrag auf S. 17 ff. in diesem Bericht sowie Deutsche Bundesbank, Leistungsbilanzsalden und preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Euro-Raum, Monatsbericht, Juni 2007, S. 35–56.

⁸ Vgl.: K. Stahn (2006), Has the impact of key determinants of German exports changed?, in: O. de Bandt, H. Herrmann und G. Parigi (Hrsg.), Convergence or Divergence in Europe? A Study on Growth and Business Cycles in France, Germany and Italy, Springer, Heidelberg und New York, S. 359–382.

Preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber 19 Ländern im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt*)



* Durchschnitt seit 1975; Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit berechnet auf Basis von Deflatoren des Gesamtabsatzes. Skala invertiert: Ein negativer Wert kennzeichnet eine günstigere Wettbewerbsfähigkeit.

Deutsche Bundesbank

Wettbewerbsfähigkeit Irlands wurde von der Wechselkursseite aufgrund der engen Handelsbeziehungen zum Vereinigten Königreich merklich von der Euro-Aufwertung gegenüber dem Pfund Sterling belastet. Die großen Wettbewerbsverluste der griechischen Wirtschaft während der Krise sind umgekehrt mit der in diesem Land vergleichsweise immer noch hohen Inflationsrate zu erklären.

Maßnahmen zur Einschränkung der Wechselkursflexibilität als Politikreaktion auf die Krise

Die durch die Finanz- und Wirtschaftskrise sowie die asynchrone Erholung der Weltwirtschaft ausgelösten Anspannungen an den Devisenmärkten haben in verschiedenen Län-

dern zu Maßnahmen der Währungspolitik geführt. Seit Beginn der Krise ist die Wechselkursflexibilität durch Interventionen und Einschränkungen des freien Kapitalverkehrs in einigen Staaten reduziert worden. Die Entwicklungen in China, Island und der Schweiz illustrieren beispielhaft die Bandbreite der ergriffenen Maßnahmen sowie der zugrunde liegenden wirtschaftspolitischen Zielsetzungen.

Schon Mitte 2008 haben die Behörden der Volksrepublik China die seit Mitte 2005 zugelassene allmähliche Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar eingestellt. Offiziell orientierte sich der Wechselkurs des Renminbi zwar weiterhin an einem Währungskorb, dessen Korbbewährungen und Gewichte nicht bekannt gegeben werden. Tat-

Wechselkursfixierung des Renminbi gegenüber dem US-Dollar

sächlich wurde der Kurs zum US-Dollar nun aber erneut fixiert, ohne dass dies offiziell kommentiert worden wäre. Das chinesische Handelsministerium hatte allerdings zu jener Zeit mit Verweis auf einen Kostenanstieg für die Exporteure entsprechende Schritte gefordert. In den Medien wurde auch ein Zusammenhang mit der damals bevorstehenden Ausrichtung der Olympischen Spiele in Peking gesehen, die nicht durch negative Wirtschaftsnachrichten belastet werden sollten. Wenn somit auch die Krise wohl nicht als unmittelbare Ursache der Wechselkursfixierung anzusehen ist, so dürfte der krisenbedingt zusätzliche Druck auf die Exportwirtschaft aufgrund des weltweiten Nachfrageeinbruchs in der Folgezeit doch eine maßgebliche Rolle bei der Aufrechterhaltung dieser Maßnahme gespielt haben. Im Juni 2010 nahm die chinesische Notenbank eine erneute graduelle Flexibilisierung des Renminbi unter Fortbestand der formellen Regelungen des bisherigen Wechselkursregimes vor.

*Kollaps des
Bankensystems
und Einführung
von Kapital-
verkehrs-
kontrollen
in Island*

Die Finanzkrise hatte einen unmittelbaren und nachhaltigen Einfluss auf Island und seinen Devisenmarkt. Hier ging zuvor eine zügige Expansion des Finanzsektors mit enormen Kursgewinnen am Aktienmarkt, einem starken Hauspreisanstieg und zeitweise vergleichsweise hohen Inflationsraten einher, die auch durch zum Teil zweistellige Leitzinssätze nicht dauerhaft eingedämmt werden konnten. Die hohen Zinsen begünstigten zunächst noch Kapitalimporte, mit denen sich das umfangreiche Leistungsbilanzdefizit finanzieren ließ. Als aber die drei großen Geschäftsbanken Islands im Zuge der Krise in Zahlungsschwierigkeiten gerieten und im Oktober

2008 schließlich verstaatlicht werden mussten, zogen zahlreiche Anleger aus Furcht vor einem Staatsbankrott in großem Umfang Mittel aus Island ab. Dies setzte die isländische Krone, die im Jahresverlauf bis Anfang Oktober 2008 gegenüber dem Euro ohnehin schon mehr als ein Drittel ihres Wertes verloren hatte, massiv unter Druck. Die isländische Zentralbank versuchte daraufhin zunächst, den Verfall der Krone mit Devisenmarktinterventionen aufzuhalten. Am 10. Oktober wurden aber bereits umfassende Maßnahmen zur Devisenbewirtschaftung eingeführt. Dazu gehörte unter anderem die Anweisung an Banken, Devisen nicht mehr für Finanztransaktionen einzusetzen. Der Handel mit isländischen Kronen war damit weitgehend zum Erliegen gekommen. Bis heute bestehen Kapitalverkehrskontrollen, die beispielsweise bei Fälligkeit von in heimischer Währung denominierten Wertpapieren die Wiederanlage in Kronen vorschreiben und einen Umtausch des Erlöses in Devisen untersagen. Nach Erkenntnissen der isländischen Zentralbank⁹⁾ führt die Devisenbewirtschaftung dazu, dass Finanzinstitute und größere Unternehmen ihre eigenen Devisenreserven aufbauen. Als positiv wird herausgestellt, dass die Kontrollen dazu beigetragen haben, Kapitalabflüsse zu verhindern, damit den Wechselkurs zu stabilisieren und auf diese Weise Leitzinssenkungen zu ermöglichen. Im Oktober 2009 wurden die Kontrollen insofern gelockert, als nun Kapitalzuflüsse und die Repatriierung der daraus resultierenden Erträge wieder zugelassen wurden.

⁹ Vgl.: Sedlabanki Islands, Capital Control Liberalisation, Verlautbarung vom 5. August 2009.

*Devisenmarkt-
interventionen
in der Schweiz*

Als drittes Beispiel für eine Einschränkung der Wechselkursflexibilität während der Krise sei die Schweiz erwähnt. Der Schweizer Franken hatte schon im Frühstadium der Krise begonnen, gegenüber dem Euro aufzuwerten. Dazu wird wohl auch die Auflösung von Currency Carry Trades beigetragen haben. Am 12. März 2009 gab die Schweizerische Nationalbank bekannt, eine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro mithilfe von Devisenmarktinterventionen verhindern zu wollen. Sie begründete ihre Entscheidung damit, die Aufwertung entspreche einer Straffung der monetären Bedingungen, die ihrer expansiven Geldpolitik zuwiderlaufe. Sie wolle mit den Interventionen dem Risiko einer Deflation und einer massiven Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage entgegentreten. Wenn die Schweizerische Nationalbank ihre diesbezüglichen Operationen auch nicht im Einzelnen veröffentlicht, so machen doch entsprechende Pressemitteilungen sowie der starke Anstieg der Devisenreserven unmissverständlich klar, dass die Behörden seither immer wieder Franken am Devisenmarkt verkauft haben, ohne die Frankenaufwertung jedoch letztlich verhindern zu können. Angesichts erheblich gestiegener Währungsreserven gab es zuletzt allerdings Andeutungen der Schweizerischen Nationalbank, dass die Interventionen nicht fortgeführt würden.

*Kapitalzuflüsse
in Schwellen-
länder...*

In etlichen Schwellenländern hat die Entspannung an den Finanzmärkten und die konjunkturelle Belebung seit dem Frühjahr 2009 zu wieder steigenden Netto-Kapitalzuflüssen geführt. Der damit einhergehende Aufwertungsdruck auf die betroffenen Währungen wurde in diesen Ländern vielfach als proble-

matisch eingestuft, weil befürchtet wurde, die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Wirtschaft könne den gerade beginnenden Aufschwung gefährden. Daneben wurden auch Sorgen vor spekulativen Blasen an den Kreditmärkten und bei Vermögenspreisen sowie vor einem abrupten Abzug des zufließenden Kapitals laut. So nimmt es nicht wunder, dass vor allem aus Schwellenländern Ost-, Südost- und Südasiens von umfangreichen Devisenmarktinterventionen zulasten der eigenen Währung berichtet wurde. Brasilien hat im Oktober 2009 eine Finanztransaktionssteuer auf ausländische Investitionen in heimische Schuldverschreibungen und Aktien eingeführt.

Solche Maßnahmen sind vor dem Hintergrund des währungspolitischen Trilemmas zu sehen, demzufolge nicht gleichzeitig freier Kapitalverkehr, stabile Wechselkurse und geldpolitische Autonomie aufrechtzuerhalten sind. Mithilfe von Devisenmarktinterventionen und Kapitalverkehrsbeschränkungen wird versucht, sich den Spielraum für die Verfolgung der zwei letztgenannten Ziele zu bewahren. Weil aber etliche Industrieländer in Bezug auf die wirtschaftliche Erholung noch nicht so weit fortgeschritten sind und ihre Leitzinsen dementsprechend niedrig halten, bleiben tendenziell die Anreize für grenzüberschreitende Investitionen in aufstrebenden Schwellenländern bestehen und damit auch der Druck, geldpolitische Konzessionen zu machen.

Vor diesem Hintergrund ist eine Diskussion darüber aufgeflammt, ob die Bewertung von

*... und
währungs-
politisches
Trilemma*

*Aufkommende
Debatte zur
Neubewertung
von Kapital-
verkehrs-
kontrollen*

Kapitalverkehrskontrollen nicht überdacht werden müsse. So hat beispielsweise der IWF wesentliche Elemente seiner bisherigen Haltung zu Kapitalverkehrskontrollen infrage gestellt.¹⁰⁾ Der Einsatz von Kapitalverkehrsbeschränkungen bei hohen Netto-Kapitalimporten wird nun in bestimmten Situationen für gerechtfertigt gehalten: zum einen, wenn makroökonomische Erwägungen im Vordergrund stehen, die den wirtschaftspolitischen Spielraum merklich einschränken, zum anderen, wenn das Risiko einer übermäßigen heimischen Kreditausweitung und demzufolge die Befürchtung besteht, die Kapitalzuflüsse könnten die Anfälligkeit gegenüber einer Finanzkrise erhöhen.

In der Tat geben die Ereignisse während der Finanzkrise Anlass zu überprüfen, inwiefern bestehende Grundsätze wie der eines möglichst liberalisierten Kapitalverkehrs gesamtwirtschaftlich optimal sind. Verneint man dies, ist allerdings zunächst zu ermitteln, inwiefern ein Marktversagen bei der internationalen Kapitalallokation vorgelegen hat, weil nur in diesem Fall Kapitalverkehrskontrollen eine ursachenadäquate Politikmaßnahme wären. Indem der neue Ansatz des IWF ihre Anwendung an zahlreiche Bedingungen knüpft, versucht er, die prinzipielle Empfehlung für Kapitalverkehrskontrollen mit einer Beschränkung auf relevante Einzelfälle zu verbinden. Diese Strategie ist allerdings nur begrenzt praktikabel, weil sich nicht sicher bestimmen lässt, ob die genannten Kriterien tatsächlich vorliegen. So wird es beispielsweise oft schwerfallen, Fragen nach einer bestehenden Unterbewertung, nach der geeigneten Höhe von Devisenreserven oder nach den Möglich-

keiten einer fiskalpolitischen Konsolidierung allgemeingültig und eindeutig zu beantworten. Eine grundsätzliche Skepsis gegenüber Kapitalverkehrsbeschränkungen als Mittel zur Bekämpfung von Kapitalimporten (also nicht etwa im Krisenfall) ergibt sich auch aus der resultierenden Beeinträchtigung einer weltweit effizienten Allokation von Investitionen, der Gefahr von Gegenmaßnahmen und vor allem aus empirischen Resultaten, denen zufolge sie nicht in der Lage sind, das Volumen der Kapitalzuflüsse signifikant zu verringern oder den realen Wechselkurs zu beeinflussen.¹¹⁾

Die neuerliche Debatte um die Vorteilhaftigkeit von Beschränkungen des Kapitalverkehrs eröffnet deshalb die Gefahr, dass in einzelnen Ländern mit Verweis auf heimische Interessen Eingriffe in das internationale Währungsgefüge gerechtfertigt werden. Bisher blieben derartige Eingriffe im Vergleich zu vorherigen Perioden einer schweren globalen Rezession und erheblicher Verwerfungen an den Finanzmärkten – beispielsweise der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren – begrenzt. Damals hatte der Zusammenbruch des Goldstandards unter den Industrieländern eine Serie von Abwertungen, Devisenkontrol-

¹⁰ Vgl.: J. D. Ostry, A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi und D. B. S. Reinhardt (2010), Capital inflows: the role of controls, IMF Staff Position Note 10/04. Noch im Herbst 2007 hatte der IWF hingegen die erheblichen mikroökonomischen Kosten und den allenfalls vorübergehenden makroökonomischen Einfluss von Kapitalverkehrskontrollen hervorgehoben, vgl.: IMF, Box 3.1: Can capital controls work?, World Economic Outlook October 2007, S. 113–116.

¹¹ Vgl. z. B.: J. D. Ostry et al., a. a. O., sowie J. De Gregorio (2010), Tackling the capital inflow challenge, BIS Review No. 72/2010, S. 17–27. Es zeigte sich allerdings auch, dass Kapitalverkehrskontrollen oft signifikant dazu beitragen, die Laufzeit von Auslandsanlagen im Inland zu erhöhen.

len und Reglementierungen grenzüberschreitender Warenströme nach sich gezogen. Das hatte den Welthandel und das globale Wachstum merklich beeinträchtigt.

Zurückhaltender Einsatz währungspolitischer Eingriffe verhindert weitgehende Beeinträchtigung des Welthandels

Die eher vereinzelt währungspolitischen Eingriffe in der gegenwärtigen Krise sind durchaus als Erfolg zu werten, werden so doch bislang die wirtschaftliche Erholung behindernde währungspolitische Konflikte weitgehend vermieden. Würden demgegenüber währungspolitische Interventionen zu einem von zahlreichen Ländern genutzten Instrument, ist die Gefahr nicht von der Hand zu

weisen, dass als Ergebnis einer Verfolgung nationaler Partikularinteressen das internationale Währungsgefüge Schaden nimmt. Dies wäre ähnlich wie der Rückgriff auf nationalen Protektionismus im güterwirtschaftlichen Bereich eine Entwicklung, deren langfristige Kosten die vermeintlichen kurzfristigen Vorteile deutlich übersteigen würden, zum Nachteil der Weltwirtschaft insgesamt und der jeweiligen Länder. Es ist eine Lehre aus den Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren, dass es eine solche Entwicklung unter allen Umständen zu vermeiden gilt.