

Kappler, Marcus; Reisen, Helmut; Schularick, Moritz; Turkisch, Edouard

Article

Die makroökonomischen Effekte ausgeprägter Währungsaufwertungen

ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen

Provided in Cooperation with:

ZEW - Leibniz Centre for European Economic Research

Suggested Citation: Kappler, Marcus; Reisen, Helmut; Schularick, Moritz; Turkisch, Edouard (2011) : Die makroökonomischen Effekte ausgeprägter Währungsaufwertungen, ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, Vol. 14, Iss. 1, pp. 6-7

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/126029>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Die makroökonomischen Effekte ausgeprägter Währungsaufwertungen

Die globalen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen werden häufig als Bedrohung für die weltwirtschaftliche Stabilität angesehen. Ausgehend davon wird argumentiert, dass die Überschussländer wie etwa China deshalb ihre Währung aufwerten sollen, um diese stabilitätsgefährdenden Ungleichgewichte abzubauen. Welche Auswirkungen ausgeprägte und dauerhafte nominale und reale Wechselkursaufwertungen auf die Leistungsbilanz und weitere makroökonomische Schlüsselgrößen wie Wirtschaftswachstum, Investitionen und Ersparnisse sowie den Außenhandel haben, untersuchen Wissenschaftler des ZEW, der OECD und der Freien Universität Berlin in einer gemeinsamen Studie. Der folgende Beitrag fasst die zentralen Ergebnisse dieser Untersuchung zusammen.

Der Begriff des „makroökonomischen Ungleichgewichts“ prägt spätestens seit Ausbruch der Wirtschaftskrise die öffentliche Debatte und inspiriert derzeit die internationale Politikebene. Viele Beobachter sehen insbesondere in den ausgeprägten Ungleichgewichten in den Leistungsbilanzen zwischen den Vereinigten Staaten von Amerika und der Volksrepublik China eine Gefahr für die weltwirtschaftliche Stabilität. Häufig wird argumentiert, dass die Überschussländer in der Verantwortung stehen und entsprechende Maßnahmen ergreifen sollten, um zu einem Abbau der Divergenzen beizutragen. Gefordert wird, dass die Überschussländer Ost- und Südostasiens, allen voran China, durch eine Neujustierung der Wechselkurspolitik mit dem Ziel der Aufwertung ihrer heimischen Währungen zu einem Ausgleich globaler Ungleichgewichte beitragen sollen. Theoretisch ist allerdings nicht klar, ob solche Maßnahmen überhaupt zielgerichtet sind. Die Effizienz einer Wechselkursänderung hängt im theoretisch einfachsten Fall davon ab, ob die sogenannte Marshall-Lerner-Bedingung erfüllt ist: Nur wenn die Summe der Export- und Importnachfrageelastizitäten eines Landes größer als eins ist, wirken sich Wechselkursänderungen negativ auf den Saldo der Leistungsbilanz aus. Da der empirische Nachweis dieser Bedingung häufig fehlschlägt, bezweifeln Ökonomen wie etwa Maurice Obstfeld und Kenneth Rogoff die Wirksamkeit wechselkurspolitischer Maßnahmen zur Reduktion der Leistungsbilanzsalden der asiatischen Volkswirtschaften. Eine

völlig gegensätzliche Ansicht vertreten vor allem Entwicklungsökonomien. Sie gehen davon aus, dass eine Aufwertung der Währungen in Asien allzu effektiv sein könnte und damit eine konkrete Gefahr für die Wettbewerbsfähigkeit dieser Volkswirtschaften darstellt. Eine Währungsaufwertung würde ein erfolgreiches, auf Export getrimmtes Wirtschaftsmodell vieler Schwellen- und Entwicklungsländer gefährden und dort zu deutlichen Wachstumseinbußen führen. Ausstrahlungen auf den Rest der Welt wären die Folge.

Diese beiden Positionen, wie sie gegensätzlicher kaum sein könnten, verdeutlichen die Unsicherheiten hinsichtlich zweier aktueller wirtschaftspolitischer Fragen: Erstens, tragen nominale und reale Wechselkursaufwertungen überhaupt zu einer Reduktion von Leistungsbilanzüberschüssen bei? Zweitens, würden solche Wechselkursänderungen mit Wachstumseinbußen, besonders in den Entwicklungs- und Schwellenländern, einhergehen?

Studiendesign

Die unklaren theoretischen Antworten auf diese Fragen sind der Ausgangspunkt einer empirischen Studie über entsprechende Zusammenhänge in einem breiten Länderquerschnitt, der die historische Erfahrung mehrerer Jahrzehnte vereint. Ziel der Untersuchung ist es, Lehren aus der vergangenen Entwicklung makroökonomischer Schlüsselgrößen als Reaktion auf quantitativ bedeutende und nachhaltige Wechsel-

kursaufwertungen zu ziehen. Zu diesem Zweck werden in einem ersten Schritt historische Episoden starker Aufwertungen in einem 128 Länder umfassenden Querschnitt mit Beobachtungen über die Jahre 1960 bis 2008 anhand folgender Kriterien definiert: Sowohl der nominale als auch reale effektive Wechselkurs¹⁾ eines Landes werten um mindestens 10 v.H. auf und die reale Aufwertung hatte mindestens fünf Jahre Bestand. Es werden also nur solche Zeiträume starker nominaler Aufwertungen betrachtet, die im realen Außenwert einer Währung deutliche und nachhaltige Spuren hinterlassen haben. Entsprechend dieser Kriterien können insgesamt 25 Episoden in dem vorliegenden Datensatz identifiziert werden.

In einem nächsten Schritt wird untersucht, welche Auswirkungen der Eintritt in eine Episode ausgeprägter Wechselkursänderungen auf die Leistungsbilanz, das BIP-Wachstum, die Ersparnisse, die Investitionen, die Exporte und die Importe ausübt. Zu diesem Zweck schätzt die Studie ein dynamisches Panel-Modell wie in Cerra und Saxena (2008), das um Impulsdummies erweitert wird. Die Schätzgleichung lautet

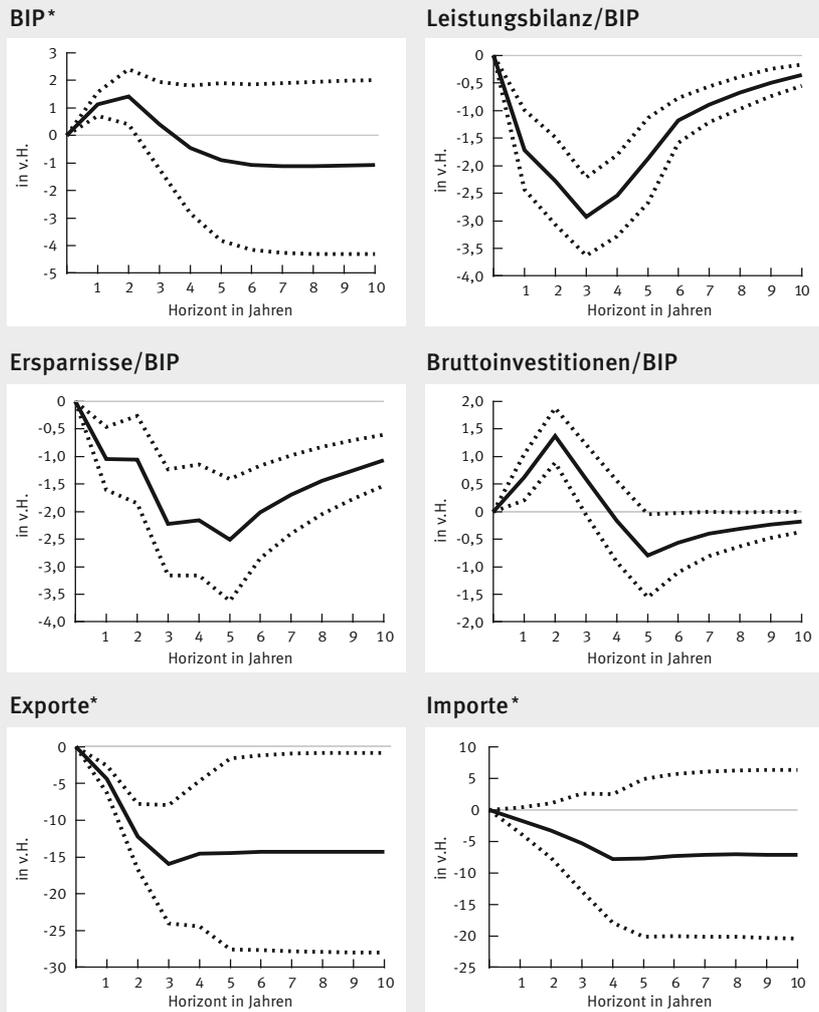
$$x_{it} = \alpha_i + \lambda_t + \sum_{j=1}^4 \beta_j x_{it-j} + \sum_{s=0}^4 \delta_s E_{it-s} + \varepsilon_{it}$$

x_{it} ist die Zielvariable, α_i und λ_t sind länder- beziehungsweise zeitspezifische fixe Effekte. Autokorrelation in der Zielvariablen wird über verzögerte Werte der Zielvariablen mit entsprechenden Koeffizienten β_j erfasst. E_{it} ist eine Dummyvariable, die den Wert eins annimmt, wenn das Land i in eine Episode starker Währungsaufwertungen eintritt. Sonst nimmt die Dummyvariable den Wert Null an. ε_{it} ist der Fehlerterm der Regression.

Vorzeichen, Ausprägung und Signifikanz der geschätzten Koeffizienten δ_s sind ausschlaggebend für die dynami-

1) Der reale effektive Wechselkurs misst den Wert einer Währung gegenüber dem für das Land wichtigsten Handelspartner unter Berücksichtigung der Verbraucherpreisentwicklung.

Impulsantworten auf einen Währungsschock



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der OECD, der Weltbank sowie des IWF. Die durchgezogene Linie zeigt die mittlere Antwortfolge. Die gestrichelten Linien zeigen 68 v.H. Konfidenzintervalle, die mit Hilfe stochastischer Simulationen berechnet wurden. * Kumulierte Antwortfolgen auf Basis jährlicher realer Wachstumsraten.

sche Entwicklung der Zielvariablen als Antwort auf einen Impuls der Dummyvariablen. Sichtbar gemacht werden die Schätzergebnisse in Form von Impulsantwortfolgen, welche die zeitliche Ausbreitung des Währungsimpulses auf die Zielvariable nachzeichnen. Eine entscheidende Voraussetzung für die Unverzerrtheit der Schätzergebnisse ist die Exogenität der Dummyvariablen. Die Unabhängigkeit der Dummyvariablen wäre beispielsweise verletzt, wenn das Ereignis einer markanten Phase von Währungsaufwertungen selbst eine Funktion der untersuchten Variablen wäre, etwa des BIP-Wachstums. Ökonometrische Vortests widerlegen diese Annahme allerdings für alle hier betrachteten Untersuchungsgrößen. Um weiter sicherzustellen, dass die Ergebnisse nicht von Verzerrungen beeinflusst sind, werden

zur Überprüfung nur Aufwertungsepisoden betrachtet, die indirekt zustande kamen. 14 solcher Episoden, in denen die Landeswährung nur stark aufwertete, weil die wesentlich bedeutendere Ankerwährung aufwertete, wurden identifiziert und separat ausgewertet. Diese Ergebnisse unterscheiden sich nur minimal von denen, die in der Abbildung zu sehen sind und sich auf den vollständigen Datensatz beziehen.

Ergebnisse

Signifikante makroökonomische Reaktionen sind mit starken Währungsaufwertungen verbunden. Die Leistungsbilanz, hier im Verhältnis zum BIP, fällt signifikant und der negative Effekt der Währungsaufwertung entfaltet nach drei Jahren seine stärkste Wirkung. Da der Saldo

zwischen den Ersparnissen und den Investitionen dem Leistungsbilanzsaldo entspricht, ist ein Blick auf die einzelnen Komponenten aufschlussreich. Die Ersparnisse geben deutlich und lang anhaltend nach, während die Investitionen zunächst steigen, der Währungseffekt aber schnell ausläuft. Insgesamt wird der dynamische Verlauf der Leistungsbilanz also von der Abnahme der Ersparnisse dominiert. Sinkende Gewinne sowie rückläufige Ersparnisse der Unternehmen könnten die Ursachen hierfür sein. Die Outputreaktion ist zunächst positiv und verläuft anschließend insignifikant. Die Exporte reagieren wie erwartet mit einem Einbruch, während die Importe keine signifikante Reaktion zeigen. Eine Trennung der Beobachtungen nach dem Pro-Kopf-Einkommen zeigt, dass die Effekte in Entwicklungsländern stärker und signifikanter sind als in entwickelten Ländern, so dass der Effekt insgesamt stark von den Entwicklungs- und Schwellenländern beeinflusst wird.

Insgesamt stützen die Ergebnisse also die Vorstellung, dass sich markante Wechselkursaufwertungen in der Leistungsbilanz über eine Anpassung der Ersparnisse und Investitionen einer Volkswirtschaft niederschlagen. Aufgrund negativer Auswirkungen auf die Warenausfuhr wird durch eine starke Währungsaufwertung das außenwirtschaftliche Gleichgewicht gestört. Die heimische Wirtschaft scheint allerdings einen Teil der fehlenden außenwirtschaftlichen Nachfrage auszugleichen, so dass das BIP-Wachstum nur gering vom Währungsschock beeinflusst wird.

Eine Flexibilisierung der Wechselkurse, die von Entwicklungs- und Schwellenländern gefordert wird und in vielen Fällen mit einer Aufwertung der heimischen Währungen verbunden wäre, muss also nicht zwangsläufig zu Wachstumseinbrüchen führen, auch wenn die Exporttätigkeit darunter leiden dürfte.

Weitere Ergebnisse sowie Details der Studie können im ZEW Discussion Paper Nr. 11-016 nachgelesen werden.

Marcus Kappler, Helmut Reisen, Moritz Schularick, Edouard Turkisch;
kappler@zew.de

Literatur:

Cerra, V. and S. C. Saxena (2008), "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 98(1), 439-57, März.
Kappler, M., H. Reisen, M. Schularick und E. Turkisch (2011), *The Macroeconomic Effects of Large Exchange Rate Appreciation*, ZEW Discussion Paper Nr. 11-016, Mannheim.