

Fokus Volkswirtschaft

Nr. 90, 8. April 2015

Konjunktur- und Wachstumsmotor Wechselkurs?

Autor: Sebastian Koch, research@kfw.de

Vielfach wird davon ausgegangen, dass die Abwertung einer Währung über eine Verbesserung der Leistungsbilanz positiv auf die Wirtschaftsleistung wirkt, eine Aufwertung entsprechend negativ. Die Erkenntnisse der wissenschaftlichen Literatur verdeutlichen jedoch, dass der Zusammenhang komplizierter ist.

So wird festgestellt, dass in Entwicklungsländern eine Unterbewertung das Wirtschaftswachstum fördern, eine Überbewertung hingegen das Wachstum bremsen kann. Die Aufrechterhaltung einer Unterbewertung wäre demnach eine vorteilhafte Wachstumsstrategie. Allerdings ist diese Politikempfehlung kritisch zu sehen, da die Untersuchungen empirische und theoretische Angriffspunkte bieten.

Ebenfalls betrachtet wird in der Literatur die Auswirkung einer Auf- oder Abwertung auf das Niveau der Wirtschaftsleistung. Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass der Effekt keinem einheitlichen Muster folgt, sondern länderspezifisch ist. Dies gilt auch für die Auswirkung einer Wechselkursänderung auf den Außenhandel.

Bedingt durch die positive Konjunkturentwicklung in den USA gewinnt der US-Dollar gegenüber zahlreichen anderen Währungen derzeit kräftig an Wert. Dagegen hat der Euro in den zurückliegenden Monaten merklich an Wert verloren (Grafik 1). Mit dieser Abwertung wurde die Hoffnung geweckt, dass der schwache Euro der wirtschaftlichen Erholung in der Eurozone zusätzlichen

Schwung verleihen wird. Der Erwartung eines positiven wirtschaftlichen Impulses liegt die Auffassung zu Grunde, dass eine Währungsabwertung die preisliche Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft erhöht und dadurch die Wirtschaftsleistung steigert. Gerade wenn es darum geht, die Auswirkung einer Wechselkursveränderung abzuschätzen, dient dieser Zusammenhang oftmals als allgemein anerkannter Orientierungspunkt. Aber ist er gerechtfertigt? Um diese Frage zu beantworten, lohnt ein Blick auf die Ergebnisse wissenschaftlicher Forschung.

Zwei Forschungsrichtungen müssen bei der Darstellung der wissenschaftlichen Erkenntnisse unterschieden werden:¹

- Zum einen wird betrachtet, wie eine reale *Unter-* oder *Überbewertung* einer Währung das *Wirtschaftswachstum* einer Volkswirtschaft beeinflusst. Hier steht ei-

ne langfristige, entwicklungsökonomische Perspektive im Vordergrund.

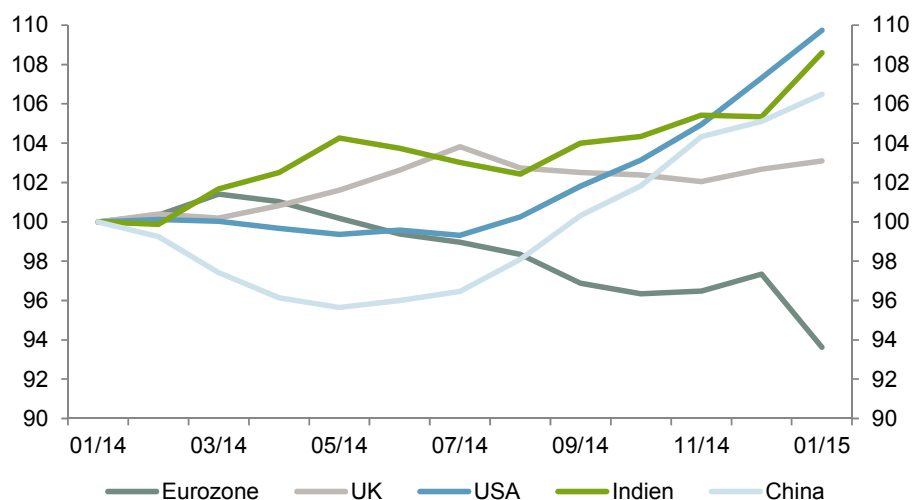
- Zum anderen wird untersucht, wie das *Output-Niveau* auf eine *Auf-* oder *Abwertung* der Währung reagiert. Der Schwerpunkt liegt hier auf dem Anpassungsprozess, der durch eine Veränderung des Wechselkurses ausgelöst wird.

Überbewertung hemmt, Unterbewertung fördert Wachstum

Der reale Wechselkurs bemisst den preisbereinigten Wert einer inländischen Währungseinheit im Inland relativ zu ihrem Realwert im Ausland. Damit hat er als ein Relativpreis eine wichtige wirtschaftliche Informations- und Steuerungsfunktion. Bei einem funktionierenden Markt wird der sich langfristig einstellende reale Wechselkurs für eine optimale Ressourcenallokation sorgen. Damit sollte sich theoretisch jede Abweichung von diesem Gleichgewichtswert negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirken. Gemessen wird eine solche Abweichung etwa anhand eines Kaufkraftvergleichs, bei dem i. d. R. der US-Dollar als Referenzwert herangezogen wird. Eine Währung, die im Inland eine höhere Kaufkraft hat als ihr entsprechender Wert in US-Dollar in den USA, gilt als unterbewertet. Eine Wäh-

Grafik 1: Nominaler effektiver Wechselkurs

(Monatsdurchschnitte, Indizes Januar 2014=100)



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, eigene Berechnungen

rung mit niedrigerer Kaufkraft im Inland gilt als überbewertet.

Zahlreiche empirische Untersuchungen haben auf Basis eines solchen Kaufkraftvergleiches festgestellt, dass sich die Überbewertung einer Währung wie vermutet negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirkt.² Da eine Unterbewertung ebenfalls eine Abweichung vom Gleichgewicht darstellt, wäre auch in diesem Fall ein negativer Effekt zu erwarten. Bemerkenswert ist deshalb, dass in Entwicklungsländern eine Unterbewertung mit höheren Wachstumsraten einhergeht.³ Für Industrie- und Schwellenländer lässt sich dieser positive Zusammenhang jedoch nicht eindeutig nachweisen.

Ein möglicher Erklärungsansatz für den positiven Wachstumseffekt von Unterbewertung ist eine bereits existierende Unterinvestition im Sektor handelbarer Güter, der vornehmlich industrielle und auch für den ausländischen Absatzmarkt geeignete Produkte fertigt. Ein Grund hierfür kann sein, dass dieser Sektor im Vergleich zu den nur im Inland tätigen Branchen besonders stark unter schwachen Institutionen leidet. Ein anderer möglicher Grund ist, dass im Sektor handelbarer Güter Wissen generiert wird, welches nicht nur für die Produzenten selbst, sondern auch für die Gesellschaft insgesamt von Nutzen ist (Lernexternalitäten). Eine unterbewertete Währung wirkt einer Unterinvestition im Sektor handelbarer Güter entgegen. Denn sie steigert dessen internationale Wettbewerbsfähigkeit und Profitabilität, so dass Produktionsressourcen aus anderen Branchen in diesen Sektor umgeschichtet werden.

Andere Erklärungsansätze gehen davon aus, dass eine unterbewertete Währung

- über eine erhöhte Sparquote die Kapitalakkumulation steigert,⁴
- die Verfügbarkeit von Währungsreserven für den Import wichtiger Investitionsgüter sicherstellt,⁵
- und die Krisenwahrscheinlichkeit senkt, weil sie die Aufnahme von Verbindlichkeiten in ausländischer Währung mindert.

Diese Erklärungen lassen sich vor allem

auf Entwicklungsländer anwenden und tragen damit den für diese Ländergruppe besonders eindeutigen empirischen Ergebnissen Rechnung.

Unterbewertung als wirtschaftspolitische Wachstumsstrategie?

Angesichts der empirischen Ergebnisse argumentiert die Literatur, dass es in Entwicklungsländern sinnvoll sein kann, zur Förderung des Wachstums eine Unterbewertung anzustreben.⁶ Um eine solche Strategie umzusetzen, muss in einem Land mit Kapitalmobilität jedoch das „klassische Trilemma“ einer offenen Volkswirtschaft gelöst werden. Dieses besagt, dass es bei vollständiger Kapitalmobilität unmöglich ist, gleichzeitig den Zins und den Wechselkurs zu steuern. In vielen Entwicklungsländern ist die Kapitalmobilität aber ohnehin eingeschränkt.

Neben Kapitalverkehrskontrollen werden zudem sterilisierte Devisenmarktinterventionen als mögliche Instrumente vorgeschlagen, um eine Unterbewertung aufrechtzuerhalten. Da die Wirksamkeit beider Instrumente jedoch begrenzt ist, zum Beispiel weil Kapitalverkehrskontrollen umgangen werden können, wird darüber hinaus der Fiskal- und Lohnpolitik eine bedeutende Rolle eingeräumt.⁷ Eine geringere Nachfrage des Staates und eine zurückhaltende Lohnpolitik sollen sicherstellen, dass die Inflationsrate stabil bleibt, die sonst als Reaktion auf eine nominale Abwertung steigen würde. Unter dieser Bedingung lässt sich mit einer nominalen Abwertung auch eine reale Abwertung erzielen.

Gegenüber den genannten Politikempfehlungen ist jedoch eine gewisse Skepsis angebracht. Denn die Literatur zum Wachstumseffekt von Unter- und Überbewertung weist sowohl in empirischer als auch in theoretischer Hinsicht Angriffspunkte auf:

- Der gleichgewichtige Wechselkurs wird anhand der Kaufkraftparitätentheorie bestimmt. Dieser rein preisbasierte Ansatz berücksichtigt jedoch nur unzureichend die makroökonomischen Fundamentale der Volkswirtschaft.
- Es wird nicht in vollem Umfang für die Endogenität von Unterbewertung kontrolliert.⁸ Möglicherweise spiegeln die empirischen

Ergebnisse deshalb den Einfluss eines weiteren Faktors wider, der gleichzeitig für ein höheres Wachstum und eine Unterbewertung sorgt. Auch die Kritiker halten sich jedoch mit konkreten Vorschlägen zurück, um welche Faktoren es sich hierbei handeln könnte.

- Der genaue Mechanismus des postulierten Wachstumseffektes einer Unterbewertung ist ungeklärt.
- Selbst wenn eine Unterbewertung über einen ausreichend langen Zeitraum aufrechterhalten werden kann und tatsächlich das Wirtschaftswachstum beschleunigt, ist ungewiss, ob sich der Wohlstand insgesamt erhöht. Weil eine Unterbewertung wie eine Steuer auf den inländischen Konsum handelbarer Güter wirkt, führt sie auch zu Wohlfahrtsverlusten.⁹
- Die Reaktion anderer Staaten bleibt unberücksichtigt. Es liegt nahe, dass der Versuch eines Landes, sich durch eine Unterbewertung Wettbewerbsvorteile zu verschaffen, international auf Widerstände stoßen würde. Im schlimmsten Fall könnte ein Abwertungswettlauf entstehen.

Abwertung kann kontraktiv wirken

Der zweite Strang der Literatur beschäftigt sich mit der Frage, wie sich eine Auf- oder Abwertung auf das Output-Niveau auswirkt.¹⁰ In ökonomischen Lehrbüchern wird standardmäßig der Fall diskutiert, bei dem eine reale Abwertung den Output steigert. Dies wird in der Regel wie folgt begründet: Eine reale Abwertung verbilligt die inländischen Exportgüter im Ausland und verteuert die aus dem Ausland bezogenen Importgüter im Inland. Heimische Exportgüter werden daher im Ausland verstärkt nachgefragt und Importgüter teilweise durch inländische Substitute ersetzt. In der Folge verbessert sich die Leistungsbilanz und die aggregierte Nachfrage nach inländischen Gütern steigt.¹¹ Sofern ausreichend Produktionskapazitäten zur Verfügung stehen, wird sich auch der Output der Volkswirtschaft erhöhen.

Tatsächlich zeigt sich in der Realität jedoch vielfach ein anderes Bild. Ein klassisches Beispiel ist Mexiko, wo Phasen realer Abwertung wiederholt mit Phasen fallenden Outputs zusammenfielen, wäh-

rend eine reale Aufwertung regelmäßig von einem steigenden Output begleitet wurde (Grafik 2). Getrieben durch solche Beobachtungen hat sich die Literatur intensiv mit der Hypothese auseinandergesetzt, dass eine Abwertung mit fallendem Output verbunden sein kann („Contractionary Devaluation Hypothesis“).

Die Vielzahl empirischer Studien zeichnet ein heterogenes Bild: Der Outputeffekt einer Auf- bzw. Abwertung ist sowohl in der kurzen als auch in der langen Frist nicht eindeutig.¹² Diese Schlussfolgerung gilt für Volkswirtschaften mit niedrigem und hohem Pro-Kopf-Einkommen sowie für die Betrachtung des nominalen und realen Wechselkurses gleichermaßen. Nur ein kleiner Teil der Literatur beobachtet durchweg den erwarteten positiven Einfluss einer Abwertung auf den Output.¹³ Diese Ergebnisse sind auch nicht darauf zurückzuführen, dass die Wechselkurs- und Outputbewegungen dem gleichzeitigen Einfluss eines weiteren, exogenen Faktors unterliegen oder der Wechselkurs durch die Entwicklung des Outputs getrieben wird.

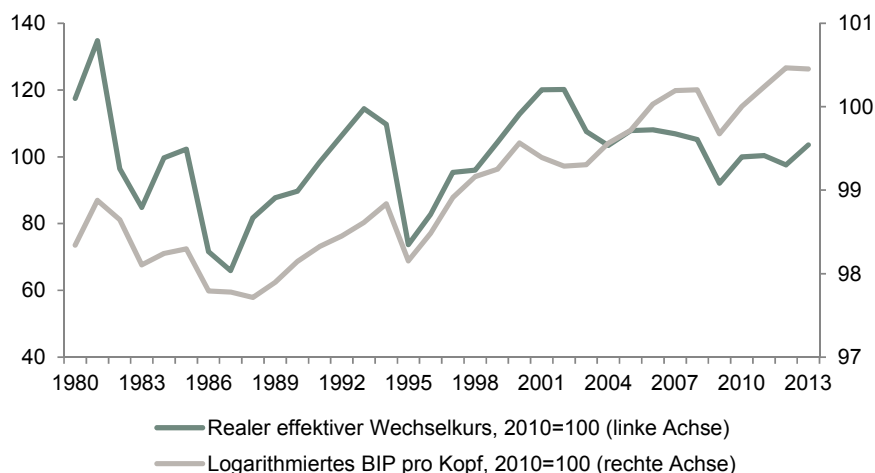
Reaktion des Outputs ist länderspezifisch

Statt einem einheitlichen Muster zu folgen, ist die Wirkung von Wechselkursbewegungen auf den Output länderspezifisch. Illustriert wird dies etwa anhand einer Studie, die den Outputeffekt einer realen Abwertung in neun osteuropäischen Staaten betrachtet.¹⁴ Danach sorgt eine reale Abwertung in Lettland, Polen, Weißrussland und der Slowakei kurzfristig für einen Anstieg des Outputs, während sie sich in Estland, Russland Tschechien und Ungarn in der kurzen Frist negativ auf den Output auswirkt (Tabelle 1). In Litauen wiederum ist der Effekt auf den Output neutral. Darüber hinaus wird mit Ausnahme der Slowakei, wo eine reale Abwertung in der langen Frist den Output senkt, in keinem der untersuchten Staaten langfristig eine Auswirkung auf den Output ermittelt.¹⁵

Potenziell fallender Output durch nachfrage- und angebotsseitige Effekte einer Abwertung

Während sich eine Wechselkursbewegung also je nach Land unterschiedlich

Grafik 2: Realer effektiver Wechselkurs und BIP pro Kopf in Mexiko



Quelle: Weltbank, eigene Berechnungen

auswirkt, bleibt die spannende Frage, warum eine Abwertung überhaupt zu einem fallenden Output führen kann.

Eine auf der Nachfrageseite ansetzende Erklärung ist, dass eine Abwertung mit einer Umverteilung zu Gunsten von Marktteilnehmern mit höherer Sparneigung einhergeht.¹⁶ Wenn eine Währungsabwertung das Preisniveau in die Höhe treibt, zum Beispiel weil sich importierte Waren und Dienstleistungen verteuern, sinken die Reallöhne. Die geringeren Lohnkosten können sich bei den Unternehmen in Form höherer Gewinne niederschlagen. Wird jedoch relativ zu den Löhnen ein größerer Teil der Gewinne gespart, reduziert dies in der Gesamtbetrachtung die inländische Nachfrage.

Ein weiterer nachfrageseitiger Erklärung

Tabelle 1: Outputeffekt realer Abwertung in osteuropäischen Staaten

	kurzfristig	langfristig
Lettland	+	o
Polen	+	o
Weißrussland	+	o
Slowakei	+	-
Estland	-	o
Russland	-	o
Tschechien	-	o
Ungarn	-	o
Litauen	o	o

„+“ = positiv, „-“ = negativ, „o“ = kein Effekt
Quelle: Bahmani-Oskooee und Kutan (2008)¹⁴

rungsansatz bezieht sich vor allem auf Entwicklungs- und Schwellenländer, die in hohem Ausmaß in Fremdwährung verschuldet sind. Wertet die inländische Währung ab, steigt der Wert der in ausländischer Währung festgelegten Schulden und Zinszahlungen. Dieser Effekt lässt sich aufgrund der starken Aufwertung des US-Dollar derzeit in vielen Ländern beobachten (siehe KfW Research Volkswirtschaft Kompakt Nr. 71). Die gestiegene Belastung durch den Schuldendienst reduziert die für Konsum und Investitionen zur Verfügung stehenden Mittel und dämpft so die aggregierte Nachfrage.

Gleichzeitig kann ein fallender Output in Folge einer Währungsabwertung auch durch eine Senkung des aggregierten Angebots erklärt werden. Denn eine Abwertung verteuert importierte Vorprodukte und steigert dadurch die Produktionskosten der Unternehmen.¹⁷ Dieser Wirkungsmechanismus gewinnt angesichts der zunehmenden Verbreitung internationaler Wertschöpfungsketten zusätzlich an Bedeutung. So vermuten die Autoren der oben genannten Studie zu Osteuropa, dass sich die teils gegenläufigen Effekte u. a. durch die unterschiedliche Abhängigkeit von importierten Produktionsinputs erklären lassen.

Effekt auf Außenhandel ist ebenfalls differenziert zu beurteilen

Ein wesentlicher Grund, weshalb im Allgemeinen davon ausgegangen wird, dass sich eine Währungsabwertung positiv auf die Wirtschaftsleistung auswirkt, ist die Erwartung einer verbesserten

Leistungsbilanz. Zu dieser muss es jedoch nicht zwangsläufig kommen. Zwar senkt eine Abwertung die Importmenge, erhöht jedoch gleichzeitig die in inländischer Währung gemessenen Preise importierter Waren und Dienstleistungen. Folglich kann der Importwert bei einer Abwertung sogar steigen. Wenn dieser Anstieg die Zunahme des Exportwertes überkompensiert, kann sich die Leistungsbilanz bei einer realen Währungsabwertung verschlechtern.¹⁸

Wie bereits bei der Betrachtung des Outputs zeigen empirische Untersuchungen, dass sich die Wirkung einer Wechselkursveränderung auf den Außenhandel allgemein nur schwer vorher-sagen lässt.⁹ Denn der Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Außenhandel wird durch zahlreiche Faktoren bestimmt. Hierzu gehören etwa

- die Preiselastizität der Nachfrage für die gehandelten Waren und Dienstleistungen. So richtet sich der Anstieg des Exportwertes infolge einer Abwertung auch danach, wie stark die ausländische Nachfrage auf eine Preissenkung für heimische Exportgüter reagiert.
- die Währung, in der die Produzenten der Export- und Importprodukte ihre Preise festlegen. Dies kann die heimische Währung, die Währung des ausländischen Absatzmarktes oder eine Drittwährung wie etwa der US-Dollar

sein.

Diese beiden Argumente verdeutlichen, dass sich der Effekt auf den Außenhandel je nach Sektor und Produkt deutlich unterscheiden kann. Ob sich die Leistungsbilanz einer Volkswirtschaft nach einer Abwertung ihrer Währung verbessert, hängt deshalb von ihrem spezifischen Import- und Exportportfolio ab. Erkennbar wird dies auch daran, dass die Auswirkungen je nach Handelspartner ganz unterschiedlich ausfallen können. Ein Beispiel ist Neuseeland. Während sich hier bei einer realen, jeweils bilateralen Abwertung die Handelsbilanz mit den USA und China verbessert, verschlechtert sich gleichzeitig die Handelsbilanz mit der Eurozone.¹⁹

Die Effekte können selbst zwischen Exporten und Importen unterschiedlich ausfallen, wie die Ergebnisse zu einigen Ländern der Eurozone verdeutlichen. In den großen Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Spanien ist eine reale Aufwertung des Euro langfristig mit einem geringeren Exportwert verbunden (Grafik 3).²⁰ Zum Beispiel führt eine reale Aufwertung um 1 % in Deutschland zu einer Senkung der Exporte um rund 0,8 %. Im Gegensatz dazu hat eine reale Aufwertung in Italien, den Niederlanden und Österreich langfristig keinen statistisch bedeutsamen Effekt auf die Exporte. Ebenfalls ohne Effekt bleibt eine reale Aufwertung auf den Wert der Importe in Deutschland, Spanien und Italien. Dem-

gegenüber sinkt der Importwert in Frankreich und den Niederlanden, wohingegen er in Österreich ansteigt.

Die Vermutung liegt nahe, dass die Reaktion der Leistungsbilanz auf eine Veränderung des realen Wechselkurses schließlich auch die Richtung des Outputeffektes bestimmt. Aber selbst diese vereinfachende Schlussfolgerung muss relativiert werden. An et al. (2014) zeigen in einer 16 Länder umfassenden empirischen Untersuchung, dass sich Output und Leistungsbilanz zumindest kurzfristig auch entgegengesetzt entwickeln können.²¹ Als Beispiel werden die lateinamerikanischen Länder Argentinien, Brasilien, Chile und Mexiko, aber auch Indonesien und die Philippinen angeführt. Für diese Länder wurde festgestellt, dass eine reale Abwertung in der kurzen Frist zwar die Leistungsbilanz verbessert, jedoch gleichzeitig einen fallenden Output bewirkt.

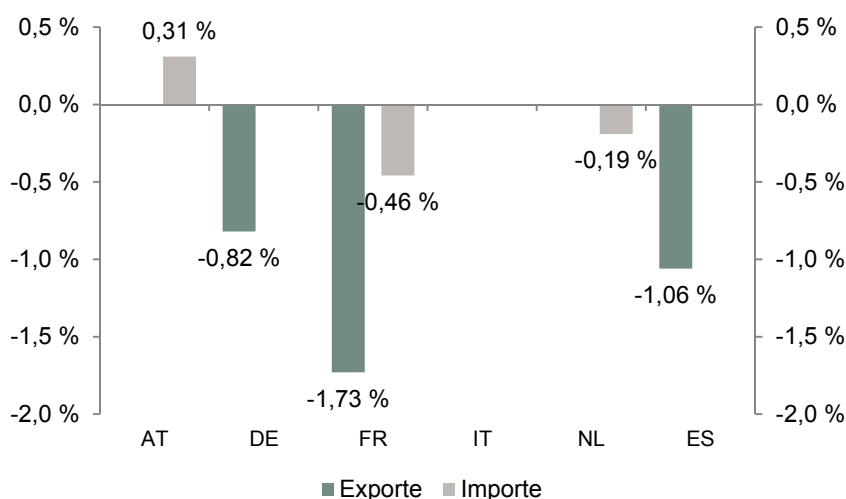
Steuerung des Wechselkurses ist problematisch

Die Literatur zur Auswirkung einer Ab- bzw. Aufwertung auf den Output ist deutlich zurückhaltender, was Politikempfehlungen angeht. Insbesondere wird davor gewarnt, einen empirisch beobachteten, länderspezifischen Outputeffekt als Anlass für Wechselkursinterventionen zu nehmen. Zum einen wird bezweifelt, dass sich der reale Wechselkurs langfristig steuern lässt und zum anderen wird auf die Kosten hingewiesen, die aus einer Beeinflussung des Wechselkurses erwachsen können.²² So wird regelmäßig hervorgehoben, dass ein Anstieg der Inflation eine wahrscheinliche Folge ist, wenn die Regierung versucht eine Währungsabwertung herbeizuführen.²³

Fazit

Ein erster Strang der wissenschaftlichen Literatur zum Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Wirtschaftsleistung argumentiert, dass eine Unterbewertung in Entwicklungsländern das Wachstum fördert und deshalb bewusst herbeigeführt werden sollte. Ob diese Politikempfehlung angemessen ist, erscheint aufgrund von empirischen und theoretischen Schwächen der Literatur jedoch fraglich. Wichtiger ist deshalb das Ergebnis der zweiten Forschungsrichtung. Die Reaktion des Outputniveaus auf eine Auf- oder

Grafik 3: Langfristige Veränderung von Ex- und Importen bei Euro-Aufwertung um ein Prozent



Anmerkungen: Nur signifikante Effekte abgebildet; Importe Italien berücksichtigen nur Waren

Quelle: Breuer und Klose (2013)²⁰

Abwertung folgt keinem einheitlichen Muster. Vielmehr ist sie länderspezifisch.

Bei der Einschätzung der Effekte von Wechselkursbewegungen ist daher Vorsicht geboten. Weil sowohl Leistungsbilanz als auch Output in unerwarteter

Weise reagieren können, ist die grundsätzliche Annahme, dass eine Währungsabwertung stets die Leistungsbilanz verbessert und darüber hinaus den Output steigert gleich in zweifacher Hinsicht ungerechtfertigt. ■

¹ Unbeachtet bleibt hier die Literatur zum Einfluss der Volatilität des Wechselkurses auf Wirtschaftswachstum und Außenhandel.

² Bei der Schätzung der Unter- bzw. Überbewertung einer Währung wird in diesen Studien zudem der Balassa-Samuelson-Effekt berücksichtigt. Dieser besagt, dass die Währung einer Volkswirtschaft mit zunehmendem Entwicklungsstand zu einer Aufwertung tendiert.

³ Rodrik, D. (2008), The Real Exchange Rate and Economic Growth, *Brooking Papers on Economic Activity*, 2, S. 365–421.

⁴ Glüzmann, P. A., Levy-Yeyati, E. und F. Sturzenegger (2012), Exchange Rate Undervaluation and Economic Growth: Díaz A. (1965) Revisited, *Economic Letters*, 117 (3), S. 666–672.

⁵ Razmi, A., Rapetti, M. und P. Skott (2012), The Real Exchange Rate and Economic Development, *Structural Change and Economic Dynamics*, 23 (2), S. 151–169.

⁶ Eichengreen, B. (2008), The Real Exchange Rate and Economic Growth, Commission on Trade and Development, Working Paper No. 4.

⁷ Rapetti, M. (2012), Macroeconomic Policy Coordination in a Competitive Real Exchange Rate Strategy for Development, *Journal of Globalization and Development*, 3(2), S. 1–31.

⁸ Nouira, R. und K. Sekkat (2012), Desperately Seeking the Positive Impact of Undervaluation on Growth, *Journal of Macroeconomics*, 34 (2), S. 537–552.

⁹ Auboin, M. und M. Ruta (2013), The Relationship Between Exchange Rates and International Trade: A Literature Review, *World Trade Review*, 12 (3), S. 577–605.

¹⁰ In empirischen Untersuchungen wird sich meist mit Veränderungen des realen Wechselkurses auseinandergesetzt. Teilweise wird aber auch der nominale Wechselkurs betrachtet.

¹¹ Tatsächlich kann eine Abwertung auch zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanz führen. Siehe hierzu Seite 3.

¹² Bahmani-Oskooee, M. und I. Miteza (2003), Are Devaluations Expansionary or Contractionary – A Survey Article, *Economic Issues*, 8 (2), S. 1–28.

¹³ Ebd.

¹⁴ Bahmani-Oskooee, M. und A. M. Kutan (2008), Are Devaluations Contractionary in Emerging Economies of Eastern Europe?, *Economic Change and Restructuring*, 41 (1), S. 61–74.

¹⁵ Die lange Frist ist in diesem Zusammenhang als der Zeitraum zu verstehen, den eine Volkswirtschaft bei Ausbleiben weiterer exogener Schocks benötigt, um sich nach einer Änderung des Wechselkurses auf ein neues Gleichgewicht einzupendeln. In der Regel handelt es sich hierbei um eine Zeitspanne von mehreren Jahren.

¹⁶ Krugman, P. und L. Taylor (1978), Contractionary Effects of Devaluation, *Journal of International Economics*, 8 (3), S. 445–456.

¹⁷ Van Wijnbergen, S. (1986), Exchange Rate Management and Stabilization Policies in Developing Countries, *Journal of Development Economics*, 23 (2), S. 227–247.

¹⁸ Wird die Leistungsbilanz in US-Dollar gemessen, ergibt sich der nicht eindeutige Effekt äquivalent auf der Exportseite. Durch eine Abwertung fallen dann nämlich die in US-Dollar gemessenen Preise exportierter Waren und Dienstleistungen, sodass trotz ausgeweiteter Exportmenge der Exportwert insgesamt sinken kann.

¹⁹ Huchet-Bourdon, M. und J. Korinek (2012), Trade Effects of Exchange Rates and Their Volatility: Chile and New Zealand, OECD Trade Policy Papers, No. 136

²⁰ Breuer, S. und J. Klose (2013), Who Gains from Nominal Devaluation? An Empirical Assessment of Euro-Area Exports and Imports, Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Working Paper 04/2013.

²¹ An, L., Kim, G. und X. Ren (2014), Is Devaluation Expansionary or Contractionary: Evidence Based on Vector Autoregression with Sign Restrictions, *Journal of Asian Economics*, 34, S. 27–41.

²² Ebd.

²³ Calvo, G., Reinhart, C. und C. Végh (1995), Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence, *Journal of Development Economics*, 47 (1), S. 97–133.