



Währungskrieg?

Description

In diesen Tagen ist wieder vom Währungskrieg die Rede. Insbesondere die Brüsseler Politbürokraten sehen die Entwicklung des Yen „mit Sorge“, wie es heißt. Und Frankreichs Hollande will gar eine „aktive“ Währungspolitik, sprich, er stellt sich Interventionen vor.

In der Tat – nicht nur der Yen ist heftig in Bewegung. Der Schweizer Franken setzt sich von 1,20 ab, der Grenze, die ihm die SNB noch zubilligt gegen Euro. Und der Euro selbst zeigte sich zuletzt stark gegen Dollar auf einem 14-Monats-Hoch, weil die [EZB ihre Liquiditätsversorgung zurückfährt](#), während z.B. die Fed an ihren QE-Aktivitäten festhält.

Dollar/Yen hatte im November 2011 bei 76 ein Dekaden-Tief ausgebildet. Im September 2012 ging es nochmals in diesen Bereich zurück und sodann von 78 aus rasant aufwärts bis aktuell über 93. Im August 1998 war bei knapp 150 das Ende der damaligen Aufwärtsbewegung erreicht – die Tech-Blase platzte im März 2000. 1982, als der damalige Bull-Markt in Aktien seinen Zenith überschritt, stand das Währungspaar bei 280.



Euro/Yen markierte im Juli 2008 eine Spitze bei 170, sackte dann bis Juli 2012 ab auf gut 90 und notiert heute bei 127. 1982 stand als Hoch 256 auf dem Kurszettel.

Die genannten historischen Kurse lassen das Gerede vom Währungskrieg verblassen. Allenfalls kann man sich über die Anstiegsgeschwindigkeit der Yen-Währungspaare aufregen, aber auch solche Phasen gab es in früheren Zeiten.

Offenbar scheint es gewisse Parallelen zwischen Yen-Schwäche und Bull-Phasen bei Aktien zu geben. Dabei fällt besonders auf, dass es 1995, als der in die Tech-Blase mündende Bullmarkt startete, bei beiden Währungspaaren ausgeprägte Tiefs gab. Von diesen Böden aus entwickelte sich eine zunächst steile



Aufwärtsbewegung – durchaus vergleichbar mit der aktuellen Bewegung.

Eine immer wieder angeführte Erklärung für den Zusammenhang von Yen-Schwäche mit Aktienstärke sind Carry Trades – Akteure nehmen Darlehen in Yen auf und verschieben die aufgenommenen Mittel in ihre Heimatwährungen. Das stärkt Euro und Dollar relativ zum Yen. Anleger können so doppelt profitieren – von den niedrigen japanischen Zinsen und von der sich abschwächenden Währung. Über solche Carry Trades kam vor der Finanzkrise ein Teil des Treibstoffs für Aktien. Danach glichen sich die Zinsniveaus so stark an, dass solche Carry Trades v.a. aus Dollar-Sicht keinen Sinn mehr machten – erst recht unter Einbeziehung des Währungsrisikos.

Niels C. Jensen von Absolute Return Partners hat zum Thema „Währungskrieg“ einen [interessanten Beitrag geschrieben](#), auf den ich mich im folgenden beziehe.

Er verweist auf zwei Buchungsidentitäten, die bei Währungen eine wichtige Rolle spielen. Sie sind immer und überall gültig, gelten per Definition. Nach der Kapitalfluss-Identität ist der netto-Zufluss ausländischen Kapitals immer gleich dem Leistungsbilanzdefizit des betreffenden Landes. Nach der Kapitalstock-Identität ist die Summe aller von Ausländern gehaltenen Assets gleich der Summe aller zurückliegenden Leistungsbilanzdefizite.

Länder mit einem Leistungsbilanzüberschuss häufen Forderungen gegen das Ausland an, die der Größe des Überschusses entsprechen. Umgekehrt: So lange ein Land eine defizitäre Leistungsbilanz aufweist, bauen Ausländer entsprechende Forderungen gegen das Land auf.

Zinsen und Wechselkurse sind die entscheidenden Anpassungsmechanismen, wenn sich Leistungsbilanzen verändern. Dies hat u.a. James Tobin in den 1970er und 1980er Jahren untersucht.

Wenn ausländische Investoren eine höhere Rendite für die von ihnen gehaltenen Anleihen anstreben, haben sie neben der Möglichkeit, diese in Wechselkursverluste hinein zu verkaufen, auch die Wahl des Tauschs ihres Bond-Kapitals in andere Assets, etwa Aktien. Wenn einheimische Investoren dieser Rotation folgen, werden die Zinsen beschleunigt steigen, die Bond-Kurse fallen. In diesem Fall wird die Anpassung hauptsächlich durch die Zinsen geschehen. Wenn inländische Investoren gegenteilige Präferenzen haben, wird der Zinseffekt torpediert. Dann ist besonders die Währung in den Anpassungsprozess involviert, weil Ausländer dann eher zu einem Verkauf ihrer Anleihen tendieren.

Wenn die Inflations-Erwartungen bei in- und ausländischen Investoren gleichermaßen steigen, werden v.a. die Bond-Zinsen steigen. Rechnen Ausländer hingegen mit höheren Preisteigerungen als Inländer, wird (cet. par.) die Währung die Hauptlast der Anpassung tragen.

Wenn Asset-Präferenzen der Ausländer den Wechselkurs drücken, hat das Auswirkungen auf das Handelsbilanzdefizit. Eine schwächere Währung schafft eine stärkere Wettbewerbsposition auf den internationalen Märkten. Je stärker sich dadurch das Leistungsbilanzdefizit verringert, je stärker nimmt der Nettozufluss ausländischen Kapitals ab, je stärker sinken die Bond-Kurse und die Zinsen steigen. Dies gilt allerdings nur, wenn gleichzeitig die Sparquote nicht oder nur unterproportional steigt. Ansonsten würde dem steigenden Zinsniveau entgegengewirkt, was tendenziell Druck auf die Währung ausübt.

So viel zur Theorie.

Angesichts des gewaltigen Schuldenbergs, den insbesondere die industrialisierten Länder angehäuft haben, wäre das nächstliegende, die Lösung dieses Problems in Wirtschaftswachstum zu suchen. [Das erscheint heute aus vielen Gründen unmöglich](#) – nicht nur wegen der ungeheuren Größe des Schuldenbergs.

Als das danach effektivste Mittel bleibt eine “kontrollierte” Inflation. [Japan hat sein Inflationsziel schon auf 2% hoch gesetzt](#)

, die [Fed hat sich ein Makro-Ziel auf die Fahnen geschrieben](#), die EZB betreibt (noch indirekt) Staatsfinanzierung. Es wird nicht lange dauern und die Inflationsziele fallen auch auf dem Papier. Inflationierung alleine reicht aber nicht – sie muss verbunden werden mit künstlich niedrigen Bond-Zinsen. Für eine Reihe von Jahren müssen die Realzinsen negativ werden – [finanzielle Repression](#).

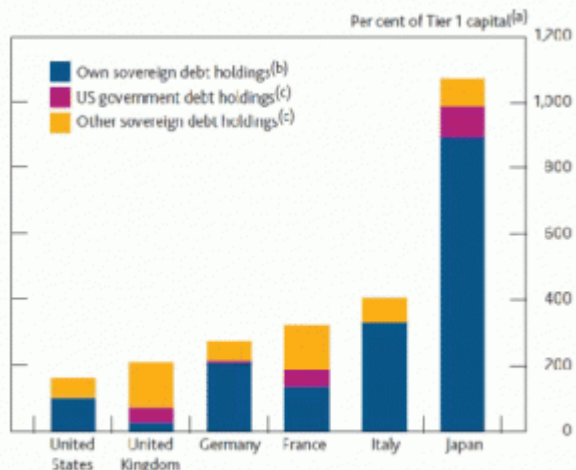
Der „Nebeneffekt“: Die Banken leihen sich Geld am kurzen Ende und investieren es am langen. Der nahezu risikolose Zins-Gewinn aus dieser Art Carry Trade hilft, dass sich das Bankensystem rekaptalisieren kann.

Internationale Anpassungsprozesse finden über Zinsen und Währungen statt. Was Zinsen angeht, dürfte die Politik überall in den am stärksten schuldengeplagten Ländern gleichermaßen negative Realzinsen anstreben. Wie werden sich die Währungen entwickeln?

Die meisten Asien-Währungen werden künstlich gedrückt gehalten. Das werden sich die großen Währungsräume Dollar, Euro und Yen nicht länger bieten lassen – erst recht dann nicht, wenn die Wirtschaftskrise entgegen allen Hoffnungen noch nicht abgehakt werden kann. Jensen geht davon aus, dass die asiatischen Währungen Schritt für Schritt aufwerten.

Der Yen dürfte weiter schwach bleiben. Das liegt zum einen an der katastrophalen Verschuldung des Landes. Gleichzeitig fährt es seit Jahren einen Leistungsbilanzüberschuss ein und ist deshalb auf ausländische Kreditgeber nicht angewiesen, um sein Defizit zu finanzieren. Daher fallen auch keine Risikoprämien an wie anderswo. Vorausgesetzt ist, dass es dabei bleibt, dass einheimische Investoren den eigenen Bond-Markt unterstützen. Japanische Banken halten mehr als 40% aller Staatsanleihen. Das ist etwa das neunfache ihres Tier-1-Kapitals – im Grunde genommen ein latentes Desaster. Das garantiert aber gleichzeitig, dass die Banken genauso weitermachen müssen. Daraus aber wieder folgt, dass bei solchermaßen unveränderten Anlage-Präferenzen die Währung den Hauptteil der Anpassung tragen muss – Jensen sieht 120/130 beim Dollar/Yen auf Sicht einiger Jahre. Für japanische Exporteure ein sehr bullisches Szenario und ein Grund für den starken Anstieg des Nikkei.

Chart 4: Sovereign debt holdings by selected banking systems



Source: "Financial Stability Report", November 2012, Bank of England

Der Dollar sollte sich fester entwickeln, schreibt Jensen. Er ist eine sehr politische Währung, weil an ihn als Reservewährung viele andere Währungen direkt oder indirekt gebunden sind. In Hinsicht auf die großen wirtschaftlichen Probleme in Japan und Europa erscheint ihm eine substantielle Abwertung des Dollar unwahrscheinlich.

Dem Euro traut Jensen auf längere Sicht Stärke gegen das englische Pfund zu, weil wegen der Dominanz



der englischen Pensionsfonds der Anpassungsprozess eher über die Währung laufen wird.

Währungskrieg? Bisher sind lediglich scharfe Anpassungsprozesse zu beobachten.

Wie bei jedem anderen Krieg braucht es eine Kriegserklärung, die in diesem Falle lauten müsste: Wir setzen unsere Währung als Waffe ein, um unsere Stellung im Welthandel aufzubessern. Das hat bisher keiner gesagt und so ist das, was gerade geschieht, möglicherweise die Vorbereitung auf einen Währungskrieg, aber noch nicht der Krieg selbst.

Noch ein Wort zur Eurozone: Ihr muss zwingend daran gelegen sein, ihre Währung zu schwächen, um über Wettbewerbsvorteile im Handel einen Teil der eigenen Krise zu exportieren. [Beobachter sehen hierbei eine Schwelle von 1,25 gegen Dollar](#). Sollte dies gelingen, würde das sich verringernde Leistungsbilanzdefizit der Eurozone Aufwärtsdruck auf Renditeniveau bewirken. Falls keine anderen Faktoren dagegen stehen, stünde die EZB mit ihrem OMT-Programm zur Manipulation bereit.

Einige Beobachter erwarten für die anstehende EZB-Sitzung in dieser Woche entweder gleich eine Zinssenkung oder zumindest "markige" Worte von Draghi gegen die Euro-Stärke. Ob aber eine verbale Intervention wieder so viel Wirkung hat wie seinerzeit im Juli 2012, ist eher unwahrscheinlich.