



Smaghi über den Währungskrieg

Description

Die G20 reden das Risiko eines Währungskriegs klein. Reden alleine nützt nichts, vermieden werden kann er nur, wenn sich die Beteiligten einig sind, welche Rolle die Geldpolitik im gegenwärtigen Umfeld spielt, [schreibt Lorenzo Bini Smaghi](#), früher Mitglied des Direktoriums der EZB.

In der Theorie soll die Geldpolitik darauf abzielen, Wachstum und Beschäftigung so lange zu stimulieren, so lange die Preisstabilität gewährleistet ist. Vorausgesetzt, die Inflationserwartungen sind gut verankert und die Inflationsprojektionen der Zentralbanken bewegen sich unterhalb des Ziels, können die Zinsen so niedrig wie möglich gehalten werden, um Konsum und Investition zu fördern.

Der Wechselkurs ergibt sich dann in den Finanzmärkten als Resultat der unterschiedlichen geldpolitischen Ausrichtung der einzelnen Länder, die sich wiederum ergeben aus unterschiedlichen Positionen im Konjunkturzyklus.

Wenn die Voraussetzungen der „Theorie“ gegeben sind, gibt es keinen Währungskrieg. Die Schwäche der Währung eines Landes spiegelt die Schwäche seiner Fundamentaldaten wider. Die Abwertung der Währung ist Folge der relativ kontraktiven Wirtschaft des betreffenden Landes. Es wäre Aufgabe der Geldpolitik, die Situation zu ändern, was die Währung wieder aufwerten lässt.

In der Praxis ist das nicht ganz so einfach.

Erstens neigen Wechselkurse zum Überschießen – und das nicht nur deshalb, weil Finanzmärkte schneller reagieren als Gütermärkte, sondern auch wegen der selbsterfüllenden Prophezeiung der Erwartungen der Anleger und deren Herdentrieb. Überschießen ist eher die Regel als die Ausnahme, es ist schwierig, hier dämpfend einzugreifen. Interventionen sind ineffektiv, es sei denn sie werden zumindest bilateral koordiniert. Das wiederum ist schwer zu erreichen, weil Wechselkursbewegungen stark asymmetrische Vor- und Nachteile hervorbringen.

Zweitens ist die Geldpolitik in der gegenwärtigen Krise weniger effektiv in der Unterstützung von Wachstum. Das liegt an der hohen Belastung durch den Schuldenberg. Die Wirtschaftssubjekte wollen und können sogar bei den aktuell niedrigen Zinsen keine weiteren Kredite aufnehmen. Zunächst muss der Schuldenüberhang abgetragen werden.

Dazu muss der Wohlstand von Kreditgebern zu Schuldnern umverteilt werden. Eine Schuldenrestrukturierung beschädigt Sparer und institutionelle Investoren, was möglicherweise auch die finanzielle Stabilität tangiert. Zudem fördert es „moral hazard“. Eine Erhöhung der öffentlichen Verschuldung, um die Verluste von Sparern und Investoren zu kompensieren und eine Destabilisierung zu vermeiden, ist, wenn überhaupt möglich, ebenso unpopulär.

Eine solche Umverteilungspolitik ist insbesondere in einer Demokratie problematisch. „Smart“ ist es, die Zentralbank den Job tun zu lassen. Das bedarf keiner parlamentarischen Zustimmung. Die Zentralbank interveniert direkt in den Märkten, tauscht riskante Assets gegen Cash. Gleichzeitig senkt sie die Zinsen und ermutigt Wirtschaftssubjekte, neue Kredite aufzunehmen. Wenn eine solche Intervention zeitlich begrenzt bleibt, hat das keinen bleibenden Effekt auf die Geldversorgung oder die Wohlstandsverteilung.

Wenn die Intervention aber permanent wird und von der Zusicherung begleitet wird, die Zinsen lange tief



zu halten, so nähert sich diese Politik dem an, was [Reinhart und Rogoff finanzielle Repression genannt haben](#). Die Entscheidung hierzu ist Ergebnis des Umstandes, dass der Zentralbank, von ihr akzeptiert, die Aufgabe übertragen wurde, alles zu tun, um das Wachstum zu stimulieren.

Anleger versuchen, der finanziellen Repression u.a. dadurch zu entkommen, dass sie ausländische Assets kaufen – besonders in den Ländern, in denen solche Repression durch das politische System oder durch die Statuten der betreffenden Zentralbank erschwert ist. Der Kapitalfluss sorgt für Abwertung der einen und Aufwertung der anderen Währung.

In einer solchen Situation kann ein Währungskrieg nur vermieden werden, wenn beide Länder gleich agieren. Das Land, das Ziel der Zuflüsse ist, muss ebenfalls finanzielle Repression ausüben. Was für zwei Länder gilt, gilt für alle in der derselben Situation. Das Ergebnis eines solchermaßen herbeigeführten Währungsfriedens wäre eine neue Runde steigender weltweiter Risikobereitschaft. Und früher oder später eine neue Finanzkrise.

So weit Smaghi. Konkret und mit anderen Worten: Der Aufwertung des Euro durch Dollars, die vor der finanziellen Repression in den USA Reißaus nehmen, soll nach Smaghi dadurch begegnet werden, dass auch die Eurozone auf die Linie finanzieller Repression einschwenkt. Die EZB ist nach ihren Statuten an das Ziel der Geldwertstabilität gebunden. Das schränkt ihren Aktionsradius ein, wenn die Inflationsrate sich in der Nähe des Inflationsziels befindet. Das [ist heute der Fall](#).

[Draghi hatte bei der jüngsten Pressekonferenz der EZB auch unter Hinweis auf die Stärke des Euro die Erwartung geäußert](#), die Inflationsrate der Eurozone werde sich im Laufe des Jahres nach unten bewegen.

Dies kann als Hinweis darauf verstanden werden, dass die EZB alsbald durch Zinsenkung Abwertungsdruck auf den Euro herbeizuführen gedenkt. Wertet der Euro ab, steigt der Einfluss importierter Inflation. Dadurch wird eine Situation negativer Realzinsen, also finanzieller Repression, gefördert. "Gefördert" bedeutet, sie besteht auch heute schon. Aber es muss in dieser Logik auf jeden Fall verhindert werden, dass der Grad der Repression nachlässt.

Neben dem Aspekt der finanziellen Repression besteht auch aus Gründen der wirtschaftlichen Erholung v.a. in den PIIGS-Ländern der Eurozone das starke Interesse an einem schwächeren Euro. Beobachter haben diesbezüglich die Marke von 1,25 gegen Dollar im Auge.