

# Die These vom globalen Währungskrieg und das Trilemma der internationalen Währungspolitik

**Autor:** Jürgen Matthes  
Telefon: 0221/4981-754  
E-Mail: [matthes@iwkoeln.de](mailto:matthes@iwkoeln.de)

## **Kontroverse Debatte**

Die Debatte über einen vermeintlichen globalen Währungskrieg ist durch die sehr expansive Geldpolitik vieler Industrieländer wieder aufgeflammt. Denn diese Politik führt zu Währungsabwertungen und damit tendenziell zu einer Verbesserung der internationalen preislichen Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft relativ zu ihren Wettbewerbern. Aus diesem Grund wiederholte der brasilianische Finanzminister Guido Mantega schon im Herbst 2012 – anlässlich des dritten Aufkaufprogramms für Staatsanleihen der US-Notenbank – seinen schon im September 2010 erhobenen Vorwurf eines globalen Währungskrieges. Jüngst hat der Schwenk des neuen japanischen Notenbankchefs Haruhiko Kuroda hin zu einer extrem expansiven Geldpolitik international viel Kritik auf sich gezogen – aus den USA und von der Europäischen Zentralbank (EZB) ebenso wie von der russischen Notenbank. In der Folge fand sich das Thema Währungskrieg auch auf der Agenda der jüngsten Tagungen der G7- und G20-Staaten. Aus Frankreich kamen im Zuge dieser Debatte bereits Forderungen nach einer aktiven Wechselkurspolitik für Europa. Dieser Beitrag hinterfragt die These vom Währungskrieg und nimmt dazu die Währungsrelationen zwischen den großen Industrieländern in den Blick.

## **Währungskrieg light**

Derzeit handelt es sich sicherlich nicht um einen Währungskrieg im eigentlichen Sinne, denn die großen Industrienationen lassen marktbasiertere flexible Wechselkurse zu und versuchen in der Regel nicht, ihre Währungen durch Devisenmarktinterventionen abzuwerten.<sup>1</sup> Nur eine konsequente Intervention würde man als Währungskrieg bezeichnen, weil sie im Ergebnis die Handelsbilanz des betreffenden Staates verbessert, indem Exporte billiger und Importe teurer werden. Damit kann ein Staat de facto zulasten anderer Länder globale Nachfrage auf sich ziehen und Arbeitslosigkeit exportieren. Eine Wechselkurspolitik mit diesem Ziel wird daher auch beggar-thy-neighbour-Politik genannt. Eine solche Situation kann in einem Abwertungswettlauf und damit einem kollektiven Gefangenendilemma enden, dem sich auch kooperationswillige Staaten kaum mehr entziehen können, und bei dem sich am Ende alle beteiligten Nationen möglicherweise schlechter stellen.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Dies gilt nicht für viele Schwellenländer vor allem in Asien, allen voran China. Die Debatte über einen möglichen Währungskrieg, die noch auf das Verhältnis zwischen den USA und China fokussierte, wurde vor allem in den Jahren 2010 und 2011 geführt (Darvas/Pisany-Ferry, 2010; ifo-Schnelldienst, 2010; Klein/Teng, 2010; Dadush/Eidemann, 2011; Schnabl, 2011).

<sup>2</sup> Mit Blick auf den Abwertungswettlauf der 1930er-Jahre, im Zuge dessen einzelne Länder nach und nach den Goldstandard verließen, verweist Eichengreen (2012) allerdings auf positive Effekte dieser unkooperativen Strategie. Demnach sei auf diese Weise eine Reflationspolitik möglich geworden, die als Antwort auf einen symmetrischen deflationären Schock sinnvoll gewesen sei. Eine Kooperation innerhalb des Goldstandards wäre die beste Lösung gewesen, doch sei sie damals nicht zustande gekommen.

Obwohl die großen Industrieländer derzeit keinen Währungskrieg in diesem Sinne führen, gibt es doch indirekte Ansätze dazu. Bei flexiblen Wechselkursen bewirken unterschiedliche Ausrichtungen makroökonomischer Politiken zwischen Ländern Wechselkursveränderungen. Beispielsweise führt in einem Land mit einer Konjunkturschwäche eine expansive Geldpolitik mit niedrigen Zinsen tendenziell zu Kapitalabflüssen in Länder mit höheren Zinsen und somit ceteris paribus zu einer Wechselkursabwertung. Dieser zyklisch wirkende Mechanismus ist sinnvoll, weil eine Abwertung in der Regel die Handelsbilanz verbessert und so Wachstumsimpulse auslöst, die die expansive Geldpolitik dabei unterstützen, die Konjunkturschwäche zu überwinden. Springt die Konjunktur wieder an und steigen in der Folge die Zinsen, wertet die Währung wieder auf.

Ist die Wirtschaftspolitik verschiedener Länder dauerhaft anders ausgerichtet, entwickelten sich die Wechselkurse allerdings deutlich stärker und anhaltender auseinander. Angesichts der offenbar längerfristig expansiv angelegten Geldpolitik der USA, Japans und Großbritanniens können die Währungen dieser Länder damit erheblich und anhaltend gegenüber anderen Währungen abwerten. Die anderen Länder reagieren derzeit besonders empfindlich auf die Aufwertung ihrer Währung, weil dadurch ihre Waren und Dienstleistungen auf dem Weltmarkt teurer werden und die globale Nachfrage zunehmend in die nun billigeren Länder fließt – und das zu einer Zeit, in der die globale Nachfrage ohnehin schon schwächelt. Dies ist der Hintergrund der aktuellen Währungskriegsdebatte.

### **Die Kapitalmärkte verschärfen das Problem**

Das Ausmaß der Währungsschwankungen hängt auch vom Umfang der Kapitalströme ab. Wegen der Kapitalströme laufen die Wechselkurse Gefahr, gemessen an den Fundamentaldaten (wie der Handels- und Leistungsbilanz) zu stark zu schwanken – man spricht von einem Überschießen der Wechselkurse.

Devisenmärkte neigen zum Überschießen, weil sich Finanzmärkte schneller an neue ökonomische Gleichgewichte anpassen als Gütermärkte (Husted/Melvin, 2009).<sup>3</sup> Darüber hinaus können Wechselkurse von einem fundamental gerechtfertigten

---

<sup>3</sup> Bei einer Zinssenkung, die mittelfristig zu einer höheren Inflation und einer Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit führt, kommt es im üblichen Wechselkursmodell durch die Güterströme über die mittlere Frist zu einer Währungsabwertung in Sinne der Kaufkraftparitäten-Theorie. Kurzfristig führt die Zinssenkung jedoch zu einem Kapitalabfluss und damit einer nahezu sofortigen Abwertung, obwohl sich die Preisrelationen zwischen In- und Ausland noch nicht verschoben haben, und es daher aus der Gütermarktperspektive nur zu einer allmählichen Abwertung kommen sollte. Der Wechselkurs überschießt damit also vorübergehend.

Niveau abweichen, wenn die viele Finanzmarktakteure sogenannte chart-technische Anlagestrategien verfolgen (vor allem Trendfolgestrategien).<sup>4</sup> Auch ein Herdenverhalten der Anleger kann diesen Effekt haben: Wenn Anleger das Verhalten anderer Anleger antizipieren und ihr eigenes Verhalten daran ausrichten, können sich gegenseitig verstärkende Anlagestrategien herausbilden, die Wechselkurse von ihren fundamental gerechtfertigten Werten entfernen. Längerfristig dürften sich die Wechselkurse zwar wieder zu den Fundamentaldaten zurück bewegen, doch in der Zwischenzeit kann die Abweichung die realwirtschaftliche Allokation verzerren.

Gegenwärtig und in näherer Zukunft dürften die Wechselkurse stark von den Kapitalströmen getrieben werden.

- Die expansive Geldpolitik der Industrieländer flutet die globalen Kapitalmärkte mit Liquidität, die angesichts der niedrigen Zinsen in vielen Regionen nach rentablen Anlagemöglichkeiten sucht (search for yield). Die Finanzmarktakteure gehen zunehmend hohe Risiken ein (Becker/Ivashina, 2013). Zinsdifferenzen zwischen Ländern können in einem solchen Umfeld enorme Kapitalströme bewirken, weil die Finanzmarktakteure Kredite in Niedrigzinsländern aufnehmen und das Geld im Hochzinsländern anlegen (Carry Trades). Auch dadurch können sich die Wechselkurse von den Fundamentaldaten lösen.<sup>5</sup>
- Finanzielle Repression, also die Inkaufnahme höherer Inflation in Verbindung mit einer gezielten Verhinderung von Zinssteigerungen, dürften die Kapitalströme noch weiter verstärken. Denn Investoren haben starke Anreize, ihre Anlagen aus dem betreffenden Land abzuziehen, weil sie fürchten müssen, dass ihr Geld real an Wert verliert.

### **Das Trilemma der Währungspolitik**

Wenn eine Aufwertung fundamental nicht gerechtfertigt ist, wird in dem betroffenen Land schnell darüber diskutiert, wirtschaftspolitisch dagegen anzugehen. In diesem

---

<sup>4</sup> Menkhoff/Taylor (2007) geben in ihrem Übersichtsartikel an, dass zwischen etwa 30 und 50 Prozent der Devisenmarktakteure ihre Entscheidungen mittels technischer Analyse und nicht geleitet von Fundamentaldaten treffen.

<sup>5</sup> Die Deutsche Bundesbank (2004, S. 45) etwa stellt fest, dass Carry Trades „Wechselkursausschläge in möglicherweise unerwünschter Weise verstärken“ können. Spronk u.a. (2013) weisen nach, dass Carry Trades eine wichtige Rolle an den Devisenmärkten spielen und ihr Einbau in Modelle die Realität besser reproduzierbar macht. Zudem stellen sie heraus, dass Wechselkursbewegungen durch das Zusammenspiel von Carry-Tradern und chart-technischen Anlegern verstärkt werden können, etwa wenn trendorientierte Investoren die Wechselkursimpulse aufgreifen, die von Carry Trades ausgelöst werden.

Fall wird jedoch das Trilemma der internationalen Währungspolitik (impossible trinity) relevant (Fleming, 1962; Mundell, 1963). Demnach ist es nicht möglich, zugleich einen festen Wechselkurs, eine autonome Geldpolitik und freien Kapitalverkehr miteinander zu vereinen. Die Politik hat dann keine idealen Optionen, um eine überzogene Aufwertung und die damit drohenden realwirtschaftlichen Fehlallokationen zu verhindern:

**Interventionen am Devisenmarkt** könnten die Währungsaufwertung verhindern. Obwohl zahlreiche asiatische Länder diese Strategie verfolgen, ist sie vor allem aus zwei Gründen problematisch. Erstens kann es zu unerwünschter Inflation kommen, wenn es nicht gelingt, die Geldmenge wieder zu verkleinern, die die Notenbanken mit ihren Devisenkäufen erst erhöht hat (direkter Ausdruck des Trilemmas). Diese Gefahr ist umso größer, je mehr Kapital aus dem Ausland zugeflossen ist, und je mehr Devisen die Notenbank in der Folge gekauft hat. Zweitens würde ein Einschwenken immer weiterer Staaten auf die Strategie der Wechselkursinterventionen einen echten Währungskrieg heraufbeschwören.

Der Vorschlag, ein **neues internationales Festkurssystem mit großen Bandbreiten** (etwa für die G20-Staaten) einzuführen (Erber, 2013; Bergsten/Williamson, 2004) zielt darauf ab, den Kapitalmärkten Orientierung zu geben und so das Überschießen von Wechselkursen zu verhindern. Doch ist hier aus verschiedenen Gründen Skepsis angebracht. Erstens ist fraglich, wie die Bandbreiten festgelegt und mit sich ändernden makroökonomischen Konstellationen geändert werden sollen. Dieses Problem ist umso größer, je unterschiedlicher die beteiligten Länder und deren Makropolitiken sind. Zweitens müssten die beteiligten Zentralbanken am Devisenmarkt intervenieren, wenn die Wechselkurse das Ende der Bandbreite erreichen. Es ist jedoch fraglich, ob sich die G20-Staaten darauf einigen können, beide beteiligten Zentralbanken zu einer Intervention zu verpflichten. Dies gilt umso mehr, weil die Pflicht zur Intervention die Autonomie der Geldpolitik gefährdet und die Devisenreserven desjenigen Staates schmälert, der seine Währung stützen muss. Zudem eröffnen Wechselkursbandbreiten die Gefahr von Spekulationsattacken – und das umso mehr, je größer die Kapitalströme sind. Sollte es nicht gelingen, die Wechselkurse ausreichend an die makroökonomischen Entwicklungen anzupassen, hätten Finanzmarktakteure wie beim früheren Bretton-Woods-System und dem Europäischen Währungssystem die Möglichkeit, mit Spekulationen lukrative Geschäfte zu machen. Die Spekulationen würden die Zentralbanken wahrscheinlich damit überfordern, die Bandbreiten einzuhalten.

Eine Aufwertung ließe sich dadurch vermindern, dass das betreffende Land die Geldpolitik lockert – so, wie es auch das Ausland getan hat. Damit würde jedoch de

facto die nationale **Souveränität der Geldpolitik aufgegeben**. Denn mittelfristig würde Inflation importiert.

Wenn gegen eine zu starke Aufwertung weder am Devisenmarkt interveniert noch Inflation importiert werden soll, bleibt aufgrund des Trilemmas der internationalen Währungspolitik nur eine **Einschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit**. In der Tat hat sich die Einschätzung von Kapitalverkehrseinschränkungen im Internationalen Währungsfonds und von anderen Experten in jüngerer Vergangenheit gewandelt (IMF, 2012).<sup>6</sup> Dennoch sind diese Einschränkungen ebenfalls ein nicht unproblematisch. Daher darf ein Eingriff in den freien Kapitalverkehr nur erfolgen, wenn er gut begründet wird. Zudem können Kapitalverkehrskontrollen zu spillovers führen (Forbes, u.a., 2012) – das heißt, Kapitalströme werden umgelenkt und steigern den Aufwertungsdruck in anderen Ländern. Ähnlich wie sich Wechselkursinterventionen ausbreiten und in einen Währungskrieg münden können, drohen sich daher auch selektive Kapitalverkehrskontrollen auszuweiten.

Im Weiteren wird mit Blick auf die Schwellenländer und die Eurozone genauer analysiert, inwieweit das Trilemma der Währungspolitik hier relevant ist. Dazu wird gefragt, ob (überschießender) Aufwertungsdruck droht, welche Rolle Kapitalströme dabei spielen und ob mit realwirtschaftlichen Verzerrungen zu rechnen ist. Außerdem wird untersucht, welche Optionen die Politik hat und welche sie bislang nutzt. Ebenso wird nach Hinweisen gesucht, ob die Wechselkurse derzeit bereits erheblich verzerrt sind, sei es in den Ländern mit sehr expansiver Geldpolitik oder den Staaten, die von den ökonomischen Rückwirkungen (spillovers) dieser Strategie betroffen sind.

### **Schwellenländer sind mit großer Liquidität überfordert**

Es ist nicht verwunderlich, dass mit Guido Mantega ein Vertreter der Schwellenländer vor einem Währungskrieg gewarnt hat. Die Währungen vieler Schwellenländer standen zwischenzeitlich (oder stehen teilweise immer noch) unter Aufwertungsdruck. Ein Grund ist die große internationale Zinsdifferenz. In den großen Industrieländern sind die Zinsen sehr niedrig, während die Notenbanken der Schwellenländer hohe Zinsen verlangen, um den aufgekommenen Inflationsdruck zu begrenzen. Die Inflation hat zwar inzwischen nachgelassen, und die Notenbanken haben die Zinsen wieder etwas gesenkt. Doch selbst bei ähnlich hohen Leitzinsen

---

<sup>6</sup> Eichengreen (2012) verweist auf einige Studien, die zeigen, dass Kapitalverkehrskontrollen durchaus effektiv sein können, vor allem indem sie die Fristigkeit der Kapitalzuflüsse zugunsten längerer Zeithorizonte (aber weniger das Volumen) beeinflussen. Für Brasilien finden Forbes u.a. (2012) dagegen einen deutlichen Effekt von Kapitalverkehrskontrollen auch auf das Volumen der Kapitalzuflüsse.

der Notenbanken unterscheiden sich die Zinsen auf den Finanzmärkten in der Regel. So sind die Risikoaufschläge auf die Zinsen der Staatsanleihen von Schwellenländern traditionell größer als die der Industrieländer. Beispielsweise betrug die Zinsdifferenz zwischen brasilianischen und deutschen Staatsanleihen von Anfang 2010 bis Ende April 2013 im Durchschnitt rund 9 Prozentpunkte; sie schwankte zwischen knapp 7 und 11 Prozentpunkten. Die Staatsanleihekäufe der Notenbanken der USA, Japans und Großbritanniens dürften die Spreads zu den Schwellenländer-Staatsanleihen weiter erhöhen, weil die Käufe die Kurse der Anleihen des jeweiligen Landes erhöhen und damit die Zinsen darauf senken.

Darüber hinaus fließt Kapital in die Schwellenländer, weil dort die Wachstumsperspektiven gut sind und die Wirtschaftspolitik seit längerer Zeit auf einem relativ guten Kurs ist. Diese Kapitalzuflüsse sind grundsätzlich positiv zu werten, weil sie zusätzliche Investitionen in den Schwellenländern ermöglichen, wo sonst Kapital eher knapp ist.

Doch die hohe Liquidität auf den internationalen Finanzmärkten und Carry Trades (die die große Zinsdifferenz nutzen) können sehr viel Kapital in die Schwellenländer leiten, das diese möglicherweise überfordert. Tatsächlich zeigen die Zahlen des Institute for International Finance, dass die privaten Kapitalströme in die Schwellenländer seit 2010 wieder nahezu auf einem historischen Höchststand sind (Abbildung 1).

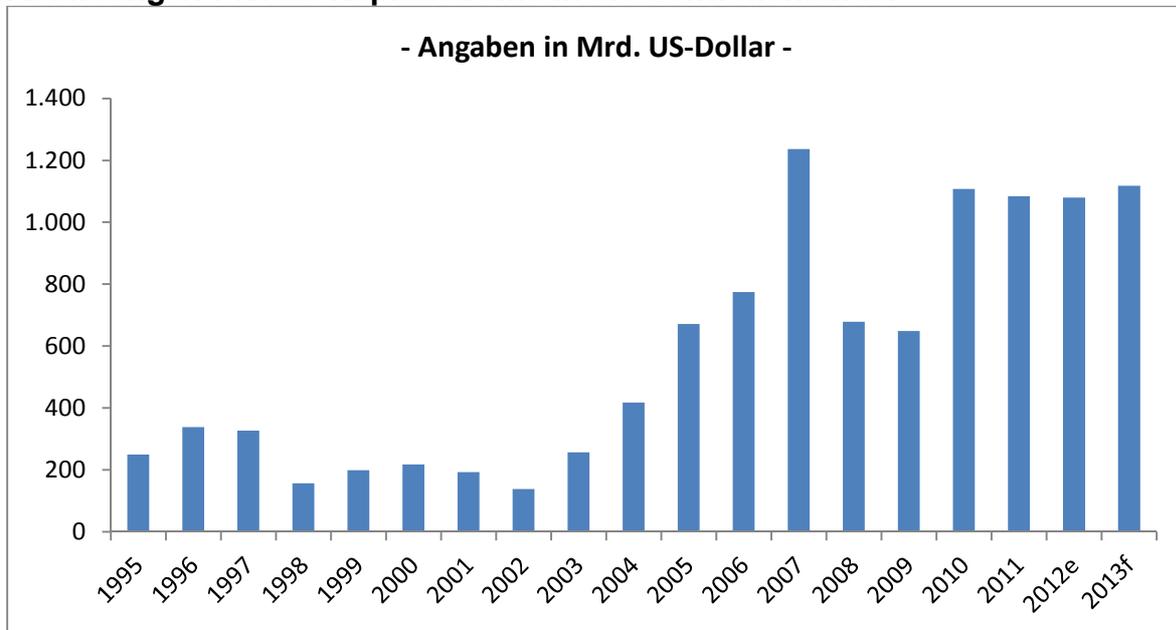
Derart starke Kapitalzuflüsse treffen in den Schwellenländern auf teils recht eng begrenzte Währungs- und Finanzmärkte. Dadurch kann die Währung zu stark aufwerten und es können sich Blasen auf den nationalen Finanzmärkten bilden. Daher herrscht in den Schwellenländern – zu Recht – eine besondere Skepsis gegenüber kurzfristigen Kapitalströmen, weil diese sehr volatil sein können und Mitauslöser der Schwellenländerkrisen in der Dekade nach Mitte der 1990er-Jahre waren.<sup>7</sup> Die Gefahr von Blasenbildungen und nachfolgenden Krisen existiert auch

---

<sup>7</sup> Das Institute for International Finance (2013) erinnert beispielsweise an die Mexiko-Krise 1994/1995. Massive Kapitalabflüsse aus Mexiko und anderen Schwellenländern waren damals in erster Linie durch eine Abkehr der FED von ihrer damaligen länger anhaltenden Niedrigzinspolitik verursacht worden. Viele Anleger waren damals stark in den Schwellenländern engagiert, weil sie vor allem auf länger anhaltende Zinsdifferenzen zwischen den USA und den Schwellenländern gesetzt hatten. Nach der geldpolitischen Wende in den USA drohten sie Verluste einzufahren. In der Folge floss im Zuge eines herdenartigen „run for exit“ massiv Kapital aus Mexiko und anderen Schwellenländern ab, und es kam dort zu gravierenden Börsen- und Wechselkurskrisen. Angesichts der derzeitigen anhaltenden Niedrigzinsphase erscheint ein solches Szenario bei einer (irgendwann) anstehenden Zinswende erneut nicht ausgeschlossen.

gegenwärtig. Darauf hat beispielsweise die Asian Development Bank zuletzt hingewiesen (ADB, 2013).

**Abbildung 1: Private Kapitalströme in die Schwellenländer**



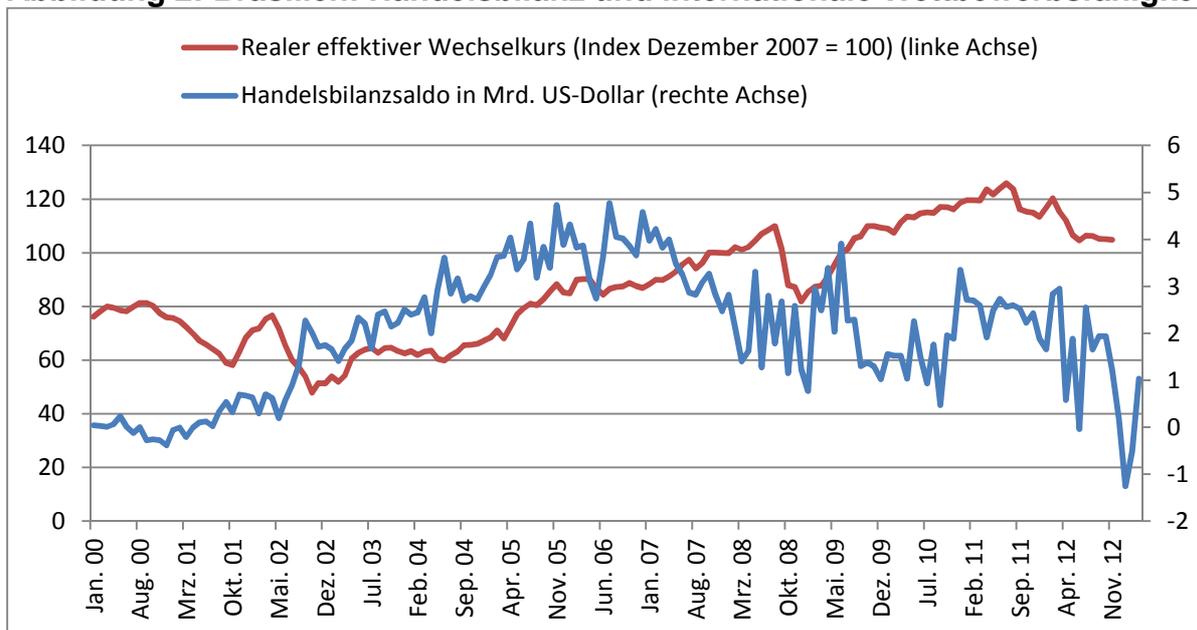
Quelle: IIF, 2013

Eine starke Aufwertung wird in vielen Schwellenländern wie etwa Brasilien und Mexiko auch deshalb als problematisch angesehen, weil diese Staaten starken Wettbewerbsdruck aus Asien und vor allem aus China spüren. Die Notenbanken kaufen Devisen, um den Kurs der eigenen Währung niedrig zu halten, , worauf die teilweise nennenswerten Handelsbilanzüberschüsse dieser Länder hindeuten. Beispielsweise ist Chinas Überschuss im Warenhandel im Jahr 2012 wieder deutlich gestiegen und hat laut OECD auf US-Dollarbasis nach 2008 und 2007 das höchste absolute Niveau aller Zeiten erreicht.

Da hier nicht alle Schwellenländer im Detail analysiert werden können, soll exemplarisch ein Blick auf Brasilien gelenkt werden. Die Frage ist, ob die bisherige Aufwertung der brasilianischen Währung Real als problematisch anzusehen ist. Als Maßstab dafür dient unter anderem die Handelsbilanz. Abbildung 2 zeigt, dass es in Brasilien seit 2003 bis vor der Finanzkrise zu einer erheblichen realen Aufwertung gekommen ist. Ein wichtiger Grund war der steigende Handelsbilanzüberschuss, der vor allem auf starke Ausfuhrzuwächse zurückzuführen war, da sich für die exportierten Rohstoffe ein höherer Preis erzielen ließ. Die Währung wertete real jedoch noch weiter auf, nachdem der Handelsbilanzüberschuss von 2007 bis Anfang 2008 wieder schrumpfte. Im Zuge der Lehman-Krise wertete der Real zwar etwas ab,

doch schon im zweiten Halbjahr 2009 wertete er wieder auf, obwohl der Handelsbilanzüberschuss erneut schrumpfte. Der Außenhandel trug damit zwischenzeitlich zu einem geringeren Wachstum in Brasilien bei. Doch wurde bislang mit der Aufwertung, die zudem seit Mitte 2011 abgeflaut ist, lediglich der zuvor erhebliche Handelsbilanzüberschuss verringert. Die reale Aufwertung kann daher alles in allem nicht als übermäßig angesehen werden.

**Abbildung 2: Brasilien: Handelsbilanz und internationale Wettbewerbsfähigkeit**



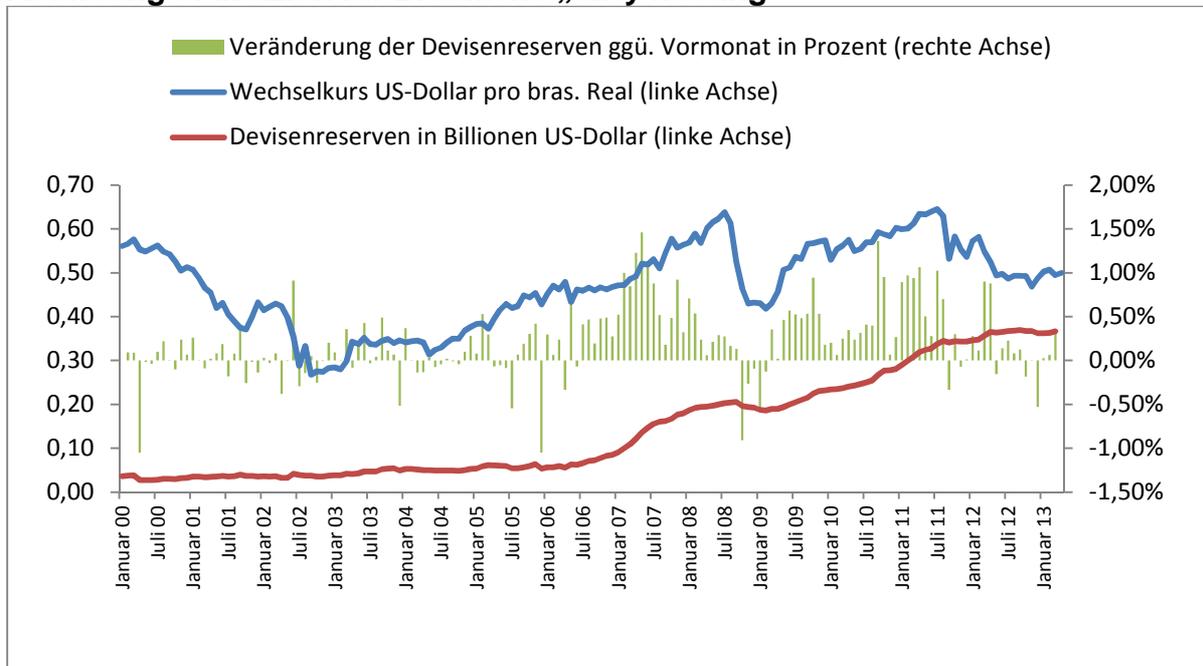
Quellen: Bruegel, OECD

Obwohl der reale effektive Wechselkurs der brasilianischen Währung damit nicht übermäßig stark gestiegen ist, hat Brasilien angesichts des Trilemmas der Währungspolitik verschiedene Politikmaßnahmen ergriffen, um die Kapitalzuflüsse und damit die Aufwertung zu mindern.

- Die Regierung hat eine Steuer auf kurzfristige Kapitalzuflüsse eingeführt und sie zwischenzeitlich erhöht und auf Anlagen bis zu drei Jahren ausgedehnt. Das Ziel, Kapitalzuflüsse zu reduzieren, ist damit weitgehend erreicht worden (Forbes u.a., 2012).
- Darüber hinaus intervenierte die brasilianische Notenbank – bei grundsätzlich flexiblem Wechselkurs des Real – offenbar im Rahmen eines so genannten „dirty floating“ zeitweise recht intensiv am Devisenmarkt, um den Aufwertungsdruck zu begrenzen. Darauf deutet im Sinne von Gagnon (2013) hin, dass die brasilianische Notenbank vor allem in Phasen der Aufwertung viele Devisen anhäuften (Abbildung 3). Insgesamt nahmen die

Devisenreserven zwischen Anfang 2006 und Ende März 2013 von knapp 60 Milliarden auf mehr als 360 Milliarden US-Dollar zu.

**Abbildung 3: Indizien für Brasiliens „dirty floating“**



Quellen: Bloomberg, IMF

Trotz beider Eingriffe hat die nationale Geldpolitik angesichts der starken Kapitalzuflüsse an Autonomie verloren. So hat die brasilianische Notenbank ihre Zinsen teilweise trotz hohen oder wieder steigenden Inflationsdrucks gesenkt, um die Zinsdifferenz zu den Industrieländern zu verringern. Damit nahm sie tendenziell mehr Inflation hin als aus rein nationalen Erwägungen geboten erschien. Das Trilemma der internationalen Währungspolitik hatte Brasilien also fest im Griff.

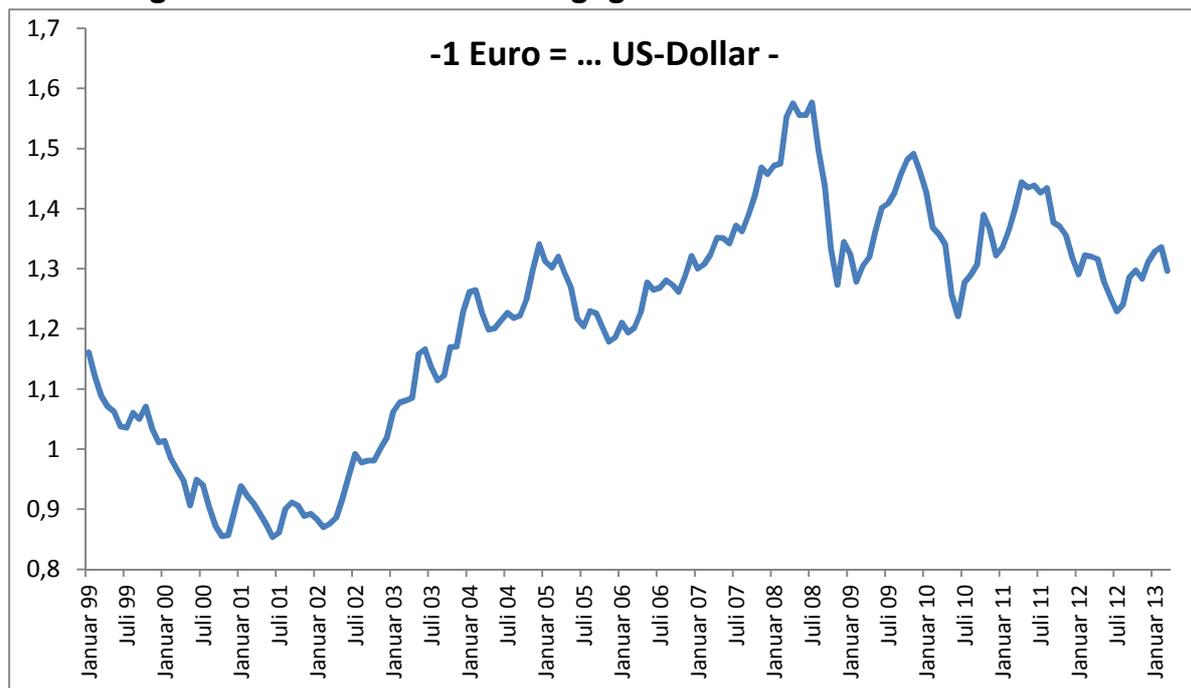
In der normativen Betrachtung erscheinen – angesichts der ökonomischen Zwänge und der spillovers aus den Industrieländern – die meisten Maßnahmen der brasilianischen Regierung vertretbar. Das gilt zunächst für die moderaten Devisenmarktinterventionen. Hier ist zu bedenken, dass Brasilien auf den Gütermärkten mit China und anderen asiatischen Ländern im scharfen Wettbewerb steht und diese Staaten ihre Währungen künstlich niedrig halten (was die G20-Staaten letztlich hinnehmen). Auch die Steuer auf kurzfristige Kapitalzuflüsse gilt letztlich – auch beim IWF (IMF, 2012) – als weitgehend akzeptabel (auch wenn dadurch wiederum spillovers auf andere Länder ausgehen, weil Kapitalströme umgelenkt werden).

Problematischer ist hingegen, dass Brasilien (neben anderen lateinamerikanischen Ländern wie Argentinien) auch eine Reihe von protektionistischen Maßnahmen ergriffen hat. So wurden beispielsweise die Zölle auf Einfuhren von Autos und Lkws im Jahr 2011 um 30 Prozent erhöht. Dieses Überspringen der Reaktionen auf den internationalen Handel darf sich nicht weiter verschärfen. Denn andernfalls droht ein Szenario wie in den 1930er Jahren, als kompetitive Währungsabwertungen zu einem massiven Anstieg des Protektionismus führten.

### Mittelfristige Gefahren für Geldpolitik der Eurozone

Die Eurozone kann derzeit vergleichsweise unbesorgt auf das Thema eines potenziellen Währungskriegs blicken. Mittelfristig könnte sich jedoch ein nennenswertes Konfliktpotenzial im Rahmen des Trilemmas der Währungspolitik herauskristallisieren.

**Abbildung 4: Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar**



Quelle: EZB

### Kurzfristige Perspektive

Aktuell ist die Geldpolitik der Eurozone wie die vieler anderer großer Industrieländer seit längerer Zeit expansiv – mit niedrigen Zinsen und hoher Liquidität für die Banken. Der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar hat sich dadurch in jüngerer Zeit in einer überschaubaren Bandbreite gehalten und scheint wesentlich

durch die Ereignisse im Rahmen der Euro-Schuldenkrise beeinflusst worden zu sein (siehe Abbildung 4).<sup>8</sup> Der japanische Yen hat dagegen im Zuge des geldpolitischen Expansionskurses Japans seit dem vergangenen Herbst stark abwertet. So verlor der Yen gegenüber dem Euro und dem US-Dollar mit jeweils mehr als 20 Prozent seit Mitte September 2012 rapide an Wert (siehe Abschnitt zu Japan).

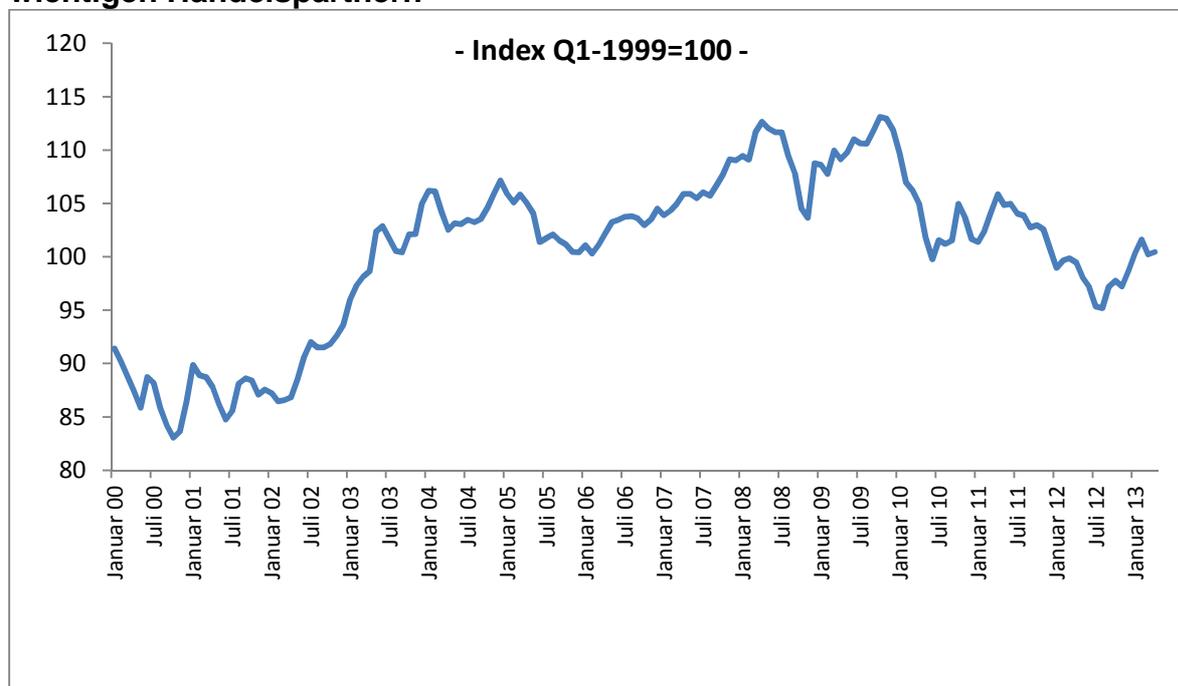
Angesichts der liquiden Devisenmärkte von Euro und US-Dollar erscheint das Ausmaß der Wechselkursänderung in dieser kurzen Zeit bemerkenswert. Es relativiert die zunächst plausible Vermutung, dass die Kapitalmarktströme hier – anders als in den Schwellenländern – aufgrund der Größe der Devisen- und Kapitalmärkte weniger Einfluss ausüben.

Gegenwärtig erscheint die Aufwertungstendenz für die Eurozone jedoch moderat. Vielmehr zeigen Daten der EZB zum nominalen effektiven Wechselkurs der Eurozone (Abbildung 5), dass es seit Mitte 2012 zwar zu einer Aufwertung gekommen ist, diese den effektiven Wechselkurs aber nicht auf ein besonders hohes Niveau getragen hat.

---

<sup>8</sup> So dürfte die deutliche Euro-Abwertung zwischen Herbst 2009 und Frühjahr 2010 von knapp 1,50 US-Dollar auf bis zu 1,22 US-Dollar durch die allmähliche Zuspitzung der Griechenlandkrise wesentlich mit bedingt gewesen sein. Nach dem Rettungspaket für Griechenland und dem Schnüren des Rettungsschirms kam es dagegen bald wieder zu einer deutlichen Gegenbewegung

**Abbildung 5: Nominaler effektiver Wechselkurs der Eurozone gegenüber 20 wichtigen Handelspartnern**

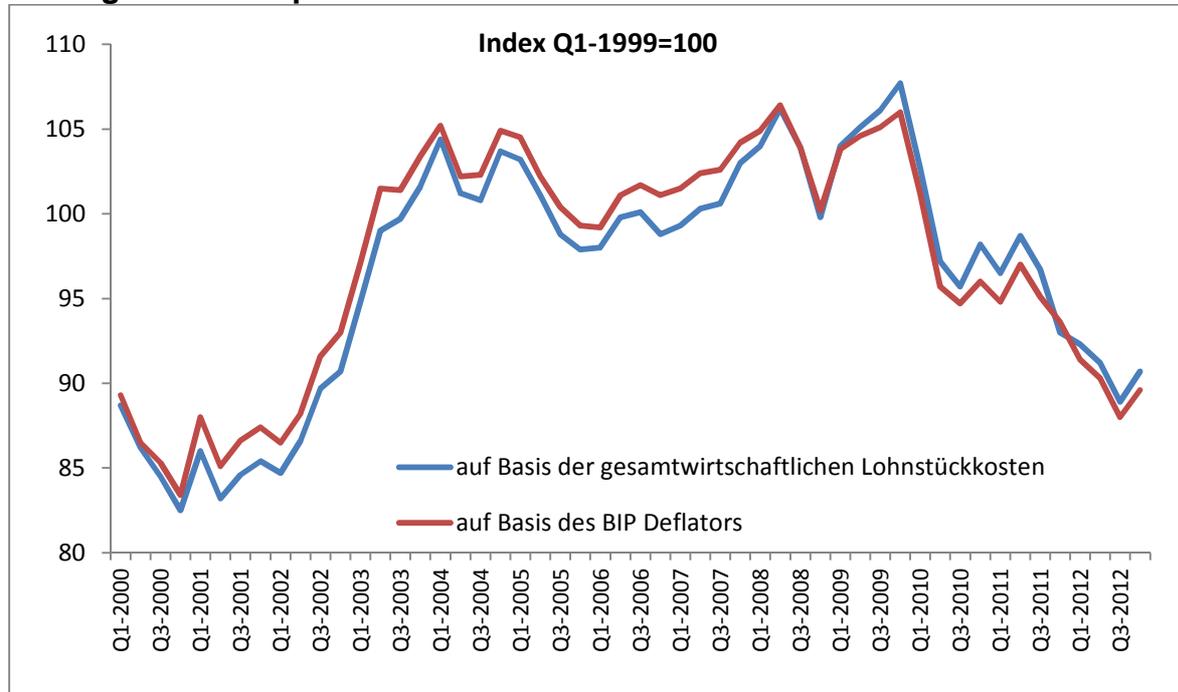


Quelle: EZB

Noch eindeutiger ist das Bild beim realen effektiven Wechselkurs der Eurozone gegenüber 20 wichtigen Handelspartnern (Abbildung 6). Demnach hat die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone seit dem Jahr 2009 deutlich zugenommen (der reale effektive Wechselkurs ist gesunken).<sup>9</sup> Die Aufwertung des Euro gegenüber dem Yen hat im vierten Quartal 2012 (jüngere Daten sind nicht verfügbar) bislang lediglich zu einer leichten Gegenbewegung beitragen. Seitdem dürfte es vermutlich zu einer weiteren leichten realen Aufwertung gekommen sein, die jedoch bisher verkräftbar erscheint. Denn die Warenhandelsbilanz der Eurozone wies im Jahr 2012 erstmals seit 2004 wieder einen Überschuss in der Größenordnung von 100 Milliarden Euro auf.

<sup>9</sup> Dahinter dürften die stärkere Lohnzurückhaltung und die schwache Preissteigerung im Rahmen der Anpassungsprozesse stehen, die durch die Euro-Schuldenkrise angestoßen wurden.

**Abbildung 6: Realer effektiver Wechselkurs der Eurozone gegenüber 20 wichtigen Handelspartnern**



Quelle: EZB

### Längerfristige Perspektive

Mit Blick auf die längere Frist mag sich jedoch ein deutlicher Aufwertungsdruck für den Euro ergeben. Hauptursache dafür könnte eine neue grundsätzliche und längerfristige makroökonomische Divergenz zwischen den großen Industrieländern sein. Seit etwa dreißig Jahren herrschte hier ein weitgehender Konsens in der Geldpolitik: Eine (idealerweise unabhängige) Notenbank hat demnach das Ziel, Inflation zu bekämpfen und mit einer hohen Glaubwürdigkeit ihrer Politik die Inflationserwartungen niedrig zu halten. Möglicherweise hat sich dieser Konsens inzwischen verändert. Während die EZB an der ursprünglichen Idee festzuhalten scheint, mehren sich die Anzeichen dafür, dass die Notenbanken der USA, Japans und Großbritanniens toleranter gegenüber höheren Inflationsraten werden.<sup>10</sup> Es scheint möglich, dass in diesen Ländern Inflation und finanzielle Repression sogar gezielt zum Abbau der hohen Staatsverschuldung eingesetzt werden sollen. Um die

<sup>10</sup> Die FED hat ungewöhnlicherweise angekündigt, die Zinsen solange (und möglicherweise noch darüber hinaus) auf dem sehr niedrigen derzeitigen Stand zu belassen, bis die Arbeitslosenquote wieder unter 6,5 Prozent gesunken ist. Zudem ist derzeit das dritte Kaufprogramm von Anleihen des Staates und anderer Institutionen aktiv, und soll möglicherweise noch weiter ausgedehnt werden. Die japanische Notenbank, deren Unabhängigkeit von der Regierung inzwischen angezweifelt werden kann, will mit einer massiv expansiven Geldpolitik explizit Inflation generieren, um Japan aus der Deflation herauszuführen. Die Bank of England könnte unter neuer Führung möglicherweise in naher Zukunft ein nominales BIP-Ziel annehmen.

öffentlichen Schulden abzubauen, setzt man in der Eurozone dagegen vorwiegend auf Konsolidierung und Wachstum, das gerade in den Krisenländern vor allem durch Strukturreformen entstehen soll, die durchaus beachtlich sind (OECD, 2013).

Eine solche grundlegende Divergenz der Geldpolitik hätte vermutlich spürbare Rückwirkungen auf die Wechselkurskonstellationen zwischen den Währungen der großen Industrieländer. Anders als bislang könnten sich nicht nur temporäre konjunkturell bedingte Wechselkursverschiebungen ergeben, die sich mittelfristig tendenziell wieder zurückbilden. Vielmehr mag der Euro in diesem Szenario mittelfristig nachhaltig aufwerten.

Die entscheidende Frage ist, ob die absehbare nominale Aufwertung des Euro gegenüber US-Dollar, Yen und britischem Pfund im Einklang mit den absehbaren Inflationsdivergenzen erfolgt und so der reale Wechselkurs nicht merklich aufwerten würde. Da Finanzmärkte in der Regel schneller als Gütermärkte reagieren und die Zinsparitätentheorie kurzfristig tendenziell die Kaufkraftparitätentheorie der Wechselkurse dominiert (Husted/Melvin, 2009), wäre durchaus mit einem zeitweiligen Überschießen der Euro-Aufwertung zu rechnen. Carry Trades und ein Herdenverhalten am Devisenmarkt könnten diesen Effekt noch merklich verstärken. Die Gefahr einer deutlichen realen Aufwertung erscheint folglich im geschilderten Szenario nicht unplausibel, wenngleich sich hier a priori keine sichere Vorhersage treffen lässt. Die teilweise starken Wechselkursschwankungen der jüngeren Vergangenheit – beispielsweise die deutlich Yen-Abwertung – lassen dies aber befürchten.

Man könnte einwenden, eine (möglicherweise nur temporäre) reale Aufwertung des Euro wäre unproblematisch und würde die realwirtschaftliche Allokation nicht nennenswert verzerren, weil der Offenheitsgrad der Eurozone relativ gering ist und der Außenhandel mit dem Dollarraum für die Euroländer nur eine begrenzte gesamtwirtschaftliche Relevanz hat (Pisany-Ferry, 2013). Zudem verbessert eine Aufwertung die Terms of Trade und verbilligt die Importe von Konsumgütern und Vorleistungen.

Doch erscheint diese Relativierung in der aktuellen Lage etwas kurz gegriffen. Denn im Zuge der Euro-Schuldenkrise ist der Anteil des Handels mit dem Dollarraum merklich gestiegen und wird wohl auch in Zukunft weiter steigen. Zudem befinden sich die Euroländer mit einer hohen Verschuldung von Staat und Privatwirtschaft in einer fragilen ökonomischen Lage. Da sie weiterhin Schulden abbauen müssen, sind sie in diesem Prozess des Deleveraging mehr denn je auf konjunkturelle Impulse aus dem Außenhandel angewiesen. Die tiefen Rezessionen und die hohe Arbeitslosigkeit

in den Krisenstaaten, aber auch die schwächelnde Binnenkonjunktur in anderen Euroländern machen die Eurozone insgesamt deutlich verletzlich als üblich gegenüber einer möglichen deutlichen realen Aufwertung.<sup>11</sup>

Die Politikoptionen der Eurozone sind begrenzt, um auf ein Überschießen der Wechselkurse und eine reale Aufwertung zu reagieren. Devisenmarktinterventionen eines so großen Länderblocks bergen die Gefahr, einen Währungskrieg anzufachen. Die Eurozone ist nicht die Schweiz, die sich eine solche Strategie offensichtlich politisch leisten kann.

Im Szenario deutlich höherer Inflationsraten in den USA, Japan und Großbritannien droht die Eurozone Opfer des Trilemmas der internationalen Währungspolitik zu werden, da auch Kapitalverkehrskontrollen der Eurozone derzeit als Politikoption nicht zur Verfügung stehen. Demnach lässt sich eine unerwünschte Aufwertung wohl nur mit einer höheren Inflation und damit einem Inflationsimport verhindern. Soweit aber die Präferenz für Preisstabilität erhalten bleibt und die EZB (zu Recht) auf ihrer geldpolitischen Autonomie beharrt, dürfte der Euro deutlich aufwerten und kann dabei potenziell überschießen.<sup>12</sup>

Ein solches Szenario hätte in zweifacher Hinsicht politische Brisanz. Je mehr der Konflikt zwischen Inflationsbekämpfung und Verhinderung einer Aufwertung zutage tritt, desto eher könnten Forderungen nach einer Einschränkung des Kapitalverkehrs aufkommen. Zweitens würde es der EZB wohl noch schwerer als ohnehin schon absehbar fallen, bei erstarkender Konjunktur und aufkommender Inflation aus der expansiven Geldpolitik auszusteigen. Wenn ein solcher Schwenk zu einer deutlichen Euro-Aufwertung führen würde, dürfte die EZB wohl Zielscheibe massiver Kritik werden. Der Vorwurf würde lauten, dass sie den gerade beginnenden Aufschwung mit vermeintlich verfrühten Zinserhöhungen wieder abwürge. Und das, obwohl es Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik gerade angesichts der Geldschwemme nötig machen, Inflation frühzeitig zu bekämpfen. Es erscheint daher fraglich, ob die EZB in

---

<sup>11</sup> Auch in Deutschland dürften – wie in der jüngeren Vergangenheit geschehen – schnell warnende Stimmen laut werden, falls der Eurokurs die Schwelle von 1,50 US-Dollar deutlich überschreiten würde (ohne dass es schon zu Inflationsdivergenzen gekommen ist, in deren Zuge die USA, Japan und UK im betrachteten Szenario mittelfristig an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verlieren dürften).

<sup>12</sup> Eine gewisse Relativierung dieses Konflikts ergibt sich dadurch, dass eine Aufwertung die Importe verbilligt und so das Potenzial hat, die Preissteigerung – und so die Notwendigkeit einer restriktiveren Geldpolitik – zu dämpfen. Doch sind gewisse Zweifel angebracht, ob niedrigere Importpreise auch an die Endverbraucher weitergegeben werden, da die Wettbewerbsintensität auf den Produktmärkten vieler Eurostaaten und vor allem der Krisenstaaten teilweise recht gering ist.

dem betrachteten Szenario rechtzeitig und stark genug agieren würde, um einen Inflationsimport zu verhindern.

Im hier geschilderten Szenario anhaltender geldpolitischer Divergenzen zwischen den großen Industrieländern geriete die EZB möglicherweise in einen für ihr Image gefährlichen Konflikt:

- Falls sie es an rechtzeitiger Konsequenz mangeln ließe, könnten erhebliche Inflationsgefahren aufkommen. Das Vertrauen in die EZB und den Euro würde dann wohl gerade in Nordeuropa und in Deutschland noch mehr leiden.
- Sollte die EZB dagegen bei einem beginnenden Aufschwung frühzeitig mit einer restriktiven Geldpolitik reagieren, würde sie wohl den Zorn des Südens auf sich ziehen. Und auch im Norden dürfte die industrielle Wirtschaft alles andere als begeistert über eine Euro-Aufwertung sein.

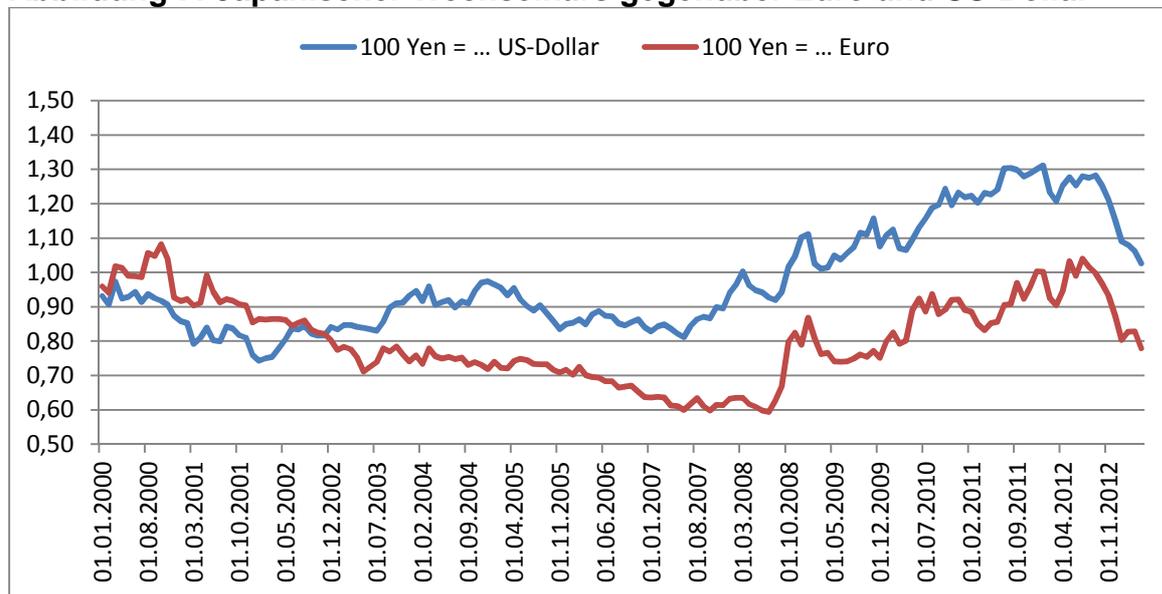
Es wäre deshalb im Interesse der EZB, einen solchen Zielkonflikt zu vermeiden, indem sie frühzeitig und unmissverständlich ihre Strategie kommuniziert.

### Japan betreibt derzeit keine beggar-thy-neighbour-Politik

Während diese Überlegungen für die Eurozone eine mittelfristige Herausforderung darstellen, stand Japan mit seiner sehr expansiven Geldpolitik aktuell in der Kritik – in den Medien bis hin zur Eben der G7-Staaten. Es hieß, Japan wolle den Yen gezielt abwerten lassen und betreibe so eine beggar-thy-neighbour-Politik zulasten seiner Handelspartner. Die beachtliche mehr als 20-prozentige Yen-Abwertung gegenüber dem US-Dollar und dem Euro allein seit September 2012 stützt diese These auf den ersten Blick. Doch bei genauerer Analyse fußen diese Vorwürfe nicht auf einem soliden Fundament.

Zwar ist nicht auszuschließen, dass die neue geldpolitische Strategie – trotz aller Beteuerungen – auch den Yen abwerten soll. Doch scheint die Bank of Japan vorwiegend das legitime Ziel zu verfolgen, die Deflation in Japan zu überwinden.<sup>13</sup> Zudem hat die japanische Notenbank – anders als vereinzelt in den Jahren 2010 und 2011 – in den vergangenen Monaten offenbar nicht am Devisenmarkt interveniert, um den Yen-Kurs zu drücken.

**Abbildung 7: Japanischer Wechselkurs gegenüber Euro und US-Dollar**



Quelle: Bloomberg

<sup>13</sup> Evenett (2013) verweist allerdings darauf, dass der Rückzug auf die Erklärung zu kurz greift, es ginge nur um nationale geldpolitische Ziele, die im Rahmen des Mandats der jeweiligen Zentralbanken liegen. Denn die ökonomischen Rückwirkungen auf andere Länder (spillovers) dürften nicht ignoriert werden.

**Abbildung 8: Realer effektiver Wechselkurs Japans (auf Verbraucherpreisbasis)**



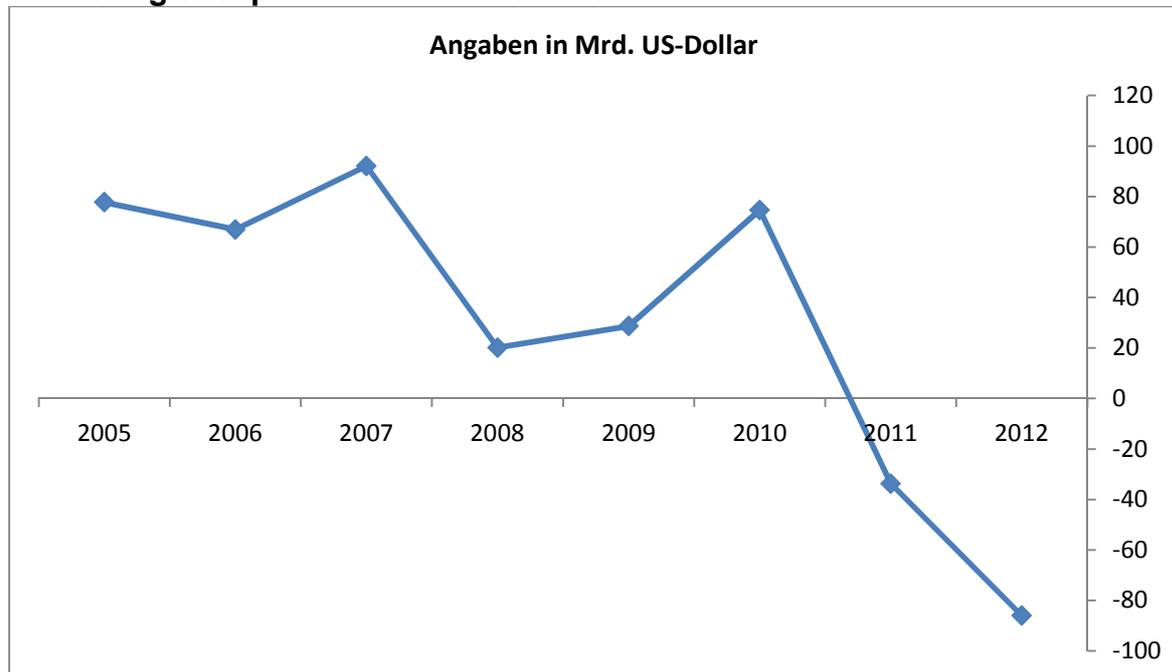
Quelle: Bruegel

Relativierend wirkt auch der Blick auf die längerfristige Wechselkursentwicklung und die Handelsbilanz. So war der Yen gegenüber dem US-Dollar und dem Euro vor der globalen Finanzkrise noch deutlich weniger wert (Abbildung 7). Seitdem kam es zu einer sehr deutlichen Yen-Aufwertung gegenüber beiden Währungen. So wertete der Yen seit Ende Juni 2007 in der Spitze gegenüber dem US-Dollar um mehr als 60 Prozent und gegenüber dem Euro um rund 74 Prozent auf.

Auch der reale effektive Wechselkurs auf Basis von Verbraucherpreisen, der allerdings nur bis November 2012 vorliegt (Abbildung 8), ist seit 2000 nicht besonders niedrig – selbst wenn er seit Ende 2012 moderat zurückgegangen ist. Alles in allem ist die jüngste Yen-Abwertung daher weitgehend als Normalisierung der vorherigen Aufwertung zu betrachten.

Die These, Japan betreibe beggar-thy-neighbour-Politik, wird auch dadurch relativiert, dass Japan in den vergangenen beiden Jahren zunehmend Warenhandelsdefizit aufweist (Abbildung 9). Zuvor hatte Japan seit 2000 durchweg Überschüsse erwirtschaftet. Die jüngste Abwertung des Yen sollte also dazu beitragen, die japanische Handelsbilanz aus den roten Zahlen zu holen.

**Abbildung 9: Japans Warenhandelsbilanz**



Quelle: OECD

Sollte die Abwertung allerdings so weit gehen, dass erneut deutliche Überschüsse entstehen, wäre diese Entwicklung kritischer zu sehen. Das gilt ebenfalls für den Fall, dass die japanische Notenbank nicht nur heimische, sondern auch gezielt ausländische Wertpapiere kaufen würde. Weil sie damit de facto Yen am Devisenmarkt anbietet, würde dies einer indirekten Wechselkursmanipulation gleichkommen.

Dies gilt es zu verhindern. Die Koordination im Kreise der G7 und G20 bietet dafür das geeignete Forum und sollte helfen, den Ausbruch eines echten Währungskrieges zu verhindern.

## Literatur

**ADB**, 2012, Flows into Asia Bond Markets Raise Risk of Asset Price Bubbles, Press Release, 18. März 2013: URL: <http://www.adb.org/news/flows-asia-bond-markets-raise-risk-asset-price-bubbles> [Stand: 05-16-2013]

**Becker**, Bo / **Ivashina**, Victoria, 2013, Reaching for yield in hot credit markets, URL: <http://www.voxeu.org/article/measuring-reach-yield> [Stand: 2013-05-14]

**Bergsten**, C. Fred / **Williamson**, John, 2004, Dollar Adjustment: How Far? Against What? IIE, Washington D.C.

**Deutsche Bundesbank**, 2005, Monatsbericht Juli 2005, Wechselkurs und Zinsdifferenz: jüngere Entwicklungen seit Einführung des Euro, S. 29–45

**Dadush**, Uri / **Eidelmann**, Vera, 2011, Currency war's, URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7016> [Stand: 2011-09-27]

**Darvas**, Zsolt / **Pisani-Ferry**, Jean, 2010, The Threat of 'Currency Wars': A European Perspective, in: Bruegel Policy Contribution, 2010/2012, S. 02–17

**Eichengreen**, Barry, 2013, Currency War or International Policy Coordination?, URL: [http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDcQFjAA&url=http%3A%2F%2Femlab.berkeley.edu%2F~eichengr%2Fcurr\\_war\\_JPM\\_2013.pdf&ei=PfCZUeWSJuLa4ASar4CYAQ&usq=AFQjCNHR9SCXp2Y5AKFFeUBjdp\\_fX9nmjQ&bvm=bv.46751780,d.bGE&cad=rja](http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDcQFjAA&url=http%3A%2F%2Femlab.berkeley.edu%2F~eichengr%2Fcurr_war_JPM_2013.pdf&ei=PfCZUeWSJuLa4ASar4CYAQ&usq=AFQjCNHR9SCXp2Y5AKFFeUBjdp_fX9nmjQ&bvm=bv.46751780,d.bGE&cad=rja), [Stand: 2013-05-14]

**Erber**, Georg, 2013, Währungskrieg und Bretton Woods II, Artikel bei Ökonomenstimme, URL: <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2013/02/waehrungskrieg-und-bretton-woods-ii/> [Stand: 2013-03-12]

**Evenett**, Simon, 2013, Root causes of currency wars, Artikel bei VoxEU, URL: <http://www.voxeu.org/print/8997> [Stand: 2013-02-18]

**Fleming**, Marcus, 1962, *Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates*, IMF Staff Papers 9, S 369-379

**Forbes**, Kristin / **Fratzscher**, Marcel / **Kostka**, Thomas / **Straub**, Roland, 2012, Bubble Thy Neighbor: Portfolio Effects and Externalities from Capital Controls, NBER Working Paper No. 18052

**Gagnon**, Joseph E., 2013, *Currency Wars*, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC

**Husted**, Steven / **Melvin**, Michael, 2009, *International Economics*, 8. Auflage, Amsterdam

**IIF**, Institute for International Finance, 2013, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, URL: <http://www.iif.com/download.php?id=PAyGLZZ1+BQ=>, [Stand: 05-16-2013]

**ifo Schnelldienst**, 2010, USA, China, Indien: Droht ein globaler Abwertungswettlauf?, in: ifo Schnelldienst, 63. Jg., Nr. 22, S. 3–17

**IMF**, 2012, IMF Adopts Institutional View on Capital Flows, IMF Survey online, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2012/POL120312A.htm>, [Stand: 05-16-2013]

**Klein**, Martin / **Teng**, Faxin, 2010, Währungskrieg: Schlagwort oder reale Bedrohung?, in: Working Papers on Global Financial Markets, No. 14., S. 2–15

**Menkhoff**, Lukas/ **Taylor**, Mark P., 2007, The Obstinate Passion of Foreign Exchange Professionals: Technical Analysis, in: *Journal of Economic Literature*, Nr. XLV, S. 936–972

**Mundell**, Robert, 1963, *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates* in: *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, Bd. 29, Nr. 4, S. 475-485

**OECD**, 2013, Going for Growth, Paris

**Pisany-Ferry**, Jean, 2013, Von falschen Ängsten, in: Handelsblatt, URL:  
[http://www.wirtschaftspresse.biz/pshb/fn/reihbi/sfn/biz\\_getblob/SH/4c0703742372ad8b065c39dcd772a3/rid/1335798/db/HB/cmd/PDFHB20130220048.pdf/scode/0A63E8A0BB9C190D443238EA755E0F9076C90EE2/index.pdf](http://www.wirtschaftspresse.biz/pshb/fn/reihbi/sfn/biz_getblob/SH/4c0703742372ad8b065c39dcd772a3/rid/1335798/db/HB/cmd/PDFHB20130220048.pdf/scode/0A63E8A0BB9C190D443238EA755E0F9076C90EE2/index.pdf), [Stand: 2013-05-17]

**Schnabl**, Gunther, 2011, Strukturelle Verzerrungen im Währungskrieg, in:  
Wirtschaftsdienst, Nr. 2, S. 102–106

**Spronk**, Richard / Verschoor, Willem F.C. / Zwinkels, Remco C.J. 2013, Carry trade and foreign exchange puzzles, in: European Economic Review, Bd. 60, Nr. 3 (Mai), S. 17-31