

Working Papers on Global Financial Markets

No. 14

Währungskrieg: Schlagwort oder reale Bedrohung?

Martin Klein/Faxin Teng

GLOBAL FINANCIAL
MARKETS

University Jena
Carl-Zeiss-Str. 3
D-07743 Jena

University Halle
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle

Tel.: +49 3641 942261
+49 345 5523180

E-Mail: info@gfinm.de
www.gfinm.de

Dezember 2010



1 Einleitung

Droht der Welt als Folge der Finanzkrise ein Währungskrieg? Wird die Welt nach mehr als 50 Jahren der Kooperation wieder in den Kampf jedes gegen jeden zurückfallen? Namhafte Stimmen haben davor in jüngster Vergangenheit gewarnt. Wir stellen die Debatte zu dieser Problematik dar, untersuchen die ökonomischen Argumente und diskutieren die Handlungsoptionen für die internationale Wirtschaftspolitik. Am Ende steht die Erwartung, dass ein Währungskrieg zumindest zwischen den führenden Industrieländern unwahrscheinlich ist. Die Geld- und Währungspolitik dieser Länder steht derzeit vor völlig anderen Herausforderungen. Eher schon könnte ein Währungskrieg das Verhältnis der Schwellenländer untereinander betreffen, was jedoch aufgrund der währungspolitisch untergeordneten Bedeutung dieser Länder die Stabilität der Weltwirtschaft nicht bedrohen würde.

2 Währungskrieg: Karriere eines Schlagwortes

Wenige Begriffe dürften eine ähnliche schnelle Karriere durchlaufen haben, wie das neue Wort vom **Währungskrieg**. Es handelt sich um ein Paradebeispiel des viralen Marketings, das manchen Marketingmanager erblassen ließe. Die Geburt des neuen Begriffs lässt sich eindeutig terminieren. Am 27. September 2010 sprach der derzeitige brasilianische Finanzminister *Guido Mantega* in Sao Paolo anlässlich einer Rede vor Unternehmern die Probleme der brasilianischen Währung an. Wörtlich sagte er:

Wir sind mitten in einem internationalen Währungskrieg. Dies bedroht uns, weil es unsere Wettbewerbsfähigkeit zerstört. (Financial Times, FT.com, 27.09.2010)

Mantega sprach vor einem konkreten Hintergrund. Die brasilianische Währung, der Real, gilt nach einem Urteil der Analysten von Goldman Sachs als die am stärksten überbewertete Währung der Welt. Doch Brasilien ist nicht allein. Von Schwellenländern wie z.B. Kolumbien und Thailand bis hin zu mächtigen Industrienationen wie Japan haben zahlreiche andere Länder mit ähnlichen Problemen zu kämpfen. Durch die Niedrigzinspolitik und massive Liquiditätsausweitung in den Vereinigten Staaten und in der Eurozone sind sie zum Ziel von Kapitalzuflüssen geworden, die ihre Währungen an den Devisenmärkten stärken und damit die traditionelle Schwachwährungspolitik konterkarieren. Mantega sah die Schuld bei den führenden Industrieländern, denen er in seiner Rede vorwarf, in einem Umfeld sich verschärfenden weltwirtschaftlichen Wettbewerbs ihre Währungen gezielt zu schwächen. Mögliches Ziel dieser Äußerungen des brasilianischen Finanzministers war der Versuch, durch gezielten Aufbau entsprechender Erwartungen an den Devisenmärkten den Aufwertungsdruck von der brasilianischen Währung zu nehmen. Devisenkurse werden in starkem Maße durch Erwartungen zu künftigen wirtschafts- und währungspolitischen Entscheidungen beeinflusst. Wirtschaftspolitische Ankündigungen zielen darauf ab, selbsterfüllende Erwartungen zu erzeugen, die durchaus eine Wirkung entfalten können. Zwar können sie entsprechende Maßnahmen nicht ersetzen, aber sie können deren Wirksamkeit verstärken bzw. vorziehen. Allerdings besteht dann auch die Gefahr, dass die Politik ver-

sucht ist, den Worten keine Taten folgen zu lassen. „*There's a real gap between the rhetoric and the action*“, meint laut Financial Times (vgl. oben) ein Devisenmarkt-Analyst aus New York über die Warnungen des brasilianischen Finanzministers.

Dennoch wurde das Wort vom Währungskrieg unverzüglich von den internationalen Medien aufgegriffen. So brachte das deutsche Magazin FOCUS am 7. Oktober 2010 unter dem Titel „Als der Welthandel zusammenbrach“ ein Interview mit dem Wirtschaftshistoriker Werner Abelshauser, in dem eine Verbindung zwischen dem Währungskrieg und der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre hergestellt wurde. Es drohe ein Abwertungswettlauf, der wie damals die Weltwirtschaft zum Zusammenbruch führen könnte, heißt es da. Auch die Politik blieb von dem massiven Medieninteresse nicht unberührt. Der vorläufige Höhepunkt der politischen Reaktion war auf dem jüngsten Gipfeltreffen der USA mit China und den übrigen Staaten des Asiatisch-Pazifischen Wirtschaftsforums (APEC), wo sich die Teilnehmer gegenseitig versprachen, auf Währungsmanipulationen zur Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit zu verzichten.

Was ist dran an der medialen Aufregung um den drohenden Währungskrieg? Handelt sich um ein bloßes Schlagwort, um einen Fall von Alarmismus in den modernen Massenmedien, eher angetrieben durch die Konkurrenz um Einschaltquoten als durch reale Probleme? Oder handelt es sich um eine reale Bedrohung? Bevor wir uns diesen Fragen zuwenden, betrachten wir zuerst den Status quo der Geld- und Währungspolitik in den drei größten Ländern bzw. Wirtschaftsräumen der Erde, d.h. in der Triade China, USA und Europa.

3 Die Geld- und Währungspolitik in der Triade

3.1 Die Volksrepublik China

China steht derzeit zwei großen Herausforderungen gegenüber: hohe Inflation sowie Aufwertungsdruck seiner Währung RMB. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise hat China eine expansive Fiskal- und Geldpolitik ergriffen. Ein großes Konjunkturpaket in Höhe von vier Billionen RMB (586 Mrd. US\$, 16% vom BIP 2007) und eine ungewöhnliche Geld- und Kreditexpansion wurden verabschiedet. Allein im Jahre 2009 haben sich die Geldmenge M2 um 28% und die neue Kreditvergaben um 100% gegenüber 2008 erhöht. Infolgedessen wurden eine Geldüberschwemmung und weiterhin eine hohe Inflation ausgelöst. Verstärkt wurde auch dieses Phänomen durch die zu lockere amerikanische "Quantitative Erleichterung". Die chinesischen Verbraucher erleben eine Blase nach der anderen: von Immobilien über Aktien und Knoblauch bis hin zu Antiquitäten. Anfang 2010 hat die chinesische Regierung eine Inflationsrate von 3% zur Vorgabe gemacht, diese wurde allerdings im zweiten Halbjahr immer überschritten. Obwohl die vom *National Bureau of Statistics of China* ermittelten Inflationsraten stets bei 2-4% liegen, sind sie nach der direkten Wahrnehmung der Verbraucher wesentlich höher. Nach der Neuberechnung von *Xu Qiyuan*, ein Wirtschaftsforscher der *Chinese Academy of Social Sciences*, ist die Inflation seit 5 Jahren um 7% künstlich unterschätzt worden. Um die extreme Inflation zu bewältigen, gibt China sich gerade große Mühe. Allein im Jahre 2010 wurde der Mindestreservesatz fünfmal – jeweils um

0,5% - auf 18% erhöht. Der Leitzins ist ebenfalls um 25 Basispunkte auf 5,56% gestiegen.

Bis 2005 hat China zehn Jahre lang seine Währung mit einem Festwechsellkurs an den amerikanischen Dollar gekoppelt. Eine Reform in Richtung eines Systems von *managed floating* in Bezug auf Nachfrage und Angebot auf dem Devisenmarkt hat China seit 2005 stufenweise vorangetrieben. Als Anker wurde ein wohl behüteter Währungskorb statt des Dollars errichtet. Vor der Finanzkrise wurde der RMB bereits um 20% aufgewertet, was nach der Kaufkraftparität (PPP) bis zu 50% betragen könnte. In der Finanzkrise hat China allerdings diesen Reformprozess angehalten und den RMB wieder an den Dollar gebunden. Diese Politik des niedrigen Wechselkurses hat die Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Produkte verstärkt und zu Exporterweiterung und Leistungsbilanzüberschuss geführt. Dadurch hat China immense Devisenreserven angesammelt. Aus der Sicht der Vereinigten Staaten und Europa hat diese chinesische Wechselkurspolitik ein Handelsungleichgewicht verursacht und den Volkswirtschaften in anderen Ländern geschadet. Nun unter dem westlichen Druck lockert China wieder seine Wechselkurspolitik. Allerdings geschieht dies nur in kleinen und vorsichtigen Schritten. Eine starke und umfassende Aufwertung des RMB hat der chinesische Führungskader deutlich abgelehnt.

3.2 Die Vereinigten Staaten und die Eurozone

Die Geldpolitik der Vereinigten Staaten ist zurzeit wie auch in der Vergangenheit weitgehend an binnenwirtschaftlichen Zielen ausgerichtet. Angesichts eines Konjunkturpakets, das enttäuscht hat und den Anstieg der Arbeitslosigkeit nicht verhindern konnte, steht sie ganz im Schatten einer schwachen Konjunktur. Kaum zwei Jahre nach seiner gefeierten Wiedergeburt ist der Keynesianismus in den Vereinigten Staaten schon wieder tot. Präsident Obama hat das *deficit spending* bis ans Limit ausgereizt, mehr geht nicht. Nur die Geldpolitik bietet noch Hoffnung auf eine Rettung aus dem Konjunkturtal. Mit der angekündigten erneuten "Quantitativen Erleichterung" – inzwischen schon bekannt als QE2 für die zweite Auflage des *Quantitative Easing* – wird die Fed ca. 600 Mrd. US-Dollar in die US-Wirtschaft pumpen. Der Mechanismus ist bekannt: Die Fed kauft Schuldverschreibungen und erweitert dadurch die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft. Die Risiken von QE2 sind beträchtlich. Die gigantische Liquiditätsausweitung könnte zu einer massiven Inflation führen. Der Anstieg des Goldpreises und aktuelle Vorschläge zu einer Rückkehr zum Goldstandard zeigen die latent vorhandene Besorgnis. Die Risiken für die Handelspartner der Vereinigten Staaten sind ebenfalls offenkundig. Kapitalabflüsse aus den USA können den Kurs des Dollar schwächen und zu Wettbewerbsverzerrungen führen. Der Chairman der Fed, *Ben Bernanke*, sah sich gezwungen, solchen Befürchtungen öffentlich entgegenzutreten. Er wies darauf hin, dass QE2 keine Hexerei ist, sondern eine völlig normale Form der Geldpolitik. Doch *Joseph Stiglitz*, Ökonomie-Nobelpreisträger und bekannter Globalisierungskritiker hielt dagegen. Obwohl die Vereinigten Staaten nie den Vorwurf auf sich sitzen lassen würden, Währungsmanipulation nach Art Chinas zur Erlangungen von Wettbewerbsvorteilen zu betreiben, laufe QE2 am Ende nolens volens genau darauf hinaus. Ein früherer Finanzminister der Vereinigten Staaten drückte dies so aus: Der Dollar ist zwar unsere Währung, aber euer Problem.

Vergleichbares würde die EZB nie über den Euro äußern. In der Tat: Er ist unsere Währung, aber leider auch unser Problem. Auch die EZB richtet ihre Geldpolitik an binnenwirtschaftlichen Zielen aus. Allerdings ist dies anders als in den Vereinigten Staaten mit konjunkturpolitischen Zielen. Vielmehr geht es um die Stabilität des Eurosystems und um das Überleben seines Bankensystems. Die Wirtschaftslage in Europa ist gespalten: Die reale Wirtschaft läuft nicht schlecht und befindet sich vor allem in Deutschland im Aufschwung, der Finanz- und Bankensektor dagegen steht weiter im Banne der PIGS-Krise. Diese Probleme treiben die Geldpolitik der EZB an, die weiterhin im Rahmen ihres Programmes für Wertpapiermärkte (*Securities markets programme*) Staatsanleihen der semi-insolventer PIGS-Staaten aufkauft und damit Liquidität schafft. Manche Problembanken sind inzwischen vollständig von der EZB abhängig geworden. Der Wechselkurs des Euro ist derzeit keine Zielgröße der EZB. Eine gezielte Wechselkurspolitik für den Euro würde auch wenig Sinn machen, denn der Eurokurs ist ein Spielball der Erwartungen. Schlechte Nachrichten aus den PIGS-Ländern schwächen ihn, gute Nachrichten aus diesen Ländern oder schlechte Nachrichten über die Vereinigten Staaten stärken ihn. Der Einfluss der aktuellen Fundamentaldaten ist gering. Es dominieren die Erwartungen über Probleme und Bail-out Programme für überschuldete Euroländer.

4 Vom Abwertungswettlauf zum Währungskrieg?

Dem Wort vom Währungskrieg liegt die Vorstellung zu Grunde, dass ein Land mit seiner Währung anderen Ländern schaden kann. Was kann das aus der Sicht der ökonomischen Theorie bedeuten? Es liegt nahe, dass die ökonomischen Wirkmechanismen eines möglichen Währungskrieges im Bereich der bekannten theoretischen Strukturen der internationalen Wirtschaftsbeziehungen zu suchen sind, als da wären: Internationaler Handel, internationale Finanzierung, internationaler Preis -und Zinszusammenhang, Wechselkursfragen, Geld- und Währungspolitik. Wird in diesen Bereichen eine qualitativ neue Problematik angesprochen, oder handelt es sich nur um ein neues Schlagwort für altbekannte Probleme? Tatsache ist, dass sich die Debatte über den Währungskrieg auf "vermintem Terrain" bewegt, will heißen: über ähnliche Fragen wurde in der Geschichte der Volkswirtschaftslehre schon ausgiebig debattiert und gestritten. Als semantischer Newcomer im globalen wirtschaftspolitischen Diskurs muss sich der Währungskrieg in Konkurrenz zu alteingesessenen Begriffen behaupten und seine Existenzberechtigung beweisen.

4.1 Bekannte Bedrohungen

Ein Währungskrieg scheint jedem etwas anderes zu bedeuten. Für die einen ist er ein Abwertungswettlauf, für die anderen Währungsdumping. Vielen ist er gleichbedeutend mit einem Handelskrieg und nicht selten wird er auch Beggar-thy-neighbour-Politik bezeichnet. Alle Bezeichnungen haben ihre Berechtigung.

Die klassische Form des Währungskriegs ist der **Abwertungswettlauf**, auf Englisch: *competitive devaluation*. Darunter ist zu verstehen, dass Länder sich durch Abwertung ihrer Währung Wettbewerbsvorteile gegenüber ihren Handelspartnern verschaffen, was diese durch ähnliche Währungsabwertungen vergelten. Es ergibt sich eine Art „*race to the bottom*“, welches am Ende keinem Wettbewerbsvorteile lässt, aber allen Nachteile bringt. Seit längerem weisen namhafte Ökonomen auf die Gefahr eines Abwertungswettlaufs als Folge der Weltfinanzkrise hin. Schon im März 2009 zog der bekannte amerikanische Ökonom *Barry Eichengreen* Parallelen zur Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre:

Every day it seems more likely that we are destined ... to replay the disastrous economic history of the 1930s. We have had a stock market crash to rival 1929. We have had a banking crisis comparable to 1931. ... We have squabbling among the major economies over the design of rescue loans ... We have the prospect of a failed world economic conference in London to dash remaining hopes for a co-operative response, just as in 1933. And ... now we have the dreaded spectre of *competitive devaluation*.

In the 1930s, one country after another pushed down its exchange rate in a desperate effort to export its way out of depression. But each country's depreciation only aggravated the problems of its trading partners, who saw their own depressions deepen. Eventually even countries that valued currency stability were forced to respond in kind. In the end competitive devaluation benefited no one, it is said, since all countries can't devalue their exchange rates against each another. The only effects were to fan political tensions, heighten exchange rate uncertainty, and upend the global trading system. (Guardian, 18.03.2009)

Dies war ein Wort aus berufenem Munde. Als ausgewiesener Wirtschaftshistoriker hat Eichengreen über solche Fragen ausgiebig wissenschaftlich gearbeitet. In einer gemeinsamen Arbeit mit *Jeffrey Sachs* hat er 1986 die Wirkungsweise und die Folgen eines Abwertungswettlaufs theoretisch untersucht. Den Rahmen bildete das bekannte Mundell-Fleming-Modell, das aber um die Annahme eines Geldsystems auf der Basis des **Goldstandards** erweitert wurde. In einer komplexen Szenarienanalyse zeigen Eichengreen und Sachs, dass Abwertungen sehr unterschiedliche Wirkungen haben können, je nachdem, wie monetäre und reale Effekte zusammen wirken. Unter dem Goldstandard wird die Analyse dadurch verkompliziert, dass Länder, die damals Goldabflüssen ausgesetzt waren, dazu gezwungen waren, ihre Geldmenge zu senken, um die vorgeschriebene Golddeckung ihres Geldumlaufs nicht zu unterschreiten. Insofern sich dies zwischen Ländern übertrug, konnte es zu einer weltweiten Deflation kommen. Allerdings bietet dies keine erschöpfende Erklärung der Weltwirtschaftskrise. Schon damals stiegen Länder aus dem Goldstandard aus (allen voran Großbritannien), um sich von dem Zwang zur Deflation zu befreien. Außerdem kann die Weltwirtschaftskrise nicht allein aus dem Abwertungswettlauf erklärt werden kann. Die überaus kontraktive Geldpolitik in den USA verschärfte die Deflation, ein parallel entstehender **Handels-**

krieg, bei dem sich die Länder unterschiedlicher Blöcke hinter wachsenden Zollmauern verschanzen, führte zu einem starken Rückgang des Welthandels. Beides trug in erheblichem Maße zur Verschärfung der Weltwirtschaftskrise bei.

Auch in der zeitgenössischen Weltwirtschaft sind Währungsprobleme mit Handelsproblemen verbunden. Beim **Währungsdumping** – ein Vorwurf, der vor allem Schwellenländer trifft – wird eine bewusste Schwachwährungspolitik betrieben, um den Exporteuren des Landes Wettbewerbsvorteile zu sichern. Diese Begriffsbildung ist durchaus angebracht, denn es bestehen deutliche Bezüge zur Welthandelsordnung der WTO, die dann von Dumping spricht, wenn Unternehmen ihre Preise zur Ankerbelugung des Exportgeschäftes unter den sog. „normalen Wert“ setzen. Empirische Studien zeigen, dass ein robuster Zusammenhang zwischen Wechselkursbewegungen und beim Schiedsgericht der WTO anhängigen Antidumping-Streitigkeiten besteht. Wertet eine Währung in exzessivem Maße auf, so nimmt in dem betreffenden Land die Zahl der Antidumpingverfahren gegen ausländische Konkurrenten zu. Betreibt ein Land andererseits eine exzessive Schwachwährungspolitik, so wird es Ziel ausländischer Antidumpinguntersuchungen, die darauf abstellen, seinen Unternehmen die durch den Wechselkurs unfair erlangten Wettbewerbsvorteile durch Antidumpingzölle wieder abzunehmen. Ebenso bestehen Bezüge zwischen Währungsdumping und der Subventionsproblematik bei der WTO. Eine Wechselkursabwertung ist in ihrer Wirkung auf den Außenhandel äquivalent zu einem Importzoll, bei dem die Zolleinnahmen in Form von Subventionen an die Exporteure ausgeschüttet werden. Zusammenfassend lässt sich also sagen, dass auch in der modernen Weltwirtschaftsordnung eindeutige Bezüge zwischen Währungsmanipulationen und Konflikten im internationalen Handel bestehen. Allerdings sind diese bei weitem nicht so dramatisch und gefährlich wie zur Zeit der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre und sie sind – anders als damals – in den Rahmen einer multilateralen Welthandelsordnung eingebunden.

4.2 Währungskrieg

Die bekannten Begriffe Abwertungswettlauf, Handelskrieg und Währungsdumping thematisieren, wie wir gesehen haben, schon sehr viel von dem, was mit dem neuen Begriff vom Währungskrieg erfasst werden soll. Ein Abwertungswettlauf könnte ein Teil oder eine mögliche Form eines Währungskriegs sein. Doch ist das alles? Könnte ein Währungskrieg nicht noch mehr sein, als ein Abwertungswettlauf? Gibt es nicht neue Probleme in der Weltwirtschaft, die der Grund dafür sind, dass dieser Begriff wie ein Lauffeuer um die Welt ging? Zwei Problembereiche kommen dafür in Frage:

- Die massiv angestiegenen Bestände an **Devisenreserven** in den Schwellenländern.
- Die **globalen Ungleichgewichte** zwischen den Leistungsbilanzen wichtiger Länder.

Wir beginnen mit der Problematik der **Devisenreserven**, die schon zu den kuriosesten Spekulationen Anlass gegeben hat, wie ein Währungskrieg aussehen könnte. In **Tabelle 1** sind die Bestände an Devisenreserven in den Jahren 1995 und 2009 aufgeführt. China¹ ist mit seinen Beständen von insgesamt mehr als 3 Billionen Dollar das Land, das weltweit mit Abstand die meisten Devisenreserven besitzt. Der starke Anstieg seit 1995 erwuchs vor allem aus der chinesischen Währungspolitik, die größtenteils darauf ausgerichtet war, den Kurs des Renminbi auf einem unterbewerteten Verhältnis zum US-Dollar zu stabilisieren. Dadurch wurde die chinesische Zentralbank zu Dollarkäufen an den Devisenmärkten gezwungen, die im Laufe der Jahre ihre Reserven anschwellen ließen. Allerdings zeigt die Tabelle auch, dass auch andere asiatische Länder Devisenreserven angehäuft haben, in Relation zu ihrem Bruttoinlandsprodukt sogar mehr als China.

Tabelle 1: Die Top 10 Länder der Währungsreserven²: 1995 vs. 2009

Rang	1995				2009			
	Länder	Währungs-reserven (Mrd.USS)	Anteil an den weltweiten Währungs-reserven (%)	Anteil am BIP (%)	Länder	Währungs-reserven (Mrd.USS)	Anteil an den weltweiten Währungs-reserven (%)	Anteil am BIP (%)
1	China	228	12,6	19,8	China	3075	32,8	55,0
	China, VRC	80	4,4	11,0	China, VRC	2453	26,1	49,2
	Taiwan	90	5,0	32,9	Taiwan	348	3,7	92,0
	Hong Kong	55	3,1	38,4	Hong Kong	256	2,7	121,5
	Macao	2	0,1	38,4	Macao	18	0,2	86,5
2	Japan	193	10,6	3,7	Japan	1049	11,2	20,7
3	Vereinigte Staaten	175	9,7	2,4	Russland	439	4,7	35,7
4	Deutschland	122	6,7	4,8	Saudi Arabien	421	4,5	114,0
5	Singapur	69	3,8	81,6	Vereinigte Staaten	404	4,3	2,8
6	Schweiz	69	3,8	21,7	Indien	285	3,0	21,7
7	Italien	61	3,3	5,4	Südkorea	270	2,9	32,5
8	Frankreich	59	3,2	3,7	Brasilien	239	2,5	15,2
9	Brasilien	51	2,8	6,7	Singapur	188	2,0	103,1
10	Vereinigtes Königreich	49	2,7	4,2	Deutschland	179	1,9	5,3
Pro Memoria								
	Welt	1816	100,0	6,1		9383	100,0	16,1
	Top 10	1076	59,2	5,1		6549	69,8	19,4
	Rest der Welt	740	40,8	8,9		2834	30,2	11,6

Quelle: The World Bank, World Development Indicators (WDI); IMF, World Economic Outlook (WEO); Central Bank of Republic of China (Taiwan); Statistics and Census Service (DSEC), Macao.

¹ Einschließlich der Volksrepublik China, Taiwan, Hong Kong und Macao.

² Inkl. Goldbestände.

Durch den starken Anstieg der Devisenreserven kommt in der Tat ein neues Argument in die Debatte. Es geht nicht nur um die Beeinflussung von Handelsströmen durch Manipulation des Wechselkurses, sondern um die Vermögensgewinne bzw. -verluste, die man durch Bewertungsänderung dieser Währungsreserven erreichen kann. Da die Devisenbestände seit der Asienkrise der Jahre 1997/98 stark zugenommen haben, hat auch der Anreiz zugenommen, durch Wertmanipulationen Gewinne zu erzielen oder Verluste zuzufügen. Erwachsen daraus neue Gründe für einen internationalen Währungskrieg? Wir betrachten zwei Szenarien.

Szenario 1: Dollardumping

Die Dollarreserven anderer Länder sind Verbindlichkeiten der Vereinigten Staaten. Deshalb besteht für diese der Anreiz, ihr Geldangebot so stark auszudehnen, dass eine Dollarinflation entsteht. Die weltweiten Dollarbestände werden real entwertet und die Vereinigten Staaten können sich entschulden.

In diesem Szenario wären die USA der Aggressor im Währungskrieg und die angegriffenen Länder könnten sich nicht einmal wehren. Denn wenn sie versuchen würden, ihre Devisenreserven aus Dollar in andere Währungen zu konvertieren um ihren Wert zu erhalten, so müssten sie dies durch Verkäufe an den weltweiten Devisenmärkten tun, wodurch der Wert des Dollar noch schneller fallen würde und die Wertverluste noch stärker wären. Dies bedeutet: Möglich wäre dieses Szenario, doch ist es wahrscheinlich? Wir meinen: eher nicht. Mehrere Argumente sprechen dagegen. Zum einen sind die Vereinigten Staaten mit der Verschuldung in Form von Devisenreserven bestens bedient, denn dies ist eine sehr günstige (weil gering verzinsliche) Form der Verschuldung. Die realen Zinserträge für die Gläubiger dürften seit langem negativ sein. Da eine Entschuldung durch Inflation nur einmal gelingen kann – danach wäre nämlich das Vertrauen zerstört – müssten die Gewinne durch Entschuldung gegen die langfristigen Verluste abgewogen werden, die daraus erwachsen würden, dass der Dollar seine Rolle als führende Weltreservewährung verlieren würde. Die USA würden dann nämlich die weltweiten Münzgewinne (Seigniorage) verlieren sowie die Fähigkeit, Leistungsbilanzdefizite bequem in eigener Währung begleichen zu können. Fazit: Aus US-amerikanischer Sicht ist dieses Szenario höchstens bei engster buchhalterischer Sicht rational, jedoch im weiteren ökonomischen Sinn selbstzerstörerisch und deshalb irrational.

Szenario 2: Fire sale

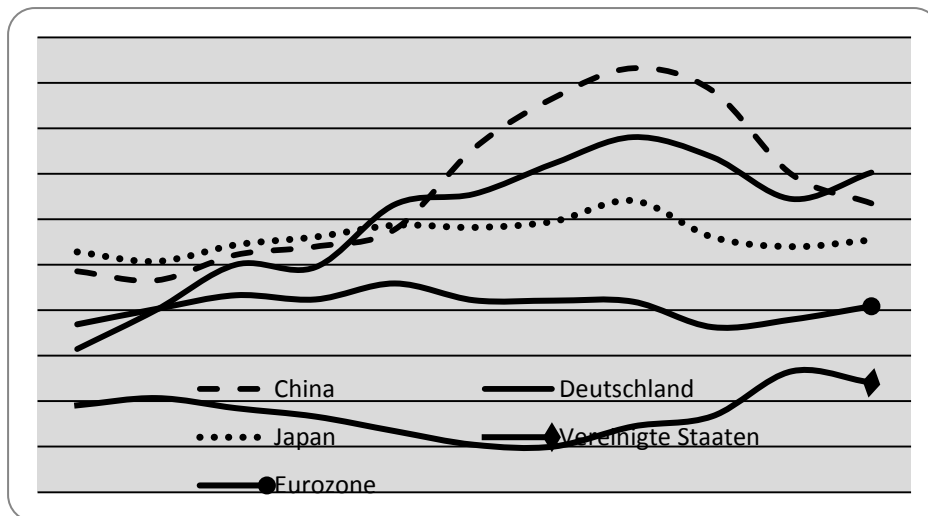
China wirft seine Dollarreserven auf die Weltdevisenmärkte, um den US-Dollar als Währung zu schwächen und dadurch die Vormachtstellung des Dollar zu untergraben.

In diesem Fall wäre China der Aggressor im Währungskrieg. Auch dieses Szenario wäre möglich, doch auch hier meinen wir, dass es wenig wahrscheinlich ist. China würde sich durch diese Politik selbst schaden und sie könnte durch eine geeignete Geldpolitik

der Vereinigten Staaten konterkariert werden. Ein „fire sale“ der chinesischen Dollarreserven würde den Dollar an den Weltdevisenmärkten schwächen und die chinesischen Dollarreserven entwerten. Gleichzeitig würde die Abwertung des Dollar die Wettbewerbsfähigkeit der Vereinigten Staaten stärken und so die US-Leistungsbilanz verbessern. Sollte die durch China erzeugte Dollarschwemme zu einer Dollarinflation führen, so könnte die US-Geldpolitik mit verschiedenen geldpolitischen Instrumenten Liquidität einsammeln und so die Preisstabilität wahren. Da die chinesischen Dollarreserven im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt der Vereinigten Staaten eher gering sind, wäre dies auch quantitativ kein Problem. Fazit: Aus chinesischer Sicht wäre diese Politik eindeutig irrational, da sie China schaden und nicht den gewünschten Erfolg versprechen würde.

Die heutigen Bestände an Devisenreserven spiegeln die Leistungsbilanzsalden vergangener Jahre wieder, sie sind gleichsam akkumulierte Leistungsbilanzsalden der Vergangenheit. Doch wie steht es mit den Leistungsbilanzsalden am aktuellen Rand? Diese stehen im Zentrum der hochaktuellen Debatte um die sog. **globalen Ungleichgewichte** (*global imbalances*) die zuletzt auf dem G20-Gipfel in Seoul zu Konflikten zwischen den USA auf der einen Seite und China und Deutschland auf der anderen Seite geführt hat. Auch der IWF hat die globalen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen als ernstes Problem für die Weltwirtschaft identifiziert. Mehrfach wurden sie schon als einer der Auslöser für die Weltfinanzkrise verantwortlich gemacht. Da die G20 in Seoul sich auf keine Lösung des Problems einigen konnte, wurde der IWF beauftragt, Indikatoren und Maßzahlen zu entwickeln, an denen sich Ungleichgewichte ablesen lassen und die gegebenenfalls Länder mit zu hohen Überschüssen bzw. Defiziten identifizieren würden. **Abbildung 1** zeigt, dass einer Gruppe von Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen, darunter vor allem China, Deutschland und Japan, eine andere Gruppe von Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten entgegen steht. Unter den Letzteren weisen die Vereinigten Staaten mit Abstand das größte Defizit auf. Die im Zuge der Weltfinanzkrise zu beobachtende Schwächung des US-Dollar an den weltweiten Devisenmärkten und andere Faktoren führten dazu, dass sich das Defizit der Vereinigten Staaten zunächst verringerte. In den letzten Monaten ist allerdings wieder ein Anstieg zu beobachten.

Abbildung 1: Leistungsbilanzsalden in einigen Ländern (% vom BIP)



Quelle: IMF, World Economic Outlook (WEO).

Bieten die globalen Ungleichgewichte Anlass für einen Währungskrieg? Dazu muss die Frage beantwortet werden, ob ein Land den Saldo seiner Leistungsbilanz durch Manipulation seiner Währung zu seinen Gunsten beeinflussen kann. Die Frage führt zum Teil wieder zum oben angesprochenen Abwertungswettlauf zurück – aber eben nur zum Teil. Eine Abwertung verbessert die Handelsbilanz, und da diese in den meisten Ländern der gewichtigste Teil der Leistungsbilanz ist, trägt dies zu einer Verbesserung der Leistungsbilanz bei. Allerdings ist dieses Bild unvollständig. Nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung entspricht der Saldo der Leistungsbilanz (LB) der Differenz zwischen gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und gesamtwirtschaftlicher Investition:

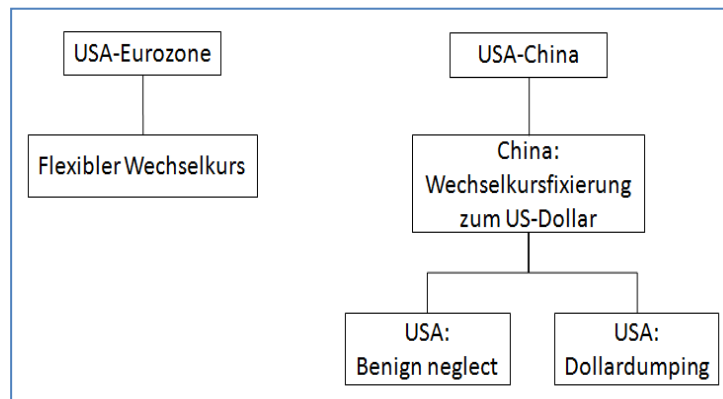
$$LB = S - I,$$

wobei S und I die Ersparnis bzw. die Investition aller Sektoren, also auch des Staates, beinhalten. Die Leistungsbilanz kann sich nur verbessern, wenn die Ersparnis relativ zur Investition zunimmt. Der Transmissionsmechanismus der Wechselkurspolitik auf Ersparnis und Investition eines Landes umfasst aber wesentlich mehr als nur die Wettbewerbsfähigkeit. Letzten Endes muss das gesamte makroökonomische Gleichgewicht betrachtet werden.

Könnten die Vereinigten Staaten durch einen „Währungskrieg“ ihre Leistungsbilanz nachhaltig verbessern? Bei der Beantwortung dieser Frage beschränken wir uns auf die Währungsbeziehungen der Vereinigten Staaten zu China und zur Eurozone. In **Abbildung 2** unterscheiden wir in Anlehnung an die realen Verhältnisse drei Regime. In den transatlantischen Währungsbeziehungen verfolgt keine der beiden Seiten ein Wechselkursziel. Der Wechselkurs ist demnach flexibel. In den transpazifischen Währungsbeziehungen hält China unilateral den Wechselkurs des Renminbi zum Dollar fest, wobei wir die leichten Aufwertungstendenzen der jüngsten Vergangenheit hier vernachlässi-

gen. Die Vereinigten Staaten stehen dann vor der Wahl, ihren Wechselkurs zu China zu ignorieren – der Fall des „*benign neglect*“ – oder alternativ ein bewusstes Dollardumping zu betreiben, um – so unterstellen wir – die US-Leistungsbilanz zu verbessern.

Abbildung 2: Währungsbeziehungen der USA zu China und Eurozone



Wir beginnen mit dem Verhältnis zwischen der Eurozone und den Vereinigten Staaten, wobei wir zwischen kurz- und langfristiger Betrachtung unterscheiden. Gemäß dem Mundell-Fleming-Modell, dem makroökonomischen Standardmodell für die Analyse der kurzen Frist, führt eine expansive Geldpolitik in den USA zu Kapitalabflüssen und damit zu einer Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro. Dies verschiebt die Wettbewerbsfähigkeit zu Gunsten der Vereinigten Staaten und zu Ungunsten der Eurozone, was zur Verbesserung der amerikanischen Leistungsbilanz und zur Verschlechterung der - bisher nahezu ausgeglichenen eurozonalen Leistungsbilanz führt. Ein klassischer Fall der *Beggan-thy-neighbour*-Politik.

Das Problem ist, dass diese Wirkungen, selbst wenn sie so eintreten, nur für die kurze Frist Bestand haben. Auf lange Sicht birgt jede Liquiditätsausweitung die Gefahr der Inflation in sich. Selbst wenn dies zurzeit in den Vereinigten Staaten in weite Ferne gerückt scheint, so könnte doch nach einem Anspringen der US-Konjunktur die Inflation sehr schnell wieder zu einem Problem werden. In diesem Fall steht zu erwarten, dass sich die positiven Effekte der Liquiditätsausweitung auf die Leistungsbilanz der Vereinigten Staaten umkehren würden. Steigende Zinsen würden die Vereinigten Staaten wieder zum Ziel von Kapitalzuflüssen machen, und steigende Güterpreise würden die zuvor erzielten Zugewinne an Wettbewerbsfähigkeit wieder unterminieren. Die Leistungsbilanz würde wieder defizitär werden. Dies zeigt die wirtschaftspolitische Problematik der Verwendung der eigenen Währung als "Kriegswaffe": Ihre kurz- und langfristigen Wirkungen können völlig unterschiedlich sein. **Tabelle 2** fasst die Probleme zusammen. Bei kurzfristiger Betrachtungsweise verspricht eine expansive Geldpolitik Vorteile, bei langfristiger Betrachtungsweise dagegen bietet eher bei einer stabilitätsorientierte, also auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik Vorteile. Das beste Bei-

spiel dafür bietet die Bundesrepublik zu DM-Zeiten, als die Deutsche Bundesbank ein auf die **langfristige** Preisstabilität ausgerichtetes Geldmengenziel verfolgte. Durch diese Geldpolitik wurde die DM zur Starkwährung, jedoch ohne dass Deutschland zum Defizitland wurde. Im Gegenteil, die Preisstabilität und die durch sie ermöglichten moderaten Lohnabschlüsse sicherten die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen im Außenhandel und verschafften der Bundesrepublik stabile Überschüsse in der Leistungsbilanz. Wir können also festhalten: Bei einem flexiblen Wechselkurs ist eine bewusste Schwachwährungspolitik für ein Land nur dann interessant, wenn sein wirtschaftspolitischer Aktionshorizont kurzfristig ist.

Tabelle 2: Wirkungen der Geldpolitik

	<i>Kurze Frist</i>	<i>Lange Frist</i>
<i>Expansive Geldpolitik</i>	Zinssenkung, reale Abwertung, Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit	Inflation, Abnahme der Wettbewerbsfähigkeit
<i>Stabilitätsorientierende Geldpolitik</i>	Zinssteigerung, reale Aufwertung, Abnahme der Wettbewerbsfähigkeit	Preisstabilität, Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit

In den transpazifischen Währungsbeziehungen ist die Lage anders, da China unilateral seinen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar fixiert. Die Vereinigten Staaten können dann entweder ihre bisherige Politik des „*benign neglect*“ fortsetzen (d.h. sie ignorieren faktisch die chinesische Wechselkurspolitik), oder sie könnten zum „Dollardumping“ übergehen, indem sie massive Geldmengenexpansion betreiben, um ihre eigene Währung zu schwächen. Anders als im Fall des flexiblen Wechselkurses (vgl. oben) führt dies allerdings nicht zu einer Verbesserung der US-Leistungsbilanz. Vielmehr wird China durch sein Wechselkursziel zu Devisenmarktinterventionen gezwungen, die dort ebenfalls zu einer Geldmengenexpansion führen. Bei unverändertem Wechselkurs und Geldmengenexpansion in beiden Ländern besteht kein Grund, dass sich der Leistungsbilanzsaldo zwischen ihnen ändert. Man hätte also keine *Beggar-thy-neighbour*-Politik, und auch ein Abbau der globalen Ungleichgewichte würde nicht erreicht werden. Eines aber würde erreicht: durch ihre Geldmengenexpansion bei fortdauernder Wechselkursfixierung durch China könnten die USA dieses Land zu einer expansiven Geldpolitik gleichsam „zwingen“, was aus ihrer Sicht für die Weltkonjunktur insgesamt nur vorteilhaft wäre. So sieht das auch Eichengreen (2009): Wenn alle wichtigen Länder eine Geldmengenexpansion betreiben würden, dann erhielte die krisengeplagte Weltwirtschaft genau die Art von geldpolitischem Anschub, den sie so dringend braucht. Er meint also: Abwertungswettlauf und Währungskrieg – ja bitte. Dass damit auf lange Sicht Inflationsgefahren einhergehen, bleibt unausgesprochen.

5 Perspektiven für die internationale Währungspolitik

Aus unseren Ausführungen lassen sich folgende Perspektiven für die internationale Währungspolitik ableiten.

Die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten wird bis auf weiteres vorrangig damit beschäftigt bleiben, durch Liquiditätsausweitung die Wirtschaft anzukurbeln, und dies umso mehr, als die Fiskalpolitik diese Aufgabe immer weniger übernehmen kann, da sie sich zunehmend am Ziel der Defizitbegrenzung orientieren muss. Auch die Geldpolitik in der Eurozone ist ausschließlich an den eigenen, hausgemachten Problemen der Eurozone orientiert. Als Gefangene der Überschuldung ihrer Mitgliedsländer wird die EZB nicht dazu kommen, eine bewusste Schwachwährungspolitik zur Verbesserung der eurozonalen Wettbewerbsfähigkeit zu betreiben. Ihre Geldpolitik wird vorrangig durch das Ziel der Stabilität der Eurozone getrieben sein.

Angesichts der Liquiditätsschwemme in den Vereinigten Staaten und in Europa wird China weiterhin mit Liquiditätszuflüssen, Aufwertungsdruck für seine Währung und im Falle einer Fortsetzung seiner Wechselkursfixierung an den US-Dollar auch mit Inflationsdruck zu kämpfen haben. Eine Erleichterung wird nur eine Auflösung seiner Bindung an den Dollar bringen. Man kann davon ausgehen, dass China diese mit dem bekannten Gradualismus vorantreiben wird, wobei es parallel versuchen wird, seine Währung zu einer internationalen Reservewährung aufzubauen. Dies wird nur gelingen, wenn in China die Preisstabilität gewahrt bleibt und das Finanzsystem liberalisiert und von Kapitalverkehrskontrollen befreit wird. Sollte China bei diesen Bestrebungen Erfolg haben, so könnte am Ende dieses Prozesses ein multipolares Reservesystem stehen, in dem der Renminbi neben dem Dollar, dem Euro und einigen wenigen anderen Währungen zu einer voll konvertiblen Weltreservewährung geworden ist. An einem Währungskrieg mit den USA hat China definitiv kein Interesse.

Es bleiben die Währungen der Schwellenländer, die sich in den vergangenen Jahren an eine Schwachwährungspolitik zur Anregung ihrer Exporte gewöhnt haben. Durch Liquiditätsabflüsse aus den Vereinigten Staaten und aus der Eurozone werden diese Länder unter Aufwertungsdruck bleiben. Es ist gut möglich, dass sie dem durch Devisenmarktinterventionen oder andere Maßnahmen begegnen werden. Selbst wenn dadurch Konflikte im Weltwährungssystem entstehen sollten, so werden diese aufgrund der eher peripheren Natur dieser Länder nicht so gravierend sein, um das System als Ganzes zu gefährden.

6 Quellenangaben

Eichengreen, Barry (2009): Competitive devaluation to the rescue. In: *Guardian*, Jg. 2009, 18.03.2009. Online verfügbar unter <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2009/mar/17/g20-globalrecession/print>.

Eichengreen, Barry; Sachs, Jeffrey (1986): Competitive Devaluation and the Great Depression. A Theoretical Assessment. In: *Economics Letters*, Jg. 22, S. 67–71.

Qiyuan, Xu (2010): The Statistical Data and The Subjective Feeling: CPI is Compressed-air Driven or The Streamer Moves? in: *Policy Brief of Research Center for International Finance (RCIF) of China*, No. 2010.077.

Rose, Klaus; Sauernheimer, Karlhans (2006): *Theorie der Außenwirtschaft*. 14. Aufl. München: Vahlen.

Wheatley, Jonathan; Garnham, Peter (2010): Brazil in 'currency war' alert. In: *Financial Times*, 27.09.2010. Online verfügbar unter FT.com.

Prof. Dr. Martin Klein ist Inhaber des Lehrstuhls für Internationale Wirtschaftsbeziehungen am Wirtschaftswissenschaftlichen Bereich der Juristischen und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Dipl.-Vw. Faxin Teng ist Stipendiat des Graduiertenkollegs „Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte“ in Halle und dort Doktorand bei Prof. Dr. Martin Klein. Er hat „International Trade“ im Bachelor-Studiengang an der Shandong University of Technology in China und anschließend Volkswirtschaftslehre im Diplom-Studiengang an der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel in Deutschland studiert.