



Dr. Jens Bies

Einer streift durch die Kapitalmärkte

#1 / Januar 2015

Thema: Währungskrieg im vollen Gange?

+49 (89) 3188804-53

jens.bies@skalifunds.com

Guten Tag!

Ich wurde in letzter Zeit sehr häufig gefragt, ob wir uns derzeit in einem Währungskrieg befinden. Hintergrund dieser Frage ist wohl, dass viele Länder anscheinend versuchen, ihre Währung entweder auf der Tonspur oder durch unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen abzuwerten, um die Wirtschaft wieder in Gang zu bringen. Wie dem auch sei, die Frage, ob wir uns in einem Währungskrieg befinden, ist nicht ganz eindeutig zu beantworten, deshalb antworte ich in der Regel immer: Offiziell nein, inoffiziell schon! Jetzt wollen Sie sicher wissen, wie ich zu dieser Ansicht komme. Nun, ganz einfach. Veranschaulichen wir uns doch einmal die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten:

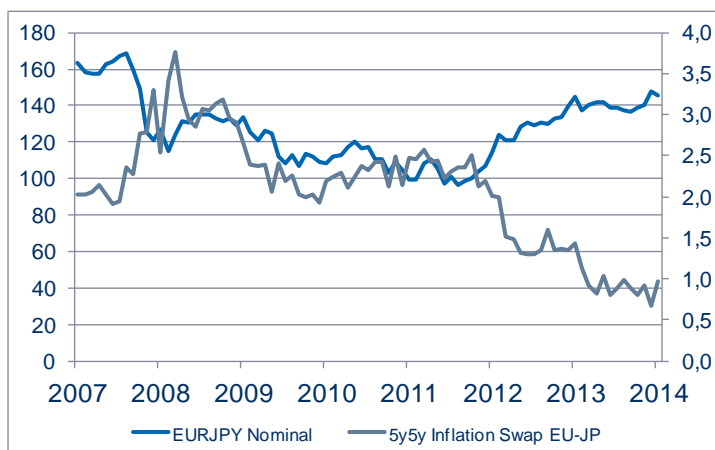
Die Notenbankzinsen befinden sich seit geraumer Zeit auf sehr niedrigen Niveaus. Trotz dieser lockeren Geldpolitik der Zentralbanken scheint der traditionelle, geldpolitische Impuls die Konjunktur in den meisten Ländern nicht zu zünden. Abgesehen von den USA und Großbritannien ist die konjunkturelle Situation in den großen Volkswirtschaften eher dürrftig. China schwächt sich kontinuierlich ab, die Eurozone hängt in der Stagnation fest, Japan kommt zunächst trotz eines koordinierten Impulses von Geld- und Fiskalpolitik (Stichwort Abenomics) nicht aus der seit Jahrzehnten andauernden Deflationsspirale heraus und viele Schwellenländer stehen vor großen strukturellen Problemen, die bis zu ihrer Beseitigung auch eher wachstumshemmend wirken.

Auch die Inflationsziele sind abgesehen von Kanada von keiner einzigen Zentralbank in den G10-Ländern erreicht worden. Vielmehr kämpfen die Währungshüter mit den Gefahren der Deflation. Klassische Deflationen führen bekanntlich zu einer schweren Wirtschaftskrise und hoher Arbeitslosigkeit. In der Vergangenheit konnte eine starke Tendenz zu einer gewissen Dauerhaftigkeit beobachtet werden. Litt ein Land einmal unter einer deflationären Phase, so war die Gefahr einer selbsterhaltenden bzw. sogar selbstverstärkenden Tendenz sehr groß: Sinkende Preise und Einkommen führten in Erwartung weiter sinkender Preise und Einkommen zu einer merklichen Kaufzurückhaltung der Konsumenten. Die sinkende Nachfrage bewirkte eine niedrigere Auslastung der Produktionskapazitäten oder gar Insolvenzen, die Einkommen und Preise fielen weiter. Aufgrund der negativen Auswirkungen auf die Gläubiger, z. B. Banken, schränkten diese ihre Kreditvergabe ein, was die Geldmenge verminderte und Wirtschaftswachstum erschwerte. Diesen Kreislauf bezeichnet man im Allgemeinen als Deflationsspirale. Japan kann ein Lied davon singen (Stichwort Verlorene Dekade/Bilanzrezession) und auch die Eurozone ist auf dem besten Weg einer Japanisierung. Wie kann man jedoch deflationäre Tendenzen stoppen?

Nun, seit dem Aufkommen keynesianischer und monetaristischer Theorie gilt Deflation als verhinderbar. So gehen viele Währungshüter davon aus, dass eine Deflation durch geldpolitische und fiskalpolitische Maßnahmen, notfalls auch durch unkonventionelle Maßnahmen, wie Quantitative Lockerung, schnell beendet werden kann. Deshalb haben wir nach der Finanzkrise quantitative Lockerungsmaßnahmen der U.S. Federal Reserve und der Bank of England gesehen. Auch Japan hat lange Zeit versucht, das Problem durch Staatsanleihenrückkäufe zu lösen und tut dies - wenn auch seit Abenomics in konsequenterer und ausgefeilterer Manier - immer noch. Die Europäische Zentralbank hat ebenfalls begonnen, Rückkaufprogramme von Covered Bonds (und mittlerweile auch ABS) zu etablieren und wird diese sicherlich in den nächsten Monaten noch um ein Rückkaufprogramm für Staatsanleihen erweitern. Quantitative Lockerung in Verbindung mit fiskalpolitischen Maßnahmen bei fehlenden Möglichkeiten traditioneller, geldpolitischer Impulse sollte also zu einer Abwehr der Deflation führen. So die Theorie!

Seit einiger Zeit hat man jedoch den Eindruck, dass die Notenbanken neben dem Ziel der Bekämpfung niedriger Inflation bzw. Deflation noch ein anderes Ziel verfolgen: die Schwächung der eigenen Währung! Die Vorteile liegen auf der Hand. Über eine Abwertung würde zunächst die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure steigen. Ein Fakt, der speziell uns Deutschen sehr entgegenkommen dürfte. Ähnlich positiv wäre der Abwertungseffekt für die Inflationsziele. Über steigende Importpreise dürften sich mittelfristig auch die Verbraucherpreise erhöhen. Soweit so gut. Die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes hängt aber nicht nur von den Wechselkursen ab, sondern auch vom Verhältnis der relativen Preise. So sorgt Deflation in einem Land für relativ geringer gestiegene Preise, was den exportierenden Unternehmen des betroffenen Landes hilft, da ihre Kosten weniger als die der Konkurrenten gestiegen sind. Ökonomisch kommt diese Inflationsdifferenz einer Abwertung gleich. Im Beispiel des JPY wurde die Währung bis zur Einführung von Abenomics jedoch nominell aufgewertet, da Japan u.a. einer der höchsten Realrenditen in den G10-Ländern hatte. Analog sollte in einem Szenario gesteigener Inflationserwartungen in Japan durch Abenomics die Währung nominell abwerten, um die relativ vs. EUR gestiegene Inflationsdifferenz wieder auszugleichen. So auch zu sehen am Abwertungsverlauf des JPY vs. EUR seit Abenomics im Dezember 2012 eingeführt wurde (siehe Abbildung 1). Japan exportiert somit Disinflation, importiert Inflation und die Realrenditen sind konsequenterweise negativ.

Abbildung 1: EURJPY vs. erwartetes Inflationsdelta EU-JP seit 2007



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

Die Bekämpfung von Konjunktur- und Inflationsproblemen mittels einer Währungsabwertung hat jedoch einen Haken. Da Währungen Relativpreise sind, kann diese Strategie nur aufgehen, wenn nicht zu viele Länder versuchen, ihre eigene Währung zu schwächen. Zudem müssen bei einem Abwertungswettlauf weitere Nebenwirkungen befürchtet werden, da eine Abwertung fast immer durch eine sehr lockere Geldpolitik angestoßen wird. Mitunter kann diese eventuell zu lockere Geldpolitik dann auch dafür verantwortlich sein, dass es zu Blasenbildungen an den Kapitalmärkten kommt. In einigen Märkten sind die Auswirkungen rekordverdächtig niedriger Zinsen und quantitativer Lockerungsmaßnahmen bereits zu sehen, so z.B. am Anleihen- und am Immobilienmarkt. Da diese Tatsache den Notenbankern bekannt sein sollte, stellt man sich die Frage, warum Abwertungswettläufe bereits im vollen Gange sind, obwohl diese Strategie doch keinen Sinn macht, wenn so viele Länder anscheinend das gleiche Ziel verfolgen?

Um diese Frage zu beantworten, muss man sich mit der Spieltheorie beschäftigen. Prinzipiell hat jedes Land einen Anreiz, an dem Abwertungswettlauf teilzunehmen, auch wenn er keinen Erfolg verspricht, da die Nichtteilnahme zu einer stärkeren handlungsgewichteten Aufwertung führen kann. Die Kosten der Nichtteilnahme erhöhen sich implizit, je mehr Länder daran teilnehmen. In der Konsequenz sollte das bedeuten, dass die Zahl der Länder, die in so einem Umfeld nach einer starken Währung streben, zunimmt. Theoretisch solange bis alle schließlich daran teilnehmen. In der Folge bleiben die positiven Effekte der Abwertung aus, aber kein Land wird aus dieser Strategie aussteigen wollen. Die Notenbanken könnten aus diesem Teufelskreis nur ausbrechen, wenn sie kooperieren und einzuhaltende Regeln festlegen. In der Tat haben die Notenbanken das auf dem G20-Treffen im Februar 2013 versucht. Sie haben sich dort versprochen, auf kompetitive Abwertungen zu verzichten und den Wechselkurs nicht als Wettbewerbsmittel einzusetzen. Das beinhaltete auch offene Interventionen. Die Strategie war jedoch nur scheinbar kooperativ, da im G20-Statement manifestiert wurde, dass die Geldpolitik sich an dem Ziel der heimischen Preisniveaustabilität orientieren sollte. Also gab es eine Hintertür zur Schwächung der eigenen Währung. Man brauchte folglich nur Maßnahmen vor dem Hintergrund niedriger Inflation als geldpolitisch notwendig zu deklarieren.

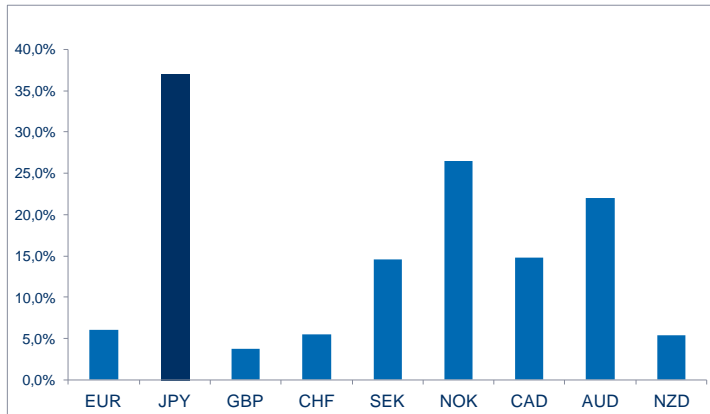
Wie sich nun gezeigt hat, haben Notenbanken von dieser Hintertür reichlich Gebrauch gemacht. Speziell in Japan und in ein paar Monaten wird sich auch Europa dazu gesellen, indem sie Rückkäufe von Staatsanleihen einführen werden. Diese Zentralbanken bringen ihre Währung durch Quantitative Lockerung bewusst unter Druck. Zugegeben hat die Implementierung dieser Maßnahmen nicht nur stattgefunden, weil die Währung geschwächt werden sollte. Aber es ist mittlerweile ein bewusst kalkulierter Effekt. Die Länder, die ihre Währung implizit nicht über unkonventionelle Maßnahmen schwächen, versuchen dies entweder (noch) über konventionelle Maßnahmen, wie z.B. Schweden und Norwegen oder über Rhetorik, wie z.B. Australien, Neuseeland oder Kanada. Sie sind dazu verpflichtet, schon alleine deswegen, weil mit Japan und bald auch in voller Gänze Europa zwei riesige Währungsregionen aktive Maßnahmen eingeleitet haben, um ihre Währung zu schwächen.

Somit ist die Frage beantwortet: Offiziell haben wir keinen Währungskrieg, inoffiziell ja!

Ganz nebenbei: Der einzige Währungsraum, der sich diesem Abwertungswettlauf in keinsten Weise anschließt, ist der USD. Diese haben seit Oktober 2014 ihre Staatsanleihenrückkäufe eingestellt und arbeiten zurzeit an einer Kommunikationsstrategie, um den Markt in nicht mehr allzu ferner Zukunft auf moderate Zinserhöhungen vorzubereiten. Seit der Ankündigung von „Tapering“ vor knapp zwei Jahren hat der USD alle Währungen in den

G10-Ländern outperformed, speziell den JPY, aber auch die Rohstoffwährungen AUD, NZD, CAD und NOK (siehe Abbildung 2). Der EUR hingegen hat noch deutliches Potential zu einer weiteren Abschwächung, allerdings erst wenn Staatsanleihenrückkäufe von der EZB beschlossen werden. Deswegen gehe ich auch für 2015 von einem schwachen EUR und einem leicht schwächeren JPY vs. USD aus.

Abbildung 2: Wertentwicklung der G10-Währungen seit zwei Jahren vs. USD



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen

Die nächste Kolumne erscheint in unserem Newsletter im Februar 2015.

Haben Sie Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: jens.bies@skalifunds.com. Weitere Informationen über unsere Publikationen finden Sie unter www.skalisfunds.com.