

Quo vadis, EWU? Teil 4: Kooperation als unentbehrliches Mittel gegen Spekulation auf Zinsdifferenzen

Von Friederike Spiecker | 29.07.2013 (editiert am 25.05.2016)

Die Notenbank eines Landes mit eigener Währung kann Inflationsdifferenzen gegenüber den Handelspartnerländern durch eine Kombination aus Wechselkurs- und Zinspolitik abzufedern versuchen. Dabei muss sie einen Wechselkurs zu den Währungen der Handelspartner ansteuern, der ungefähr der Kaufkraftparität entspricht. Denn das sorgt auf Dauer für insgesamt hinreichend ausgeglichene Handelsströme und schützt das Land vor Überschuldung im Ausland wie vor Ansammlung großer ausländischer Vermögensbestände (die, wie viele Währungskrisen gezeigt haben, nicht vor Entwertung geschützt wären). Zugleich soll Spekulationen gegen die eigene Währung am Devisenmarkt vorgebeugt werden, indem die Zinsen so festgesetzt werden, dass zu erwartende Wechselkursänderungen durch Zinsdifferenzen ausgeglichen werden (Zinsparität).

Jede Notenbank sieht sich dabei grundsätzlich vor eine Asymmetrie gestellt. Sie kann ihre eigene Währung praktisch beliebig vermehren und damit gegenüber anderen Währungen so abwerten, wie sie es für richtig hält. Sie kann aber nicht beliebig die Aufwertung bzw. Stützung ihrer Währung durchsetzen, um einen von ihr für tragfähig gehaltenen Wechselkurs durchzusetzen. Denn dafür muss sie ihre eigene Währung am Devisenmarkt aufkaufen unter Einsatz von Fremdwährungen, also von ausländischem Geld, den sogenannten Währungs- oder Devisenreserven. Wenn die Notenbank keine Währungsreserven (mehr) hat, kann sie die eigene Währung am Devisenmarkt nicht (mehr) nachfragen. Das heißt, der Notenbank sind Grenzen gesetzt bei der Stützung des Wechselkurses der eigenen Währung.

Wie kommt die Notenbank eines Landes überhaupt in den Besitz von Währungsreserven? Macht ein Land Überschüsse im Außenhandel, verkaufen seine Unternehmen mehr Waren und Dienstleistungen ans Ausland, als die Bürger des Landes im Ausland Waren und Dienstleistungen nachfragen. Für die nach außen verkauften Güter erhalten entweder die Inländer ausländische Währung (bzw. auf ausländische Währung lautende Wertpapiere), die sie über das Bankensystem in inländische Währung umwechseln können, oder die ausländischen Handelspartner fragen für die Abwicklung ihrer grenzübergreifenden Geschäfte die Währung des Inlands am Devisenmarkt nach. In beiden Fällen steigt

tendenziell die Nachfrage nach der inländischen Währung, wenn die Güterexporte die -importe überwiegen. Will die Notenbank einen diesem Ungleichgewicht entsprechenden Anstieg des Wechselkurses verhindern, bietet sie die eigene Währung im Tausch gegen die ausländischen Devisen an. Ein Handelsüberschuss ist also eine Quelle, mit deren Hilfe eine Notenbank in den Besitz von Währungsreserven gelangt. Diese Reserven können wiederum in Wertpapieren (z.B. Staatsanleihen) des betreffenden Landes angelegt werden und Zinserträge erbringen.

Umgekehrt fließt bei Handelsdefiziten die eigene Währung in Richtung der Nettoexportländer ab, d.h. das Ausland baut Währungsreserven auf. So hat z.B. das jahrelange Außenhandelsdefizit der USA gegenüber China zu einem immensen Aufbau von Dollarreserven (bzw. US-Staatsanleihen) bei der chinesischen Zentralbank geführt, weil China seinen Wechselkurs unterbewertet hielt. Dieser Strategie war übrigens eine Währungskrise Anfang der 1990er Jahre vorausgegangen, in deren Verlauf China in genau das oben beschriebene Problem geraten war: Die chinesische Notenbank konnte die eigene Währung mangels Devisen nicht ausreichend stützen, als die Devisenmärkte eine Abwertung des Renminbi erzwangen, die über ein vernünftiges, d.h. realwirtschaftlich gerechtfertigtes Maß weit hinausschoss. Die Lehre, die die chinesische Zentralbank aus diesem Desaster zog, war der Entschluss, lieber durch jahrelange leichte und vor allem kontrollierte Unterbewertung Devisenreserven anzuhäufen als noch einmal in die Abhängigkeit international agierender Finanzinvestoren zu geraten. Denn ein plötzlicher und überschießender Abwertungsschock kann für die Wirtschaft eines Landes katastrophal sein, wenn dringend benötigte Importe von z.B. Rohstoffen quasi über Nacht extrem teuer werden.

Die Quintessenz der geschilderten Asymmetrie bei der Wechselkurssteuerung durch eine einzelne Notenbank lautet daher, dass der Ausweg in einer Zusammenarbeit verschiedener Notenbanken in einem Währungsverbund besteht, darunter immer mindestens ein Land, dessen Währung unter Aufwertungsdruck oder zumindest -verdacht steht. Gerät die Währung eines Landes unter unangemessenen Abwertungsdruck, d.h. droht ihr eine Abwertung deutlich über den Ausgleich der Kaufkraftparitäten hinaus, dann greifen die anderen Notenbanken des Währungsverbundes oder wenigstens die eine aufwertungsverdächtige mit Stützungskäufen der bedrohten Währung stabilisierend ein.

Kommt es zu keiner direkten Zusammenarbeit von Notenbanken, hätte hier ein *unabhängiger* internationaler Währungsfonds sein elementares Betätigungsfeld. Stellt er klar, welche an Kaufkraftparitäten orientierte Wechselkurse er zu stützen bereit ist, würden Finanzinvestoren von Spekulationen abgeschreckt. Doch wenn ein internationaler Währungsfonds von den Interessen seiner Hauptgeldgeber und/oder von neoklassisch inspirierten ökonomischen Theorien geleitet arbeitet, versagt er auf diesem wichtigen Feld. Dann spielen Kapitalverkehrsfreiheit und die Kontrolle ganzer Staaten durch die Kapitalmärkte eine zentrale Rolle, nicht aber geldpolitische Kooperation zur Verhinderung der Beherrschung der Realwirtschaft durch eine überdimensionierte Finanzwirtschaft. Für eine einzelne Notenbank bleibt unter solchen Gegebenheiten nur das Anhäufen von Devisenreserven durch jahrelange Außenhandelsüberschüsse per Unterbewertung oder im Zweifel Kapitalverkehrskontrollen übrig – beides keine erfreulichen, weil kostenträchtigen Alternativen. Doch immer noch besser, als schutzlos der internationalen Zinsspekulation und den aus ihr folgenden Unwägbarkeiten der Devisenmärkte ausgesetzt zu sein.

Doch wie kann es überhaupt zu einer überschießenden Abwertung kommen? Um das zu verstehen,

muss man sich mit dem sogenannten carry trade beschäftigen, einer Spekulationsmethode, die auf Zinsdifferenzen zwischen Ländern setzt. Ausgangspunkt ist immer eine starke und anhaltende Inflationsdifferenz zwischen zwei Ländern, z.B. Ungarn und Japan. Wenn sich das Land mit der deutlich geringeren Inflationsrate sogar auf Deflationskurs befindet wie in Japan der Fall, ist für carry trader eine Traumkonstellation gegeben. Das führt nämlich nicht nur zu einer deutlichen Zinsdifferenz zwischen beiden Ländern (das Land mit der hohen Inflation hat hohe Nominalzinsen, das Deflationsland Zinsen gegen Null), sondern auch zu einer hohen Wahrscheinlichkeit, dass die Zinsdifferenz über einige Zeit bestehen bleibt. Denn selbst wenn die restriktiv wirkende Hochzinspolitik in dem einen Land zu einem allmählichen Rückgang der Inflation führt und daraufhin etwas gelockert wird – die kurzfristigen Zinsen also sinken –, ist die erfolgreiche Bekämpfung der Deflation in dem anderen Land doch bedeutend schwieriger. Denn die Notenbank des Deflationslandes hat es mit der zweiten großen Asymmetrie, der die Geldpolitik unterliegt, zu tun: Sie kann die Nominalzinsen nicht unter Null senken, also keinen Privaten für das Horten von Geld mit negativen Zinsen bestrafen. Bei sinkenden Preisen und Null-Nominalzinsen bleiben die Realzinsen positiv, ohne dass noch ein geldpolitischer Impuls für eine Anregung der privaten Investitionstätigkeit sorgen könnte. Und daher müssen carry trader auf absehbare Zeit keine Steigerung der kurzfristigen Zinsen im Deflationsland befürchten.

Der carry trade funktioniert so, dass Finanzinvestoren Kredite im Deflationsland aufnehmen, die so erhaltene Währung am Devisenmarkt in die Währung des Inflationslandes umtauschen und dort kurzfristig zu hohen Zinssätzen anlegen. Nach Ablauf des Anlagezeitraums zieht der Finanzinvestor sein Geld wieder ab, kassiert die hohen Zinsen, tauscht die Devisen in die Währung des Landes, in dem er den Kredit aufgenommen hat, und zahlt dort den Kredit samt niedrigen Zinsen zurück. Und dann beginnt er das Spiel von Neuem, wenn er die Konstellation für den nächsten kurzen Anlagezeitraum noch für stabil hält.

Die Zinsdifferenz wird – anders als von der Theorie der Zinsparität vorhergesagt – aus drei Gründen eine gewisse Zeit lang nicht durch Abwertung des Inflationslandes aufgezehrt. Erstens ist die Währung des Inflationslandes, wenn sich viele Finanzinvestoren so wie beschrieben verhalten ("Herdenverhalten"), noch eine Weile sehr gefragt und die des Deflationslandes spiegelbildlich nicht, so dass der Wechselkurs nicht nur stabil bleibt, sondern sich tendenziell sogar entgegen den Fundamentaldaten entwickelt. Ein Phänomen, das dazu angetan ist, noch mehr Spekulanten anzuziehen, weil es einzelwirtschaftlich rational ist, sich an der Spekulationsblase zu beteiligen (immer in der Hoffnung, rechtzeitig vor deren Platzen wieder auszusteigen). Zweitens ist es für die Notenbank des Inflationslands politisch nicht einfach, eine Strategie der dosierten Abwertung zu beginnen, ist sie doch mit ihrer Hochzinspolitik gerade bemüht, die Inflation im Inland zu drücken. Da käme ihr eine Verteuerung der Importgüter nicht unbedingt gelegen. Und drittens ist es umgekehrt für die Notenbank des Deflationslandes unattraktiv, eine Aufwertung der eigenen Währung zu betreiben. Die Binnenkonjunktur eines Deflationslandes schleift nämlich am Boden, so dass sich alle Hoffnungen auf den Außenhandel, genauer gesagt: auf steigende Außenhandelsüberschüsse richten. Diese werden durch eine tendenziell unterbewertete Währung gefördert. Eine Aufwertung käme hier so ungelegen wie eine Abwertung im Inflationsland. Also liegt es nahe, dass beide Notenbanken zögern, den unvermeidlichen Anpassungsprozess in Angriff zu nehmen. Das wissen die Finanzinvestoren und spekulieren entsprechend. Naive Gemüter interpretieren den Zufluss ausländischen Kapitals in das Inflationsland

womöglich noch als Ausweis internationalen Vertrauens in die Wirtschaft des Landes. Unter dem Deckmantel dieser Ignoranz durch die Politik kann die Fehlentwicklung eine beachtliche Zeitspanne anhalten, was den Spekulanten nützt.

Irgendwann wird aber die außenwirtschaftliche Überforderung, sprich: Verschuldung des Inflationslandes so offensichtlich und die Erwirtschaftung der hohen Zinsen im Inland zur Bedienung der Gelder der ausländischen Finanzinvestoren so untragbar, dass die ersten Finanzinvestoren kalte Füße bekommen und ihre Gelder ersatzlos abziehen. Das zieht binnen Kürze Nachahmer nach sich, so dass in der Summe mehr Geld aus dem Inflationsland abgezogen als neues "hineingetragen" wird. Der carry trade findet sein Ende und dieses lässt die Wechselkursentwicklung umschlagen. Es folgt die Abwertung der Währung, die so lange aufgestaut geblieben war.

Doch weil alle ausländischen Finanzinvestoren gleichzeitig sozusagen ihren Kopf aus der Wechselkursschlinge ziehen wollen, fällt die Währung des Inflationslandes ins Bodenlose – mit erneut katastrophalen Folgen für die Binnenwirtschaft: Hatte zuvor die Überbewertung seiner Währung der Exportwirtschaft des Inflationslandes geschadet, sind nun quasi über Nacht unentbehrliche Importgüter unerschwinglich geworden. Hinzu kommt, dass Inländer, die sich unvernünftigerweise (oder wegen schlechter Beratung) in ausländischer Währung zu Niedrigzinsen z.B. für einen Hausbau verschuldet hatten, um den hohen heimischen Zinsen auszuweichen, nun durch die Abwertung der Währung, in der sie ihr laufendes Einkommen erzielen, in Zahlungsschwierigkeiten geraten: Die Zinsen an die ausländischen Kreditgeber sind in einheimischer Währung gerechnet auf einmal extrem hoch – ein weiterer Faktor, der die Binnenkonjunktur schwächt.

Diese durch internationale Zinsspekulationen aufgebaute Unsicherheit an den Devisenmärkten ist ein ganz eigenständiger und von den Finanzmärkten selbst geschaffener Faktor, der die Realwirtschaft belastet zusätzlich zu allen Unsicherheiten, die das Wirtschaften, vor allem das Investieren in Sachkapital, ohnehin mit sich bringt. Oft wird hier eingewandt, dagegen könnten sich Sachinvestoren und andere Wirtschaftsakteure durch Wechselkurssicherungsgeschäfte schützen. Aber das ändert nichts an der ebenso messbaren wie problematischen Instabilität, die solche einzelwirtschaftlich rationalen Spekulationsaktivitäten in das Finanzsystem tragen. Denn damit wird für unproblematisch erklärt, dass die Finanzwirtschaft Unsicherheit aufbauen kann und dann noch an der Absicherung gegen sie verdient. Das ist ungefähr so sinnvoll, wie einer Feuerversicherung zu erlauben, dass sie bei der Bauweise von Wohnungen vorschreiben darf, dass möglichst leicht brennbare Baustoffe zum Einsatz kommen, mit der Begründung, gegen das höhere Brandrisiko könnten sich die Bewohner dann ja bei ihr versichern.

Als Ergebnis bleibt festzuhalten, dass gerade kleine Länder auf eine Kooperation mit den Notenbanken großer, preisstabilerer Länder angewiesen sind, um sich erfolgreich gegen Spekulationen durch Finanzinvestoren wehren zu können. Das spricht für einen Währungsverbund und gegen freie Devisenmärkte. Am besten wäre es freilich, wenn im Laufe der Zeit alle Mitglieder eines Währungsverbunds möglichst die gleiche Preissteigerungsrate realisierten. Denn das verringerte die systematischen Zinsdifferenzen und entzöge dadurch dem carry trade den Boden. Damit beginnt sich der Kreis zur eingangs dieser Serie genannten Existenzbedingung einer echten Währungsunion, nämlich der gemeinsam festgelegten und in jedem Mitgliedsland dauerhaft einzuhaltenden Zielinflationsrate,

zu schließen.

Noch offen ist die Frage, welchen Preis die Zins- und Wechselkurspolitik bei der Zusammenarbeit der Notenbanken in einem Währungsverbund hat. Wäre ihm eine echte Währungsunion nicht doch vorzuziehen?

Über den Autor



Friederike Spiecker ist Diplom-Volkswirtin und lernte das Handwerkszeug zur theoretischen und empirischen Makroökonomie am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin. Heute arbeitet sie als freie Wirtschaftspublizistin und ist in der wirtschaftspolitischen Beratung von Parteien, Gewerkschaften und Verbänden tätig.

Veröffentlicht am: 29.07.2013 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2013/07/abo-artikel-quo-vadis-ewu-teil-4-kooperation-als-unentbehrliches-mittel-gegen-spekulation-auf-zinsdifferenzen/>