



Krieg der Währungen

Christian Pierdzioch

Georg Stadtmann

European University Viadrina Frankfurt (Oder)
Department of Business Administration and Economics

Discussion Paper No. 298

March 2011

ISSN 1860 0921

Krieg der Währungen

Christian Pierdzioch, Bundeswehr Universität Hamburg und Georg Stadtmann, Europa
Universität Viadrina Frankfurt (Oder)

stadtmann@europa-uni.de

1. Einleitung

Laut Financial Times Deutschland war der brasilianische Finanzminister Guido Mantega der erste Politiker, der das gefürchtete Wort *Währungskrieg* aussprach (Ohanian/Kaelble 2010). Möchte man die Diskussion um den Krieg der Währungen und die aktuelle Wechselkurspolitik verstehen, darf man daher nicht nur auf die beiden großen Spieler USA und China schauen, sondern muss auch die Position von kleineren Ländern wie z. B. Brasilien in die Analyse einbeziehen. Also der Reihe nach.

2. Analyse der relativen Wettbewerbsfähigkeit anhand des BigMac Index

Schaut man sich den aktuellen, von dem Magazin *The Economist* erhobenen BigMac Index an, so entsteht im Juli 2010 folgendes Bild: Ein chinesischer BigMac kostet 13,2 Yuan und der amerikanische BigMac 3,73 \$. Unter Berücksichtigung des aktuellen Wechselkurses von 6,78 Yuan/\$ kostet der chinesische BigMac nur 1,95 \$. Natürlich wird der eine oder andere sagen: Was soll's? Der BigMac ist ein nicht handelbares Gut. Niemand würde in den Straßen New Yorks einen kalten, in China produzierten und dann in die USA exportierten BigMac kaufen.

Auf den zweiten Blick wird jedoch deutlich, dass sowohl in den amerikanischen als auch in den chinesischen BigMac-Preis die Faktorpreise für Arbeit, Kapital und Boden einfließen. Dies ist der Fall, da in einem McDonald's Restaurant Angestellte arbeiten, das Grundstück, auf dem das Restaurant steht, gekauft werden musste und für die Pommes eine Friteuse benötigt wird. Der BigMac Preis kann also auch als ein aggregierter *Preisindex* interpretiert werden. Daher auch der Name BigMac-Index.

Wenn also China bei einem BigMac wettbewerbsfähig ist, wird es auch bei vielen anderen Gütern wettbewerbsfähig sein. Dies manifestiert sich letztendlich in einem riesigen Leistungsbilanzüberschuss. Die USA haben ein Leistungsbilanzdefizit (BMF 2009). Ein Leistungsbilanzdefizit der USA bedeutet, dass die USA weniger Güter und Dienstleistungen exportieren als importieren und die chinesischen Waren zum Teil

durch amerikanische Wertpapiere bezahlt werden mussten. Die Amerikaner verschulden sich gegenüber dem Rest der Welt immer stärker. Die Chinesen stapeln die Wertpapiere im Keller der Zentralbank auf.

Tab. 1: Absolute Kaufkraftparität anhand von BigMac Preisen im Juli 2010

Land	Big Mac Preis in lokaler Währung	Big Mac Preis in US-Dollar	Implizite KKP des US-Dollars	US-Dollar Wechselkurs (21.07.2010)	Unter- (-)/Überbewertung (+) gegenüber dem US-Dollar in %
USA	3,73 USD	3,73			
Brasilien	8,71 Real	4,91	2,33	1,77	+ 31
China	13,2 Yuan	1,95	3,54	6,78	- 48
Dänemark	28,5 DK	4,90	7,63	5,81	+ 31
Euroländer	3,38 Euro	4,33	1,10	1,28	+ 16

Quelle: The Economist (2010).

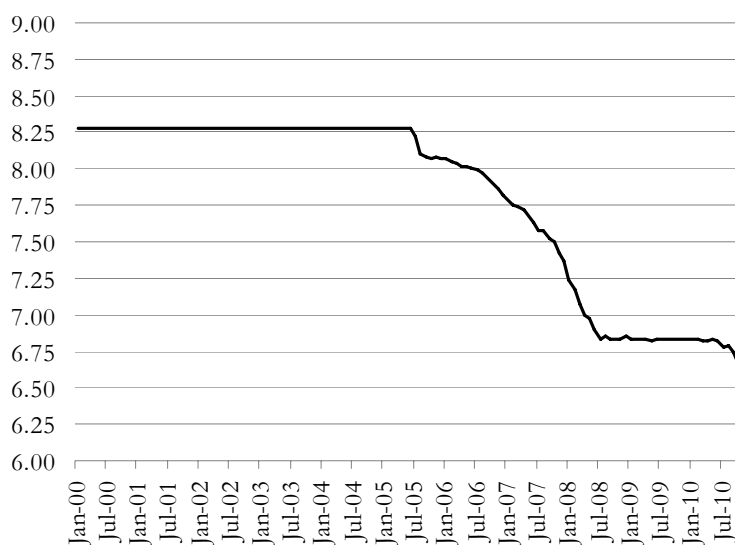
Wie sieht jedoch das gleichgewichtige („faire“) Wechselkursniveau aus? Bei einem Kurs von 13,2 Yuan / 3,73 \$ = 3,54 Yuan/\$ wird der chinesische Big Mac-Preis mit dem amerikanischen Big Mac-Preis übereinstimmen und es würde Kaufkraftparität herrschen. Der Yuan ist somit um etwa $(3,54 - 6,78)/6,78 = - 48 \%$ unterbewertet. Ein Vergleich des aktuellen Wechselkurses von 6,78 Yuan/\$ mit dem gleichgewichtigen KKP-Wechselkurs von 3,54 Yuan/\$ zeigt folglich, dass die chinesische Währung stark aufwerten müsste. Zwar befand sich der Yuan im Zeitraum von Mitte 2005 bis Mitte 2008 auf einem Aufwertungspfad (siehe Abb.1), dieser wurde jedoch seitens der Chinesen im Gefolge der Lehman-Pleite im Jahre 2008 gestoppt.

3. Auswirkungen des Quantitative Easing II auf die Beziehung USA – China

Mit der Ankündigung der amerikanischen Notenbank (Federal Reserve) über einen Ankauf von amerikanischen Staatsschulden die monetäre Basis um weitere 600 Mrd. \$ auszudehnen (Quantitative Easing II), hat Amerika den Unmut der Chinesen auf

sich gezogen. Oftmals wird die Abwertung des Dollars und die damit einhergehende Verbesserung der amerikanischen Wettbewerbsfähigkeit als Auslöser der Verstimmung gesehen. Dies ist jedoch nicht ganz richtig, weil der Dollar zwar z.B. gegenüber dem Euro abgewertet hat, der Wechselkurs gegenüber den Chinesen aber doch fixiert ist.

Abb. 1: Yuan/Dollar Wechselkurs 2000 – 2010



Woher also der Unmut? Diesbezüglich muss man sich die Wirkungsweise eines geldpolitischen Impulses anschauen: Eine Erhöhung der monetären Basis führt bei konstantem Geldmengenmultiplikator zu einer Ausweitung der Geldmenge. Ist die Geldumlaufgeschwindigkeit konstant, so dürfte der monetäre Impuls in der mittleren Frist (spätestens nach einer Konjunkturerholung in den USA) zu einer Preissteigerung führen (AS/AD Modell, Neutralität des Geldes, klassische Dichotomie). Somit würde die Inflation in den USA ansteigen. Doch warum interessiert dies die Chinesen? Mindestens zwei Aspekte sind zu bedenken:

1. Die Chinesen halten amerikanische Wertpapiere, denominated in US-Dollar. Bei einem Preis von 1 \$ pro Schokoriegel bekommen die Chinesen für einen 100 \$ Bond 100 Riegel. Bei einem Preis von 2 \$ erhalten sie jedoch nur 50

Riegel! Inflation lässt den Wert der von China gehaltenen Wertpapiere in realen Gütereinheiten schmelzen.

2. In einem festen Wechselkursregime ist auch das Problem der importierten Inflation ein Thema (siehe Moritz/Stadtmann 2010, S. 15): Auf Grund des fixen Wechselkurssystems müssen die Chinesen am Devisenmarkt Dollar aufkaufen, so dass ihre Dollarreserven steigen. Dies bedeutet aber auch, dass sich zumindest in einem ersten Schritt die im Umlauf befindliche chinesische Geldmenge erhöht, was in China entsprechende Inflationstendenzen auslösen kann. Eine Möglichkeit, die Geldmengenexpansion zu verhindern, besteht in einer Neutralisierung durch die inländische Komponente der Geldmenge: Die chinesische Notenbank müsste also im Rahmen von Offenmarktoperationen chinesische Bonds verkaufen, um das zusätzliche Geld wieder einzusammeln.

Sind die Chinesen sauer oder richtig sauer? Sie sind richtig sauer: Dies erkennt man z. B. daran, dass die chinesische Ratingagentur im Vorfeld des G20-Gipfels im November 2010 amerikanische Staatspapiere von AA auf A+ herabgestuft hat (Welt online 2010). Bedenkt man, dass China auf einem Berg von amerikanischen Wertpapieren sitzt, schießen sie sich damit ins eigene Knie. China ist also richtig sauer.

4. Auswirkungen des Quantitative Easing II auf die Beziehung USA – Brasilien

Doch nun zu den Brasilianern: Wiederum soll der BigMac-Index zur Analyse der Wettbewerbsfähigkeit herangezogen werden: Ein brasilianischer BigMac kostet 8,71 Real bzw. 4,91 \$. Der amerikanische BigMac kostet jedoch nur 3,73 \$, so dass die brasilianische Volkswirtschaft im Vergleich zu den USA eine geringere Wettbewerbsfähigkeit aufweist. Der Real ist um ca. 31 % überbewertet. Diese Überbewertung hat sich in den letzten Monaten noch einmal verstärkt: von Juli 2010 bis Oktober 2010 hat sich der Dollar von 1,77 Real/\$ auf 1,69 Real/\$ um weitere 5 % abgewertet, was die brasilianische Wettbewerbsfähigkeit weiter reduziert hat.

Was ist die Ursache der Real-Aufwertung? Auch hier dürften die Gründe in der lockeren amerikanischen Geldpolitik zu finden sein. Ein Aspekt besteht darin, dass das Währungspaar Real/Dollar zurzeit stark für so genannte Carry Trades genutzt wird. Finanzinvestoren nehmen einen Kredit zu einem niedrigeren Zinssatz in US-Dollar auf und legen das Geld – nach Umtausch am Devisenmarkt – in Real

hochverzinslich an. Das Zinsdifferential zwischen den beiden Leitzinssätzen beträgt derzeit mehr als 10 Prozentpunkte. Somit steigen am Devisenmarkt die Nachfrage nach Real und das Angebot an Dollar, was eine Aufwertung des Reals nach sich zieht.

Ferner soll zumindest kurz die relative Wettbewerbsfähigkeit zwischen China und Brasilien beleuchtet werden: Ein starker Real gegenüber dem Dollar und ein schwacher Yuan gegenüber dem Dollar implizieren natürlich einen viel zu starken Real gegenüber den Yuan. Der chinesische BigMac ist 60 % günstiger als der brasilianische BigMac. China verschafft sich durch die Beibehaltung des fixen Wechselkursniveaus nicht nur eine Verbesserung der Wettbewerbsposition gegenüber den USA, sondern auch gegenüber vielen anderen Ländern. Unter Berücksichtigung dieser Aspekte ist es allzu verständlich, dass ein brasilianischer Politiker die öffentliche Diskussion um einen Währungskrieg begonnen hat. Vor diesem Hintergrund ist auch die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen zu verstehen, mit denen Brasilien versucht, des in das Land drängenden ausländischen Kapitals Herr zu werden (Ohanian/Kaelble 2010).

5. Fazit und Ausblick

Neben den bereits diskutierten Zusammenhängen soll auch noch ein kurzer Blick auf die Schweiz und Japan geworfen werden. Beide Volkswirtschaften versuchen, durch Devisenmarktinterventionen Einfluss auf den Wechselkurs zu nehmen (BMW 2010). Die Interventionsrichtung ist dabei die gleiche: Dollarkäufe, um den Dollar zu stärken und die heimische Währung zu schwächen. So intervenierte das japanische Finanzministerium zusammen mit der Bank of Japan Mitte September 2010 mit der Rekordsumme von 2000 Mrd. Yen. Dies war für die Japaner die erste Intervention seit dem Jahr 2004 (FTD 2010, Japanese Ministry of Finance 2010).

Es steht einiges auf dem Spiel: Kommt es zu einem Abwertungswettlauf, so wird dieser höchstwahrscheinlich durch einen Inflationwettbewerb begleitet. Weitere Vergeltungsmaßnahmen könnten auch in einem direkten Rückgriff auf bekannte handelspolitische „Folterinstrumente“ (Zölle, Quoten) bestehen.

Soweit muss es jedoch nicht kommen: Bisher wurde nur von *den Amerikanern* und *den Chinesen* geredet. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass viele amerikanische Unternehmen über Direktinvestitionen in China investiert sind. Umgekehrt sind die Chinesen natürlich ebenso international auf einer Einkaufstour. Ein Beispiel: Apples iPad und iPhone werden in China produziert und nach Europa geliefert, und zwar ohne Umweg über die USA. Ein Charakteristikum des internationalen Handel besteht gerade darin, dass dieser innerhalb multinationaler Konzerne abläuft. Diese Unternehmen haben ein starkes Interesse am Freihandel und müssten sich tendenziell gegen o. g. Restriktionen aussprechen.

Literatur

Bundesfinanzministerium (BMF) (2009): Leistungsbilanzungleichgewichte im internationalen Vergleich.
http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_89390/DE/BMF__Startseite/Aktuelles/Monatsbericht__des__BMF/2009/12/analysen-und-berichte/b03-leistungsbilanz/node,templateId=renderPrint.html?__nnn=true

Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie (BMWi) (2010): Schlaglichter der Wirtschaftspolitik, Monatsbericht November 2010, I. Aktuelle Themen und Analysen 4. Kurswechsel - Konflikte auf den Devisenmärkten könnten zu Abwertungswettlauf und protektionistischen Maßnahmen führen.
<http://www.bmwi.de/BMWi/Navigation/aussenwirtschaft,did=365722.html>

FTD (2010): Intervention: Japan verkauft 2000 Mrd. Yen an einem Tag, 16.09.2010.
<http://www.ftd.de/finanzen/maerkte/marktberichte:intervention-japan-verkauft-2000-mrd-yen-an-einem-tag/50170276.html?mode=print>

Japanese Ministry of Finance, Foreign Exchange Intervention Operations (August 30, 2010 – September 28, 2010), Press release 30. September 2010, <http://www.mof.go.jp/english/feio/monthly/100930.htm>.

Moritz, K.-H. und G. Stadtmann: Monetäre Außenwirtschaft, Vahlen Verlag 2. Auflage, 2010.

Ohanian, M. und M. Kaelble: Brasilien kann Kapitalflut kaum stoppen, Financial Times Deutschland online 24.10.2010.

The Economist: Burgernomics – When the chips are down – The latest Big Mac index suggests the euro is still overvalued, Jul 22nd 2010.
http://www.economist.com/node/16646178?story_id=16646178

Welt online: Chinesische Ratingagentur stuft USA herab, 10.11.2010.
<http://www.welt.de/finanzen/article10849568/Chinesische-Ratingagentur-stuft-USA-herab.html>