

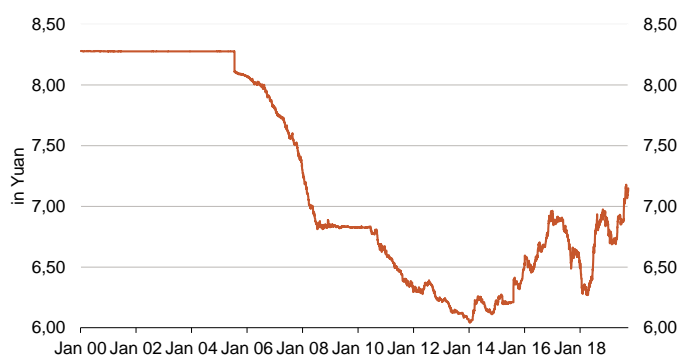


US-INTERVENTIONEN AM DEWEISENMARKT?

von Dr. Jörn Quitzau, André Broders und Jens Rotterdam

China ließ die Landeswährung Yuan Anfang August kräftig abrutschen. Dadurch stieg der US-Dollar zum Yuan auf den höchsten Stand seit 2008. US-Finanzminister Steven Mnuchin bezeichnete China daraufhin als Währungsmanipulator. Schon machte das Wort des Währungskrieges die Runde. Da auch US-Präsident Donald Trump immer mal wieder betont, die USA könnten ihre Währung ebenfalls schwächen, ist die Sorge vor einem Abwertungswettlauf, der letztlich allen schaden würde, groß. Handelt es sich hierbei nur um verbale Scharmützel oder besteht eine ernsthafte Gefahr, dass die USA am Devisenmarkt intervenieren? Das Risiko ist zumindest leicht gesunken, nachdem es vor einigen Tagen zu einem Mini-Deal im Handelskonflikt gekommen ist. China hat sich in diesem Zusammenhang bereit erklärt, die eigene Wechselkurspolitik zu überdenken. Ausgeräumt sind die Spannungen damit aber sicher noch nicht.

Abb. 1: Höchster Dollarkurs zum Yuan seit 2008



Quelle: Bloomberg

Hintergrund

Der Hintergrund für die Spannungen an der Währungsfront ist vielschichtiger als es auf den ersten Blick scheint. Aktueller Aufhänger ist offensichtlich der Handelskrieg zwischen den USA und China. Da die US-Regierung chinesische Produkte mit Importzöllen belegt und die Zollschaube sukzessive immer weiter angezogen hat, verteuern sich diese chinesischen Güter in den USA. Dies ist der beabsichtigte Effekt der amerikanischen Zollpolitik. Wenn der Yuan nun – wie jüngst geschehen – spürbar abwertet, werden die chinesischen Exporte wieder billiger und die

handelspolitischen Ziele der USA in Teilen konterkariert. Folglich besteht die Gefahr, dass sich der Handelskrieg auf den Devisenmarkt ausweitet. Die USA und China würden dabei wechselseitig versuchen, über einen schwächeren Wechselkurs der eigenen Währung Marktanteile zu gewinnen. Dass dies nicht beiden Ländern gleichzeitig gelingen kann, liegt auf der Hand.

Der Vorwurf, China würde seine Währung manipulieren, ist nicht neu. Genau genommen wird der wirtschaftliche Aufstieg Chinas über die letzten 25 Jahre immer wieder von diesem Vorwurf begleitet. Tatsächlich schwankt der Yuan nicht frei, sondern wird gesteuert, um wirtschaftliche, soziale oder politische Ziele zu erreichen. Zwischen 1995 und 2005 hatte China den Yuan zu einem festen Kurs an den US-Dollar gekoppelt – gleichwohl auf zu niedrigem Niveau, um die eigene Exportwirtschaft zu stärken. Im Gegenzug hat China in großem Stil US-Staatsanleihen gekauft und damit das amerikanische Haushalts- und Handelsdefizit mitfinanziert. Nach 2005 hat China den Yuan sukzessive aufwerten lassen, sodass die fundamentale Stärke der chinesischen Wirtschaft im Wechselkurs besser zum Ausdruck kam. Seit einiger Zeit geht es aber wieder in die andere Richtung, sodass der US-Dollar zum Yuan inzwischen wieder recht teuer geworden ist (Abb. 1).

Dennoch ist der Vorwurf, China würde seine Währung künstlich schwächen, derzeit eher nicht angebracht. Aus fundamentaler Sicht wäre sogar ein noch niedrigerer Yuan-Kurs gerechtfertigt.¹ Die Gründe dafür sind das schwächere chinesisches Potenzialwachstum, höhere Lohnstückkosten, die abnehmenden Produktivitätszuwächse, die schwächere Konjunktur und der verringerte Leistungsbilanzüberschuss. Der Yuan-Kurs hat sich seinem fundamental angemessenen Wert durch die Abwertung also angenähert, ist aber nicht darunter gefallen. Da die Wechselkursbewegung jedoch

¹ Vgl. dazu ausführlich Levy, Mickey (2019), Chinesischer Yuan: Gesteuerte Währung im Spannungsfeld der (Handels-)Politik, Berenberg Makro vom 18. Juni 2019.

politisch eingeleitet wurde, ist sie für die USA ein kräftiger Nadelstich im Rahmen des Handelskriegs.

Doch nicht nur China hat den Unmut des US-Präsidenten auf sich gezogen. Donald Trump beschuldigt auch Europa, den Eurokurs zu Lasten der USA zu manipulieren. Mit der äußerst expansiven EZB-Politik steht der Euro tatsächlich unter Druck und notiert aktuell mit 1,10 US-Dollar je Euro sicher unter dem Wert, der fundamental angemessen wäre. Allerdings liegt auch die Euro-Inflation weit unter dem angestrebten EZB-Ziel von „unter, aber nahe 2 %“. Deshalb muss die Notenbank eine lockere Politik betreiben, wenn sie die Inflationsrate wieder nach oben treiben möchte. Der schwache Euro-Wechselkurs ist somit eher eine Nebenwirkung der EZB-Politik, als dass der Wechselkurs gezielt „manipuliert“ wird.

Die Diskussion über manipulierte Wechselkurse kann von Seiten der USA ohnehin nicht unbelastet geführt werden, denn es war die US-Notenbank Fed, die nach der Finanzkrise die ultra-expansive Geldpolitik salonfähig gemacht hat. Die Fed schwächte den Dollar damit so stark, dass er auf handelsgewichteter Basis zwischenzeitlich auf den niedrigsten Stand der letzten 50 Jahre fiel (Abb. 2). Auch andere Notenbanken setzten nach der globalen Finanzkrise auf die außerordentlich lockere Geldpolitik und schwächten damit auch den Außenwert ihrer Währung. Die japanische Regierung drohte der Bank of Japan sogar mit dem Ende der Notenbankautonomie, sollte diese sich nicht auf eine noch expansivere Geldpolitik einlassen. Insgesamt zeigt sich, dass die Wechselkurse nach der Finanzkrise durch die unorthodoxe Geldpolitik praktisch durchweg verzerrt waren. Ob dies den Vorwurf der Währungsmanipulation rechtfertigt, bleibt eine offene Frage.

Abb. 2: Handelsgewichteter US-Dollar



Quelle: Bloomberg

US-Dollar-Stärke als Problem

Der starke US-Dollar belastet nicht nur die amerikanische Exportwirtschaft. Er kann auch zum Problem für Schwellenländer werden, die sich in US-Dollar verschuldet haben.² Wenn der US-Dollar aufwertet, steigt für die betroffenen Schwellenländer auch der reale Wert ihrer Schulden. Die Dollar-Stärke könnte als Nebeneffekt also theoretisch eine Schuldenkrise auslösen. Dies ist allerdings ein latentes Risiko, das in der gegenwärtigen Situation keine Devisenmarktintervention der USA rechtfertigt.

Der Dollar dürfte einen Teil seiner Stärke verlieren, sobald sich die politischen Risiken zurückbilden. Kapital, das den US-Dollar als sicheren Anlagehafen gesucht hat, wird dann wieder aus dem Dollar abfließen und der Wechselkurs wird wieder leicht nachgeben. Damit würde sich auch die Situation für die in US-Dollar verschuldeten Schwellenländer entspannen.

Wie würde eine US-Intervention ablaufen?

Für die internationale Währungspolitik der USA ist grundsätzlich das amerikanische Finanzministerium (US Treasury Department) zuständig. Gegenwärtig ist Steven Mnuchin Finanzminister. Der währungspolitische Kurs wird zwar von ihm festgelegt und vom Präsidenten genehmigt, vorher aber eng mit der Federal Reserve abgestimmt und schließlich von ihr ausgeführt.

Die währungspolitische Kompetenz des Departments geht auf den Gold Reserve Act von 1934 zurück, welcher zusätzlich die Gründung des Exchange Stabilization Funds (ESF) vorsah. Dieser stellt bis heute entsprechende Volumina, um währungspolitische Interventionen durchzuführen. Verwaltet und betreut wird der ESF von der New Yorker Zweigstelle des Federal Reserve Systems. Anfang der 1960er Jahre wurde jedoch klar, dass die Ressourcen des ESF allein nicht ausreichen würden, um auch künftig die gewünschten Ergebnisse der jeweiligen Operationen herbeizuführen. Es ist seither üblich, dass die New Yorker Fed, als operativer Arm des Federal Reserve Systems, den jeweiligen Interventionsprozess begleitet und im Verhältnis 1:1 an den Marktoperationen beteiligt ist. Die entsprechenden Mittel der Fed stammen aus dem System Open Market Account (SOMA). Gegenwärtig halten ESF und SOMA ausschließlich in Euro und Yen denominatede Währungsre-

² Vgl. Berenberg/HWWI (2018), Staatsschulden, in: Strategie 2030, S. 29ff.

serven. Die Euro-Reserven des ESF belaufen sich auf einen Gegenwert von rund 12 Mrd. US-Dollar. Rechnet man die Yen-Reserven, die Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds sowie die US-amerikanischen Bundeswertpapiere hinzu beläuft sich das Vermögen des ESF auf rund 93 Mrd. US-Dollar (Stand 31.08.2019). Fraglich ist, ob die Wechselkurse an den sehr liquiden Devisenmärkten mit solchen Volumina überhaupt nachhaltig bewegt werden können. Zumindest sollte die Ankündigung einer Intervention einen Effekt haben – insbesondere dann, wenn die Zentralbank die Intervention nicht durch andere geldpolitische Operationen neutralisiert.

Sollte die Trump-Administration also Devisenmarktoperationen angesichts des Handelskonflikts in Betracht ziehen, um den US-Dollar zu schwächen, dürfte die Fed die Intervention stützen, auch wenn ihr Vorsitzender Powell vermutlich dagegen ist. Jüngst äußerte er bei einer Rede in New York, dass die Fed den Dollarkurs weder in den Fokus ihrer Politik setze, noch kommentieren werde. Er ergänzte, dass für die Währungskurspolitik das Treasury Department verantwortlich sei. Dies könnte der entscheidende Hinweis dafür sein, dass man sich gemäß der traditionellen Verfahrensweise an einer möglichen Intervention beteiligen würde, selbst wenn dies nur zähneknirschend geschieht.

Ausblick

Während Schwellenländer häufig am Devisenmarkt intervenieren, setzen die Europäische Zentralbank und die amerikanische Fed so gut wie gar nicht auf das Instrument der Devisenmarktintervention.³ Unter normalen Umständen könnten wir die Rhetorik von Seiten der USA als Säbelraseln abtun. Doch die Umstände sind aktuell nicht normal. Da Donald Trump unübersehbar merkantilistische Tendenzen aufweist und ihm der starke Dollar ein Dorn im Auge ist, können wir eine Devisenmarktintervention der USA allerdings nicht gänzlich ausschließen.

³ Vgl. Menkhoff, Lukas und Tobias Stöhr (2017), Devisenmarktinterventionen: Ein häufig genutztes und wirksames Instrument, in: DIW Wochenbericht Nr. 18.2017, S. 363-371.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

Makro-Team

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Hamburg

Dr. Jörn Quitzau
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

London

Dr. Florian Hense
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

New York

Dr. Mickey Levy
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

Aktuelles
Geldpolitik
Konjunktur
Schwellenländer
Trends

► Währungen

www.berenberg.de/publikationen

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 27.09.2019

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de