

FLEXIBLERE ODER FESTERE WECHSELKURSE?

– Einige einfache Lehren aus der Asienkrise –

von

Heiner Flassbeck

Vortrag, gehalten bei einem Workshop der Hans Böckler Stiftung zum Thema “Neue Architektur der Weltwährungsordnung” am 29./30.10.1999 in Berlin

(erscheint in Kürze)

Berlin, im Januar 2000

I. Eine strukturelle Krise in Asien?

Auch zwei Jahre nach Ausbruch der Asienkrise und selbst nach ihrer Überwindung in einer Reihe von Ländern gibt es kaum eine Annäherung der in der Wissenschaft vertretenen Ansichten über die Ursachen dieser Krise. Unversöhnlich stehen sich weiter die Anhänger der "Strukturthese" (in den betroffenen Ländern waren die finanziellen Strukturen zerrüttet) und die Anhänger der "Spekulationsthese" (die kurzfristigen Kapitalströme und das Verhalten der Anleger haben die asiatischen Volkswirtschaften destabilisiert) gegenüber. Nur wenige Stimmen distanzieren sich von der einen wie von der anderen Position und betonen die Rolle "normaler" ökonomischer Zusammenhänge und wirtschaftspolitischer Fehlentscheidungen wie etwa die Bedeutung des nach der Freigabe des Kapitalverkehrs gewählten Währungsregimes oder der Zinsdifferenzen zwischen den beteiligten Volkswirtschaften und der westlichen Welt¹. Die Auseinandersetzung um die richtige Diagnose und die angemessene Therapie für die Asienkrise erinnert in fataler Weise an den "Glaubenskrieg" um die Frage, wie Arbeitslosigkeit in Europa entstanden ist. Auch hier stehen sich "Strukturalisten" und "Systemkritiker" in großen Scharen gegenüber, während die Rolle der Kritik an der Makropolitik nur dünn besetzt ist.

Die beiden Extrempositionen weisen im Falle Asiens schon a priori erhebliche methodische Mängel auf. Die Strukturhypothese vermag nicht zu erklären, wie Länder, die offenbar schwerwiegende Defizite im gesamten Finanzbereich aufwiesen, über viele Jahre, ja über Jahrzehnte extrem erfolgreich beim realen Aufholen gegenüber der westlichen Welt sein konnten. Auch kann die Strukturhypothese der Tatsache nicht Rechnung tragen, daß sich viele betroffene Länder nach den krisenbedingten Abwertungen rasch aus der wirtschaftlichen Talsohle lösen und erneut eine hohe Wachstumsdynamik realisieren konnten². Die Anhänger der Spekulationsthese können kaum erklären, warum der kurzfristige Kapitalverkehr, der doch nach ihrer Auffassung ohne weiteres in allen Regionen der Welt und zu allen Zeitpunkten seine unheilvolle Rolle spielen könnte, nur unter recht klar definierten makroökonomischen Bedingungen destabilisierend wirkt. Bei bestimmten Währungsverhältnissen verschwindet die destabilisierende Wirkung gar vollständig, ohne daß der Kapitalverkehr administrativ eingeschränkt werden müßte. Das beste Beispiel dafür bietet jetzt die Europäische Währungsunion, wo Kapitalanlagen und Kredite, die die Währungsverhältnisse destabilisieren könnten, definitiv nicht mehr gibt. Geld- und Kapitalmarkt funktionieren aber gleichwohl einwandfrei und ohne Friktionen.

Gleichweit von der einen wie von der anderen Extremposition entfernt, ist meine These zur Erklärung der Asienkrise ganz schlicht: In Asien ist ein Problem aufgetreten, das in vielfältiger Ausprägung in den westlichen Ländern in den vergangenen Jahrzehnten immer wieder aufgetreten ist, und für das die Ökonomie bisher keine systematische Lösung hat finden können. Wann immer Volkswirtschaften ihre Güter- und Kapitalmärkte vollständig öffnen, monetäre Konvergenz im Sinne einer Angleichung der Inflationsraten aber noch nicht gegeben ist, sind Spekulationen gegen Währungen unvermeidlich und Krisen wahrscheinlich. Mit anderen Worten: In den asiatischen "Tigerstaaten" ist im Kern der Versuch gescheitert, Preis-

¹ Eine Ausnahme ist beispielsweise der Trade and Development Report der UNCTAD aus dem Jahre 1998, der die Asienkrise mit anderen Währungskrisen vergleicht. Vgl. UNCTAD (1998), S. 53 ff.

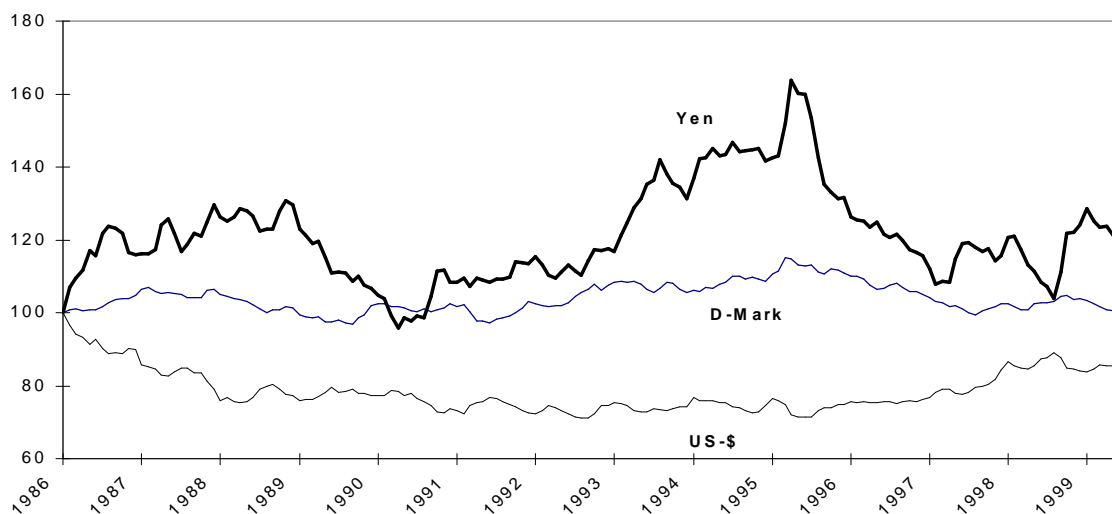
² Der vielfach zu hörende Hinweis, die Wachstumsraten wären ohne die strukturellen Probleme noch höher, ist sicher richtig. In dem Sinne jedoch, daß bei absolut perfekten Bedingungen die Wachstumsdynamik noch größer wäre, hat jede real existierende Volkswirtschaft der Welt "Strukturprobleme".

stabilität durch eine Fixierung des nominalen Wechselkurses aus den Industrieländern zu importieren. Dort wie hier wurde nicht erkannt, daß der Import von Stabilität zwingend mit dem Import von Arbeitslosigkeit über eine Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit in Form einer realen Aufwertung einhergeht, die früher oder später durch eine reale Abwertung bereinigt werden muß? Folglich ist die asiatische Krise eine Währungskrise, wie sie die westliche Welt nach dem zweiten Weltkrieg immer wieder erlebt hat mit der typischen Indikation einer realen Überbewertung und zunehmenden Leistungsbilanzdefiziten.

Hinzu kommt allerdings, daß im asiatischen Wirtschaftsmodell die Unternehmen und nicht der Staat die Arbeitnehmer gegen die meisten sozialen Risiken einschließlich der Arbeitslosigkeit versichert. In einem solchen Modell müssen folglich Aufwertungsschocks vorwiegend zum Verlust von Rentabilität und Solvenz bei den Unternehmen führen, während der Staat zunächst kaum betroffen ist. Zudem gibt es eine enge Verflechtung von Unternehmens- und Bankensektor. Dadurch wird die Anpassungslast bei solchen Schocks leichter als in der westlichen Welt von den Unternehmen auf die Banken überwältigt. In der Folge treten dann die Symptome auf, die häufig mit Systemkrise des Finanzsektors oder Strukturkrise umschrieben werden. Richtig und vollständig beschrieben sind damit allerdings nicht, weil verkannt wird, daß die Anpassungslast unumgänglich ist und die "Strukturen" nur über die Verteilung der Anpassungslast entscheidet, nicht aber über die Frage, ob eine Krise entsteht und daß sie gravierende gesamtwirtschaftlichen Folgen hat.

Ein Gegenargument der Strukturalisten ist allerdings nicht ohne weiteres zu verwerfen. Sie verweisen auf die Krise in Japan, also die Krise in einem Land, in dem es die typische Konstellation einer Währungskrise mit einer überbewerteten Währung und einem Leistungsbilanzdefizit gerade nicht gegeben hat. Dennoch befindet sich das Land in einer schweren wirtschaftlichen Krise. Übersehen wird dabei jedoch, daß die japanische Krise einer enormen realen Aufwertung folgte. Die japanische Krise begann, als es in der ersten Hälfte der 90er Jahre nach dem Platzen der spekulativen Blase am Aktienmarkt, also etwa zwischen 1992 und 1995, zu einer in ihrer Dimension historisch einmaligen realen Aufwertung des Yen kam (Abbildung).

Realer Wechselkurs von D-Mark, US-\$ und Yen



Diese Aufwertung war allerdings nicht, wie in den übrigen asiatischen Ländern, die Folge eines Verlustes an Wettbewerbsfähigkeit aufgrund hoher Lohn- und Preissteigerungen bei festem nominalen Wechselkurs, sondern unmittelbar das Ergebnis einer spekulativen Übersteigerung am Devisenmarkt. Es läßt sich zeigen, daß diese Konstellation, nämlich reale Aufwertung aufgrund nominalen Überschießens bei einem Leistungsbilanzüberschuß ähnliche Wirkungen auf das Bankensystem haben kann, wie eine starkes nominales Überschießen in Richtung einer Abwertung bei Leistungsbilanzdefiziten.

Japan kommt wegen seiner Größe eine entscheidende Rolle bei der Überwindung der Krise zu. Bisher ist es der Wirtschaftspolitik dort allerdings nicht gelungen, aus der deflationären Falle auszubrechen, in die sie im Gefolge der Überbewertung geraten war. Die Geldpolitik hatte zu spät auf das Platzen der spekulativen "bubble" und den gewaltigen Aufwertungsschock zu Anfang der 90er Jahre reagiert. Mit einem Zins nahe Null ist die Grenze der Handlungsfähigkeit der Geldpolitik schon seit längerem erreicht. Offenbar sind die Ertragserwartungen der Investoren aber so stark gefallen, daß selbst ein Zins von Null sie nicht zum Investieren bewegt? Auch die Finanzpolitik hat in Japan ihre Rolle als automatischer Stabilisator bei Schocks wie dem gewaltigen Aufwertungsschock von 1992 bis 1995 zu spät akzeptiert. Daher wurden angesichts der institutionellen Gegebenheiten die unvermeidlichen Anpassungslasten über einen Gewinnrückgang der Unternehmen (Arbeitskräfte wurden trotz der außergewöhnlichen Dimension des Schocks praktisch nicht entlassen) in den Bankensektor verschoben.

Selbst nach dem Ausbruch der deflationären Krise hat die japanische Regierung nur zögerlich und halbherzig unter Hinnahme höherer Defiziten eingegriffen. Angesichts der ungewöhnlich langen Stagnations- und Rezessionsphase sind die Fehlbeträge in den öffentlichen Haushalte mittlerweile zwar sehr hoch, einen starken Impuls von seiten des Staates gab es über viele Jahre aber nicht. Hinzu kommt ein zentrales, wenngleich von den Ökonomen weitgehend unbeachtetes Problem. Die Lohnpolitik ist in Japan zuletzt auf einen Kurs eingeschwenkt, der die Deflation verschärfen dürfte. Wirkt zu Anfang der 90er Jahre nur die Verminderung der Bonuszahlungen der Unternehmen deflationär, wurden nach Angaben der OECD die Löhne 1998 absolut gesenkt³. Das aber verschärft, wie 1929/30 in der gesamten westlichen Welt, bei einem weiteren Abbau der Beschäftigung die Krise, weil die Binnennachfrage noch schneller als ohne dies sinkt.

Auch Rußland und die Ukraine sind durch eine schwere Krise gegangen. Beide Länder waren auf Anraten, zumindest aber mit der stillschweigenden Zustimmung des IWF dem asiatischen "Modell" des Stabilitätsimports durch einen fixen nominalen Wechselkurs gefolgt. Diese Strategie war angesichts der Ausgangslage dieser Länder in der Transformation und dem gleichzeitigen Druck von seiten des IWF, die Staatshaushalte zu konsolidieren, von vornherein mindestens so fragwürdig wie in Asien. Fahrlässig wurde die westliche Beratung in Rußland und der Ukraine aber dadurch, daß sie zuließ, daß die Notenbanken dieser Länder über Jahre extrem hohe Realzinsen durchsetzten. Die Versäumnisse der internationalen Institutionen sind im nachhinein nicht mehr nachzuvollziehen. Wie war es möglich, daß in Rußland der von der Notenbank gesetzte kurzfristige Zins in einem Zeitraum von – sage und schreibe – drei Jahren (1995 bis 1998) fast durchgängig um mindestens 20 %-Punkte über der Inflationsrate und fast 50 %-Punkte über dem Zins im Westen lag, der nominale Wechselkurs aber fixiert werden sollte und der IWF eine Erholung der Wirtschaft erwartete. Gleichzeitig sollte der Staat seine Haushaltsdefizite herunterfahren, obwohl die Wirtschaftskraft des Landes in

³ Vgl. OECD (1999)

diesem Zeitraum enorm schrumpfte.

Wären ein steigender realer Wechselkurs und ein so hoher Realzins von irgendeinem Land der Welt über Jahre durchzuhalten gewesen? Hätten solche makroökonomischen Rahmenbedingungen nicht- ganz unabhängig von den "Strukturen", also den institutionellen Gegebenheiten oder "dem Stand der Reformen" - in jedem Land der Welt zu einem Zusammenbruch von Wirtschaft und Staatshaushalt geführt? War es etwas anderes als Ausdruck der herrschenden Vernachlässigung der Makroökonomie, wenn nach der Krise als Therapie empfohlen wurde, die "Reformen" schneller voranzubringen? Können "Reformen" ohne geeignete makroökonomische Rahmenbedingungen Rußland, die Ukraine und die anderen Reformländer voranbringen, obwohl im Westen schon Realzinsen in der Größenordnung von 4 bis 5 % als prohibitiv für Wachstum und Beschäftigung gelten? Müssen nicht die "Reformen" mit einem günstigen makroökonomischen Umfeld verbunden sein, um eine allmähliche Besserung der Lage erwarten zu können? Diffamierte nicht der Westen den Versuch Rußlands, seine monetären Bedingungen zu normalisieren, mit Ausdrücken wie dem "Anwerfen der Druckerpresse". Bezeichnend für die Art der Krise und der Krisenbewältigung in Rußland und der Ukraine ist, daß auch hier, trotz nicht vorhandener Fortschritte im Reformprozeß, die drastische Abwertung des Rubel eine Atempause und zum ersten Mal seit der Wende positive Wachstumsraten mit sich gebracht hat.

II. Die Ursachen der Finanzkrise

Die These, die weltweite Finanzkrise sei vorwiegend von "falschen Strukturen" in allen beteiligten Ländern verursacht worden, steht, wie oben schon angedeutet, auf wackeligen Beinen. Greift man auch hier auf "strukturelle" Erklärungen nur zurück, weil die herrschende Doktrin einer jederzeit optimalen Anpassung der Märkte andere Möglichkeiten von vornherein ausschließt? Ich hatte oben schon darauf hingewiesen, daß aus der schlichten Tatsache, daß Länder mit völlig unterschiedlichen "Strukturen", was immer damit gemeint sein mag, in den Strudel der Krise geraten sind, geschlossen werden muß, daß "strukturelle" Erklärungen zu kurz greifen? Näher untersucht werden müssen daher makroökonomische Erklärungen, die sowohl die akute Währungs- als auch die "strukturellen" Symptome im Gefolge der Krise erklären können.

Akute Währungskrisen hat es in der neueren Geschichte der wirtschaftlichen Entwicklung immer wieder gegeben. Schon vor Jahrzehnten wurden solche Phänomene in der ökonomischen Literatur diskutiert. Das grundlegende Schema, die "stylized facts" dieser Krisen sind immer gleich: Öffnen Länder mit einer unterschiedlichen Inflations- und Lohnstückkostenentwicklung ihre Grenzen vollständig für Güter und Kapital, sind krisenhafte Entwicklungen im Bereich des Geld- und Währungssystems grundsätzlich, also unabhängig vom gewählten Währungssystem, offenbar nicht zu vermeiden. Das läßt sich leicht illustrieren: Land (A), das einen Anstieg der Lohnstückkosten und der Inflationsrate von 10 % aufweist, öffne seine Grenzen gegenüber einem Land (B) mit Lohnstückkostenzuwachsen und einer Inflationsrate von 2 %. Nehmen wir an, Land A müsse, um im Innern Investitionen und eine kräftige Expansion der Binnennachfrage zu ermöglichen, einen Nominalzins von beispielsweise 12 % (also einen Realzins von 2 %) durchsetzen. Land B muß dann, um zum gleichen Realzins zu gelangen, den Nominalzins bei 4 % halten. Land A bietet also einen Nominalzins von 12 %, Land B einen von nur 4 %.

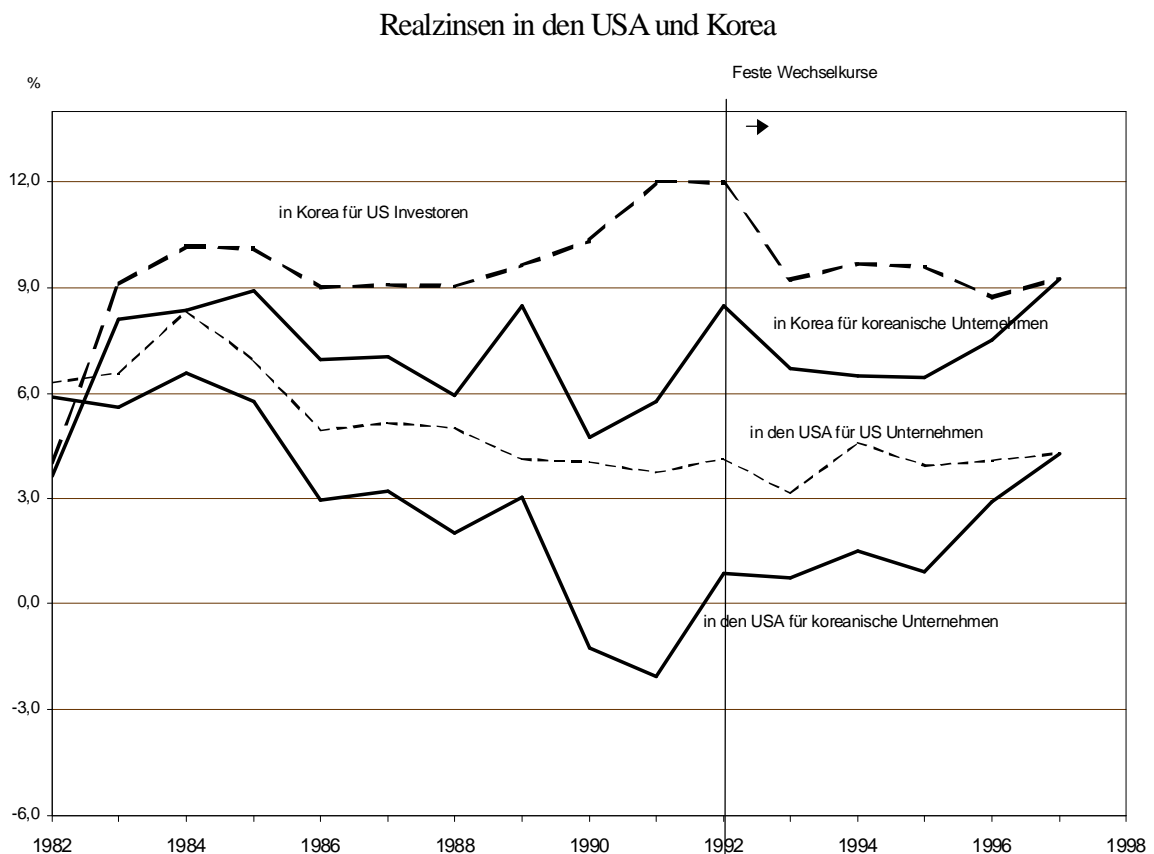
Für kurzfristig Anlage suchendes Kapital ist nicht der Real-, sondern der Nominalzins im jeweils anderen Land von Interesse, weil der Anleger dort keine Güter kaufen will. Land A bietet folglich mit 12 % einen Zins, der wesentlich attraktiver ist als die 4 % von Land B. Das führt kurzfristig tendenziell zu einer Aufwertung der Währung von Land A. Um seine Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten, also die Lohnstückkosten- und Inflationsdifferenz auszugleichen und eine reale Aufwertung zu vermeiden, müßte die Währung von Land A aber - gegen die Zinsdifferenz gewissermaßen - in jeder Periode um 8 % abwerten. Führt jedoch der durch hohe Nominalzinsen angeregte Kapitalzufluß kurzfristig zu einer nominalen Aufwertung oder bleibt die A-Währung auch nur nominal konstant, verliert Land A an Wettbewerbsfähigkeit, sein Wechselkurs wertet real auf. Früher oder später ist eine Währungs Krise unvermeidlich.

Die "Lösung", die die ökonomische Literatur für dieses Problem in einem System flexibler Wechselkurse "gefunden" hat, ist leider, wie so oft, irrelevant. Wenn man die Gültigkeit der Kaufkraftparitätentheorie in jeder beliebigen Periode fest in die Köpfe der Devisenhändler einbaut (wie bei den "rationalen Erwartungen" üblich), gibt es das oben beschriebene Problem in der Tat nicht. Dann entspricht jederzeit die erwartete Wechselkursänderung (w^*), die in unserem Fall eine Abwertungserwartung ist, der Zinsdifferenz ($i_A - i_B$) und der Preisdifferenz ($p_A - p_B$), so daß stets internes und externes Gleichgewicht in beiden Ländern gewährleistet ist:

$$(w^*) = (i_A - i_B) = (p_A - p_B)$$

Nimmt man dagegen nur an, daß kurzfristig die offene Zinsparität von größerem Gewicht für die Entscheidungen der Händler ist als die für die Händler kurzfristig rein fiktive Kaufkraftparität, gibt es keine Lösung mehr.

Empirisch illustrieren läßt sich dieses Problem beispielsweise am Fall Korea in den 90er Jahren (Abbildung).



Zu Beginn der 90er Jahre bestanden große Unterschiede in der Real- wie in der Nominalverzinsung zwischen Korea und den Vereinigten Staaten. In Korea waren ohne Berücksichtigung von Wechselkursänderungen die zu erzielenden Renditen für Anleger aus den USA sehr hoch und die Zinsen für koreanische Kreditnehmer in den USA sehr niedrig. Das war unproblematisch, solange es – auf welchem Wege auch immer – regelmäßig zu einer die Zinsdifferenzen ausgleichenden Abwertung des koreanischen Won gegenüber dem US-Dollar kam oder/und der Kapitalverkehr streng reguliert war. Korea aber wurde vom Westen gedrängt, seinen Kapitalmarkt zu öffnen. Als dies 1992 geschah, entschied sich Korea dafür, seinen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar zu fixieren. Nun konnten die Zinsdifferenzen, die immer noch in der Größenordnung von 10 %-Punkten lagen, von beiden Seiten realisiert werden. Folglich engagierten sich amerikanische und andere westliche Investoren mit Finanzanlagen in erheblichem Ausmaß in Korea, während koreanische Unternehmen verstärkt Kredite im westlichen Ausland und den USA aufnahmen. Die Folge der Fixierung des nominalen Wechselkurses war also einerseits eine reale Aufwertung des Won und ein damit einhergehender Verlust an Wettbewerbsfähigkeit für die koreanische Wirtschaft. Andererseits gab es einen großen Zustrom an kurzfristigem Kapital nach Korea, der den Eindruck erweckte, als sei die koreanische Währung fundamental stark und nicht, wie es tatsächlich der Fall war, schwach.

Für dieses Problem gibt es, wie gesagt, bei freiem Kapital- und Güterverkehr keine praktische Lösung. Politisch geebnet wird der Weg in die Währungskrise vor allem dadurch, daß die Regierungen und Notenbanken von A-Ländern kurzfristig stolz auf ihre stabile Währung sind und die längerfristig unumgänglichen negativen Folgen dieser Stabilität nicht in Betracht ziehen. Dauerhafte Lösungen gibt es nur mit Hilfe von Eingriffen in den freien Kapitalverkehr im weitesten Sinne oder durch eine vollständige Angleichung der Inflations- und Lohnstückkostenentwicklung zwischen den beteiligten Ländern. Für vorübergehende, transitorische Lösungen muß das Weltwährungssystem die Grundlagen schaffen.

Daher fordert die Weltfinanzkrise, deren Ursachen oben dargestellt wurden, ein grundsätzliches Umdenken auch der großen, relativ geschlossenen Volkswirtschaften der Welt. Es gibt keine Insel der Seligen und es gibt keine Methode der Währungspolitik, sich von den Vorgängen im Rest der Welt abzuschotten. Es ist wohl einer der großen Irrtümer der Ökonomie in diesem Jahrhundert, lange Zeit der Politik die Vorstellung vermittelt zu haben, es gäbe so etwas wie nationale Souveränität in der Wirtschaftspolitik, wenn man nur ein Währungssystem installiert, daß "flexibel" alle von außen kommenden Schocks abfängt. Das aber kann es nicht geben, weil die real existierenden Währungssysteme nicht einmal monetäre Störungen relativ friktionsfrei ausgleichen können, ganz zu schweigen von realen Schocks.

Der Verlust an wirtschaftspolitischer Souveränität für Nationen oder Regionen, der in diesen Tagen spürbar wird, ist nicht Folge eines ungeeigneten Währungssystems, sondern im Kern Folge der Entscheidung fast aller Länder dieser Welt für offene Güter- und Kapitalmärkte. Globalisierung erlaubt keine Abschottung. Wirtschaftspolitisch gestaltbar ist lediglich die Art und Weise, wie Krisen von vornherein vermieden bzw. effektiv bekämpft werden können. Da - wie man es auch dreht und wendet - in den weltweiten krisenhaften Zuspitzungen regelmäßige Veränderungen des realen Wechselkurses nach oben und nach unten oder dadurch induzierte unhaltbare Zinskonstellationen eine zentrale Rolle spielten, ist es naheliegend, zunächst hier anzusetzen. Eine neue globale Währungsordnung muß versuchen, sich einer Lösung des oben beschriebenen prinzipiell unlösbaren Problems anzunähern.

Das kann nur auf die Weise geschehen, daß “Ab- und Aufwertungsbänder” für Wechselkurse definiert werden, die ausschließlich dem einen zentralen Ziel dienen, nämlich den realen Wechselkurs über längere Fristen in etwa konstant zu halten⁴. Nominale Ab- und Aufwertungen, die in bestimmten Abständen diskretionär oder nach vereinbarten Regeln vorgenommen werden, müssen die jeweils aufgelaufenen Inflations- und Lohnstückkostendifferenzen widerspiegeln. Das bedeutet also gerade nicht feste Wechselkurse, sondern - wie im System von Bretton Woods - feste, aber anpassungsfähige Wechselkurse. Die Anpassung soll dabei verhindern, daß große außenwirtschaftliche Ungleichgewichte entstehen. Auch in einem solchen System sind destabilisierende Kapitalbewegungen nicht auszuschließen, die Wahrscheinlichkeit, daß sie eintreten, sinkt aber, weil den Märkten klare Orientierungslinien geboten werden, und unhaltbare Zinskonstellationen sowie reale Unter- und Überbewertungen nicht auftreten können. Gerade weil es solche Orientierungen gibt und grundlegend falsche Wechselkurse ausgeschlossen werden, ist in diesem System der Bedarf an Kontrollen für den Kapitalverkehr geringer als ohne Wechselkurssteuerung, weil der bei weitem problematischste Teil des “Kasinos” sich an den Devisenmärkten befindet. Zu einem solchen System gehört auch ein “monitoring” und ein “early warning system”, das in Zusammenarbeit der großen Industrieländer mit den aufstrebenden Nationen entwickelt werden sollte.

III. Der Wechselkurs, ein Werkzeug der Wirtschaftspolitik?

Die vorangegangene Analyse provoziert die Frage, ob überhaupt und in welcher Weise der Wechselkurs als Instrument der Wirtschaftspolitik Verwendung finden kann. Selbst nach mehr als 50 Jahren intensiver Diskussion gibt es darauf keine befriedigende Antwort. Die Anhänger fester und flexibler Kurse stehen sich weiter unversöhnlich gegenüber. Von einigen Ökonomen wird der Wechselkurs gar als ein für die Geldwirtschaft prinzipiell notwendiger Preis angesehen, was natürlich eine Manipulation oder auch nur eine staatliche Beeinflussung dieses “Preises zweier Gelder” a priori problematisch macht. Akzentuieren und bebildern lassen sich solche Überlegungen ohne weiteres an der Frage, wie die Bildung einer Europäischen Währungsunion zu beurteilen ist, die ja den Wechselkurs als Instrument ex definitione ausschließt.

Die Europäische Währungsunion hatte zwar einen reibungslosen Start. Ob sie aber ohne große Komplikationen die Stürme durchsegeln und die Klippen umschiffen wird, denen sie sich auf ihrem Weg in das nächste Jahrtausend gegenüber sieht, ist eine sehr offene Frage? Viele der Ökonomen, die sich früher auf der Seite der “flexiblen Wechselkurse” sahen, erwarten einen baldigen Schiffbruch. Theoretisch und praktisch schlecht vorbereitet sei der Supertanker, den die Politiker - aus “politischen” Gründen - vom Stapel gelassen haben. Zu inflexibel sei die Wirtschaft und insbesondere der Arbeitsmarkt in den meisten Teilnehmerländern, um ohne den “Schockabsorber” Wechselkurs auskommen zu können. Nur ein flexibler, zumindest aber ein anpassungsfähiger Kurs erlaube die Bewältigung der Folgen sogenannter asymmetrischer Schocks, also z.B. eines Erdbebens in nur einem Mitgliedsland oder eines politischen Bebens, wie es die deutsche Vereinigung gewesen war.

⁴ Die Diskussion über “Zielzonen” für Wechselkurse, die ich in mancher Hinsicht durch eine unbedachte Äußerung im “Spiegel” im Herbst 1998 losgetreten habe, führt dagegen in die Irre, wenn mit Zielzonen das in den USA vor allem von John Williamson entwickelte Konzept gemeint ist. Es gibt in der Tat keine Möglichkeit, Wechselkurse zu “berechnen”, die bestimmten wirtschaftspolitischen Zielen außer dem Ausgleich von Inflationsraten dienen können. Insofern ist Williamsons Konzept zu kompliziert und in der Regel nicht in Übereinstimmung mit der Notwendigkeit, die Zinsparität ebenso wie die Kaufkraftparität zu erfüllen.

Sobald man allerdings etwas konkreter über diese These nachdenkt, stellen sich Zweifel ein. Ist der Wechselkurs - also eine Ab- oder Aufwertung der Währung eines Landes - tatsächlich ein effizientes Werkzeug der Wirtschaftspolitik, wie es uns ein nicht zu unterschätzender Teil der Ökonomen aller Theorierichtungen noch immer glauben macht? Betrachten wir einen einfachen Fall: Ein Erdbeben verwüstete erhebliche Teile des Kapitalstocks eines Landes. Das Realeinkommen dieses Landes muß - ohne Hilfe von außen - sinken. Eine weitgehend friktionslose Anpassung an diesen Schock ist offenbar möglich, wenn alle Teile der Bevölkerung diesen unumgänglichen Verlust an Realeinkommen ohne weiteres akzeptieren. Das wäre etwa der Fall, wenn die Arbeitnehmer die dem Schock folgende einmalige Preiserhöhung hinnehmen, ohne darauf mit höheren nominalen Lohnforderungen gegenüber dem Staat und den Unternehmen zu reagieren. Inflexible, rigide Nominallöhne führen in diesem Fall zu einer hohen Flexibilität der Reallöhne.

Ein Problem tritt ohne Zweifel für das betreffende Land auf, wenn die Nominallöhne flexibel und die Reallöhne rigide sind, die Arbeitnehmer also einen Ausgleich für die vom Erdbeben verursachte Preissteigerung fordern und auch durchsetzen können. In diesem Fall sinken entweder die Gewinne, was zusätzliche negative Auswirkungen auf die Investitionstätigkeit und die Zahl der Arbeitsplätze mit sich bringt, oder den Unternehmen gelingt es bei einer akkommodierenden Geldpolitik, die überhöhten Lohnforderungen auf die Preise zu überwälzen. Dann wird aus der einmaligen Preiserhöhung eine echte, weil vermutlich dauerhafte Inflation.

Den letzten Fall muß offenbar meinen, wer von inflexiblen, verkrusteten Arbeitsmärkten in Europa und der daraus abgeleiteten Notwendigkeit eines Wechselkurspuffers spricht. Doch hätte eine Abwertung im Gefolge des Erdbebens die erwünschte Wirkung? Die Arbeitnehmer in unserem vom Erdbeben verwüsteten Land sind nicht bereit, den für die Gesellschaft als Ganzes unvermeidlichen Realeinkommensverlust zu akzeptieren. Eine Abwertung aber, die nichts anderes darstellt als einen zusätzlichen Realeinkommensverlust - wegen sinkender terms of trade - akzeptieren sie nach der gängigen These vom Wechselkurs als "Puffer" ohne weiteres.

Ist diese These aber falsch, weil die Wirtschaftssubjekte nicht unterscheiden zwischen erdbeben- und abwertungsbedingter Preissteigerung, steigt bei nachgiebiger Geldpolitik nach der Abwertung lediglich die Inflationsrate noch stärker als im reinen Erdbebenfall. Die Notwendigkeit einer restriktiven Geldpolitik wird dann um so größer. Im Ergebnis: Die Währung des vom Erdbeben verwüsteten Landes wird früher oder später abwerten, wenn die Reallöhne inflexibel sind. Die Abwertung ist aber kein "Puffer" für den realen Schock, sondern gleicht bestenfalls die negative Sekundärwirkung des Schocks in Form einer nochmals höheren Inflationsrate und einer Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsposition aus.

Noch verwirrender sind die Folgen der sich überlagernden Angebots- und Nachfrageschocks nach der deutschen Vereinigung. Hier ist nicht einmal die Richtung einer angemessenen Wechselkursänderung klar. Die Mehrheit der Ökonomen sah und sieht es als nahezu selbstverständlich an, daß Deutschland nach der Vereinigung auch gegenüber den europäischen Kernländern hätte aufwerten müssen. Doch warum hätte die D-Mark aufwerten sollen? Unmittelbar war der Schock der Vereinigung für Deutschland ohne Zweifel das, was man in der Literatur einen negativen Angebotschock nennen würde. Der Staat reagierte darauf mit einem positiven Nachfrageschock. Im Ergebnis sank das Realeinkommen pro Kopf in Deutschland, die zuvor hoch aktive Leistungsbilanz rutschte tief ins Minus, die Löhne und die Inflationsrate

stiegen ebenso wie das Staatsdefizit weit stärker als zuvor und weit stärker als in anderen Ländern. Warum sollte die Währung eines solchen Landes aufwerten und nicht abwerten?

Die Ökonomie hat mit der These vom Wechselkurs als Puffer für reale Schocks eine seltsame Inkonsistenz in ihr Aussagensystem eingebaut. Zu Recht hat sie auf der einen Seite festgestellt, daß die Wirtschaftspolitik mit der Veränderung des Geldwertes in der Zeit, mit Inflation also, nicht dauerhaft operieren kann, ohne daß die Wirtschaftssubjekte die “Geldillusion” verlieren und ihre nominalen Ansprüche an die steigende Inflationsrate anpassen. Auf der anderen Seite aber betrachten viele Ökonomen Änderungen des Geldwertes im Raum, Wechselkursänderungen also, als ein jederzeit einsetzbares Werkzeug der Wirtschaftspolitik, ohne darauf hinzuweisen, daß die Wirtschaftssubjekte auch diese spezifische Form der Geldillusion auf Dauer selbstverständlich durchschauen und damit seiner Wirkung vollständig berauben werden.

Eine Verringerung des externen Wertes des Geldes, also Abwertung, ist ebensowenig wie die Verminderung des internen Wertes des Geldes, also Inflation, ein geeignetes und auf Dauer einsetzbares Werkzeug der Wirtschaftspolitik. Wechselkursänderungen können ebensowenig ein “Puffer” für reale Schocks sein wie Änderungen der Inflationsrate. Frühere Ökonomen wußten das noch. Knut Wicksell, einer der großen Innovatoren, schrieb zu Beginn dieses Jahrhunderts, “... a stable value of money in time as well as in space” sei die zentrale Voraussetzung für eine funktionsfähige Marktwirtschaft⁵. Am Ende des Jahrhunderts scheint diese Erkenntnis verloren gegangen zu sein. Otmar Issing schreibt in diesen Tagen: “... Stabiles Geld ist eine entscheidende Voraussetzung für effizientes Wirtschaften”, meint aber lediglich die “... dauerhafte Sicherung der Preisstabilität” und lehnt eine Stabilisierung des externen Geldwertes explizit ab.

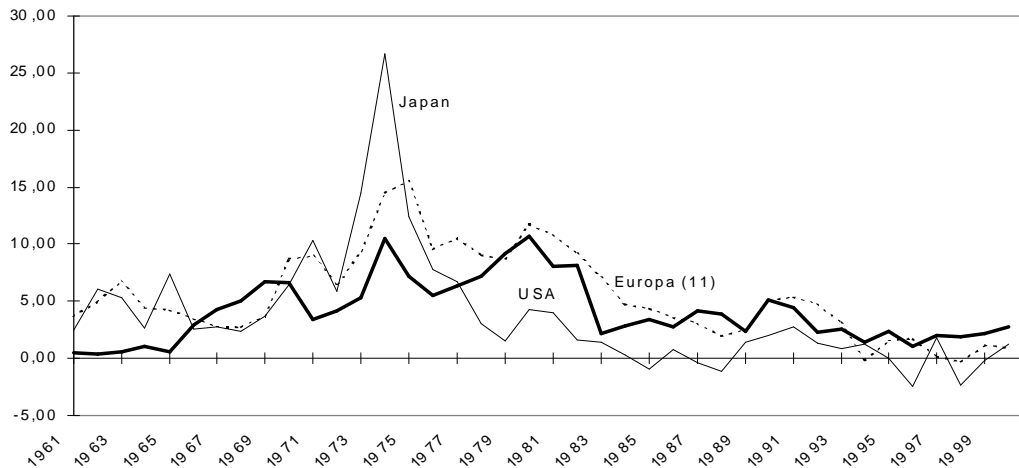
Der Wicksellschen Logik entsprechend ist die einzige Funktion, die Wechselkursänderungen haben können, der Ausgleich von Inflations- bzw. Lohnstückkostendifferenzen gegenüber Ländern, die (noch) nicht in der Lage sind, die interne Entwertung des Geldes ebensogut in Grenzen zu halten wie etwa Europa oder die USA. Damit werden fundamentale Ungleichgewichte im Handel verhindert, weil alle beteiligten Länder ihre Wettbewerbsfähigkeit erhalten, der reale Wechselkurs bleibt konstant. Dies wurde von flexiblen Wechselkursen in der Vergangenheit auf kurze Sicht sehr schlecht, auf längere Sicht aber leidlich garantiert. Betrachtet man etwa die Entwicklung der Lohnstückkosten in Deutschland auf der einen und den übrigen Industrieländern auf der anderen Seite von Anfang der 70er Jahre bis heute, zeigt sich, daß der große Vorsprung, den sich Deutschland durch hohe Lohndisziplin erarbeitet hat, durch Aufwertungen der D-Mark auf lange Sicht vollständig ausgeglichen wurde. Lange Phasen der Unter- und Überbewertung der D-Mark, also eines “falschen” Wechselkurses, waren aber der Preis, der für das Experiment mit flexiblen Wechselkursen zu zahlen war.

Aus der Wicksellschen Logik folgt auch, daß das “asiatische Modell der frühen 90er Jahre”, nämlich Stabilität des Preisniveaus über eine Fixierung des Wechselkurses zu importieren, den Keim der Währungskrise in sich trug, weil eine reale Aufwertung in den betreffenden Ländern unvermeidlich war. Die vielfältigen Erfahrungen mit solchen Modellen im Vorfeld der Europäischen Währungsunion haben aber gezeigt, daß eine kontrollierte Flexibilität des nominalen Wechselkurses am Ende erfolgreich sein kann, wenn den potentiellen Abwertungsländern schließlich die Stabilisierung des internen Geldwertes aus eigener Kraft gelingt.

⁵ Vgl. K. Wicksell (1958)

Für Länder oder Ländergruppen, die gleichermaßen der Inflation als Instrument der Wirtschaftspolitik abgeschworen haben, braucht man keine Wechselkursänderungen. Das gilt beispielsweise derzeit für die USA, Japan und Europa (Abbildung).

**Nominale Lohnstückkosten in nationaler Währung
(jährl. Anstieg in %)**



Die Inflationsraten und die Zuwachsraten der Lohnstückkosten sind auf beiden Seiten des Atlantik wie in Japan seit Jahren niedrig. Die Schwäche des Euro im Verhältnis zum US-Dollar und die Stärke des japanischen Yen im Verhältnis zum Dollar können nur als eine fundamentale Fehlbewertung von Seiten des Marktes angesehen werden. Das unübersehbare Ungleichgewicht im Handel Europas mit den USA würde eher für eine Aufwertung als für eine Abwertung des Euro sprechen.

Doch selbst diese Schlußfolgerung wäre voreilig. Europa weist zwar seit Jahren einen hohen Überschuß in der Leistungsbilanz auf, die USA ein rasch steigendes Defizit, doch auch hier ist nicht irgendeine Maßnahme gefragt, sondern nur Ursachentherapie kann die angemessene Antwort sein. Alles spricht dafür, daß die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen zu einem erheblichen Teil das Ergebnis einer Wachstumslücke zu Lasten Europas sind. Während die amerikanische Wirtschaft von 1990 bis heute um fast 3 % wuchs, brachte es Euro-Land seit dieser Zeit nur auf eine Wachstumsrate von 1,7 %. Die Binnennachfrage stieg im gleichen Zeitraum in den USA um 2,9 %, in Europa nur um - sage und schreibe - 1,4 %. Daß dabei ein Leistungsbilanzungleichgewicht entsteht, ist unvermeidlich. Eine massive nominale und reale Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro würde zwar die Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft verbessern und die Europas verschlechtern, würde aber gleichzeitig die Wachstumsperspektiven Europas weiter verdüstern und die der USA noch weiter aufhellen. Ob es dann tatsächlich zu einem Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte käme, ist eine offene Frage. Sicher aber würde eine starke reale Aufwertung des Euro zu enormen Allokationsverzerrungen führen, die Verluste an Realeinkommen auf beiden Seiten des Atlantik zur Folge hätte.

IV. Exkurs: Kann der reale Wechselkurs konstant sein, oder, welche Bedeutung hat der sog. Balassa–Samuelson–Effekt?

Häufig werden Überlegungen der Art, wie sie hier angestellt wurden, a priori abgelehnt, weil die Vorstellung, der reale Wechselkurs könne langfristig und jederzeit konstant bleiben, aus den verschiedensten Gründen abgelehnt wird. Mit einer Variante der Frage, nämlich der Konstanz im Falle von exogenen realen Schocks habe ich mich oben schon auseinandergesetzt. Nicht ohne weiteres erledigt ist damit die Vorstellung, langfristig müsse sich der reale Wechselkurs an unterschiedliche reale Wachstumsgeschwindigkeiten miteinander Handel treibender Volkswirtschaften anpassen. Das heißt, ein Land mit einer permanent höheren Wachstumsrate müsse permanent real aufwerten, um dem zurückbleibenden Land auch im Bereich der handelbaren Güter eine Chance zum Aufholen zu geben.

Betrachten wir dazu wiederum ein einfaches Zahlenbeispiel mit zwei Volkswirtschaften:

- Volkswirtschaft A mit einer:
- Wachstumsrate von 4 %
 - durchschnittlichem Produktivitätszuwachs von 4 %
 - Produktivitätszuwachs bei handelbaren Gütern von 8 %
 - Produktivitätszuwachs bei nicht–handelbaren Gütern von 0 %
- Volkswirtschaft B mit einer:
- Wachstumsrate von 2 %
 - durchschnittlichem Produktivitätszuwachs von 2 %
 - Produktivitätszuwachs bei handelbaren Gütern von 4 %
 - Produktivitätszuwachs bei nicht–handelbaren Gütern von 0 %.

Um die Wettbewerbssituation dieser Volkswirtschaften zu erfassen, müssen wir Annahmen über die Lohnentwicklung machen. Hier sollen zwei Fälle unterschieden werden. Nehmen wir zunächst an, die Nominallöhne steigen in beiden Volkswirtschaften gemäß dem Anstieg der Produktivität im Bereich der handelbaren Güter. Die Löhne steigen dann in A um 8 %. Bei Mobilität der Arbeitskräfte erzwingt das law of one price eine Lohnsteigerung in allen übrigen Bereichen um ebenfalls 8 %. Dann steigen die Preise, bei gleichen Anteilen beider Gütergruppen an der Gesamtproduktion, in A um 4 %, in B aber nur um 2 %.

Ohne Wechselkursänderungen wertet nach der üblichen statistischen Messung auf der Basis von Verbraucherpreisen oder gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten die Währung des stärker wachsenden Volkswirtschaft A permanent auf. Bei flexiblen Wechselkursen müßte über lange Fristen die Währung von A dauernd abwerten, um die reale Aufwertung auszugleichen. Doch wozu braucht man in diesem Fall überhaupt einen Wechselkurs? Die Tatsache, daß in der Statistik ein bestimmter Befund auftaucht, bedeutet nicht, daß ein ökonomisches Problem vorliegt. Der Handel zwischen beiden Ländern wird jedenfalls nicht zur Einbahnstraße, sondern die Kostensituation bleibt gleich, weil hier die Löhne die Produktivitätsunterschiede gerade ausgleichen. Lediglich das Preisniveau im stärker expandierenden Land ist dauerhaft höher als in Land B. Dieser Effekt, der üblicherweise Balassa–Samuelson–Effekt genannt wird, aber eindeutig auf David Ricardo zurückgeht⁶, kann die Notwendigkeit von Änderungen des realen Wechselkurses in einem ernsthaften Sinne nicht begründen. Wäre er relevant, könnten unterschiedlich entwickelte Regionen in einem Land wie etwa den USA nicht für lange Zeit ohne große Ungleichgewichte miteinander Handel treiben.

⁶ Vgl. D. Ricardo (1951), S. 142, Viner (1937), S.315 und Balassa (1964)

Nehmen wir in einem zweiten Fall an, die Löhne steigen in beiden Sektoren einer Volkswirtschaft jeweils mit der Rate der durchschnittlichen Produktivität, also um 4 % in A und um 2 % in B. Dann können in der Tat die Preise für handelbare Güter in A um 4 % sinken, in B aber nur um 2 %. Bei internationaler Immobilität der Arbeitskräfte gewinnen folglich die Produzenten handelbarer Güter in A permanent gegenüber denen in B. Gibt es nun eine Begründung für die Änderung des nominalen Wechselkurses zum Ausgleich der Nachteile der Produzenten in B? Steigt der Wechselkurs der A-Währung permanent um 4 % erhalten wir das gleiche Ergebnis wie im ersten Fall, nämlich einen vollständigen Ausgleich der Vorteile der Produzenten in A. Die Frage ist hier nur –genau gleich wie im ersten Fall –, ob es eine systematische Rechtfertigung für das weitgehende Wegsteuern der Gewinne der A-Produzenten gibt?

Bei einer Betrachtung im Sinne der reinen Gleichgewichtsökonomie ist die Antwort einfach: Die Löhne müssen steigen wie die Produktivität des stärksten Sektors oder die Währung des stärkeren Landes muß aufwerten, um Ungleichgewichte zu verhindern. Doch so einfach ist die Sache nicht, wenn wir sie im Rahmen einer Entwicklungstheorie wie der Schumpeterianischen betrachten. Offenbar stehen ja hinter den Erfolgen des Landes A besonders tüchtige Unternehmen, die in gewisser Weise ihre Erfolge auch ausspielen dürfen sollten. Wieviel ihrer Pioniergewinne aber sollten sie behalten dürfen? Eine Antwort läßt sich ohne weiteres generieren, wenn wir die zwei Extremfälle einer Weltwährung auf der einen Seite und einer Wirtschaft mit flexiblen Wechselkursen für die kleinste denkbare Einheit, den Betrieb, auf der anderen Seite betrachten. Nehmen wir zunächst an, der Lohn steige bei völliger (auch internationaler) Mobilität der Arbeitskräfte wie der Durchschnitt der Produktivität beider Länder, also um etwa 3%. Dann ergibt sich ein Ergebnis wie bei festen Wechselkursen und eingeschränkter Mobilität, die Produzenten handelbarer Güter in A gewinnen Marktanteile. Bei flexiblen Wechselkursen auf betrieblicher Ebene oder vollkommener Immobilität der Arbeitskräfte und perfekter Lohndifferenzierung in diesem Sinne, bleiben alle Preise immer gleich, es gibt weder Aufhol- noch Rückfallprozesse.

Das heißt, bei vollkommener Immobilität der Arbeitskräfte können die Arbeitnehmer auf der Ebene des Betriebes die Pionierrente durch die volle Beteiligung am Produktivitätszuwachs des Betriebes so stark verringern, daß der Anreiz, sich schumpeterianisch zu betätigen, deutlich sinkt. Auf der anderen Seite können auch schwache Betriebe wegen der Lohnzugeständnisse der Arbeitnehmer auf Dauer überleben. Bei vollkommener Mobilität oder einem zentralisierten Lohnfindungssystem, das diese Mobilität quasi simuliert⁷, wird der Lohn immer im Maße des durchschnittlichen Produktivitätszuwachses der Volkswirtschaft steigen, und Pionierunternehmen werden davon profitieren und stärker als sonst expandieren können, weil bei gleichen Gewinnen ihre Preise sinken⁸.

Bauen wir in die Welt immer flexible Wechselkurse ein, entscheiden wir uns – unabhängig von der Mobilität der Arbeitskräfte und der Weisheit verschiedener Lohnfindungssysteme – a priori für mehr Stillstand zwischen den Sektoren, den Branchen und den Betrieben als in einem System der Geldwertstabilität in Zeit und Raum. In der realen Welt sind allerdings die Unterschiede der Produktivitäts- und Wachstumsraten zwischen Ländern einer ähnlichen Entwicklungsstufe weniger groß als in dem hier gewählten fiktiven Fall. Die Länder, die sich

⁷ Vgl. Flassbeck/Horn/Zwiener (1992), S. 38 ff.

⁸ Gleichwohl gibt es auch dann Effekte, wie sich ändernde Präferenzen, die diejenigen Branchen und Unternehmen begünstigen, die einen geringeren Produktivitätsfortschritt aufweisen. Diese Branchen profitieren vor allem vom Einkommenseffekt, der Tatsache also, daß wir in der Lage sind, die übrigen Güter immer effizienter zu produzieren.

an der Spitze des technischen Fortschritts bewegen, haben es offenbar schwer, in allen Bereichen größere Sprünge in der Technologie zu erzielen. Folglich können die aufholenden Länder in einer bestimmten Technologie durch Imitieren Sprünge realisieren, während sie selbst woanders "Opfer" der Imitation sind. Aber selbst wenn die Unterschiede beim Wachstum der Produktivität erheblich sind, wie es etwa zwischen den USA und Europa nach dem zweiten Weltkrieg für lange Zeit der Fall war, stellt sich die Frage, ob über die Ausgleichsfunktion der Löhne hinaus durch permanente Wechselkursanpassungen der Druck des Strukturwandels auf weniger produktive Sektoren in einzelnen Regionen gemildert werden muß.

Verneint man diese Frage, braucht man Wechselkursänderungen nur, wenn die Menschen in einer Region sich permanent bezüglich der wirtschaftlichen Möglichkeiten der Region, in der sie leben, täuschen. Leben die Menschen in einer Region dauernd über ihren Verhältnissen, ist der Geldwert in der Zeit nicht zu halten und dieser Täuschung ist eine zweite hinzuzufügen: Die Änderung des Geldwertes in der Zeit ist gegenüber denjenigen Handelspartnern, die nicht der gleichen Illusion unterliegen, auszugleichen durch eine entsprechende Änderung des Geldwertes in der Zeit.

Der reale Wechselkurs eines Landes kann also ebenso konstant bleiben, wie der reale Wechselkurs von Regionen in einem einheitlichen Währungsgebiet. Das schließt statistisch gemessene Veränderungen des Konstrukts "realer Wechselkurs" jedoch von vorneherein nicht gänzlich aus. Auch bei absolut festem nominalen Wechselkurs oder in einer Währungsunion können sich unter besonderen Umständen Ein- und Ausfuhrpreise so ändern, sich daß daraus eine Veränderung der "realen Wechselkurses" ergibt. Starke Veränderungen der relativen Preise zwischen den Regionen, die mit starken Veränderungen der terms of trade einhergehen, können solche Effekte nach sich ziehen. Ein Ölpreisschock beispielsweise würde in einem einheitlichen Währungsgebiet neben den terms of trade, also dem Verhältnis von Einfuhr- und Ausfuhrpreisen in einer Region, auch den realen Wechselkurs, also das Verhältnis der Ausfuhrpreise einer Region zu den Ausfuhrpreisen einer anderen Region, verändern. Solche Änderungen der relativen Preise aber verlangen keineswegs eine Änderung der absoluten Preisniveaus, wie es eine Wechselkursänderung zweifellos darstellt. Sie sind folglich für das Währungssystem ohne Belang.

V. Die Lehren für Asien

Weder die Spekulationsthese noch die Strukturthese vermögen die asiatische Krise hinreichend zu erklären. Die asiatische Krise, wie viele andere Krisen zuvor, war im Kern eine Währungskrise. Das gilt auch für Japan, obwohl dort die Vorzeichen – in wahrsten Sinne des Wortes – andere waren. Eine weit überschießende nominale Abwertung, also eine massive reale Abwertung führt in einem Land mit Nettokapitalimport, also einem Leistungsbilanzdefizit, zu einer Verschlechterung der Unternehmens- und der Bankbilanzen, weil die Verbindlichkeiten in ausländischer Währung schock- und schlagartig an Wert gewinnen. Das war in den asiatischen Krisenländern außerhalb Japans der Fall. Eine weit überschießende nominale Aufwertung, also eine massive reale Aufwertung, führt in einem Land mit Nettokapitalexport, also einem Leistungsbilanzüberschuß, zu einer Verschlechterung der Unternehmens- und Bankbilanzen, weil die Forderungen in ausländischer Währung schock- und schlagartig an Wert verlieren. Das war der japanische Fall. Insofern ist mit einfachen makroökonomischen Mitteln zu zeigen, daß für Asien insgesamt Währungsschocks entscheidend für das Entstehen der Krise waren.

Die einfachste Lehre, die aus der Asienkrise zu ziehen ist, betrifft folglich das Währungssystem. Die Wechselkurse, also der äußere Wert des Geldes, darf ebensowenig dem Markt überlassen bleiben wie der innere Wert des Geldes. Der Markt kann aus vielen Gründen bei der Steuerung der Wechselkurse keine volkswirtschaftlich sinnvolle Rolle übernehmen⁹. Solange Wechselkursänderungen notwendig sind, weil die miteinander Handel treibenden Länder – aus welchen Gründen auch immer – nicht in der Lage sind, hohe nominale Konvergenz, also Konvergenz der Inflationsraten und der Lohnstückkosten zu erzielen, müssen die Wechselkurse in Übereinstimmung mit der Kaufkraftparitätentheorie regelmäßig angepaßt werden, weil nur so die Wettbewerbsfähigkeit der beteiligten Volkswirtschaften erhalten und gleichzeitig Anreize für destabilisierende Kapitalbewegungen vermieden werden können. Das gelingt nach heutigem Stand der Dinge am besten in Systemen eines vorangekündigten crawling peg, der monatlich bis vierteljährlich angepaßt wird¹⁰.

Die Realisierung eines solchen Systems ist aber nicht nur im Interesse der potentiellen Abwertungsländer, sondern auch in dem der potentiellen Aufwertungsländer. Anzustreben sind daher Systeme, bei denen eine Interventionspflicht nicht nur von Seiten der Abwertungsländer besteht, sondern auch von Seiten der Aufwertungsländer. Nur dann kann, wie Bofinger in diesem Band zeigt, der Spekulation “gegen” Währungen, also gegen die größtmögliche Geldwertstabilität im Raum, glaubhaft begegnet werden.

VI. Die wirtschaftspolitischen Lehren für die Industrieländer

Die internationale Finanzkrise, die in Asien ihren Anfang nahm und weite Teile der Weltwirtschaft erfaßt hatte, ist keineswegs überwunden. Die kurzfristige Lösung für die von der Krise betroffenen Länder liegt offenbar in der Abwertung ihrer Währungen und damit in vermehrtem Export. Mit Ausnahme Japans, das erneut von einer spekulativen Aufwertungswelle überzogen wird, versuchen alle von der Krise betroffenen Volkswirtschaften, den Vorteil der Abwertung ihrer Währung für einen raschen Umschwung in der Leistungsbilanz - von Defizit zu Überschuf - zu nutzen. Einige Tigerstaaten haben damit schon beachtliche Erfolge erzielt. Verstärkt wird diese Bewegung noch durch die vom IWF üblicherweise empfohlenen Austeritätsprogramme, die die Binnen- und damit auch die Importnachfrage schwächen.

Andere Regionen, die nicht abgewertet haben, sich aber gleichwohl in einer schwierigen außenwirtschaftlichen Situation befinden, haben durch die Abwertung der hauptsächlich betroffenen allerdings eine noch größere Anpassungslast zu tragen. Daher droht der Abwertungs-
bazillus auch heute, Anfang 2000, auf die bisher noch nicht unmittelbar betroffenen Regionen überzugreifen. Als gefährdet müssen weiterhin Länder in Südamerika, insbesondere Argentinien, gelten sowie China und Hongkong in Asien. Noch bedrohlicher ist die Situation in einigen an Deutschland angrenzenden osteuropäischen Staaten, die ihre Währungen fest an die D-Mark gebunden haben. In allen diesen Regionen wird noch immer der Stabilitätsimport über feste nominale Wechselkurse versucht, dessen Scheitern in der Regel vorprogrammiert ist¹¹. Die Wechselkurse müssen in fast allen diesen Regionen letztlich den in den letzten Jahren aufgelaufenen und den noch bestehenden Inflations- und Lohnstückkostendifferenzen gegen-

⁹ Vgl. dazu Flassbeck (1988)

¹⁰ Ungarn betreibt beispielsweise seit Beginn der Transformation zur Marktwirtschaft mit erheblichem Erfolg ein solches Modell.

¹¹ Eine Abwertung vermeiden können nur solche Länder, die zu Beginn der Wechselkursfixierung eine Unterbewertung ihrer Währungen aufwiesen, die exakt die bis zu dem Zeitpunkt aufgelaufene reale Aufwertung ausgleicht, an dem die Anpassung von Preisen und Lohnstückkosten abgeschlossen ist.

über dem Westen angepaßt, also abgewertet werden, um die aus dem Ruder gelaufenen Leistungsbilanzdefizite zu verringern. Die Frage ist lediglich, ob das wiederum erst nach einer krisenhaften Zuspitzung der Lage oder in einem geregelten Ablauf geschieht.

Wie sich jedoch die Weltwirtschaft entwickeln wird, wenn alle exportieren, keiner aber importieren will, ist eine offene Frage. Diese Strategie kann im weltweiten Rahmen nur funktionieren, wenn sich die bisher bestehenden Überschuß- und Defizitpositionen fundamental umkehren. Japan, das immer noch hohe Leistungsbilanzüberschüsse aufweist, wird zwar angesichts der Aufwertung tendenziell weniger exportieren und mehr importieren. Es wird jedoch keinen nennenswerten Beitrag zum Abbau der weltweiten Ungleichgewichte leisten können, weil seine Binnennachfrage noch immer äußerst schwach ist. Japan müßte nach Lage der Dinge seine Überschußposition eher noch ausbauen, um seine Wirtschaft zu stabilisieren. Das wird die Aufwertung aber wohl verhindern. Alle kleineren Staaten einschließlich der mittel- und osteuropäischen Länder sind wie die akuten Krisenländer früher oder später gezwungen, ihre Defizite zumindest deutlich zu verringern.

Damit stellt sich in hoher Dringlichkeit die Frage, welche Region in der industrialisierten Welt ihre Absorption deutlich erhöht, d. h. mehr importiert und weniger exportiert. Die USA sind hierfür schon jetzt in einer denkbar ungünstigen Ausgangssituation: Das Leistungsbilanzdefizit der USA lag im Durchschnitt des vergangenen Jahres bei weit über 3 % des BIP und stieg im Verlauf des Jahres rasch. Die OECD erwartet für 2000 ein Defizit von mehr als 4 %. Setzt sich die Aufwertung des US-Dollar kurzfristig fort, wird die außenwirtschaftliche Lage auch für ein wirtschaftlich starkes Land wie die USA unhaltbar und der US-Dollar könnte in den weltweiten Abwertungswettlauf mit einbezogen werden.

Bleibt Europa: Das westliche Europa und insbesondere die Länder der EWU (Großbritannien hat ein beträchtliches Defizit) verzeichneten 1999 Leistungsbilanzüberschüsse von fast 2 % ihres BIP oder von über 100 Mrd. US-Dollar. Sie haben in den vergangenen Vor-Krisen-Jahren am stärksten vom Boom der "emerging markets" profitiert. Sie müßten konsequenterweise nun die größten Einbußen hinnehmen. Das heißt, die Überschußposition der EWU müßte drastisch reduziert werden. Die Wechselkursentwicklung und die Wirtschaftspolitik aber gehen exakt in die andere Richtung. Der Euro ist schwach und weder Geld- noch Finanzpolitik stärken systematisch die Binnennachfrage. Eine spätere drastische Aufwertung des Euro wäre nur zu vermeiden gewesen, wenn ganz Europa, insbesondere aber Deutschland, das in der Vergangenheit am stärksten auf eine Exportüberschuß-Strategie gesetzt hatte, sich zu einer fundamentalen Änderung seines wirtschaftspolitischen Kurses bereit gefunden hätte. Dafür spricht derzeit nichts. Sogar das Gegenteil ist zu erwarten: Die Finanzpolitik setzt auf noch raschere Konsolidierung und beeinträchtigt die Binnennachfrage ganz erheblich. Die Lohnpolitik steht, nach einem Korrekturversuch im Jahre 1999 erneut unter erheblichem politischem Druck, lediglich einen "Inflationsausgleich" zu akzeptieren und damit auf eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit statt auf die Normalisierung der Binnennachfrage zu setzen¹².

Der Versuch einer Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit über "Blut, Schweiß und Tränen"-Strategien in Deutschland war in der Vergangenheit mitverantwortlich für das Entstehen globaler Ungleichgewichte. Die Asienkrise sollte gezeigt haben, daß eine solche Strategie auf mittlere Sicht unhaltbar ist. Es hat aber nicht den Anschein, als sei dies von der Wirtschaftspolitik verstanden worden. Daher wird die eklatante und durch nichts zu

¹² Vgl. Flassbeck/Spiecker (1998)

rechtfertigende reale Schwäche des Euro hingenommen und bei steigenden Wachstumsraten des Exports sogar bejubelt¹³. Kommt es jedoch nicht bald zu einer kräftigen Expansion der Binnennachfrage in Deutschland und Europa, gelingt es Europa und insbesondere der EWU nicht, die Absorption über ein stärkeres Wachstum der Binnennachfrage in einem geregelten Ablauf der Ereignisse zu erhöhen, muß diese vermehrte Absorption am Ende durch eine krisenhafte Zuspitzung im Sinne einer massiven Aufwertung des Euro erzwungen werden.

VI. Die (ordnungspolitischen) Lehren für die internationale Finanzarchitektur

Die Globalisierung, die eine weitgehende Öffnung der Güter- und Kapitalmärkte mit sich gebracht hat, erweist sich in dieser Krise nicht nur als Chance, sondern auch als Risiko. Die Freiheit, Güter und Kapital in jedem Land der Welt zu kaufen und zu verkaufen, kann ohne Zweifel den Wohlstand aller beteiligten Nationen erhöhen. Nicht anders als innerhalb der Grenzen der bestehenden Nationalstaaten aber muß es Ordnungsregeln für den globalen Tausch geben. Diese können nicht mehr von den einzelnen Staaten gesetzt werden, sondern nur von der internationalen Staatengemeinschaft. Die Industrieländer müssen auf die gleiche Weise, wie sie bei der Liberalisierung eine drängende und führende Rolle übernommen haben, nun vorangehen und ein System von international anerkannten und durchsetzbaren Regeln entwickeln.

Es ist zu einfach und am Ende irreführend, spekulative Finanzströme und risikoreiche Finanzanlagen sowie ungeeignete Finanzinstitutionen in den betroffenen Ländern als die entscheidenden Faktoren zur Erklärung der Ereignisse in Asien und in Rußland heranzuziehen. Die Tatsache, daß in der jüngeren Geschichte und in den letzten Jahren Länder mit völlig unterschiedlichen institutionellen Bedingungen an den Finanzmärkten in eine vergleichbare Krise geraten sind, darf nicht aus dem Blick verloren werden. In allen nach dem zweiten Weltkrieg erprobten Währungssystemen, im System von Bretton Woods ebenso wie bei flexiblen Wechselkursen und im Europäischen Währungssystem sind immer wieder krisenartige Erscheinungen aufgetreten, die die Regierungen und Notenbanken zum Eingreifen zwangen.

Mit der Europäischen Währungsunion sind die europäischen Länder folgerichtig einen Schritt weitergegangen als in den bisher üblichen Systemen fester Wechselkurse und haben damit der Spekulation um Währungsrelationen im Herzen Europas ein für alle Mal ein Ende bereitet. Dieser große Währungsraum hat schon jetzt seine erste Bewährungsprobe bestanden. Anders als in früheren Turbulenzen des Weltfinanzsystems ist diesmal keine der an der EWU beteiligten Währungen in den Strudel der Krise geraten. Die Stabilität des Geldwertes zwischen den an der EWU beteiligten Ländern ist ebenso gewahrt worden wie diejenige innerhalb der Währungsunion insgesamt. Europa und die Länder der Währungsunion aber sind keine "Insel der Seligen" in einem rauhen Weltmeer. Deshalb muß Europa gerade jetzt seiner globalen Verantwortung gerecht werden und die Schaffung einer neuen Weltwährungsordnung vorantreiben.

Diese Weltwährungsordnung muß einerseits die Währungsrelationen zwischen den großen Blöcken regeln, andererseits aber auch den kleineren Ländern eine Chance geben, ihre Währung mit hoher Aussicht auf Erfolg an einen der großen Blöcke zu binden. Systeme absolut fester Wechselkurse oder eine Währungsunion können im Kern nur Bestand haben, wenn es

¹³ Der reale Außenwert des Euro ist Ende 1999 niedriger als der extrem niedrige Wert, der Mitte 1997, also vor dem Ausbruch der Asienkrise erreicht worden war.

allen beteiligten Nationen gelingt, die interne Kostenentwicklung und die Inflationsraten in den Grenzen zu halten, die alle Mitglieder zu akzeptieren bereit sind. Sollen Güter und Kapital sich weltweit frei bewegen, müssen aber auch nachhaltige Lösungen für eine Währungsordnung zwischen Regionen gefunden werden, in denen es aus den verschiedensten Gründen nicht gelingt, rasch zu einer Konvergenz der Kosten- und Inflationsentwicklung zu gelangen.

Starke, über den Ausgleich der Inflationsdifferenzen hinausgehende Schwankungen der Wechselkurse, also des externen Wertes von Währungen, bringen ebensolche Verzerrungen in der Allokation von Ressourcen und bei Investitionsentscheidungen mit sich wie Schwankungen des internen Wertes einer Währung, also ihrer Kaufkraft. Wechselkursänderungen sollten nur noch notwendig sein, um Differenzen bei den Inflationsraten auszugleichen. Daraus ergibt sich als Leitlinie einer neuen Weltwährungsordnung, daß die Wechselkurse in dieser Währungsordnung fest genug sein müssen, um rationale wirtschaftliche Entscheidungen zu erlauben, gleichzeitig aber auch flexibel genug, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit aller Nationen zu erhalten.

Um ein solches System kontrollierter Flexibilität aufbauen zu können, muß die internationale Zusammenarbeit auf diesem Gebiet erheblich verstärkt werden. Das gilt zum einen für die großen Industrienationen. Das gilt aber auch für das Verhältnis der großen zu den kleineren Volkswirtschaften. Angesichts der fortschreitenden Globalisierung, der immer stärkeren Integration der Weltwirtschaft, können kleinere Nationen - unabhängig vom Währungssystem - immer weniger eine eigenständige Wirtschaftspolitik betreiben. Wollen sie ihre Güter- und Kapitalmärkte offen halten, müssen sie in ein globales System der Überwachung und der Zusammenarbeit zur Vermeidung exzessiver Wechselkursschwankungen einbezogen werden.

Um ein neues Weltwährungssystem erfolgreich zu machen, braucht die internationale Gemeinschaft effektiv arbeitende Institutionen. Die beiden Bretton Woods-Institutionen, der Internationale Währungsfonds und die Weltbank, haben in den vergangenen Jahrzehnten ihre Aufgabenverteilung und ihre Rolle den sich wandelnden Bedingungen der Weltwirtschaft angepaßt. Die Aufgaben beider Institutionen müssen aber in einer neuen globalen Finanzarchitektur neu definiert werden.

Für den IWF bedeutete das eine Rückbesinnung auf seine ursprüngliche Rolle im System von Bretton Woods. Er hätte vor allem die kurzfristige Überwachung der Funktionsweise des Währungssystems und die makroökonomische Beratung der Teilnehmer zu übernehmen. Dazu gehört beispielsweise der Aufbau und die Handhabung eines Frühwarnsystems, das die Gefahr des Entstehens gravierender außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte erkennt, die betroffenen Länder warnt und die übrigen Teilnehmer informiert. Auch die Organisation und Durchführung kurzfristiger Stützungsmaßnahmen für Länder, die sich einer krisenhaften Zuspitzung ihrer finanziellen Situation gegenübersehen, fielen wie bisher in den Aufgabenbereich des IWF.

Einer anderen Institution, wie etwa der Bank für internationalen Zahlungsausgleich in Basel, müßte in einem solchen Arrangement die Rolle zukommen, weit mehr als bisher Systemrisiken in der gesamten finanziellen Sphäre zu analysieren und frühzeitig Gegenmaßnahmen zu empfehlen. Nicht anders, als es im nationalen Rahmen selbstverständlich ist, kommt man auf globalisierten Märkten nicht umhin, Regeln für die Übernahme von Risiken aufzustellen und Informationspflichten einzuführen, also eine Kreditaufsicht im weitesten Sinne zu installieren. Dazu bedarf es eines multilateralen Abkommens. Allerdings dürfen sich die Regulierungen in diesem Bereich nicht auf ein Abkommen der Staaten beschränken. Der Privatsektor, also alle,

die die Chancen des weltweiten Finanzmarktes nutzen wollen, muß in die Abdeckung von Risiken in einem spürbaren Ausmaß herangezogen werden, um "moral hazard" vorzubeugen. In Deutschland etwa hat sich ein Fonds der Banken bewährt, der Systemrisiken des Bankgeschäfts für die Privatkunden zu einem erheblichen Teil absichert.

Die Weltbank würde sich bei einer solchen Rollenverteilung entsprechend der in den letzten Jahren praktizierten Arbeitsteilung weitgehend auf die Bekämpfung langfristiger und struktureller Probleme konzentrieren. Insbesondere geht es dabei auch um die soziale Absicherung von Anpassungsprogrammen des IWF, also die Entwicklung von spezifischen Hilfsmaßnahmen für die am stärksten exponierten Bevölkerungsschichten.

Häufig wird befürchtet, das Entstehen einer neuen Weltwährungsordnung und einer globalen Finanzarchitektur werde zu einem Verlust an nationaler Souveränität führen. Die weltweite Krise aber zeigt, daß es eine Souveränität im Sinne einer effektiven Abkoppelung von diesen Ereignissen nicht geben kann. Alle Nationen der Welt sind in der ein oder anderen Weise betroffen. Die Erfahrungen mit den verschiedensten Währungssystemen nach dem zweiten Weltkrieg haben zudem deutlich gemacht, daß keine der zur Anwendung gekommenen Währungsordnungen eine effektive Abkoppelung erlaubt hat. Der Verlust an nationaler Souveränität ist unmittelbar das Ergebnis der Öffnung der Güter- und Kapitalmärkte, nicht Folge einer ungeeigneten Währungsordnung. Zu internationaler Kooperation bei der Wechselkurspolitik gibt es folglich keine Alternative, wenn Freihandel und eine weitgehende Freizügigkeit für Kapitalbewegungen gewährleistet werden sollen.

Literatur

- B. Balassa (1964): The Purchasing–Power Parity Doctrine: A Reappraisal, *Journal of Political Economy*, 72, S.584–596.
- H. Flassbeck/G. Horn/R. Zwiener (1992): Rigide Preise, flexible Mengen – Ansätze zu einer dynamischen Analyse von Angebots– und Nachfrageschocks. Sonderhefte des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (149), Duncker & Humblot, Berlin.
- H. Flassbeck/ Friederike Spiecker (1998): Löhne und Arbeitslosigkeit, *Wirtschaftspolitische Diskurse der Friedrich-Ebert-Stiftung*, Nr.118.
- H. Flassbeck (1988): Preise, Zins und Wechselkurs – Zur Theorie der offenen Volkswirtschaft bei flexiblen Wechselkursen. *Wirtschaftswissenschaftliche und wirtschaftsrechtliche Untersuchungen des Walter Eucken Instituts* (23), J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen.
- H. Flassbeck (1992): Theoretische Aspekte der Messung von Wettbewerbsfähigkeit. *Vierteljahresheft des DIW*, 1–2 /1992.
- OECD: *Economic Outlook*, December 1999.
- D. Ricardo (1951): On the Principles of Political Economy and Taxation, in: P.Sraffa (ed.) *The Works and Correspondence of David Ricardo*, Vol.I, Cambridge.

- UNCTAD: Trade and Development Report 1998
- J. Viner (1937): Studies in the Theory of International Trade, New York.
- K. Wicksell(1958): The Riddle of Foreign Exchanges, in: E. Lindahl (ed.): Selected Papers on Economic Theory, Cambridge.