

Einführender Überblick

Jürgen Kromphardt und Heinz-Peter Spahn

Leistungsbilanzdefizite, Währungsreserven und Wechselkursentwicklung

I.1 Von den drei Beiträgen, die sich mit den aktuellen Ungleichgewichten und den Zusammenhängen zwischen ihnen befassen, konzentriert sich der Beitrag von *Heinz-Peter Spahn* auf das Thema „Fundamentaler Dollar-Kurs und Tragfähigkeit des US-Leistungsbilanzdefizits“. Da die Leistungsbilanz der USA seit 1981 (mit Ausnahme von 1991) ein Defizit aufweist, das zudem seit 1992 tendenziell kräftig zunimmt, fragt es sich, ob diese Leistungsbilanzsituation tragfähig ist, mit anderen Worten, ob der aktuelle Wechselkurs des Dollar von seinem fundamentalen, dauerhaft tragfähigen Wert abweicht. Sowohl die Kaufkraftparitätentheorie wie auch die Zinsparitätentheorie führen zu der Aussage, auf Dauer müsse sich der Wechselkurs so einspielen, dass die Leistungsbilanz ausgeglichen wird. Beide Theorien haben ihre Probleme. Insbesondere bei der erstgenannten Theorie bleibt offen, ob sich die Wechselkurse an die nationalen Preisniveaus anpassen oder vielleicht nicht (auch) die Preisniveaus an die Wechselkurse. Außerdem ist umstritten, ob diese Anpassung für das Preisniveau insgesamt gilt oder nur für die handelbaren Güter.

Bei einem dritten Ansatz, der von dem kreislauftheoretischen Zusammenhang zwischen dem Investition-Ersparnis-Saldo und dem Außenbeitrag ausgeht, wird ein „fundamentaler“ Wechselkurs abgeleitet, der ein Gleichgewicht auf dem inländischen Gütermarkt ermöglicht. Dafür muss die Leistungsbilanz keineswegs ausgeglichen sein. Diese Konstellation kann als tragfähig eingeschätzt werden, solange das Ausland die Leistungsbilanzdefizite durch Kapitalexporte zu finanzieren bereit ist. *Spahn* nennt einige Gründe, weshalb das für die USA der Fall sein kann.

Die Nettokapitalexporte in die USA können sogar als Ursache für deren Leistungsbilanzdefizite angesehen werden. Die damit verbundene Nachfrage nach Dollar erhöht den Außenwert der US-Währung und drängt damit die Leistungsbilanz ins Defizit. Solange die hohe Bereitschaft bestehen bleibt, die Weltersparnis in Dollar anzulegen, bleibt diese Konstellation erhalten. Es handelt sich jedoch um ein fragiles Gleichgewicht. Es ist mit einer ständig zunehmenden Auslandsverschuldung der USA verbunden. Außerdem bringt es die Überschuss- und Gläubigerländer (dies sind insbesondere die Ölländer und China) in ein Dilemma: Sollte der Dollar eines Tages, wenn die genannte Bereitschaft schwindet, kräftig abwerten, so müssten diese Länder hohe Wertverluste hinnehmen. Wenn sie in Erwartung dieser Möglichkeit beginnen, ihre Dollarbestände z.B. in Euro umzuschichten, würden sie diese Wertverluste selbst hervorgerufen.

I.2 Mit diesem Dilemma beschäftigt sich der Beitrag von *Sebastian Dullien* (Wer hat Angst vor der People's Bank of China? Folgen der chinesischen Devisenmarktinterventionen für Europa und China) aus der Sicht Chinas (als dem größten Gläubigerland) und der Eurozone. Auf der Grundlage von Portfolio-Modellen befasst er sich mit den Konsequenzen, die sich daraus ergeben, dass das anhaltende amerikanische Leistungsbilanzdefizit das Angebot an Dollar-Anleihen der USA auf dem Weltkapitalmarkt erhöht, was für sich genommen zur Abwertung des Dollar und damit zu einer Aufwertung u.a. der chinesischen Währung führt. Dem steuert jedoch China – und so handeln auch andere Überschussländer – entgegen, indem die chinesische Notenbank US-Anleihen kauft und dadurch die Nachfrage nach US-Anleihen erhöht.

Welche Folgen ergäben sich für den Euro-Raum, wenn China angesichts des o.a. Dilemmas begännen, seinen Bestand an Dollarforderungen nicht weiter zu erhöhen oder gar zu verringern? Die chinesische Notenbank könnte dafür Dollar-Anlagen gegen Euro-Anlagen tauschen. Die Folge wäre eine Abwertung des Dollar und eine Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar bei unverändertem Yuan, sodass der Euro gegenüber beiden Währungen aufwertet. Da der Euro-Raum ein – wenn auch geringfügiges – Leistungsbilanzdefizit aufweist, wäre dies für Europa keine erwünschte Veränderung.

Die chinesische Notenbank könnte auch das relative Gewicht der US-Anleihen in ihrem Portfolio verringern, indem sie Euro-Anleihen gegen

Yuan-Anleihen kauft. Dies wäre für den Euro-Außenwert ebenfalls ungünstig: Da die steigende Nachfrage nach Euro-Anleihen den Euro aufwertet und den Yuan abwertet, während der Dollar-Kurs nicht berührt wird, verteuert sich der Euro auch hier gegenüber beiden Währungen; nur ist jetzt die Aufwertung am stärksten gegenüber dem Yuan.

Was sollte China im eigenen Interesse tun? Die Anhäufung von Auslandsforderungen bringt zwar das o.a. Dilemma mit sich, hat aber auch positive Effekte: Die Unterbewertung seiner Währung ermöglicht China eine Exportstrategie, die in China Einkommen entstehen lässt und die chinesische Exporteure zwingt, an der preislichen und qualitativen Wettbewerbsfähigkeit ihrer Produkte zu arbeiten, was die technische Entwicklung Chinas positiv beeinflusst. Diese Vorteile gingen verloren, wenn die chinesische Regierung versuchen würde, durch kräftige Nominalloohnerhöhungen den Lebensstandard der Bevölkerung zu erhöhen: In dem Umfang, in dem chinesische Unternehmen diese durch Preissteigerungen kompensierten, käme es nämlich zu einer realen Aufwertung der chinesischen Währung. Insofern ist – so die Schlussfolgerung von *Dullien* – die Strategie der massiven Devisenmarktinterventionen nachhaltiger, als vielfach befürchtet.

I.3 *Heiner Flassbeck* und *Massimiliano La Marca* beleuchtet in ihrem Beitrag „Global imbalances and destabilizing speculation“ einen weiteren Grund dafür, dass Leistungsbilanzdefizite entgegen (früheren) Erwartungen nicht zu Abwertungen führen. Dieser Grund liegt in einer Form von spekulativen Geschäften (auch als „carry trade“ bezeichnet), die neuerdings einen bedeutenden Aufschwung genommen haben. Dabei nimmt ein Fonds oder ein anderer Akteur Kredite in Ländern mit niedrigen Zinssätzen auf (insbesondere Schweiz und Japan), um das Geld dann in einem Hochzinsland anzulegen, auch wenn dieses zugleich ein hohes Leistungsbilanzdefizit aufweist. Gemäß Studien aus der Bank für internationale Zahlungsausgleich (BIZ) dürften Hedgefonds die wichtigsten Akteure und Gewinner von carry-trade-Spekulationen sein.

Die mit den „carry trade“-Operationen verbundene Nachfrage nach der Währung von Hochzinsländern führt zu deren Aufwertung. Die Autoren zeigen, dass von 1996-2006 kein Zusammenhang zwischen der Höhe des Leistungsbilanzdefizits und der Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses zu beobachten ist. Dies gilt sowohl für Länder mit hohem Leistungsbilanzüberschüssen, die mehrheitlich zum Teil drastische Ab-

wertungen erfuhren, als auch für Staaten mit Leistungsbilanzdefiziten, die zum Teil sogar kräftige Aufwertungen hinnehmen mussten.

Bei der Untersuchung, ob spekulative Kapitalbewegungen bei bestimmten Währungen besonders attraktiv sind und zur Erklärung der heftigen Schwankungen der Wechselkurse viel beitragen können, zeigen die Währungen von Island, Brasilien und der Türkei gegenüber dem Yen auffällige Bewegungen. Auch der koreanische Won war noch Aussicht der „Bank of Korea“ Gegenstand von carry-trade-Operationen auf der Basis von Kreditaufnahmen in Yen. Demgegenüber konnten es viele asiatische Länder (ohne Japan) vermeiden, erhebliche Spekulationsanreize zu bieten.

Weder feste noch frei floatende Wechselkurse schützen die Länder vor spekulativ verursachten Fehlentwicklungen bei den Wechselkursen. Nur mittlere Lösungen, die auch die Kontrolle kurzfristiger Kapitalzuflüsse zulassen, bieten genügend große Flexibilität bei notwendigen währungspolitischen Schritten. Ein kooperatives Finanzsystem wäre ein weiterer Schritt zu einer besseren globalen monetären Ordnung.

1.4 *Jörg Bibow* versucht, die bestehenden globalen Zahlungsbilanzgleichgewichte im Lichte der einschlägigen Überlegungen von Keynes zu bewerten. Dafür stellt er zunächst die Pläne dar, die Keynes in den frühen 1940er Jahren für eine neue Weltwährungsordnung nach dem Zweiten Weltkrieg entwickelt hat, und er erläutert, dass Keynes diese in Bretton Woods nicht durchsetzen konnte: Dort wurde keine internationale Währung wie der von Keynes vorgeschlagene „Bancor“ geschaffen, sondern ein Devisen-Standard, in dem die Funktion der Leitwährung dem Dollar zufiel. Auch wurde kein Sanktionsmechanismus für dauerhafte Leistungsbilanzüberschüsse, den Keynes gefordert hatte, vereinbart, sodass deflationären Tendenzen – defizitäre Länder werden durchaus sanktioniert – an dieser Stelle kein Riegel vorgeschoben wurde.

Diese problematische Tendenz hätte besonders in den letzten 10-20 Jahren eine bedenklich große Rolle spielen können, als die Leistungsbilanzüberschüsse alter Industrienationen wie Deutschland und Japan und heranwachsender Schwellenländer wie China und Indien ein immer größeres Ausmaß annahmen. Jedoch waren zum Ausgleich die USA bereit, immer größere Leistungsbilanzdefizite hinzunehmen, deren Grundlage die hohe und zunehmende Verschuldungsbereitschaft der US-amerikani-

schen privaten Haushalte bildet. Insofern lässt sich – so urteilt *Bibow* – im Verhalten der USA „eine gewisse systemgerechte Logik ausmachen“.

Dies besagt allerdings wenig darüber aus, wie dauerhaft diese weltwirtschaftliche Konstellation sein kann. In diesem Zusammenhang kritisiert *Bibow* vehement die z.B. von Ben Bernanke vertretene „saving glut“-Hypothese; denn diese geht von der nichtkeynesianischen Vorstellung aus, dass die Ersparnis zuerst vorhanden ist und Investitionsmöglichkeiten sucht. Für Keynesianer dagegen entsteht die Ersparnis im Zuge des von Investitionen und Konsum getragenen Einkommensbildungsprozesses.

Reform der Weltwährungsordnung

Mit der Frage, welche globale monetäre Ordnung angestrebt werden sollte, befassen sich im Lichte der entsprechenden Vorschläge von Keynes die Beiträge von *Elke Muchlinski* und von *Sergio Rossi*.

II.1 In ihrem Beitrag „Die gegenwärtige Problematik der Weltwährungsreserven im Lichte der Vorschläge von Keynes“ fragt *Elke Muchlinski*, wie die aktuellen Probleme der Weltwährungsordnung unter Beachtung der Vorschläge von Keynes aus den Jahren 1943/44 abgemildert werden können. Sie weist eingangs darauf hin, dass Keynes mittels einer zu schaffenden „International Clearing Union“ sowohl Überschuss- als auch Defizitländer zwingen wollte, ihre Salden sukzessive abzubauen. Die Autorin diskutiert anschließend die Probleme, die sich aus den heutigen Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft ergeben, und betont die Kosten für alle Länder, die sich bei einem unkoordinierten Ausstieg aus dem Dollar als wichtigster Reservewährung ergäben. Sie plädiert für ein koordiniertes Vorgehen der großen Zentralbanken. Dabei stützt sie ihre Ausführungen auf die Überlegungen von Keynes über die wichtige Rolle von Vertrauensbildung und von Konventionen, an denen die Akteure ihre Handlungen orientieren. Auf dieser Grundlage erörtert sie zustimmend den Vorschlag von Greenwald/Stiglitz (2008) für einen „koordinierten Ausstieg“ aus dem gegenwärtigen Weltwährungssystem. Diese Autoren greifen auf die Vorschläge von Keynes zurück, einen globalen Reservefonds und ein neues Weltgeld (einen „global greenback“) zu schaffen.

II.2 *Sergio Rossi* wählt in seinem Beitrag über „Wechselkursschwankungen als Folge einer Währungsunordnung“ wie Elke Muchlinski Überlegungen als Ausgangsbasis, die Keynes in seinem Vorschlag einer Clearing Union (1944) angestellt hatte. Rossi betont, dass ein Land als Ganzes für seine (zeitweiligen) Exportüberschüsse nur durch Importüberschüsse definitiv bezahlt werden kann. Akkumulierte Devisenbestände stellen dagegen nur Forderungen an das Ausland dar, aber noch keine endgültige Zahlung. In dieser Tatsache sieht Rossi einen (weiteren) Grund für die Forderung nach einem Währungssystem, das dauerhafte Leistungsbilanzüberschüsse oder -defizite zu vermeiden hilft. Die gegenwärtige Währungsunordnung liefert keine solche Mechanismen, zumal die Auf- oder Abwertungen, durch die diese Salden abgebaut werden könnten, häufig genau in die entgegengesetzte Richtung gehen, wie die Referate der ersten Gruppe gezeigt haben.

Deshalb plädiert Rossi für eine Währungsordnung, in der alle internationalen Zahlungen über eine zentrale Clearingstelle in einer Verrechnungseinheit abgewickelt werden, zu der die nationalen Währungen in einer grundsätzlich festen, aber geregelt veränderbaren Relation stehen. Rossi demonstriert die Funktionsweise einer solchen Clearingstelle mittels detaillierter Kontenschemata und erläutert die Regeln, die erforderlich sind, damit die angestrebten Ergebnisse eintreten.

Stabilität und Instabilität in theoretischen Modellen

III Vor dem Hintergrund der in den vorangehenden Beiträgen diskutierten Ungleichgewichte in der heutigen Weltwirtschaft stellt sich die Frage, wie in theoretischen Modellen der Interaktion von Finanz- und Gütermärkten die Hoffnung auf Stabilität begründet werden kann. Mit diesem Thema befasst sich der Beitrag von *Peter Flaschel* und *Florian Hartmann* („Rational Expectation Conundrums in a Small Modell of Finance-led World Capitalism“). Ein bekanntes Beispiel ist Dornbuschs Theorie überschüssender Wechselkurse. Dieser Ansatz ist durch Sattelpunktdynamik gekennzeichnet, bei der es nur eine konvergierende Entwicklung gibt, während alle anderen Trajektorien vom Gleichgewicht wegführen. Die Methode, die hier mathematische und ökonomische Stabilität sichert, wird als Sprungvariablentechnik bezeichnet; bei einem Schock springt eine nicht vorherbestimmte Variable genau auf den Wert,

der nötig ist, damit das Modell zum Gleichgewicht zurückfindet. Hier wird eine Gleichgewichtslösung sogar ohne Einwirken der Notenbank erreicht; allerdings sind dabei die Annahme rationaler Erwartungen und vollkommener Voraussicht notwendig.

Flaschel und *Hartmann* untersuchen nun anhand eines differenzierten Zwei-Länder-Modells unter Einbezug von Stock-Flow-Beziehungen am Kapitalmarkt (*Tobins q*), wie Güter- und Devisenmarktstabilität ohne die fragwürdige Sprungvariablentechnik erreicht werden kann. Die Frage ist, wie sich Geldpolitik nach einem Schock verhalten muss, damit die Volkswirtschaft auf den Gleichgewichtspfad zurückkehrt. In einem ersten Modellschritt erhalten sie allerdings das verwirrende Resultat, dass die Zentralbank bei einem Abwertungsschock der eigenen Währung den Zinssatz senken sollte, statt ihn zu erhöhen, um durch höhere Zinsen Kapitalimporte anzulocken und so der Abwertung entgegen zu wirken. Dieses Ergebnis ist der kontrafaktischen Annahme vollständig rationaler Erwartungen bei perfekter Kapitalmobilität geschuldet. Daraus folgt per Umkehrschluss, dass eben diese Annahmen, die generell die moderne Makroökonomie charakterisieren, aufgegeben werden sollten, um Theoriebildung und Wirtschaftspolitik besser miteinander in Einklang zu bringen.