

Mathilde Lünen-Klaßen / Karl Betz

Grenzen der Regulierung

Eine Kritik an Herrn/Westphal (PROKLA 75)

Herr/Westphal untersuchten den Einfluß der EG-Integration auf das monetäre System und plädierten unter anderem für institutionelle Regulierungen des Kapitalverkehrs, um die Möglichkeit einer nationalen beschäftigungs- und ökologieorientierten Wirtschaftspolitik gegenüber außenwirtschaftlichen Zwängen offenzuhalten. Aufgrund theoretischer Überlegungen zur Funktion des Vermögensmarktes und der Wechselkurse wird in der vorliegenden Kritik bezweifelt, daß die vorgeschlagenen Maßnahmen die gewünschten Wirkungen zur Folge haben.

(Anm. d. Red.)

Herr/Westphal erwecken in ihrem Aufsatz den Eindruck, als sei der Zwang zur außenwirtschaftlichen Absicherung das Resultat mangelnder institutioneller Regulierung. Das – komprimierte – Argument lautet: Kapitalbewegungen verursachen Devisenabflüsse bei der Zentralbank. Da deren Devisenreserven beschränkt sind, muß sie verhindern, daß der Kapitalexport ein zu hohes Volumen annimmt. Das kann sie aber nur, indem sie die Zinsen erhöht. Zinserhöhung aber bedeutet restriktive Geldpolitik, Senkung der Investitionen und damit der Beschäftigung. Die Beschäftigungsziele werden somit dem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht geopfert. Gelingt es jedoch, die Kapitalbewegungen durch administrative Maßnahmen zu unterbinden, so wird der Zwang zur außenwirtschaftlichen Absicherung gelockert und die Geldpolitik kann stärker für binnenwirtschaftliche Ziele eingesetzt werden. Die Analyse von Herr/Westphal impliziert somit eine Wahlmöglichkeit zwischen Dominanz des Geldkapitalverhältnisses und politischer Regulierung, die den Spielraum für nationale Wirtschaftspolitik erhöht. Dieses Ergebnis verdankt sich der Bindung des Zwangs zur außenwirtschaftlichen Absicherung an Kapitalbewegungen: *Nur* wenn die Veränderung des Wechselkurses tatsächlich an Kapitalbewegungen gebunden ist, läßt sich der Wechselkurs so einsetzen wie Herr/Westphal hoffen.

Faktisch allerdings ordnen die Autoren den Wechselkurs der Handelsbilanz zu: »Haben Staaten unterschiedliche nationale Spezifika, die sich in unterschiedlichen Geldloohnerhöhungen, Produktivitätsentwicklungen, spezifischen Präferenzen für Preisstabilität, Arbeitszeit und Wachstum, unterschiedlichem Bevölkerungswachstum etc. ausdrücken, so bleibt zum Schutz solcher nationaler Besonderheiten nur die Anpassung des Wechselkurses als »Schockverarbeiter« zwischen Staaten« (S. 89). Alle genannten nationalen Spezifika wirken – über die Erhöhung der Kosten oder über die Preisniveaueffekte einer expansiven Geldpolitik – auf die Preise in heimischer Währung und damit auf die Wettbewerbsfähigkeit. Da sich der Angebotspreis im Ausland aus dem Quotienten von Preis in heimischer Währung und Wechselkurs ergibt, liegt es nahe zu sagen: Wenn die Konkurrenzfähigkeit eines Landes gegen das Ausland sich verschlechtert, so genügt es abzuwerten, und schon kann das Land im Ausland billiger anbieten, und die Auslandsprodukte im Inland werden teurer. Folglich sichert der Wechselkurs die Gleichberechtigung der am internationalen Handel beteiligten Nationen. Dies ist genau die Rolle, die Klassik wie Neoklassik ihm (für die lange Frist) zuweisen. Wenn dies aber alles so stimmt, wieso fordern Herr/Westphal dann Kapitalverkehrskontrollen? Die Zentralbank könnte ihre Devisenreserven

doch auch sichern, indem sie einfach nicht auf dem Devisenmarkt interveniert und den Wechselkurs dem Markt überläßt. Ruft dann eine expansive Geldpolitik Kapalexporte hervor, so müßte die resultierende Abwertung nach dem bisher gesagten ja ebenfalls expansiv wirken (indem sie die Auslandsnachfrage verstärkt). Was soll daran ein Problem sein? Des Pudels Kern ist die Frage nach dem Verhältnis von Vermögens- und Gütermarkt. Die Abwertung hat ihrerseits akzelerierende Wirkungen auf das Preisniveau, und Preisniveau-Steigerungen bergen die Gefahr, einen kumulativen Inflationsprozeß auszulösen, der seinerseits die Steuerungsfähigkeit des Geldsystems untergräbt. Die Tatsache, daß beispielsweise die brasilianische Notenbank mangels Devisenreserven nicht mehr am Devisenmarkt intervenieren kann, hat eben keineswegs die internationale Konkurrenzfähigkeit Brasiliens erhöht und einen Investitionsboom ausgelöst. Die Politikempfehlungen von Herr/Westphal zielen daher auch nicht auf die Verteidigung der Reserven der Zentralbank, sondern auf die Stabilisierung des Preisniveaus bei expansiver Geldpolitik.

Wie kommen sie nun auf die Idee, daß Kapitalverkehrskontrollen hier hilfreich sein könnten? Indem sie den Wechselkurs von der Zahlungsbilanz abhängig machen und ihn dadurch von einem Vermögenswert zu einem Güterpreis machen. Die Argumentation lautet: Ich biete heimische Währung an, entweder um Güter und Dienstleistungen im Ausland zu kaufen oder um mein Vermögen in Forderungen zu halten, die auf andere Währungen lauten. Dies impliziert eine Fassung des Wechselkurses als Preis, der das Angebot und die Nachfrage von Währungen zur Deckung bringt. Unter üblichen Modellannahmen bleibt dann die zugrundegelegte monetär-keynesianische Verbindung von Wechselkurs und Vermögensmarkt gewahrt. Sei es auch nur aus der vordergründigen Überlegung heraus, daß Finanztransaktionen ein Vielfaches des Volumens der Handelstransaktion ausmachen. Gelingt es dank bestimmter Maß-

nahmen, den Kapitalverkehr zu unterbinden, so bleibt von diesen Einflußfaktoren eben nur noch die Leistungsbilanz übrig. Nicht durch den Markt, wie in der Neoklassik, sondern durch die Wirtschaftspolitik erlaubt der Wechselkurs die Aufrechterhaltung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts. Die Geldpolitik kann für binnenwirtschaftliche Zwecke eingesetzt werden.

Richtig ist dabei die Einsicht, daß die Zentralbank den Wechselkurs verteidigen muß, weil er, neben dem Preisniveau, der Vermögenspreis der Währung ist. Schlicht und einfach falsch aber ist die Auffassung, daß für eine Wechselkursänderung Kapitalbewegungen erforderlich seien. Der Vermögenseigentümer entscheidet darüber, welchen Anteil eine Währung (bzw. die Forderungen in einer Währung) an seinem Vermögen haben soll. Sinkt das Vertrauen in eine Währung (bei konstantem Zinsniveau), so sinkt auch der gewünschte Anteil dieser Währung am Vermögen. Bleiben die Zinsen unverändert, so kann der Anteil dieser Währung am Vermögen nur durch eine veränderte Bewertung der auf diese Währung lautenden Aktiva sinken. Der nicht unbedeutendste Effekt einer restriktiven Geldpolitik ist also die Entwertung des Forderungsbestandes in dieser Währung (da steigende Zinsen zu einem Kursverfall festverzinslicher Forderungen führen). Die relative Bewertung von Forderungen in unterschiedlichen Währungen jedoch ist der Devisenkurs. Nur seine Veränderung bewirkt also (bei gegebenem Zinsniveau) die gewünschte Veränderung der Zusammensetzung des Portfolios. Allein durch Währungstransaktionen ist dieses Ziel nicht erreichbar, da das Forderungsvolumen in einer Währung nicht dadurch verändert wird, daß die Forderungen den Eigentümer wechseln. Entscheidend ist also nicht die Bestandsumschichtung sondern die Bestandsumbewertung. Auch wenn empirisch Bestandsumbewertungen bei freiem Kapitalverkehr mit Bestandsumschichtungen einhergehen und beide Phänomene gleichzeitig auftreten, weil die Erwartungen sich nie im

Gleichschritt ändern, gilt es analytisch zwischen beiden zu trennen. Dabei ergibt sich, daß Kapitalbewegungen nur ein Reflex von Bestandsumwertungen sind. Käufe und Verkäufe einer Währung finden nur bei unterschiedlicher Einschätzung der künftigen Kursentwicklung statt. Verändert sich die Einschätzung der Währung bei allen Marktteilnehmern gleichgerichtet, so finden Umbewertungen ohne Währungstransaktionen statt. Zwang zur außenwirtschaftlichen Absicherung heißt also Zwang zur Verteidigung des Wechselkurses, um die Vermögenssicherungsfunktion der heimischen Währung im Verhältnis zu anderen Währungen aufrechtzuerhalten. Durch eine solche Argumentation zeigt sich in einem viel grundsätzlicheren Sinne, daß der Wechselkurs eine Kategorie des Vermögensmarktes ist. Gleichzeitig erweist sich die Vorstellung von Herr/Westphal vom Wechselkurs als »Schockverarbeiter« aus monetär-keynesianischer Perspektive als nicht fundierbar. Ihre eigene theoretische Grundlegung verbietet eine Fassung des Wechselkurses als Kategorie des Gütermarktes, wie sie ihren wirtschaftspolitischen Ausführungen zu Grunde liegt. Der Zwang zur außenwirtschaftlichen Absicherung verlangt das Knapphalten der heimischen Währung durch die Zentralbank, weil die Vermögenseigentümer frei darüber disponieren können, welchen Anteil die nationale Währung an ihrem Vermögen haben soll. Es besteht also nicht, wie Herr/Westphal postulieren, die Wahl zwischen Dominanz des Geldkapitalverhältnisses und politischer Regulierung, sondern nur die Wahl zwischen der *freiwilligen* oder der *erzwungenen außenwirtschaftlichen Absicherung*. Wobei es sich im ersten Fall um ein Währungssystem mit einer stabilen Leitwährung und im zweiten Fall um die Konstellation des Multiwährungsstandards handelt.

Als Konsequenz einer solchen vermögens-theoretischen Fundierung des Wechselkurses erweist es sich als unmöglich, die Vermögenseigentümer zu zwingen, ihr Vermögen in heimischer Währung zu halten. Auch die Ver-

hinderung von Kapitalbewegungen läßt ihnen die Option, ihr Vermögen in Sachvermögen zu halten. Es bedarf also gar nicht erst der Verteuerung der Importe, um das gesunkene Vertrauen in die Vermögensqualität der heimischen Währung in steigende Preise zu übersetzen. Schneidet man diesen Weg ab, so stellt sich das gleiche Ergebnis durch Flucht in Sachwerte ein.

So leicht läßt sich also die bürgerliche Gesellschaft nicht von der politischen Sphäre austricksen. Gibt es aber diese Politikoption nicht, so muß man dem EG-Binnenmarkt, wenn er nicht zu einem einheitlichen Währungsraum ausgeweitet wird, eine eher triste Prognose erstellen: Je weiter die Binnenmarktintegration voranschreitet, desto weniger diskretionäre Instrumente, die eine Beeinflussung der Handelsbilanz erlauben (tarifäre und nicht-tarifäre Handelsbeschränkungen, Qualitäts- und Umweltnormen), verbleiben den einzelnen Ländern, um sich gegen die übrigen abzusichern; desto weniger Spielraum verbleibt folglich für nationale Politik. Systematisch muß in einem solchen Zusammenhang das Land mit der geringsten Steigerungsrate der Lohnstückkosten allen anderen vorschreiben, welche Geldlohnforderungen der Gewerkschaften sie noch zulassen dürfen und welche sie mit der Erzeugung von zusätzlicher Arbeitslosigkeit zu bekämpfen haben. Systematisch gibt in einem solchen Zusammenhang das Land, das seine Umweltauflagen am langsamsten erhöht, allen anderen das Tempo vor. Umweltauflagen wie Nominallohnsteigerungen haben für den hier relevanten Zusammenhang nämlich den gleichen Effekt: Sie steigern die nominalen Stückkosten. Läßt die Geldpolitik die Überwälzung der gestiegenen Kosten zu, so steigen die Preise (widrigenfalls initiiert sie eine Krise). Der Angebotspreis der Unternehmen im Ausland ist aber der Inlandspreis geteilt durch den Wechselkurs. Bleibt der Wechselkurs konstant, so heißt dies, daß sich die Konkurrenzposition gegen das Ausland in dem Maße verschlechtert hat, in dem die Kosten im Inland (also: die

Umweltauflagen, die Geldlöhne etc.) mehr angestiegen sind, als in anderen Ländern.

Demokratisch zu vertreten sind daher – solange man unter der Voraussetzung geldvermittelter Vergesellschaftung diskutiert – nur zwei Forderungen: Entweder beschleunigte politische und monetäre Integration (gemeinsame Währung) oder Ablehnung des Binnenmarktes. Nur in diesen beiden Varianten wird der – sowieso begrenzte – politische Entscheidungsspielraum nicht noch stärker durch die weitere Deregulierung der Sphäre der bürgerlichen Gesellschaft – und nichts anderes ist der Binnenmarkt – eingeengt. Dies heißt nun aber nicht, daß wir die zentralen Forderungen von Herr/Westphal für falsch hielten – sie haben nur erstens nicht die Wirkung, die sie ihnen zuschreiben und haben zweitens nichts mit Europa zu tun. Erstens ist es, wie dargelegt, nicht möglich, den Wechselkurs zum Schockverarbeiter zu machen; dies ist keine wünschbare wirtschaftspolitische Reform, sondern ein Irrtum der Neoklassik. Zweitens ist es zwar tatsächlich wünschenswert, daß die Bundesbank ihre gegenwärtige Wirtschaftspolitik von Unterbewertung und Härte aufgibt und sich für eines von beidem entscheidet – aber das kann sie auch alleine. Ebenso ist es auch unserer Ansicht nach vernünftig, spekulative Kapitalbewegungen zu erschweren. Dies kann aber ebensogut mit den Mitteln nationaler Zentralbanken realisiert werden, wenn sie auf das alte Instrument des Golddevisenstandards, die Spanne zwischen An- und Verkaufskurs der eigenen Währung, zurückgreifen und überzeugend klarstellen, daß Wechselkursanpassungen allenfalls innerhalb dieser Spanne stattfinden werden.

In der politischen Praxis mag das alles anders aussehen, weil die übrigen Mitgliedstaaten der EG ihre Zustimmung zur Integration mit Forderungen an die Bundesregierung verknüpfen können. Aber zum einen trägt es nicht zur Klarheit bei, politisch-taktische Überlegungen unentwirrbar mit theoretischen zu verknüpfen, und zum anderen scheint uns die PROKLA ein relativ ungeeignetes Organ zur

Überredung der Bundesregierung zu sein.

Ein Argument haben Herr/Westphal allerdings: Wir haben allein zu zeigen vermocht, daß Kapitalverkehrskontrollen nichts an der Möglichkeit von Vermögensumbewertungen ändern. Kapitalverkehrskontrollen verhindern aber, so sie effektiv gemacht werden können, kreditfinanzierte Wechselkurspekulation. Auch hier gibt es aber eine Alternative, die ohne internationale Kooperation möglich ist: Die Erhöhung des Zinssatzes bei gleichzeitiger Zins-Subvention von Investitionen. Natürlich eröffnet auch dies Umgehungsmöglichkeiten, hat aber zwei Vorteile: Zum einen wird der Altbestand an Forderungen entwertet (also das Forderungsvolumen reduziert, was den gleichen Effekt auf die Vermögensstruktur hat wie eine Veränderung des Wechselkurses) und zum anderen muß man nicht den zusätzlichen negativen Vertrauenseffekt in Kauf nehmen, den Kapitalverkehrskontrollen erzeugen.