

Hansjörg Herr

---

## Deregulierung, Globalisierung und Deflation

Die Wirtschaftspolitik sowie die allgemeine Wahrnehmung rückt nach wie vor das Problem der Inflation in den Vordergrund. Der Euro wird als „Teuro“ beklagt, ein Anstieg der Lebenshaltungskosten wird ohne näheres Hinsehen unterstellt. Im allgemeinen Bewusstsein herrscht die Angst vor Inflation vor, während Deflation kein Thema zu sein scheint. Oftmals wird die Absenkung der Realeinkommen inflationären Effekten zugeschrieben, obwohl die Einbußen auf höhere Abgaben etwa im Gesundheitswesen oder offenen und versteckten Lohnsenkungen geschuldet sind. Inflationsbekämpfung ist auch in Veröffentlichungen der Europäischen Zentralbank bis hin zu Kommentaren in der Wirtschaftspresse das Primat der Wirtschaftspolitik. Tatsächlich entwickelte sich in den Industrie- als auch Entwicklungsländern ab Ende der 1960er Jahre eine Inflationswelle, die sich in den 1970er Jahren aufbaute, am Anfang der 1980er Jahre ihren Höhepunkt hatte und danach wieder abebbte. Entgegen der allgemeinen Meinung ist Deflation wieder ein ernsthaftes Problem geworden. Die Weltwirtschaft ist in den 1990er Jahren in eine Konstellation gelangt, die latente Deflationsrisiken beinhaltet. Deflationsgefahren sind somit kein kurzfristiges Phänomen, sondern gefährden die Weltwirtschaft in der vor-sehbaren Zukunft.

Von Deflation wird nicht nur auf den Gütermärkten gesprochen. Der Preisverfall von Vermögenswerten wie Aktien oder Immobilien erzeugt ähnliche Probleme wie ein fallendes Preisniveau von Gütern. Schließlich können auch Abwertungen von Währungen Effekte erzeugen, die mit einer Deflation auf Gütermärkten vergleichbar sind. Deflationen auf den Gütermärkten sowie Prozesse auf den Vermögens- und Devisenmärkten sind im Zusammenhang zu sehen.

Im ersten Abschnitt werden die aktuellen Deflationsgefahren und die Auswirkungen einer Deflation auf die ökonomische Entwicklung diskutiert. Der zweite Abschnitt beschäftigt sich mit der Instabilität von Vermögensmärkten am Beispiel der Aktienmärkte. Denn diese Märkte sind durch ausgeprägte Vermögenspreisinflationen und -deflationen auch in der jüngsten Vergangenheit gekennzeichnet. Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen funktionieren Devisenmärkte ähnlich wie Aktienmärkte. Die Probleme, die sich daraus ergeben, werden im dritten Abschnitt analysiert. Im vierten Abschnitt wird

auf die Entwicklung der Arbeitsmärkte eingegangen, denn es ist die Lohnentwicklung, die in vielen Ländern der Welt den letzten Anker gegen Deflation darstellt. Der Lohnanker unterliegt vor dem Hintergrund weltwirtschaftlicher Instabilitäten, hoher Arbeitslosenzahlen und der Dominanz neoliberaler Ideologien anhaltenden Erosionstendenzen und verstärkt die Deflationsgefahren, die von Vermögensmärkten ausgehen. Der letzte Abschnitt fasst die Argumente zusammen.

## 1. Das Ende der Inflation und die Gefahren der Deflation

Die Inflationsdynamik, welche die Weltwirtschaft noch in den 1980er und frühen 1990er Jahren beherrscht hat, ist vollständig abgeebbt. In den Industrieländern sank die Inflationsrate im Jahre 2003 unter 2% und in den Entwicklungsländern unter 6% (vgl. Tabelle 1). Bei den Inflationsraten ist zu berücksichtigen, dass aufgrund von Qualitätsverbesserungen und neuen Produkten die faktische Inflationsrate noch 1 - 2% unter der gemessenen liegt. Damit liegt die Inflationsrate in der westlichen Welt faktisch bei Null (vgl. Rogoff 2003).

Tabelle 1: *Inflationsraten (Konsumentenpreisindex)*  
(jährliche Änderungen in Prozent)

|                     | 1980-<br>84 | 1985-<br>89 | 1990-<br>94 | 1995-<br>99 | 2000-<br>03 | 2000-<br>04 | 2003 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|
| Welt                | 14,1        | 15,5        | 30,4        | 8,4         | 4,1         | 3,9         | 3,9  |
| Industrieländer     | 8,7         | 3,9         | 3,8         | 2,0         | 2,0         | 1,8         | 1,9  |
| Entwicklungsländer  | 31,4        | 48,0        | 53,2        | 13,1        | 5,7         | 5,6         | 6,0  |
| Afrika              | 16,8        | 17,9        | 39,8        | 20,6        | 11,8        | 11,0        | 10,7 |
| Asien               | 9,0         | 11,5        | 10,5        | 7,3         | 2,3         | 2,4         | 2,6  |
| Lateinamerika       | 82,4        | 185,9       | 232,6       | 17,2        | 8,2         | 7,9         | 10,9 |
| Mittlerer Osten     | 18,6        | 22,5        | 30,4        | 29,6        | 16,4        | 15,3        | 13,4 |
| Transformationslän. | 6,2         | 7,7         | 363,2       | 53,9        | 14,5        | 13,4        | 10,0 |

Quelle: Rogoff (2003)

Zwar wird in Europa und insbesondere in Deutschland Deflation wenig diskutiert, doch gibt es ab den 1990er Jahren wieder Länder mit anhaltenden Absenkungen des Preisniveaus. Von den entwickelten Ländern wurde Japan betroffen, das ab Mitte der 1990er Jahre gegen eine Deflation kämpft. Doch dann, Anfang dieses Jahrzehnts, wurden vor dem Hintergrund des konjunkturellen Einbruchs von internationalen Organisationen auch Deflationsgefahren in anderen entwickelten Ländern gesehen. So stufte der Internationale Währungsfonds (IWF) Deutschland neben Japan, Taiwan und Hongkong im Frühjahr 2003 als Land mit hohen Deflationsrisiken ein (vgl. IMF 2003). Auch die US-amerikanische Notenbank äußerte sich besorgt über eine mögliche Deflation und hat mit außerordentlich schnellen und starken Zinssenkungen auf die Gefahr reagiert. Auch Entwicklungsländer wurden von Deflationen betrof-

fen. Insbesondere China kämpfte ab Ende der 1990er Jahre gegen ein fallendes Preisniveau.

Ob die Deflationsbefürchtungen etwa des IWF Realität werden, hängt vor allem davon ab, ob sich die Konjunktur in den USA nachhaltig erholt oder nicht. Denn die ökonomische Entwicklung in Europa und in Japan ist im Vergleich zu den USA nur von einer geringen binnenwirtschaftlichen Dynamik getragen und bedarf der Unterstützung der USA als Weltkonjunkturlokomotive. Sollte der Aufschwung schwach werden, dann könnten die USA nicht erneut als weltweite Konjunkturlokomotive agieren, die mit gigantischen Leistungsbilanzdefiziten die Nachfrage im Rest der Welt anregt. Selbst ein starkes Wachstum in den USA stabilisiert die Weltwirtschaft nicht automatisch. Denn versiegen die internationalen Kapitalströme in die USA und stürzt der Dollarkurs weiter ab – der US-Dollar hat gegenüber dem Euro in den beiden letzten Jahre schon etwa ein Viertel seines Werts verloren –, dann würde das US-amerikanische Leistungsbilanzdefizit schrumpfen oder gar einem Überschuss weichen. Verstärkte Deflationstendenzen im Rest der Welt wären in diesem Fall programmiert. Am gefährlichsten für die Weltwirtschaft wäre es, wenn der Dollarkurs unkontrolliert ins Trudeln kommt und sich die amerikanische Zentralbank gezwungen sieht, durch Hochzinspolitik den Außenwert ihrer Währung zu verteidigen. In einer solchen Lage waren die USA Ende der 1970er Jahre. Damals kam der US-Dollar in eine Abwertungsspirale, welche seine internationale Rolle in Gefahr brachte. Die damals verfolgte harte restriktive Geldpolitik hat nicht nur den bislang tiefsten Konjunkturreinbruch in den USA seit den Zweiten Weltkrieg erzeugt, sondern auch die Weltwirtschaft in eine tiefe Krise gestürzt, die sowohl die anderen Industrienationen als auch die Entwicklungsländer erfasste. Heute hätte eine solche Entwicklung eine noch weitaus fatalere Wirkung als damals, da die Weltwirtschaft insgesamt labiler geworden ist.

Wenden wir uns nun der Frage zu, was eine Deflation ist und welche Auswirkungen sie hat. Von einer Deflation wird gesprochen, wenn das Preisniveau anhaltend sinkt. Ein solcher Prozess wirkt höchst destabilisierend auf die Ökonomie und kann zu einer langen Phase von Stagnation und hoher Arbeitslosigkeit führen. Japan ab Mitte der 1990er Jahre ist hier ein Beispiel. Eine Deflation erzeugt sich selbst verstärkende Effekte. Das bedeutet, dass eine einmal in Fahrt gekommene Deflation die deflationären Kräfte in einer Ökonomie verstärkt und zu immer intensiverer Deflation führt. Für die Wirtschaftspolitik ist es dann sehr schwer, sich gegen die deflationären Tendenzen zu stemmen. Dies liegt vor allem daran, dass während einer Deflation die Geldpolitik ihre Macht zur Stimulierung der Ökonomie vollständig einbüßt. Aus diesem Grund gibt es bei Ökonomen einen breiten Konsens, dass wirtschaftspolitisch deflationären Gefahren mit allen Mitteln entgegengesteuert werden muss, damit es erst gar nicht zu einer Deflation kommt.

Drei zerstörerische Effekte von Deflationen können unterschieden werden (vgl. Heine/Herr 2003):

- Erstens wirken sich Deflationen negativ auf die Verschuldungsposition von einzelnen Unternehmen, Banken, Versicherungen sowie privaten und staatlichen Haushalten aus. Die klassische Analyse der negativen Effekte von Deflationen stammt von Irving Fisher (1933), der die deflationäre Weltwirtschaftskrise Anfang der 1930er Jahre analysierte. Er stellte heraus, dass ein fallendes Preisniveau auf Gütermärkten ab einer gewissen Intensität automatisch die Realschulden erhöht und damit Schuldner in Liquiditätsproblem bringt oder gar zusammenbrechen lässt.<sup>1</sup> Nehmen wir ein Unternehmen, das, wie die meisten Unternehmen, einen Teil seines Produktivvermögens durch Kreditaufnahme finanziert hat. Bei allgemein sinkenden Preisen fallen selbst bei der optimistischen Annahme der gleichen Verkaufsmenge des Unternehmens dessen Umsatzerlöse. Die finanziellen Verpflichtungen des Unternehmens sinken dagegen nicht, da Kredite nominell fixiert sind. Nun mag zwar der Zinssatz im Deflationsprozess aufgrund einer Zinsindexierung oder Umschuldung gesenkt werden – in Japan lag der Zinssatz für etliche Jahre nahe bei Null (vgl. den Beitrag von Cornelia Kaiser in diesem Heft) –, jedoch kann der nominelle Zinssatz nicht unter Null sinken, denn zu negativen Nominalzinsen würde kein Wirtschaftssubjekt Geld verleihen. Bei verschuldeten privaten und öffentlichen Haushalten sind ganz ähnliche Effekte zu erwarten. Versuchen Schuldner dann in ihrer Not ihre Waren oder Vermögenswerte zu verkaufen, fallen die Preise noch schneller und die realen Schulden explodieren weiter. Die Zahlungsfähigkeit von Unternehmen und Haushalten wirken sich früher oder später auch auf das Bankensystem aus, das während eines Deflationsprozesses faule Kredite aufbaut. In der Ökonomie werden Kreditketten zerrissen, und die allgemeinen Zahlungsprobleme zerstören den für prosperierende Ökonomien typischen Kredit-Investitions-Einkommensbildungs-Mechanismus. Es ergibt sich dann, was Fisher bei der Analyse der „Großen Depression“ vor dem Zweiten Weltkrieg so treffend beschrieben hat: Eine Deflation lässt das ökonomische Boot kippen, und es gibt keine Marktkräfte, die es aufrichten könnten.<sup>2</sup> Die allgemeine Verunsicherung, die mit einer massenhaften Zahlungsfähigkeit von Schuldnern verbunden ist, sowie die sich daraus ergebenden Probleme des gesamten Finanzsystems tun ein übriges, die Ökonomie zu zerrütten.
- Zweitens wirken Deflationen negativ auf die Nachfrage nach Gütern ein. Erwartens Konsumenten sinkende Preise, dann werden sie ihre Nachfrage nach hochwertigen Konsumgütern (einschließlich Immobilien) zurückstellen. Bei

1 Wir können den negativen Realschuldeneffekt auch so ausdrücken, dass während einer Deflation der Realzinssatz (Nominalzinssatz minus Inflationsrate) ansteigt. Beträgt der Nominalzinssatz 2% und die Deflationsrate 10% ergibt sich ein Realzinssatz von 12%.

2 „The more the economic boat tips, the more it tends to tip. It is not tending to right itself, but is capsizing.“ (Fisher 1933, 244)

der Investitionsnachfrage ergibt sich ein ähnlicher Effekt. Denn welcher Unternehmer würde heute eine Maschine kaufen, die sein Konkurrent in einem halben Jahr deutlich billiger kaufen kann? Der Einbruch der mengenmäßigen Nachfrage während einer Deflation verstärkt den oben angesprochenen nominalen Umsatzeinbruch von Unternehmen. Kommt es zu Entlassungen und Gewinneinbrüchen, sinkt die Nachfrage auch aufgrund dieser Effekte zusätzlich und treibt den Deflationsprozess weiter an.<sup>3</sup>

- Drittens können Vermögenspreisdeflationen die Konsum- und Investitionsnachfrage weiter senken. Diesr Punkt wird im nächsten Abschnitt beleuchtet.

## 2. Überschwängliche Aktienmärkte und deren Sturz

Aktienmärkte sind das Sinnbild von Vermögensmärkten. Es handelt sich dabei um Auktionsmärkte, also um Märkte, die immer und sofort durch die Anpassung des Preises, hier des Aktienkurses, Angebot und Nachfrage ausgleichen. Bei irgendwelchen Änderungen, die auf die Märkte einwirken, kommt es sofort zu Kursreaktionen, die ein neues Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage herstellen. Auf Aktienmärkte wirken letztlich zwei Faktoren ein. Der erste Faktor sind die Zinssätze. Erhöhen sich die Zinssätze bei ansonsten unveränderten Bedingungen, dann sinkt der Aktienkurs, da verzinsliche Anlagen als Alternative zu Aktien an Attraktivität gewonnen haben. Sinken die Zinssätze, dann hat dies positive Auswirkungen auf den Aktienkurs. Der zweite Faktor, der auf die Kursentwicklung einwirkt, sind die Erwartungen der Aktienanleger. Jede Verbesserung der Erwartungen führt sofort zu einem Anstieg der Kurse, jede Verschlechterung lässt die Kurse fallen.

Akteure auf Aktienmärkten müssen sich Erwartungen darüber bilden, wie sich die Unternehmen, die hinter den Aktien stehen, am Markt behaupten, welche Profite sie realisieren, welche Dividenden sie auszahlen werden, welche Kursgewinne aufgrund steigenden Vermögens der Unternehmen zu erwarten sind etc. Der Typus von Aktionären, der gerade beschrieben wurde, hat einen langfristigen Zeithorizont. Jedoch gibt es auch Akteure auf Aktienmärkten, Spekulanten genannt, die einen kurzfristigen Zeithorizont haben. Sie interessiert nicht die Entwicklung der Unternehmen, sondern nur die Kursentwicklung während der nächsten drei Monate, zwei Tage oder vier Stunden – je nach dem wie kurzfristig sie handeln. Diese Akteure versuchen herauszufinden, welchen Aktienkurs andere Akteure erwarten. Es ist wie bei einem Schönheitswettbewerb, bei dem der gewinnt, der richtig prognostizieren kann, wen die anderen Teilnehmer am Wettbewerb für den Schönsten halten.

---

3 Gibt es in einer Ökonomie Geldvermögen, das gleichzeitig Nettovermögen ist, so nimmt das Nettovermögen während einer Deflation zu und kann die Konsumnachfrage erhöhen. Dieser als Realkasseneffekt bekannte Sachverhalt ist jedoch quantitativ gering und existiert auch nur unter höchst unrealistischen Bedingungen (vgl. Heine/Herr 2003).

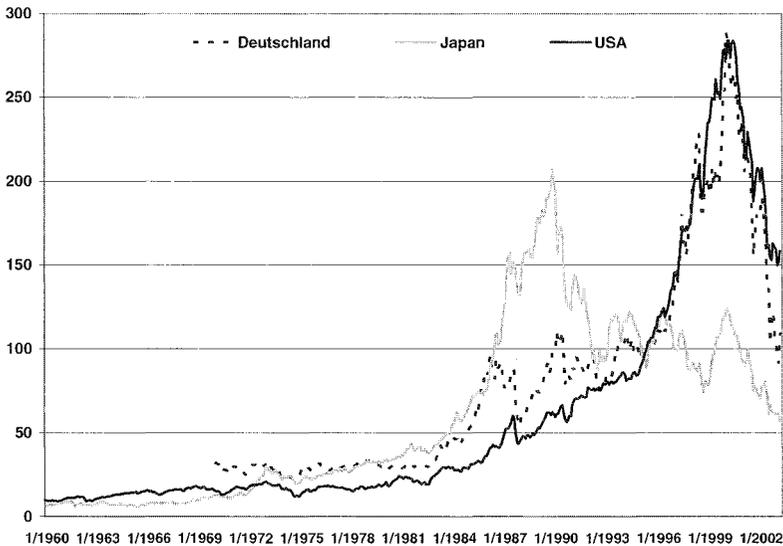
„Oder, um den Vergleich etwas zu ändern, kann die berufliche Investition mit jenen Zeitungs-wettbewerbern verglichen werden, bei denen die Teilnehmer die sechs hübschesten Gesichter von hundert Lichtbildern auszuwählen haben, wobei der Preis dem Teilnehmer zugesprochen wird, dessen Wahl am nächsten mit der durchschnittlichen Vorliege aller Teilnehmer übereinstimmt. (.). Es handelt sich nicht darum jene auszuwählen, die nach dem eigenen Urteil wirklich die hübschesten sind, ja sogar nicht einmal jene, welche die durchschnittliche Meinung wirklich als die hübscheste betrachtet. Wir haben den dritten Grad erreicht, wo wir unsere Intelligenz der Vorwegnahme dessen widmen, was die durchschnittliche Meinung als das Ergebnis der durchschnittlichen Meinung erwartet. Und ich glaube, dass es sogar einige gibt, welche den vierten, fünften und noch höhere Grade ausüben.“ (Keynes 1936, 132)

Spekulation ist auf Aktienmärkten dazu angetan, Übertreibungen und kumulative Prozesse zu verstärken. Aber selbst im Falle der Abwesenheit von Spekulation liegt das grundlegende Problem der Aktienmärkte darin, dass es keinen Anker für Aktienkurse gibt. Beim Preis von Senfgurken oder Campingstühlen gibt es ein Gravitationszentrum des Marktpreises, der durch die Produktionskosten der Güter gegeben ist. Im Falle des Preises von Aktien gibt es gerade kein Gravitationszentrum des Preises, denn keiner kennt den „richtigen“ Preis von Aktien. Angesichts der Unsicherheit der Zukunft können Erwartungen nur subjektiver Natur sein und sind damit potentiell heftigen Schwankungen unterworfen. Phasen überoptimistischer Phantasien führen dann auf den Aktienmärkten zu Überschwänglichkeiten, während Pessimismus Aktienkurse tief und lange im Keller belassen kann. Aktienmärkte werden nicht von irgendwelchen Fundamentalfaktoren - von welchen auch immer - gesteuert und sind in diesem Sinne ohne Gravitationszentrum.<sup>4</sup>

Abbildung 1 zeigt, dass die Entwicklung der Aktienkurse in der westlichen Welt ab den 1980er Jahren aus dem Ruder lief. Japan war in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre von einer gigantischen Aktienpreis-inflation betroffen, die nach ihrem Platzen einem enormen Fall der Aktienkurse Platz machte. Eine ähnliche Vermögensmarkt-inflation im Rausch der New Economy mit nachfolgender Vermögensmarkt-deflation fand in den USA und Europa in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre bzw. in den ersten Jahren des neuen Jahrhunderts statt. Alan Greenspan, der Präsident der US-Notenbank, hatte schon 1996 vor einer irrationalen Überschwänglich-keit auf den Aktienmärkten gemahnt, aber da ging der Tanz erst richtig los. Zwischen 1881 und 1998 hat es kein Jahr gegeben, das ein vergleichbares Kurswert-Gewinn-Verhältnis in den USA gezeigt hätte, und in Europa war die Übertreibung nicht schwächer (Shiller 2000, 6ff). Immobilienmärkte sind den gleichen Preisschwankungen unterworfen wie Aktienmärkte. So wurde die Aktienblase in Japan von einer Immobilienblase begleitet. Mit dem Absturz der Börse fielen in Japan auch die Immobilienwerte - in Tokio bis zu achtzig Prozent. Auch die Länder der Asienkrise 1997 erlebte vor dem Einbruch der Krise eine spekulative Börsen- und Immobilienblase.

4 In der ökonomischen Theorie gibt es eine breite Debatte, ob Aktienpreise von Fundamentalfaktoren bestimmt werden oder nicht (zur Übersicht über die Debatte vgl. Shleifer 2000).

Abbildung 1: Die Entwicklung von Aktienpreisindizes



Quelle: IWF in *International Statistical Yearbook 2000/2003*

Vermögenspreisdeflationen können verheerende Wirkungen haben. Fallende Vermögenspreise belasten zunächst die Bilanzen von Banken und Unternehmen. Für Banken werden Sicherungswerte zerstört. Erscheint die Kreditvergabe einer Bank (oder eines anderen Gläubigers) durch die Vermögenshaltung des Schuldners in der Form von Aktien und Immobilien gut abgesichert, so zerstört die Vermögenspreisdeflation die Sicherheiten, die der Schuldner dem Gläubiger bietet, und die Bank kann bei Zahlungsproblemen des Schuldners nicht mehr darauf bauen, sich über Pfänder zu befriedigen. Hält die Bank selbst Immobilien und Aktien, dann wird bei einem Absturz der Vermögenspreise die Vermögensposition der Banken weiter belastet. Eine Vermögensmarktdeflation kann somit eine gesunde Bank über Nacht in eine angeschlagene Bank verwandeln. Mangels Eigenkapital wird eine solche Bank dann die Vergabe neuer Kredite verweigern (müssen).<sup>5</sup> Es kommt zu einer harten Kreditrationierung, da selbst bei niedrigen Zinssätzen und hoher Kreditnachfrage ein Bankensystem keine Kredite mehr vergibt (Stiglitz/Greenwald 2003; Minsky 1990). Eine solche Kreditkrise führt dann zur Krise in der Gesamtwirtschaft, da ohne eine Kreditexpansion die ökonomische Entwicklung stagniert. Ein

5 Da alle Industrieländer Basel I - Empfehlungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich - übernommen haben und demnach das Eigenkapital einer Bank (risikogewichtet) 8% der vergebenen Kredite betragen muss, können Banken bei einer Vermögensmarktdeflation mit ihrem Eigenkapital unter diese Marke fallen, so dass sie ihre Kreditvergabe zurückführen müssen.

anschauliches Beispiel für das Auftreten einer Kreditkrise als Folge einer Vermögenspreisdeflation bietet Japan Anfang der 1990er Jahren. Japan hat sich bis heute nicht aus der Bankenkrise befreien können (vgl. den Beitrag von Cornelia Kaiser in diesem Heft). Ein weiterer starker Einbruch der Aktienkurse würde in den USA und Europa ähnliche Probleme hervorrufen.

Unternehmen verschlechtern durch eine Vermögensmarktdeflation ebenfalls ihre Eigenkapitalposition und vernichten ihre Liquiditätsspeicher. Die Bedingungen zur Kreditaufnahme verschlechtern sich dadurch, oder die Unternehmen kommen sogar in eine finanzielle Schieflage. Dies wirkt sich wiederum negativ auf die Banken aus. Soweit private Haushalte verschuldet sind, können sich bei ihnen ähnliche Prozesse abspielen. Man denke an die Bankenkrise in den USA in den 1980er Jahren, die wesentlich durch eine Überschuldung von privaten Haushalten – insbesondere Immobilienkäufern – erzeugt wurde.

Die Konsumnachfrage hängt nicht nur vom laufenden Einkommen ab, sondern auch vom Vermögen der Haushalte. So wie beim Aufbau einer Aktienblase der Konsum angestachelt wird (vgl. für die USA in den 1990er Jahren Evans 2001; Scherrer 2001), so wird er während einer Vermögenspreisdeflation negativ beeinflusst. Insbesondere bei kapitalgedeckten Rentensystemen oder stärkeren Elementen privater Altersvorsorge, die über Aktienvermögen laufen, können die negativen Effekte einer Vermögenspreisdeflation große Wirkungen zeitigen. Japan in den 1990er Jahren ist hier wieder ein instruktives Beispiel.

Nun könnte man argumentieren, dass Geschehnisse an der Börse sehr abgehoben und Rückwirkungen auf die Gesamtökonomie begrenzt sind. Solange die Börse für die Gesamtökonomie relativ unbedeutend ist, ist dies auch der Fall. Eine solche Situation gab es z.B. in der Bundesrepublik in den 1950er und 1960er Jahren. In allen westlichen Ländern hat die Bedeutung der Börse während der letzten Jahrzehnte jedoch deutlich zugenommen, und es entwickelte sich eine „Börsenkultur“ in der Gesellschaft. Einerseits versuchen Akteure mit mittleren und selbst kleinen Vermögen ihr Glück als Spekulanten an der Börse, andererseits wurde die Entwicklung der Kurse zu einem Bewertungskriterium für das Management (Shareholder-Value-Prinzip). Aktienvermögen spielt also insgesamt eine größere Rolle in der ökonomischen Entwicklung.

Verstärkt wird die Volatilität (Schwankungsanfälligkeit) der Aktienkurse auch dadurch, dass Börsen vor dem Hintergrund liberalisierter internationaler Kapitalmärkte immer stärker mit einander verbunden sind. So ist ein beachtlicher Teil des Kapitalzustroms in die USA in den 1990er Jahren Aktienkäufen in den USA durch Ausländer geschuldet. Ohne diesen Zustrom wäre wahrscheinlich die Übertreibung nicht so stark ausgefallen (vgl. Evans/Heine/Herr 2001). Ähnliche Verstärkungen lassen sich in Entwicklungsländern in Phasen starken Kapitalzustroms beobachten, die beim Abzug des Kapitals in eine Drillingskrise münden, da dann die Börsenkurse fallen, der Außenwert der Währung abstürzt und das inländische Finanzsystem zusammenbricht.

### 3. Internationale Devisenmärkte und Verschuldung

#### 3.1 Der Devisenmarkt als Vermögensmarkt

Im Jahre 1973 brach das Währungssystem von Bretton Woods nach einigen Jahren der Krisen endgültig zusammen. Es war ein System mit festen Wechselkursen, die nur „bei fundamentalen Ungleichgewichten“, wie es hieß, durch politische Entscheidungen verändert werden konnten. Die Währungsordnung nach dem Zweiten Weltkrieg gab der westlichen Welt einen stabilen nationalen wie internationalen monetären Rahmen, der ein wichtiges Element der „Wirtschaftswunder“ in den 1950er und 1960er Jahren war. Zusammen mit dem Ende des Systems von Bretton Woods begann die Welle der Deregulierung der internationalen Kapitalmärkte und des Abbaus von Kapitalverkehrsbeschränkungen, zuerst zwischen den Industrieländern, dann jedoch zunehmend auch bei den weniger entwickelten Ländern (vgl. Cooper 1999).

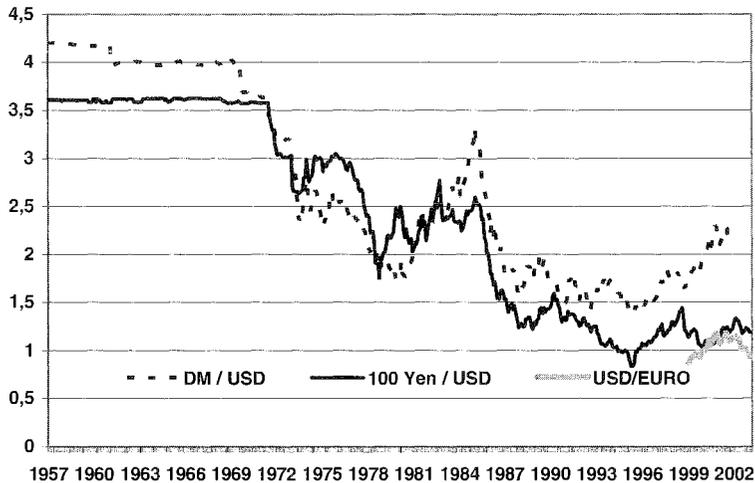
Heute weist die Weltwirtschaft eine Mischung verschiedener Währungsregime auf. Die Wechselkurse zwischen den großen Währungsblöcken US-Dollar, D-Mark (Euro) und Yen sind vollständig flexibel. Insgesamt folgten etwa 30% der Währungen der Welt im Jahre 2001 einem Regime flexibler Wechselkurse. Etwas mehr als 20% waren durch feste Wechselkurse gekennzeichnet. Der Rest verfolgte ein mittleres Regime von Wechselkursanbindungen mit diskretionären Änderungen bis hin zu einem System mit formal flexiblen Kursen aber mit massiven Interventionen der Zentralbank (Bubula/Ötcher-Robe 2002). Die überwiegende Mehrzahl der unbedeutenden Währungen koppelt sich mehr oder weniger fest an den US-Dollar oder den Euro an. Der Yen konnte in seiner Geschichte bisher nicht in relevantem Umfang Währungen an sich binden. Das existierende Währungssystem ist somit in weiten Teilen ein System von Währungsblöcken, die durch flexible Wechselkurse verbunden sind, und die intern relativ feste Wechselkurse haben.

Ab den 1970er Jahren kam es zu teilweise extremen mittelfristigen Verschiebungen der Währungsparitäten zwischen den drei wichtigsten Währungen der Welt. Wenn wir hier von den Schwankungen etwa des Wechselkurses zwischen US-Dollar und D-Mark bzw. Euro sprechen, dann sind nicht Veränderungen von einigen Prozentpunkten gemeint. So betrug die Abwertung des US-Dollar gegenüber der D-Mark zwischen 1973 und Ende der 1970er Jahre rund 50%. Danach wertete der US-Dollar bis 1985 gegenüber der D-Mark um deutlich mehr als 80% auf, um dann innerhalb weniger Jahre wieder um fast 50% zu fallen. Der Euro verlor in den Jahren 1999 bis Mitte 2001 gegenüber dem US-Dollar über 25% an Wert, die er danach wieder gewann (vgl. Abbildung 2). Die Wechselkursverschiebungen, welche die Welt nach 1973 kennzeichnen, sind exzessiv.<sup>6</sup> Das Währungssystem hat sich zu einer Schockmaschine trans-

6 Vielfältige Transaktionen auf Spot- und Zukunftsmärkten sind die Folge einer privaten Risi-

formiert, die permanente Unsicherheiten in die Weltwirtschaft hineinträgt und zu einem Störfaktor der weltwirtschaftliche Entwicklung geworden ist (so auch Mundell 2000, 19f).

Abbildung 2: Wechselkursentwicklung zwischen US-Dollar, Yen und D-Mark (Euro)



Quelle: IWF, *International Financial Statistics 1997*, Federal Reserve Bank of St. Louis

Devisenmärkte bei flexiblen Wechselkursen funktionieren ähnlich wie Aktienmärkte. Preisanpassungen führen immer sofort zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage nach Devisen, und sie sind vor allem erwartungsgetrieben. Neben den Zinssätzen sind es die subjektiven Einschätzungen der Qualität von Währung sowie Erwartungen über die Kursentwicklung, welche die Wechselkurse bewegen. Und hier liegt der Hase im Pfeffer: Es gibt kein ökonomisches Modell, das die Wechselkursentwicklung aus Fundamentalfaktoren erklären kann. Differenzen in den Inflationsraten, den Zinssätzen, den Produktivitätsentwicklungen oder der Wachstumsraten können beispielsweise den Kurs des US-Dollar zur D-Mark oder zum Euro ebenso wenig erklären wie die Höhe der Leistungsbilanzdefizite oder der Budgetsalden. Wir wissen einfach nicht, welche Faktoren auf die Erwartungsbildung einwirken. Deshalb wissen wir auch nicht, wie der Dollarkurs in einem Jahr sein wird oder auch nur in sechs

kobewältigungsstrategie und erklären zu einem guten Teil die starke Zunahme der Transaktionen auf Devisenmärkten nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods (Heine/Herr 1996). Kursicherungsgeschäfte gibt es allerdings nur für die kurze Frist, so dass es für den mittel- und langfristigen Zeithorizont keine Möglichkeit für Wirtschaftssubjekte gibt, sich über Geschäfte auf Zukunftsmärkten abzusichern.

Monaten. Damit haben Devisenmärkte bei flexiblen Wechselkursen das gleiche Problem wie Aktienmärkte: Es gibt keinen Anker für das Niveau des Wechselkurses. Erwartungsänderungen können zu wildesten Wechselkursverschiebungen führen. Dazu kommt, dass auf den Devisenmärkten das Spiel des Schönheitswettbewerbs mit der gleichen Hingabe gespielt werden kann wie auf den Aktienmärkten. In Anlehnung an Keynes (1936, 134) könnte man sagen: Ökonomien werden beständigen Schocks ausgesetzt, wenn die seriöse Einschätzung der zukünftigen Entwicklung des Wechselkurses eines Landes die Seifenblase auf einem Strudel der Spekulation wird. Wird die Wechselkursentwicklung das Nebenerzeugnis eines Spielsaales, wird die Weltwirtschaft Schaden nehmen.

In der neueren Debatte wird die Nichtexistenz eines Ankers für Wechselkurse durch den Ansatz von multiplen Gleichgewichten erfasst. Es gibt dann nicht nur einen gleichgewichtigen Wechselkurs, sondern viele (Obstfeld 1994). Es kann dann z.B. sein, dass Erwartungsänderungen den Wechselkurs von einem „guten“ Gleichgewicht mit einem hohen Beschäftigungsniveau und einem in der Tendenz ausgeglichenen Leistungsbilanzsaldo in ein „schlechtes“ mit geringer Beschäftigung und langfristig nicht mit Stabilität zu vereinbarem Leistungsbilanzdefizit verschieben. Ökonomische Entwicklung folgt dann der Logik einer Sequenzökonomie. Ein bestimmter Zustand der Erwartungen sowie andere Faktoren wie die Geldpolitik führen zu einem spezifischen kurzfristigen Gleichgewicht. Ändern sich die Erwartungen, springt die Ökonomie in die nächste Sequenz usw. Ein Gutteil der Dynamik liegt dann in Erwartungsänderungen, die sich einer strikten Erklärung entziehen (Hahn 1984).

Weltwährungssysteme können in hegemoniale Systeme und in Multiwährungsstandards unterteilt werden. In einem hegemonialen Währungssystem gibt es eine eindeutige und unumstrittene Leitwährung, die an der Spitze der Währungshierarchie steht. Sie genießt von allen Währungen in den Einschätzungen der Wirtschaftssubjekte die höchste Reputation und steht unangefochten an der Spitze der Währungshierarchie. Historisch wurde die Leitwährungsfunktion immer von Ländern übernommen, die einerseits dank ihrer ökonomischen Potenz in der Weltwirtschaft eine wichtige Rolle spielten und die andererseits auch politisch und militärisch dominierten. Zentral für ein hegemoniales Leitwährungssystem ist die Abwesenheit einer Konkurrenz verschiedener Länder um die Leitwährungsstellung. Bei einem stabilen Leitwährungssystem ist die Hürde der Verlagerung internationaler Geldfunktionen<sup>7</sup> von der Leitwährung auf andere Währungen äußerst hoch und wird faktisch nur bei starken inflationären Erosionstendenzen der Leitwährung übersprungen. In einem

---

7 National wie international werden drei Geldfunktionen unterschieden: Erstens Geld als Wertstandard zur Definition von Kreditverträgen, zum Auspreisen von Waren und als Rechnungsgeld; zweitens Geld als Zahlungsmittel (Kreditmittel und Kaufmittel); und drittens Geld als Wertaufbewahrungsmittel (vgl. Heine/Herr 2004).

Multiwährungsstandard gibt es mehr als eine Währung, die in relevantem Umfang internationale Funktionen übernimmt. Wirtschaftssubjekte werden in einem Multiwährungsstandard die Länder mit international wichtigen Währungen genau beobachten und bei sich verändernden Einschätzungen ihr Vermögen von einer Währung in die andere verlagern oder bei internationalen Krediten einen anderen Wertstandard wählen. Es kommt zu periodischen Verschiebungen in der Rangfolge der Währungen in der Währungshierarchie. Die Wahrscheinlichkeit destabilisierender Portfolioumschichtungen zwischen den Währungen am oberen Ende der Währungshierarchie nimmt im Vergleich zu einem System mit einer unangefochtenen Leitwährung drastisch zu (Herr 1992).

Die Weltwirtschaft hat sich die letzten Jahrzehnte von einem stabilen Leitwährungssystem in ein System mit einem harten Währungswettbewerb entwickelt. Die Konkurrenz verläuft insbesondere zwischen dem US-Dollar und dem Euro. Eine gewisse Rolle spielt noch der japanische Yen. Andere Währungen spielen bei der Konkurrenz um internationale Geldfunktionen eine untergeordnete Rolle. Tabelle 2 verdeutlicht, dass der Euro bei Krediten von Banken in inländischer Währung an Gebietsfremde die erste Rolle einnimmt. Dies liegt unter anderem daran, dass die USA das größte Netto-Schuldnerland der Welt sind und Banken in den USA relativ wenige Kredite an Ausländer in US-Dollar geben. Bei internationalen Bankkrediten und Fremdwährungskrediten im Inland<sup>8</sup> nimmt der US-Dollar immer noch den ersten Platz ein. Dies signalisiert, dass US-Dollar-Geschäfte in großem Umfang außerhalb der USA abgewickelt werden und dass der US-Dollar bei der Verdrängung nationaler Gelder im Inland etwa in Ländern der Peripherie eine größere Rolle spielt als der Euro. Bei der Betrachtung des internationalen Marktes für Anleihen und Geldmarktpapiere hatte der US-Dollar im Juni 2003 einen Anteil von 43,7%, der Euro von 30,4% der Yen von 10,55% und sonstige Währungen von 15,3% (vgl. EZB 2003, 79).<sup>9</sup> Insgesamt kann längst nicht mehr von einem Währungssystem gesprochen werden, in dem eine nationale Währung konkurrenzlos nahezu alle internationalen Geldfunktionen auf sich vereint.

Die Konkurrenz zwischen Währungen läuft über verschiedene Mechanismen. Regierungen bzw. Zentralbanken können aktiv versuchen, mit der nationalen Währung eine wichtige oder gar dominante Stellung in der Währungshierarchie zu erkämpfen oder zu verteidigen.<sup>10</sup> Die entscheidenden ökonomischen

8 Bei grenzüberschreitenden Forderungen kann ein Kredit in eigener Währung gegeben werden – eine Bank in Deutschland gibt einen Kredit an ein Unternehmen in Uganda in Euro – oder in Fremdwährung – in diesem Fall gibt eine Bank in Deutschland einen Kredit an das Unternehmen in Uganda beispielsweise in US-Dollar. Bei Fremdwährungsforderungen im Inland gibt beispielsweise eine Bank in Uganda einen Kredit an ein Unternehmen in Uganda in US-Dollar oder Euro.

9 Bei anderen Indikatoren wie der Reservehaltung der Zentralbanken ergeben sich ähnliche Resultate (vgl. die Veröffentlichungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BIS).

10 Ein deutliches Beispiel für eine solche Politik war die Rückkehr Großbritanniens zum Gold-

Tabelle 2: Grenzüberschreitende Forderungen und inländische Fremdwährungsforderungen von Banken im März 2000 in Mrd. US-Dollar (Bestände)

|                                 |         |                   |
|---------------------------------|---------|-------------------|
| Summe aus A, B, und C           | 10094,2 |                   |
| A) Inländische Währung          | 3617,4  | In Prozent von A) |
| US-Dollar                       | 813,5   | 22,5              |
| Euro-Währungen                  | 1928,7  | 53,3              |
| Yen                             | 465,6   | 12,9              |
| Pfund Sterling                  | 219,3   | 6,1               |
| Schweizer Franken               | 96,4    | 2,7               |
| Andere                          | 93,9    | 2,6               |
| B) Ausländische Währung         | 5232,6  | In Prozent von B) |
| US-Dollar                       | 3180,8  | 60,8              |
| Euro-Währungen                  | 918,1   | 17,5              |
| Yen                             | 394,7   | 7,5               |
| Pfund Sterling                  | 238,5   | 4,6               |
| Schweizer Franken               | 161,9   | 3,1               |
| Andere                          | 338,6   | 6,5               |
| C) Nicht aufteilbar             | 1244,2  |                   |
| D) Fremdwährungsford. im Inland | 1275,6  | In Prozent von D) |
| US-Dollar                       | 653,8   | 51,3              |
| Euro-Währungen                  | 205     | 16,1              |
| Yen                             | 89,8    | 7                 |
| Pfund Sterling                  | 58,7    | 4,6               |
| Schweizer Franken               | 84,5    | 6,6               |
| Unaufgeteilt und andere         | 183,8   | 14,4              |

Quelle: BIS (2000), Statistischer Anhang, S. 11 und 13

Instrumente neben Dimensionen wie politischer Stabilität und politischer wie militärischer Dominanz für eine solche Politik sind ein hohes Maß an Preisniveaustabilität, die Abwesenheit von Abwertungen (am günstigsten sind permanente leichte Aufwertungen), die Realisierung von Leistungsbilanzüberschüssen bzw. der Aufbau einer internationalen Nettogläubigerstellung<sup>11</sup> sowie hohe Wachstumsraten und steigende Produktivität. Denn es sind dies die Faktoren, die Vertrauen in eine Währung aufbauen. Japan (mit derzeit der größten Nettogläubigerstellung der Welt) und Deutschland (mit derzeit der zweitgrößten Nettogläubigerstellung) in den ersten Jahrzehnten nach dem Zweiten

---

standard im Jahre 1925 mit der Vorkriegsparität. Churchill, damals Schatzkanzler, wollte mit diesem Schritt trotz hoher binnenwirtschaftlicher Kosten die damals angeschlagene internationale Rolle des Pfund-Sterling revitalisieren. Kindleberger (1973) führt einen großen Teil der Katastrophe in den 1930er Jahren auf die ungelöste Währungskonkurrenz zwischen Pfund-Sterling und US-Dollar zurück.

11 Der Leistungsbilanzsaldo eines Landes verändert seine Nettovermögensposition. Ein Überschuss verbessert die Position, ein Defizit verschlechtert sie (vgl. Heine/Herr 2003).

Weltkrieg passen ins Bild, denn beide Länder haben ihre Währungen faktisch aus dem Nichts zu international wichtigen Geldern aufgebaut. Es ist fraglich, ob bei Japan und der Bundesrepublik Deutschland eine wirkliche Strategie des Aufbaus des nationalen Geldes zu einer wichtigen internationalen Währung vorhanden war.<sup>12</sup> Es ist für das Argument der Währungskonkurrenz auch nicht wichtig. Denn es sind die Aktionen der international agierenden Vermögenden, Banken, Investment- und Pensionsfonds oder Unternehmen, welche die Reservewährungen in Konkurrenz setzten. Erfüllt ein Reservewährungsland nicht die erwarteten Standards bezüglich Preisniveaustabilität oder einer Wirtschaftspolitik, die strikt die Stabilität der Währung in den Vordergrund rückt, dann wird Vermögen aus der entsprechenden Währung in eine andere Reservewährungen verlagert. Wirtschaftspolitische Einschätzungen oder an sich unwichtige ökonomische und politische Ereignisse können Kapitalverlagerungen anstoßen. Zu beachten ist, dass nur Anleger ungeschoren aus einer Währung, die unter Abwertungsverdacht steht, aussteigen können, die zuerst ihr Vermögen in eine andere Währung umtauschen. Denn sind sie zu spät und hat die Abwertung stattgefunden, sitzen sie mit Vermögensverlusten in der abgewerteten Währung. Durch diese Logik von Vermögensmärkten treten bei Erwartungsänderungen zeitlich und quantitativ konzentrierte Kapitalverlagerungen auf. Die Folge sind die exzessiven Wechselkursschwankungen, welche die Weltwirtschaft ab den 1970er Jahren erlebt hat. Das derzeitige Weltwährungssystem leidet an einem explosiven Gemisch. Flexible Wechselkurse haben kein Gravitationszentrum, das Wechselkursverschiebungen begrenzen könnte, und gleichzeitig schafft die derzeitige Währungskonkurrenz eine Konstellation, die periodisch massive Kapitalbewegungen und damit Wechselkursinstabilitäten auslöst. Der Währungskonkurrenz sind nicht nur internationale Reservewährungen ausgesetzt. Bei deregulierten internationalen Kapitalmärkten müssen sich alle Währungen der Welt einem verstärkten Konkurrenzdruck stellen. Denn Wirtschaftssubjekte in allen Ländern haben dann die Option, ihr Vermögen nicht nur in inländischer Währung zu halten, sondern auch in ausländischen. Gibt es im Mittelbereich der Währungshierarchie Währungen, die binnenwirtschaftlich nahezu alle Geldfunktionen übernehmen, jedoch keine internationale Rolle spielen, so befinden sich auf der untersten Ebene der Währungshierarchie Währungen, die binnenwirtschaftliche Geldfunktionen nur partiell auf sich vereinen können. Es handelt sich dabei um nationale Geldsysteme, die von ausländischen Währungen durchlöchert sind. Üblicherweise spricht man in diesem Fall von Dollarisierung.<sup>13</sup> Tabelle 3 zeigt das Ausmaß der Dollarisie-

12 Die Deutsche Bundesbank war lange Zeit nicht glücklich über die zunehmende internationale Rolle der D-Mark, stand sie doch den handelsmerkantilistischen Ambitionen Deutschlands entgegen (vgl. Emminger 1986).

13 Selbstverständlich gibt es auch eine Euroisierung etc. Wir wollen jedoch unter Dollarisierung

rung. In Südamerika, den mittel- und osteuropäischen Ländern<sup>14</sup> und im Mittleren Osten lauteten im Jahre 2001 mehr als 40% aller Bankeinlagen, die im Inland gehalten wurden, auf ausländische Währungen. Nimmt man noch die Fremdwährungsguthaben, die im Ausland gehalten werden, und die Bargeldbestände in Fremdwährung hinzu – beides ist statistisch schwer erfassbar –, dann lässt sich erahnen, in welchem Ausmaß die Masse der Währungen der Länder der Peripherie mit ihren Währungen den Konkurrenzkampf mit dem US-Dollar oder dem Euro verloren hat. Dollarisierung hat eine ganze Reihe von negativen Effekten.<sup>15</sup> Hier interessiert jedoch Folgendes: Sind Währungen von Ländern durch Dollarisierung in dem beschriebenen Maße durch die führenden internationalen Reservewährungen in ihrer Existenz bedroht, dann wird der Zwang zu restriktiver Geldpolitik übermächtig. Der radikale Rückgang der Inflationsraten insbesondere in den Entwicklungsländern (vgl. Tabelle 1) ist diesem Umstand geschuldet.

Tabelle 3: *Entwicklung von inländischen Fremdwährungsguthaben in Prozent aller Guthaben*

| Region                            | Anzahl d. Länder | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|-----------------------------------|------------------|------|------|------|------|------|------|
| Südamerika                        | 8                | 45.8 | 46.1 | 49.4 | 53.2 | 54.0 | 55.9 |
| Mittel- und osteuropäische Länder | 26               | 37.3 | 38.9 | 43.5 | 44.3 | 46.9 | 47.7 |
| Mittlerer Osten                   | 7                | 36.5 | 37.2 | 37.7 | 37.5 | 38.2 | 41.9 |
| Afrika                            | 14               | 27.9 | 27.3 | 27.8 | 28.9 | 32.7 | 33.2 |
| Asien                             | 13               | 24.9 | 28.0 | 26.8 | 28.8 | 28.7 | 28.2 |
| Mittelamerika und Mexiko          | 7                | 20.6 | 20.8 | 22.0 | 22.1 | 22.5 | 24.7 |
| Karibische Staaten                | 10               | 6.3  | 7.6  | 6.8  | 6.7  | 6.1  | 6.2  |
| Westliche Industrieländer         | 14               | 7.4  | 7.5  | 7.5  | 6.7  | 7    | 6.6  |

Quelle: De Nicoló/Honohan/Ize (2003)

Länder mit schwachen Währungen am unteren Ende der Währungshierarchie müssen bei dereguliertem Kapitalverkehr die geringe Qualität ihrer Währung durch hohe Zinssätze kompensieren, um Wirtschaftssubjekte dazu zu bewe-

---

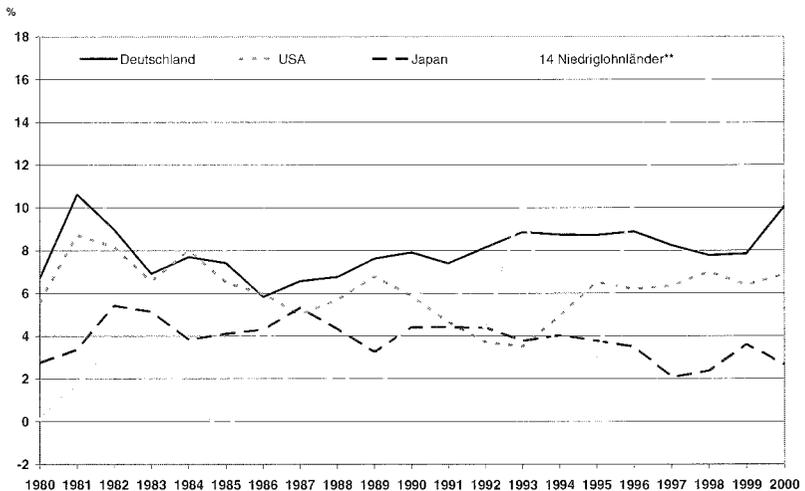
alle Fremdwährungen fassen, die im Inland Geldfunktionen übernehmen. Bei der Dollarisierung spielt der US-Dollar die weitaus wichtigste Rolle (vgl. die Fremdwährungsforderungen in Tabelle 2).

14 Es handelt sich hier um die ehemaligen Transformationsländer.

15 Dollarisierung baut ein Währungs-Mismatch auf, da im Inland Unternehmen und andere ökonomische Einheiten in Fremdwährung verschuldet sind, jedoch unter Umständen ausschließlich Umsatzerlöse in inländischer Währung realisieren können. Zudem höhlt Dollarisierung die Funktion der Zentralbank als Lender of Last Resort aus und reduziert den Spielraum der Geldpolitik auf ein Minimum. Zur Debatte um Dollarisierung vgl. Haiduk u.a. (2003).

gen, überhaupt Geldvermögen in nationaler Währung zu halten. Abbildung 3 verdeutlicht, dass Länder der Peripherie gezwungen waren, während der beiden letzten Jahrzehnte immer höhere Realzinssätze zu bieten, um in der Währungskonkurrenz bestehen zu können. Bei hohen Realzinssätzen ist eine ökonomische Dynamik weitgehend ausgeschlossen, denn es gibt dann nur wenige Investitionsprojekte, welche eine höhere Verwertung als die Zinssätze erwarten lassen. Zur Unterdrückung von Investitionen und Wachstum gesellen sich noch die negativen Verteilungswirkungen hoher Realzinsen, welche die Reallohne nach unten absenken (vgl. dazu den Beitrag von Elmar Altvater in diesem Heft).

Abbildung 3: *Realer Zinssatz\** in ausgewählten Ländern



\* Verleihzins, bereinigt um die Inflationsrate

\*\* ausgewählt nach vollständiger Verfügbarkeit der Daten: Bangladesh, Cameroon, Central African Republic, Chad, Congo-Rep., Gambia, India, Kenya, Lesotho, Malawi, Nigeria, Sierra Leone, Zambia, Zimbabwe

Quelle: World Bank, *World Development Indicators 2002*

Die zentrale These ist: *Die Intensivierung der Währungskonkurrenz beginnend an der Spitze der Währungshierarchie bis hinunter zu den Währungen in den Ländern der Peripherie hat zu einem weltwirtschaftlichen Regime geführt, dass der Stabilität des Preisniveaus und generell einer Wirtschaftspolitik im Interesse von Geldvermögensbesitzern Vorrang einräumt.* Denn sobald ein Land keine Währung bereitstellt, welche den Anforderungen der Eigentümer von Geldvermögen entspricht, wird Vermögen in stabilere Währungen umgetauscht. Letztlich kann keine Zentralbank der Welt die Nicht-Akzeptanz ihres Geldes

ignorieren und muss mit restriktiver Geldpolitik ihr Geld bzw. ihre Existenz verteidigen. US-Dollar oder Euro werden ihre Stellung als Weltreservewährungen verteidigen<sup>16</sup>, Währungen mittlerer Qualität werden die binnenwirtschaftlichen Funktionen ihres Geldes verteidigen und viele Länder in der Peripherie kämpfen ums nackte Überleben ihrer Währungen. Durch die Konkurrenz der Länder an der Spitze der Währungshierarchie wird zudem der Standard bezüglich Preisniveaustabilität weltweit äußerst anspruchsvoll gesetzt. Dieser hohe Anspruch erhöht dann den Druck auf alle Währungen der Welt, ebenfalls für hohe Preisniveaustabilität zu sorgen. Die Folge ist eine weltwirtschaftliche Konstellation, die in der Tendenz deflationär ist bzw. den Maßstab für Preisniveaustabilität so hoch ansetzt, dass schon kleine Schocks die Ökonomien in eine deflationäre Lage bringen. Es sind somit Globalisierung und Deregulierung, die einer politischen Ökonomie gefährlich niedriger Inflationsraten zum Durchbruch verholfen haben. Und wenig spricht dafür, dass sich dies in den nächsten Dekaden ändern könnte.<sup>17</sup>

Das Erstarken der Macht von Geldvermögensbesitzern und die Orientierung der Wirtschaftspolitik an deren Interessen impliziert für die Weltwirtschaft hohe Kosten. Im noch vergleichsweise positiven Fall werden den Interessen der Geldvermögensbesitzer Wachstum und Beschäftigung einschließlich Entwicklungsmöglichkeiten der Länder der Peripherie geopfert. Es besteht jedoch auch die Gefahr verstärkter Deflationstendenzen mit der Folge tiefer Depressionen und Stagnationen. Er wäre falsch diese Entwicklungen einer geschickten Lobbyarbeit von Geldvermögensbesitzern zuzuschreiben. In einer Geldwirtschaft sind faktisch alle Geldvermögensbesitzer, wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß. Es ist das einzelwirtschaftliche Kalkül der Vermögenssicherung<sup>18</sup> und die Logik von Märkten, die im derzeitigen Rahmen der Weltwirtschaft diese Resultate erzeugen.

### 3.2 *Auslandsverschuldung und Wechselkurse*

Die starken Wechselkursverschiebungen der letzten Jahrzehnte werden von internationalen Kapitalströmen erzeugt, die wiederum primär auf Erwartungen zurückzuführen sind. Die enorme Zunahme der internationalen Kapitalströme

---

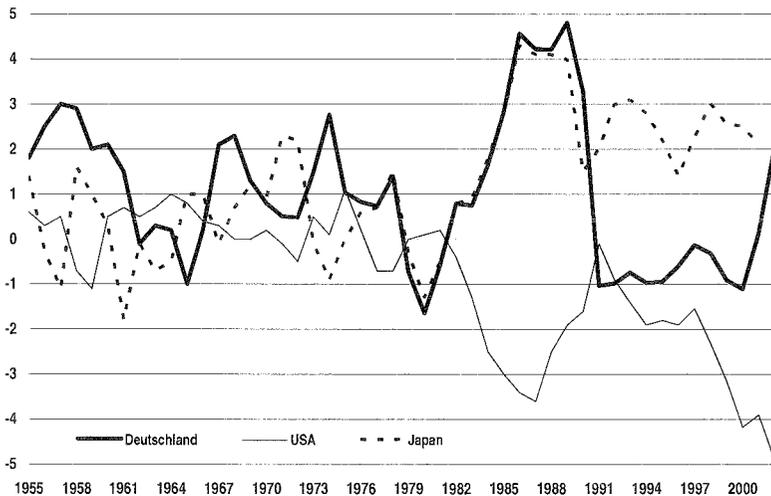
16 So war beispielsweise die Rolle des US-Dollar Ende der 1970er Jahre aufgrund der starken Abwertungen und der hohen Inflationsraten in den USA ernsthaft in Gefahr. Die Europäische Zentralbank folgte den US-amerikanischen Zinserhöhungen in den Jahren 2000 und 2001, da sie den Wert des Euro nicht zu stark gegenüber dem US-Dollar hat abrutschen lassen wollen (vgl. Heine/Herr 2004).

17 Es ist Rogoff (2003, 21) ohne Abstriche zuzustimmen, wenn er schreibt: „I have argued that globalization and de-regulation have been powerful forces supporting the political economy of low inflation. Indeed, the most likely scenario is that these engines of higher competition and productivity will only continue to strengthen in coming decades.”

18 Im Rahmen eines monetär-keynesianischen Ansatzes hat zuerst Riese das Kalkül der Vermögenssicherung in den Vordergrund gerückt (vgl. Riese 2001).

und deren Instabilität hat jedoch nicht nur zu Schwankungen der Wechselkurse geführt, sondern in den 1980er und 1990er Jahren auch zur deutlichen Zunahme der Leistungsbilanzungleichgewichte im Vergleich mit den Jahrzehnten zuvor. Abbildung 4 zeigt, dass die USA in den 1980er Jahren zusammen mit der Aufwertung des US-Dollar bisher unbekannte Leistungsbilanzdefizite realisierten, denen entsprechend hohe Nettokapitalimporte entsprachen. Zusammen mit der Abwertung des US-Dollar ab 1985 und der Abnahme der Kapitalzuflüsse in die USA wurde das Leistungsbilanzdefizit auf etwa Null zurückgeführt. In den 1990er Jahren bauten sich dann neue gewaltige Leistungsbilanzdefizite der USA auf. In den 1980er Jahren standen den Defiziten der USA geradezu spiegelbildlich große Leistungsbilanzüberschüsse Japans und Deutschlands gegenüber. In den 1990er Jahren hatte vor allem Japan große Überschüsse und Deutschland baute erst Ende der 1990er Jahre wieder eine Überschussposition auf. Die Phase nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods ist damit auch ein Phase des Aufbaus von Gläubiger-Schuldner-Verhältnissen zwischen Ländern in einem Umfang, der davor unbekannt war. Die USA sind inzwischen das größte Schuldnerland der Welt. Ihre Bruttoschulden betragen über 2.000 Mrd. US-Dollar, was deutlich über 60% des US-amerikanischen BIP ausmacht (vgl. IWF 2003a).

Abbildung 4: Leistungsbilanzsalden der USA, Deutschlands und Japans in Prozent am BIP



Quellen: IMF, *International Financial Statistics* (2003), OECD, *Statistical Compendium* (2003).

Die Instabilität von internationalen Kapitalströmen, Leistungsbilanzen und Wechselkursen ist jedoch nicht auf die Industrieländer begrenzt, sondern charakterisiert auch die Beziehung zwischen den Industrie- und Entwicklungsländern. Am ausgeprägtesten stellen sich die Volatilitäten im Falle der Schwellenländer dar, denn die ganz armen Entwicklungsländer sind nicht in der Lage, private Kapitalströme anzuziehen und hängen sowieso von öffentlichen Gebern ab. Tabelle 4 zeigt, dass die Länder der Peripherie eine hohe Auslandsverschuldung aufgebaut haben. Ein Teil dieser Schuld ist Leistungsbilanzdefiziten geschuldet, ein anderer Teil dem Umstand, dass sich in den Ländern der Peripherie in der Regel Unternehmen, Banken und öffentliche Haushalte im Ausland verschulden, während die privaten Haushalte gleichzeitig Geldvermögen im Ausland aufbauen. Hier taucht ein zentrales Problem der Weltwirtschaft auf: Internationale Kredite können in peripheren Ländern faktisch nur in US-Dollar, Euro oder Yen aufgenommen werden. Bei allen anderen Währungen ist dies nicht der Fall. Das bedeutet, dass sich ausschließlich Wirtschaftssubjekte in den USA, in der Europäischen Währungsunion oder in Japan in inländischer Währung im Ausland verschulden können. Wirtschaftssubjekte in anderen Ländern müssen sich bei internationalen Krediten in Fremdwährungen verschulden. Dieser Makel, der unverschuldet und ökonomisch äußerst negativ ist, ging als „Erbsünde“ in die ökonomische Debatte ein (Eichengreen/Hausmann/Panizza 2002). Zu der hohen Auslandsverschuldung in vielen dieser Länder gesellt sich noch die Verschuldung in ausländischer Währung aufgrund von Dollarisierung.

Tabelle 4: *Außenverschuldung in Prozent am BIP*

|   | 1981 | 1986 | 1991 | 1996 | 1998 | 2000 |
|---|------|------|------|------|------|------|
| Entwicklungsländer (ohne mittel- und osteuropäische Länder) | 27,8 | 38,4 | 38,6 | 33,8 | 38,1 | 36,0 |
| Afrika  | 31,4 | 55,9 | 62,6 | 57,4 | 70,2 | 67,7 |
| Asien   | 18,6 | 27,1 | 32,9 | 27,8 | 31,6 | 27,9 |
| Lateinamerika   | 39,8 | 51,6 | 39,3 | 35,8 | 37,5 | 38,6 |
| Mittlerer Osten und Europa                                  | -    | 33,2 | 32,0 | 30,2 | 39,2 | 36,7 |

Quelle: IWF, *World Economic Outlook* (verschiedene Jahrgänge)

Sobald Gläubiger und Schuldner in unterschiedlichen Währungen wirtschaften – ob es sich nun um grenzüberschreitende Kredite handelt oder um Fremdwährungskredite innerhalb eines Landes –, taucht ein neues Risiko auf. Mit dem Kredit ist potentiell ein Währungs-Mismatch entstanden, denn der Schuldner verkauft seine Waren möglicherweise im Inland gegen inländische Währung, während er gleichzeitig seinen Schuldendienst in ausländischer Währung leisten muss. Die Makel der Erbsünde besteht also darin, dass in Ländern der Peripherie immer der Schuldner das Wechselkursrisiko tragen

muss und nicht der Gläubiger. Damit wird jeder Kreditvertrag mit einem Währungs-Mismatch durch die makroökonomische Entwicklung insbesondere im Land des Schuldners beeinflusst. Sollte es nämlich zu einer Abwertung der Währung des Schuldners kommen, dann kann der Schuldner in massive Liquiditäts- und Solvenzprobleme kommen, die ohne die Veränderung des Wechselkurses nicht entstanden wären. Denn bei einer Abwertung muss der Schuldner eine größere Summe in inländischer Währung aufbringen, um einen unveränderten Schuldendienst in Fremdwährung leisten zu können. Je höher die Fremdkapitalquote und je stärker die Abwertung, desto ausgeprägter ist der Anstieg der realen Schuldenlast im abwertenden Land. Es läuft hier ein Prozess ab, der dem einer Deflation ähnlich ist. Steigt die Realschuld im Falle der Deflation aufgrund des Wertanstiegs des inländischen Geldes gemessen in inländischen Waren, so steigt bei einer Abwertung die Realschuld aufgrund eines Wertgewinns des ausländischen Geldes gegenüber dem inländischen.

Abwertungen bei hoher Verschuldung von Wirtschaftssubjekten in Fremdwährung sind noch zerstörerischer als Deflationen, da die Zentralbank des abwertenden Landes wenig Mittel hat, eine sich ausbreitende Liquiditätskrise zu bekämpfen. Werden nämlich Banken und Unternehmen, die in fremder Währung verschuldet sind, massenhaft zahlungsunfähig, kann die inländische Zentralbank nicht die Funktion als Lender of Last Resort übernehmen, da sie nicht das Medium schaffen kann, das die Liquiditätsprobleme der Schuldner lindern könnte. Spätestens nach Verbrauch ihrer Devisenreserven muss die Zentralbank einer sich ausbreitenden Zahlungsunfähigkeit von Banken und Unternehmen, die in ausländischer Währung verschuldet sind, tatenlos zusehen.<sup>19</sup>

Bei hoher Verschuldung in Fremdwährung muss davon ausgegangen werden, dass eine Währungskrise automatisch eine Bankenkrise nach sich zieht. Heftige Abwertungen führen aufgrund des Realschuldeneffektes im abwertenden Land zu einer Bankenkrise. Die Bankenkrise zerrüttet das Vertrauen in die abwertende Währung gänzlich und führt zu weiterer Kapitalflucht. Es kommt zur Panik. Dies ist der Punkt an dem jeder Inländer im abwertenden Land, also auch der kleine Vermögende, sein Schäflein ins Trockene bringen will und aus der Währung flüchtet. Die sich verstärkende Abwertung lässt die Realschulden weiter ansteigen und die Bankenkrise verschärft sich. Je mehr das ökonomische Boot kippt, desto mehr tendiert es zu kentern – diese Aussage von Fisher gilt auch hier.<sup>20</sup> In vielen Fällen kann bei Währungskrisen von einer Drillingskrise gespro-

19 Dies ist einer der Gründe, warum eine offizielle Dollarisierung (die Übernahme einer fremden Währung als gesetzliches Zahlungsmittel) kein Finanzsystem schaffen kann, das Entwicklung fördert.

20 In ihrer empirischen Untersuchung von Währungs- und Banken Krisen ab Anfang der 1970er Jahre kommen Kaminsky/Reinhart (1999, 479) zu folgendem Resultat: „Taken together, these results seem to point to the existence of vicious circles. Financial-sector problems undermine the currency. Devaluation, in turn, aggravate the existing banking-sector problems and create new ones. (...) The presence of vicious circles would imply that, a priori, the twin crises are more severe than currency or banking crises that occur in isolation.“

chen werden. Dies meint, dass Währungs- und Banken Krisen mit einem Zusammenbruch des Aktien- und oftmals auch Grundstücksmarktes verbunden sind. Inländische und ausländische Anleger steigen aus Aktien und Immobilien aus, um ihr Geld in ausländischer Währung anzulegen. Die mit Währungskrisen in aller Regel einhergehende restriktive Geldpolitik mit steigenden Zinssätzen tut ein Übriges, inländische Vermögenswerte in ihrem Preis fallen zu lassen. Kommt es zu einem Ausstieg aus Aktien und Immobilien, dann bietet bei der Existenz einer Bankenkrise ein krisengeschütteltes inländisches Bankensystem – ganz abgesehen von der Angst vor Vermögensverlusten aufgrund von weiteren Abwertungen – kaum attraktive Anlagemöglichkeiten. Typischerweise baut sich in Krisenländern vor einer Krise die ausländische Verschuldung in fremder Währung auf, entweder über eine steigende Verschuldung der öffentlichen Haushalte (wie beispielsweise in Lateinamerika in den 1970er Jahren oder in Russland vor der Rubelkrise 1998) oder über einen inländischen Investitionsbooms (wie beispielsweise in Asien vor dem Ausbruch der Asienkrise 1997). Die inländische Kreditexpansion koppelt sich mit einer zunehmender Kreditaufnahme in Fremdwährung, wobei das Kreditangebot dann zu einem beachtlichen Teil aus dem Ausland kommt. Gleichzeitig ergibt sich in vielen Fällen vor der Währungskrise eine Aktien- und Immobilienhaushalte, die das inländische Bankensystem zusätzlichen Risiken aussetzt, zumindest dann, wenn es Immobilien und Aktien hält, Immobilien- und Aktienhaltung finanziert oder Immobilien und Aktien als Sicherheiten bei der Kreditvergabe benutzt.

Nur Länder, die internationale Reservewährungen bereitstellen und nicht von der „Ersünde“ betroffen sind, können sich in inländischer Währung international verschulden. Dies zeigt die einzigartige Konstellation insbesondere der USA und auch der Europäischen Währungsunion in der Weltwirtschaft, die von anderen Ländern nicht imitiert werden kann. Die hohe Auslandsverschuldung der USA löst bei Abwertungen eben keinen Realschuldeneffekt aus. Dies ist gegenüber den Ländern der Peripherie ein unglaubliches Privileg.

#### 4. Die Erosion des Lohnankers

Im Gleichgewicht und langfristig wird das Preisniveau in einer Ökonomie durch die Produktionskosten bestimmt.<sup>21</sup> Kurzfristig kann auch ein Ungleichgewicht auf den Gütermärkten das Preisniveau beeinflussen. Ein Nachfrageüberschuss erhöht dann das Preisniveau, ein Angebotsüberschuss zwingt die Unternehmen zu Preissenkungen. Wir konzentrieren uns hier zunächst auf die

---

21 Der Ansatz geht auf Keynes (1930) zurück. Die Preise der Produktionsinputs bestimmen nach dieser Auffassung den Preis des Outputs. Eine Wertebene, wie in der klassischen und marxistischen Ökonomie, die von einer Preisebene unterschieden werden könnte, gibt es nicht. Allerdings ging auch Keynes (1936) davon aus, dass Wertschöpfung nur durch Arbeit möglich ist. Kapital kann sich einen Teil der Wertschöpfung aneignen, weil es einen Zins gibt, den ein Unternehmen zu bezahlen hat und der aus Unternehmersicht ebenfalls ein Kostenfaktor ist.

Produktionskosten, denn die Unternehmen werden langfristig ihre Preise den Kosten anpassen. In einer geschlossenen Ökonomie ergeben sich die Produktionskosten letztlich durch Lohnkosten<sup>22</sup> und – vereinfacht – durch einen Profitaufschlag. Letzterer entspricht mindestens den Zinskosten.<sup>23</sup> Zwar mögen Änderungen des Profitaufschlags das Preisniveau beeinflussen, aber es sind die Lohnkosten, welche letztlich das Preisniveau bestimmen. Steigen die Lohnstückkosten, dann resultiert daraus eine Lohn-Preis-Spirale, welche einen inflationären Prozess einleitet. Sinken dagegen die Lohnstückkosten, dann sinken in einer Volkswirtschaft die Kosten und das Preisniveau.

Bei einer Erhöhung des Niveaus der Lohnstückkosten gelingt es leicht, die erhöhten Kosten auf die Preise zu überwälzen, da alle Unternehmen von der Kostenerhöhung betroffen werden. Es ist wie bei einer Mehrwertsteuererhöhung, die auch unmittelbar auf die Käufer der Güter- und Dienstleistungen überwälzt wird. Sinken dagegen die Kosten, dann werden die Unternehmen aufgrund des Konkurrenzdrucks die Preise senken. Dies ist auch bei vermachteten Märkten der Fall, wenn der Monopolisierungsgrad nicht gleichzeitig steigt.<sup>24</sup> Die Deflation etwa in den letzten Jahren in Japan zeigt auch empirisch, dass Preissenkungen in der Gesamtwirtschaft möglich sind.

Die Lohnstückkosten hängen wiederum von der Veränderung der nominellen Stundenlöhne und der Veränderung der Arbeitsproduktivität ab. Erhöhen sich die Stundenlöhne stärker als die Produktivität, steigen die Lohnstückkosten mit dem Resultat einer Lohninflation. Steigen die Stundenlöhne weniger stark als die Produktivität oder sinken die Geldlöhne gar, dann versinkt die Ökonomie aufgrund fallender Lohnstückkosten in eine Deflation.<sup>25</sup>

22 Die Lohnkosten umfassen alle Kosten, welche die Unternehmen für Arbeit bezahlen müssen. Also neben den Bruttolöhnen auch die Arbeitgeberanteile zur Sozialversicherung.

23 Die Kosten von Vorleistungen lösen sich in einer geschlossenen Ökonomie in diese beiden Kostenfaktoren auf. Aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung lassen sich unter der Bedingung, dass die geplanten volkswirtschaftlichen Ersparnisse den geplanten Nettoinvestitionen entsprechen, anknüpfend an Keynes (1930) die Kostenfaktoren einer geschlossenen Volkswirtschaft ableiten:  $P = W/Yr + (i \cdot PV)/Yr$  In dieser Gleichung stehen P für das Preisniveau, Yr für das reale Sozialprodukt, W für die von den Unternehmen zu zahlende Lohnsumme in einer Volkswirtschaft, i für den Zinssatz und PV für das eingesetzte Produktivvermögen der Unternehmen, so dass  $i \cdot PV$  die Zinskosten wiedergibt. Der Einfachheit halber soll unterstellt werden, dass die Unternehmen nur mit Fremdkapital arbeiten. In diesem Fall wird implizit unterstellt, dass die Verwertung des Eigenkapitals durch den Zinssatz gegeben wird. Der Zinssatz bestimmt damit opportunitätskostentheoretisch im Gleichgewicht die Verwertungsrate von Eigenkapital. Ohne Probleme könnte auch eine höhere Verwertungsrate für Eigenkapital angenommen werden. Allerdings müssen dann, eher in der Tradition von Kalecki, zur Bestimmung des Mark-Ups über den Zinssatz bestimmte Annahmen über den Monopolisierungsgrad der Ökonomie getroffen werden. Das erste Glied auf der rechten Seite der Gleichung entspricht den Lohnstückkosten, das zweite den Zinsstückkosten (vgl. zur genaueren Analyse Heine/Herr 2003 und 2004).

24 Ein gewinnmaximierendes Monopol wird nach üblicher mikroökonomischer Analyse bei einer Reduktion der Nachfrage seinen Preis senken und nicht konstant halten.

25 Wird  $W/Yr$  in der Gleichung in Fußnote 23 durch die Zahl der Arbeitsstunden H gekürzt, ergibt sich  $w/\pi$  mit  $W/H = w$  als nominellem Stundenlohn und  $Yr/H = \pi$  als durchschnitt-

In einer noch weiter ausdifferenzierteren Analyse könnten noch andere Kosten berücksichtigt werden. Steuer- und Abgabenerhöhungen, welche die Unternehmen treffen, werden wie andere Kosten auf die Preise überwältigt. Die gleiche Logik gilt bei Erhöhungen der Rohstoffpreise – man denke an die inflationäre Wirkung der beiden Ölpreisschocks in den 1970er Jahren – oder einer Veränderung der Preise landwirtschaftlicher Produkte. Berücksichtigt man außenwirtschaftliche Einflüsse, dann wirkt eine Aufwertung deflationär, da die Importpreise sinken<sup>26</sup>, im umgekehrten Fall führen steigende Importpreise zu einem steigenden Preisniveau.

In starken Wachstumsphasen ist das Zusammenspiel einer Lohnkosteninflation und einer Nachfrageinflation, die sich gegenseitig verstärken, typisch. In einer anhaltenden Krisenphase wirken aufgrund einer hohen Arbeitslosigkeit Lohndeflationen und Nachfragedeflationen zusammen. Hohe Inflationen und Deflationen haben somit einen sich selbst verstärkenden Charakter.

Strebt eine Zentralbank eine Inflationsrate von beispielsweise 2,5% an und steigt die Produktivität mittelfristig um 1,5%, dann müssen die Löhne jährlich in etwa um 4% ansteigen, damit die Zielinflationsrate von 2,5% erreicht wird.<sup>27</sup> Eine produktivitätsorientierte Lohnentwicklung, die der Ökonomie als nomineller Anker des Preisniveaus dient, würde somit Lohnerhöhungen implizieren, welche der Zielinflationsrate plus dem Anstieg der mittelfristigen Produktivität entsprechen. Wichtig ist die Annahme der mittelfristigen Produktivitätsentwicklung, da in einem konjunkturellen Abschwung die Produktivität sinkt, weil die Unternehmen Arbeitskräfte nicht so schnell abbauen können wie die Produktion abnimmt. Im Aufschwung steigt die Produktivität dann überdurchschnittlich, da Unternehmen zunächst mit der gleichen Anzahl von Arbeitskräften ihre Produktion ausdehnen können.

Eine produktivitätsorientierte Lohnentwicklung ist ein wesentliches Element einer stabilen Geldwirtschaft. Sie entlastet einerseits die Geldpolitik von der Bekämpfung von Inflationen. Denn beginnt sich eine Lohn-Preis-Spirale in inflationärer Richtung zu drehen, wird die Zentralbank letztlich mittels einer restriktiven Geldpolitik das Wachstum des realen Sozialproduktes abbremsen und die Arbeitslosigkeit erhöhen, was schließlich die inflationären Lohnerhöhungen zurückführt. Noch wichtiger ist der Lohnanker im Falle deflationärer Tendenzen. In einer Deflation verliert eine Zentralbank ihre Steuerungsmacht, da bei sinkendem Preisniveau die realen Zinssätze steigen, ohne dass die Zentral-

---

licher Arbeitsproduktivität. Eine Lohndeflation taucht auf, wenn  $w$  geringer ansteigt als  $\pi$ .

26 Die Stärke des Euro ist daher auch einer der Faktoren, die der Internationale Währungsfonds für die Deflationsgefahren in Deutschland angeführt hat (IMF 2003).

27 Die Europäische Zentralbank strebt eine explizite – also öffentlich bekannt gegebene – Zielinflationsrate von etwas unter 2% an und ist damit eine der restriktivsten Zentralbanken der Welt. Die Bank of England hat ein explizites Ziel von 2,5%. Die US-amerikanische Zentralbank strebt ein implizites Inflationsziel von 3% an (vgl. Heine/Herr 2004).

bank etwas dagegen machen könnte. Sorgt die Zentralbank bei Inflationen für ein stabiles Preisniveau, so ist es der Lohnanker der bei deflationären Tendenzen ein Abgleiten der Ökonomie in eine Deflation verhindern kann.

Eine produktivitätsorientierte Entwicklung des Geldlohniveaus ergibt sich nur, wenn ein rein marktmäßig gesteuerter Lohnbildungsmechanismus verhindert wird.<sup>28</sup> Dies setzt Institutionen voraus, welche die Lohnentwicklung auf dem Arbeitsmarkt steuern. Verschiedene Länder haben verschiedene Institutionalisationen auf dem Arbeitsmarkt, welche die Lohnentwicklung rigide machen. In Kontinentaleuropa dominieren Tarifverhandlungssysteme mit Verhandlungslösungen zwischen Gewerkschaften und Arbeitgeberverbänden. Einen rein über Märkte gesteuerten Lohnbildungsmechanismus gibt es aus gutem Grund nirgends in der Welt. Nationale Institutionen haben sich über Jahrzehnte herausgebildet und spiegeln die jeweils spezifischen historischen Entwicklungswege der verschiedenen Länder wider. Entscheidend ist nicht die historisch spezifische Form, sondern die Funktionsfähigkeit in dem Sinne, dass sich die Löhne in der Tendenz entsprechend der Produktivität plus der Zielinflationsrate entwickeln.

Die Tarifverhandlungen in Deutschland haben gegen die Anforderung einer produktivitätsorientierten Lohnpolitik während der letzten Jahre deutlich verstoßen, da die Lohnsteigerungen zu niedrig ausgefallen sind und Deutschland mit Deflationsgefahren konfrontiert ist. Vor diesem Hintergrund kann man sich über die aktuellen Debatten über die Abschaffung allgemeinverbindlicher Tarifvereinbarungen im deutschen Tarifsystems nur wundern.

In der Europäischen Währungsunion ist, um ein anderes Beispiel zu nennen, die Interaktion zwischen Lohnbildung und Geldpolitik noch völlig offen, was eine Quelle von Lohndumping in Europa werden kann, insbesondere dann, wenn ein so großes Land wie Deutschland bewusst oder unbewusst Lohndumping betreibt (vgl. den Beitrag von Hein/Schulten/Truger in diesem Heft).

In Japan sind es eindeutig die sinkenden Lohnstückkosten, die das Land in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre in eine deflationäre Konstellation gebracht haben (vgl. den Beitrag von Kaiser in diesem Heft).

In den meisten Industrieländern wurden die Gewerkschaften angesichts teilweise hoher und anhaltender Arbeitslosigkeit geschwächt. Es besteht dadurch die zunehmende Gefahr, dass die Marktkräfte auf dem Arbeitsmarkt eine produktivitätsorientierte Lohnentwicklung in immer mehr Ländern aushöhlen und zu Lohnsenkungen führen. Dazu kommt, dass die herrschende Wirt-

---

28 „Die Annahme, dass eine nachgiebige Lohnpolitik ein richtiges und angemessenes Zubehör eines im großen und ganzen auf *laissez-faire* beruhenden Systems ist, ist das Gegenteil der Wahrheit. (...). Das Hauptergebnis dieser Politik [flexibler Löhne, H.H.] wäre eine große Unbeständigkeit der Preise, die so heftig sein könnte, dass sie die Geschäftsberechnungen in einer Wirtschaftsgesellschaft vereiteln könnte, die nach der Art derer funktioniert, in der wir leben.“ (Keynes 1936. 227).

schaftspolitik auf Lohnsenkungen zur Bewältigung des Arbeitslosenproblems setzt und stabilisierende Institutionalisierungen auf dem Arbeitsmarkt abbaut. Eine solche Politik ist in Deutschland nicht neu (vgl. den Beitrag von Michael Heine in diesem Heft), hat aber noch nie zu Erfolg geführt.

## 5. Schlussfolgerungen

Die Deflationsgefahren, die mit dem letzten konjunkturellen Einbruch verbunden waren, sind nicht als einmalige Ausrutscher zu werten, sondern sie signalisieren, dass sich die Weltwirtschaft in eine neue Konstellation hineinbewegt, die auf lange Sicht deflationäre Gefahren beinhaltet. Die Ursache dafür liegt darin, dass der Deregulierungs- und Globalisierungsprozess, der in den 1990er Jahren nochmals an Fahrt gewonnen hat, einerseits zur Abnutzung von Institutionen geführt hat, welche die ökonomische Entwicklung stabilisieren und vor einer Deflation bewahren können, und andererseits Marktkräfte freigesetzt hat, die zu labilen und teilweise sich selbst verstärkenden Prozessen führen.

Es sind insbesondere die folgenden Mechanismen, die deflationär wirken und negative Vermögens- und Erwartungseffekte auslösen.

- Die schleichende Erosion des Lohnankers in vielen westlichen Ländern aufgrund der Schwächung der Gewerkschaften und einer Wirtschaftspolitik, die auf Lohnsenkungen zur Lösung der Massenarbeitslosigkeit setzt.
- Die Zerstörung des nominellen Wechselkursankers, der schon mit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods zerbrach.
- Der Aufbau von hohen Auslandsschulden und Dollarisierung und damit die Gefahr, dass in Ländern der Peripherie Finanzsysteme fundamental durch Wechselkursänderungen und andere Schocks destabilisiert werden können.
- Eine zunehmende Rolle der Börse und damit die Gefahr von Vermögenspreisinflationen und folgenden -deflationen
- Eine Intensivierung der Währungskonkurrenz sowohl am oberen Ende der Währungshierarchie aufgrund der Konkurrenz der Reservewährungen als auch am unteren Ende aufgrund fortschreitender Dollarisierung.

Jeder einzelne dieser Punkte beinhaltet in unterschiedlichem Ausmaß deflationäre Potentiale. Sieht man alle Punkte im Zusammenhang, dann wird der tiefe Wandel der stabilen Marktkonstellation der ersten Jahrzehnte der Nachkriegszeit nach dem Zweiten Weltkrieg in eine Marktkonstellation hoher weltwirtschaftlicher Instabilitätspotentiale deutlich. Ohne eine grundlegende Reregulierung auf verschiedensten ökonomischen Ebenen ist in den kommenden Jahrzehnten mit ernsthaften und zunehmenden Deflationsgefahren in der Weltwirtschaft zu rechnen.

## Literatur

BIS (Bank for International Settlement), (2000): *International Banking and Financial Market Developments, Quarterly Review*, August, Basel.

- Bubula, A. Ötker-Robe (2002): *The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies*. International Monetary Fund, Working Paper 02/155.
- Cooper, R. N. (1999): Should Capital Controls be Banished? in: *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1/1999.
- De Nicoló, G. Honohan, P., Ize, A. (2003): *Dollarization of the Banking System: Good or Bad?* International Monetary Fund, Working Paper 03/146.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U. (2000): *Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption*. Paper Prepared for the Conference "Currency and Maturity Matchmaking", Inter-American Development Bank, Washington DC, November 2002.
- Emminger, O. (1986): *D-Mark, Dollar, Währungskrisen. Die Erinnerungen eines ehemaligen Bundesbankpräsidenten*, Stuttgart.
- Evans, T. (2001): Die Rolle der finanziellen Faktoren im US-amerikanischen Wirtschaftsboom der 90er Jahre. In: *PROKLA* 122, 31. Jg., Nr. 1.
- Evans, T., Heine, M., Herr, H. (2001): Weiche Kurse - Harter Fall? Die außenwirtschaftlichen Perspektiven der US-Ökonomie, in: A. Heise (Hrsg.), *USA - Modellfall der New Economy?*, Marburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2003): *Die internationale Rolle des Euro: die wichtigsten Entwicklungen seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion*, Monatsbericht, November 2003.
- Fisher, I. (1933) The Debt Deflation Theory of Great Depressions, in: *Econometrica*, Vol. 1, 337-357.
- Hahn, F. (1984): Die allgemeine Gleichgewichtstheorie, in: D. Bell, I. Kristol (Hrsg.), *Die Krise der Wirtschaftstheorie*, Berlin u.a.
- Haiduk, K., Herr, H., Lintovskaya, T., Parchevskaya, S., Prieue, J., Tsiku, R. (2003): *The Belarusian Economy at a Crossroad*, Minsk.
- Herr, H. (1992): *Geld, Währungswettbewerb und Währungssysteme. Theoretische und historische Analyse der internationalen Geldwirtschaft*, Frankfurt a.M./ New York.
- Heine, M., Herr, H. (2004): *Die Europäische Zentralbank. Eine kritische Einführung in die Strategie und Politik der EZB*, Marburg.
- Heine, M., Herr, H. (2003): *Volkswirtschaftslehre. Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro- und Makroökonomie*, 3. Auflage, München/Wien.
- Heine, M., Herr, H. (1996): Money Makes the World Go Round - Über die Verselbständigung der Geldsphäre und andere Mißverständnisse. In: *PROKLA* 103, 26. Jg., Nr. 2.
- Kaminsky, G. L., Reinhart, C. (1999): The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, in: *The American Economic Review*, Vol. 89.
- Keynes, J. M. (1930): *Vom Gelde*, Berlin.
- Keynes, J. M. (1936): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, Berlin.
- Kindleberger, C. (1973): *Die Weltwirtschaftskrise*, München.
- IMF (2003): *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options - Findings of an International Task Force*, April, Washington DC: International Monetary Fund.
- IMF (2003a): *International Financial Statistics*, Washington DC: International Monetary Fund.
- Minsky, H. P. (1990): *John Maynard Keynes. Finanzierungsprozesse, Investitionen und Instabilität des Kapitalismus*, Marburg.
- Mundell, R. A. (2000): *Currency Area, Exchange Rate Systems and Monetary Reform*. Paper delivered at Universidad del CEMA, Buenos Aires.
- Obstfeld, M. (1994): *The Logic of Currency Crisis*. National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 4640, Cambridge.
- Riese, H. (2001): *Grundlegungen eines monetären Keynesianismus. Ausgewählte Schriften 1964 - 1999*, Marburg.
- Riese, H. (1986): *Theorie der Inflation*, Tübingen.
- Rogoff, K. (2003): *Globalization and Global Disinflation*, IMF, Washington D.C.
- Scherrer, C. (2001): New Economy: Wachstumsschub durch Produktivitätsrevolution, in: *PROKLA*, 31. Jg., Nr. 1.
- Shiller, R.J. (2000): *Irrational Exuberance*, Princeton.
- Shleifer, A. (2000): *Inefficient Markets*, Oxford.
- Stiglitz, J. (2002): *Im Schatten der Globalisierung*, München.
- Stiglitz, J., Greenwald, B. (2003): *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge.