

Gastbeitrag Peter Bofinger

Zeit für zweites Bretton Woods

Flexible Wechselkurse sind völlig gescheitert. Das zeigt der Yen. - Der Autor Peter Bofinger ist Wirtschaftsweiser und Professor für Volkswirtschaftslehre an der Uni Würzburg.

VON PETER BOFINGER



Peter Bofinger (Bild:  dpa)

Wenn derzeit über eine neue Finanzmarktarchitektur nachgedacht wird, geht es fast ausschließlich darum, eine stabilere Verfassung für die Aufsicht und die Regulierung von Finanzinstituten zu erreichen. Das ist wichtig. Vom Sachverständigenrat wurden hierfür zentrale Reformen vorgeschlagen. Doch neben den Problemen auf der Ebene der Aufsicht gibt es ähnlich gravierende Verwerfungen beim globalen Währungssystem. Die meisten Ökonomen sind der Auffassung, dass der Markt das richtige Organisationsprinzip für die Bestimmung der Wechselkursverhältnisse zwischen Volkswirtschaften sei. Sie vertrauen darauf, dass von einem sich selbst überlassenen Devisenmarkt stabilisierende Wirkungen für die Waren- und Finanzströme ausgehen. Aus diesem Grund lehnen die meisten Volkswirte staatlichen Devisenmarkt eingriffe ab.

Die Realität des Devisenmarktes hat jedoch wenig mit dieser Lehrbuch-Idylle gemeinsam. In den vergangenen Jahren haben flexible Wechselkurse vielmehr wesentlich zur Verstärkung finanzieller Instabilität beigetragen. An erster Stelle ist hierbei der Yen zu nennen. Die japanische Währung hat von Anfang 2005 bis zum Ausbruch der Krise im Juli 2007 um 15 Prozent gegenüber dem Dollar abgewertet, obwohl Japan einen Leistungsbilanzüberschuss von rund vier Prozent bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt aufwies, während in den USA ein Defizit von sechs Prozent bestand.

Die Abwertung des Yen ist einfach zu erklären. Bei Yen-Zinsen von nahe Null besorgten sich Investment-Banken, Hedgefonds und andere Spekulanten ihr Spielgeld in Japan und finanzierten damit riskante Investment in den USA. Der damit einhergehende Umtausch von Yen in Dollar führte zur Aufwertung der US-Währung und bot somit noch ein zusätzliches Schnäppchen. Diese als "carry trade" bezeichnete Strategie störte jedoch nicht nur den Ausgleich der Leistungsbilanzen, sie war eine Quelle

für globale finanzielle Instabilität.

Das Spiel mit dem Yen geriet durch die Finanzkrise ins Stocken, als die US-Notenbank die Zinsen immer weiter senkte. Doch die Spekulanten entdeckten schnell neue Tätigkeitsfelder. Hohe Zinsen gab es etwa in osteuropäischen Ländern, in der Türkei sowie in Neuseeland und Australien. Und so lagen die Dollar-Wechselkurse in diesen Volkswirtschaften noch im Juli 2008 weit über dem Niveau von Anfang 2005. Wiederum ging die Wechselentwicklung in die falsche Richtung, denn es handelt sich dabei um Länder, die teilweise deutlich höhere Defizite aufwiesen als die USA.

Durch die Aufwertungen wurde nicht nur die Anpassung der Leistungsbilanzen gestört, es wurden gleichzeitig massive Fehlanreize für die Kreditnehmer geschaffen. In vielen osteuropäischen Ländern verhielten sich Häuslebauer wie Spekulanten, indem sie sich in Währungen mit niedrigen Zinsen verschuldeten.

Wie gefährlich dieses Spiel ist, hätte man im Februar bei der einsetzenden Abwertung der isländischen Krone erkennen können. Im September schlug dann die Stunde für alle anderen Hochzins-Währungen. Viele sind abgestürzt, ein Ende ist noch nicht zu erkennen. Ähnlich wie in der Asienkrise ist zu befürchten, dass viele Kreditnehmer in Schwierigkeiten geraten werden, wenn ihr Fremdwährungskredit in heimischer Währung gerechnet immer höher ansteigt. Das wiederum destabilisiert das gesamte Finanzsystem.

Diese Fehlentwicklungen verdeutlichen, dass es mit einer besseren Bankaufsicht allein nicht getan ist. Nach dem völligen Scheitern der flexiblen Wechselkurse benötigt die Welt ein neues Wechselkurssystem. Manche schlagen eine Rückkehr zu weltweit festen Wechselkursen vor, wie das im Jahr 1944 in Bretton Woods vereinbart worden war. Doch bei den nahezu vollständig integrierten Geld- und Kapitalmärkten stellt sich heute das Problem, dass es dann ein einheitliches Weltzinsniveau geben müsste. Dass eine solche Konstellation ebenfalls sehr spannungsanfällig ist, zeigt sich schon am Euro-Währungsraum.

Die Lösung muss deshalb darin bestehen, zinspolitische Autonomie mit staatlich kontrollierten Wechselkursen zu vereinbaren. Das klingt schwieriger als es ist. Entscheidend ist, dass Notenbanken die Wechselkurse nicht starr festhalten, sondern sie vielmehr entlang eines Pfades steuern, der von den Zinsdifferenzen zwischen den Ländern bestimmt wird. Das Konzept eines solchen "managed floating" lässt sich am Beispiel des Euro-Dollar-Kurses verdeutlichen. Derzeit liegen die kurzfristigen Zinsen in den USA bei einem Prozent, im Euroraum sind es 3,25 Prozent. Die Zinsdifferenz zugunsten des Euro beträgt 2,25 Prozentpunkte pro Jahr. Die Fed und die EZB müssten dann den Dollar-Eurokurs so steuern, dass der Euro auf Jahresfrist um 2,25 Prozent gegenüber dem Dollar abwertet. Das würde bei einem Kurs von derzeit 1,25 Dollar je Euro in einem Jahr einem Zielwert von rund 1,22 Dollar entsprechen.

Es ist möglich, Wechselkurse auf vorhersehbaren Pfaden zu steuern, ohne die zinspolitische Autonomie opfern zu müssen. Wenn sich die EZB dazu entscheiden würde, die Zinsen auf zwei Prozent zu senken, müsste einfach der jährliche Abwertungspfad des Euro auf 1,25 Prozentpunkte reduziert werden.

Aber können Notenbanken denn Wechselkurse überhaupt gegen den Markttrend steuern? Am Beispiel von Euro und Dollar ist das immer dann möglich, wenn die beiden betreffenden Notenbanken bereit sind, jeweils dann einzugreifen, wenn die eigene Währung zur Aufwertung tendiert. Wenn also der Euro vom Zielpfad nach oben abweicht, müsste die EZB unbegrenzt Dollar gegen Euro ankaufen. Da sie die Dollars mit Euros bezahlt, die sie selbst schaffen kann, ist sie zu einer solchen Intervention unbegrenzt in der Lage. Sollte der Euro vom Zielpfad nach unten abweichen, wäre die US-Notenbank entsprechend in der Pflicht. Wenn die Notenbanken eine solche Strategie unmissverständlich klar machen, würde die Spekulation schnell zur Ruhe kommen. Denn so macht Spekulation keinen Spaß mehr.

Natürlich ist die hier entworfene Skizze alles andere als ein fertiger Bauplan für eine neue globale Finanzarchitektur. Aber sie zeigt, dass heute mit dem "managed floating" eine währungspolitische Konzeption zur Verfügung steht, die bei zinspolitischer Autonomie flexible Kurse ermöglicht, ohne dass man ihr erratischen und zunehmend destabilisierenden Effekte in Kauf nehmen muss. Da im allgemeinen die Zinsen dort hoch sind, wo die Konjunktur überhitzt und die Leistungsbilanz im Minus ist, führt die hier vorgeschlagene Regel nicht nur zu stabileren Kursen, sondern auch zu einem besseren Ausgleich von Ungleichgewichten.

Bei allen ihren gravierenden Kosten hat die Finanzkrise zu einer größeren Offenheit für unkonventionelle Lösung geführt. Die Politik sollte die Chance einer zweiten Bretton Woods Konferenz mutig ergreifen.

Peter Bofinger ist Wirtschaftsweiser und Professor für Volkswirtschaftslehre an der Uni Würzburg.

[document info]

Copyright © FR-online.de 2008

Dokument erstellt am 14.11.2008 um 17:00:02 Uhr

Letzte Änderung am 15.11.2008 um 11:18:30 Uhr

Erscheinungsdatum 15.11.2008

URL: http://www.fr-online.de/in_und_ausland/wirtschaft/spezial_finanzkrise/hintergrund/?em_cnt=1629998&em_loc=3555