

Die gegenwärtige Problematik der Weltwährungsreserven im Lichte der Vorschläge von Keynes

Elke Muchlinski¹ (2009)

Wie gelingt es angesichts der ökonomischen Interdependenz zwischen den Gläubiger- und Schuldnerländern, das Weltwährungssystem zu gestalten? These: Die nominale Zins- und Wechselkurskoordination kann nur im Rahmen eines neuen institutionellen Engagements der G-3 „plus“, somit G-n, gelingen. Institutionen fungieren als Instanzen von Erfahrungen und Wissen in der Ökonomie.

1 Einleitung

Die gegenwärtigen globalen Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen und der rapide Anstieg der Weltwährungsreserven veranschaulichen die ökonomische Interdependenz zwischen den Industrieländern und den aufstrebenden Ländern. Sie verdeutlichen die Abhängigkeit des internationalen Finanzsystems von der Reservewährung US-Dollar und dem Management von Wechselkursen. Zur gegenwärtigen Problematik schreibt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in ihrem 77. Jahresbericht: „Mit Blick auf die Geschichte ist es wichtig wie begrüßenswert, dass sich Gläubiger und Schuldner zunehmend bewusst

¹ Eingereicht 05.10.2008. Dies ist die überarbeitete Version meines Vortrags in der Keynes Gesellschaft am 28.02.2008. Ich danke H.-P. Spahn für kritische Kommentierungen. Die Folien des Vortrags sind auf meiner page als download vorhanden. <http://www.fu-berlin.de/wiwiss/institute/wirtschaftspolitik-geschichte/muchlinski>. Korrespondenz erbitte ich an elke.muchlinski@fu-berlin.de

Die aktuelle Währungsordnung:
Analysen und Reformvorschläge.

Hg. Jürgen Kromphardt
+ Heinz-Peter Spahn (2009)

Metropolis Verlag, Marburg

pp. 151-174

sind, in welchem Maße ihre Geschicke inzwischen miteinander verknüpft sind“ (BIZ 2007, 12). In der aktuellen Diskussion wird oft auf die bilateralen Ungleichgewichte zwischen China und den USA verwiesen. Erst in einer globalen Perspektive ist jedoch erkennbar, dass die Beziehungen zwischen Gläubiger- und Schuldnerländer auf dem in US-Dollar denominierten Finanzbeziehungen basieren. Das Anerkennen der globalen monetären Interdependenzen ist eine wichtige Voraussetzung für das Verstehen und die notwendige Gestaltung, die nur institutionell gelingen kann. An dieser Notwendigkeit ließ auch Keynes (1933) keinen Zweifel, der hinsichtlich der Rationalität internationaler Kapitalströme nicht auf Marktlösungen vertraute, sondern die Rolle und Verantwortlichkeit der Zentralbanken als international agierende Institutionen betonte.² Die Untersuchungen zur ökonomischen Interdependenz, zur Zahlungsbilanzproblematik in historischen Kontexten, zur Leitwährungsfunktion, seine Überlegungen zur Neugestaltung der internationalen Weltwährungsordnung, haben in seinen Arbeiten einen hohen Stellenwert (Moggridge 1986).

Wenngleich den USA ob des Vertrauens der Gläubiger in die hohe Attraktivität des amerikanischen Finanzplatzes die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits bislang gelungen ist, so werden die Stimmen kritischer, die hierin keine lineare Fortschreibung bisheriger Anpassungsprozesse erkennen wollen (Bernanke 2005). Die BIZ schreibt im aktuellen Jahresbericht, dass die problemlose Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits und die moderate Abwertung des effektiven Wechselkurses des US-Dollars nicht darüber hinwegtäuschen darf, dass die überwiegend in eigener Währung verschuldete USA ihre Verbindlichkeiten mit der Abwertung verringern, während „ausländische US-Dollar-Anleger (...) in Dollar gemessen große Verluste erlitten und in ihrer eigenen Währung gemessen noch größere (haben)“ (BIZ 2008, 165).

Auch lässt sich die kühne These eines „weiter so wie bislang“, so möchte ich argumentieren, nicht mit Hinweis auf die Untersuchungen von Keynes begründen. Im Gegenteil: Seine Vorschläge zur Neuordnung der Währungsordnung nach 1944 beinhalten einen hohen Gestaltungs- und Abstimmungsbedarf zwischen den Zentralbanken als den Hauptakteuren, der nicht ohne Lernprozesse gelingen kann. So schlug er einen

² Zur pointierten Darstellung der theoretischen Überlegungen und Vorschläge von Keynes siehe Muchlinski (2005).

symmetrischen Ausgleich zwischen Gläubigerländern und Schuldnerländern vor. Hierzu sollte eine supranationale Institution, die „International Clearing Union“ (ICU) gegründet werden, in der die Zentralbanken der Gründerstaaten die koordinierende Funktion übernehmen (Muchlinski 2005, 60). Keynes führt diesen Gedanken wie folgt aus: „We need a central institution, of a purely technical and non-political character, to aid and support other international institutions concerned with the planning and regulation of the world's economic life“ (1943, 21). Die Symmetrie der Verpflichtungen beinhaltet für Defizitländer die Verpflichtung Zinsen auf ihre Defizite, und für Gläubigerländer Zinsen auf ihre Guthaben an die ICU zu zahlen. Keynes wollte mit den Zinsverpflichtungen symmetrische Anreizmechanismen etablieren, für deren Durchsetzung die Zentralbanken als Mitglieder der ICU zuständig sein sollten.

„The Clearing Union must also seek to discourage creditor countries from leaving unused large liquid balances which ought to be devoted to some positive purpose. For excessive credit balances necessarily create excessive debit balances for some other party. In recognising that the creditor as well as the debtor may be responsible for a want of balance, the proposed institution would be breaking new ground“ (Keynes 1943, 20).

In neuen Entwürfen zur ICU modifizierte Keynes den Sanktionsmechanismus zugunsten der Überschussländer. Für Gläubigerländer sind die Sanktionen in der Endversion zu den Bretton Woods Vereinbarungen nahezu entfallen. Sie sind nur als Unterstützung für den Fall vorgesehen, dass es den Schuldnerländern unmöglich wird, weiter zu importieren.

Dass dieser Vorschlag in den 40er Jahren nicht realisiert werden konnte, ist nicht der theoretischen Unzulänglichkeit geschuldet, wie Keynes' eigene Reflexion verdeutlicht: „We have been very gently towards the creditors because we are a little scared of them“ (Keynes 1943, 35). Die Frage der Durchsetzbarkeit seines Vorschlags richtete sich an den einzigen Gläubiger, an die USA.

Ebenso wenig dokumentieren die seit den 50er Jahren sich vollziehende Entwicklungen in der internationalen institutionellen Zusammenarbeit, dass Keynes' Vorschläge theoretische Fiktion waren. Ein Beispiel ist die thematische Schwerpunktsetzung zur Geschichte und Notwendigkeit der Kooperation der Notenbanken, die von der BIZ im Jahre 2005 organisiert wurde und auf deren Vorschläge ich im dritten Ab-

schnitt zurückkommen werde, da sie im Lichte der Vorschläge des „Keynes-Plans“ gelesen werden können (vgl. BIS Paper 2006).

Meine Ausführungen zielen darauf, die gegenwärtigen ökonomischen Probleme nicht als Naturphänomene wahrzunehmen, da auf dieser Basis ein verantwortungsvolles Handeln nicht möglich ist. Es war Keynes, den Unterschied zwischen Natur- und Sozialwissenschaft in vielen Schriften thematisierend, der die ökonomischen Ereignisse als Resultate von individuellen und gruppenspezifischen Entscheidungen, von Erwartungen, Motiven, Normen, Wünschen, Handlungen und Interaktionen in verschiedenen Marktsegmenten analysierte (Muchlinski 2003). „Economics is being a moral science (...) it deals with introspection and judgments of value. I might have added that it deals with motives, expectations, psychological uncertainties. One has to be constantly on guard against treating the material as constant and homogeneous“ (Keynes 1938, 300). Mit dieser Hervorhebung weist Keynes auf das Problem hin, das entsteht, wenn sich die Ökonomie an die traditionelle Sichtweise der Quantenphysik orientiert, als handele es sich bei ökonomischen Ereignissen um konstante, lineare und homogene Prozesse (Muchlinski 1996).

Darauf auch bezieht sich Akerlofs (2007) Kritik an ökonomischen Theorien und der Modellbildung. Er fordert, die Neutralitätsprämissen („five neutralities“) in der Makroökonomik durch kontextbezogene Prämissen, die Wünsche, Motive, Normen und deren Geltung beinhalten, zu ersetzen und eine interdisziplinäre Zusammenarbeit anzustreben. Kontextbezogene Prämissen sind eben keine universell geltenden Gesetze oder mathematische Theoreme, deren Unbezweifelbarkeit und Wissenschaftlichkeit per se zukomme. Stekeler-Weithofer (1999, 512) schreibt mit Blick auf die mathematischen Deduktionen zugeschriebene höchst-rangigste Form von Wissenschaftlichkeit: „So wenig wie eine poetische Form, etwa Rhythmus und Reim, die Glaubwürdigkeit der mit ihrer Hilfe leichter lernbaren Merksätze erhöht, so wenig definieren Axiome und Deduktionsregeln die Wahrheit der deduzierbaren Sätze.“ Der unbegrenzte Geltungsbereich mathematischer Sätze ist für eine Wissenschaft Ökonomie, die als Erfahrungswissenschaft die Ereignisse in der konkreten Zeit und Situation erklären können muss, will sie nicht an gesellschaftlicher Geltung verlieren, nicht akzeptabel. Nur universelle Prämissen können die Unsicherheit, Überzeugungen, Werte, Motive und Normen ausblenden, somit den Anwendungsbezug und den Kontext.

Im zweiten Abschnitt wird auf die gegenwärtige Problematik des Systems der Leitwährungsfunktion und der Weltwährungsreserven eingegangen. Im dritten Abschnitt fasse ich die Vorschläge aus den aktuellen Debatten zusammen und kontrastiere sie mit den Überlegungen von Keynes zur Gestaltung der Weltwährungsbeziehungen.

2 Was ist problematisch am gegenwärtigen System der Weltwährungsreserven?

Gegenwärtige globale Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen und das auf dem US-Dollar basierende System der Weltwährung und Währungsreserven sind erneut Anlass von Kontroversen. Vereinfachend wird im Folgenden von Kapitalbilanz und Leistungsbilanz, den wichtigsten Teilbilanzen der Zahlungsbilanz, ausgegangen. Obgleich diese definitiv ausgeglichen sind, hat sich der Begriff „globale Ungleichgewichte“ für die Beschreibung der damit verbundenen Phänomene einen Platz in der Alltagssprache erobert.

Im Jahre 2004 markierte die BIZ die kritische Grenze des Leistungsbilanzungleichgewicht der USA bei 5% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Diese Markierung ist im Jahre 2008 längst überschritten und liegt bei 6½% des BIP. Dies wird von vielen Ökonomen als ein Indiz dafür gesehen, dass die Zunahme der Verbindlichkeiten der USA von ca. 1 Billion US-Dollar an Vertrauensgrenzen stößt. Es basiert, so Stiglitz (2006) auf der „selbsterstörerischen Logik des Systems“: steigende Verschuldung, Gefahr der Erosion der Leitwährungsfunktion des US-Dollars und der nicht fortgesetzt akzeptierbare Ressourcentransfer von den armen zu den reichen Ländern.

Die Kontroverse über diesen Aspekt ist bislang unentschieden und erstreckt sich vom Anerkennen bzw. Nichtanerkennen der immanenten Gründe des US-Leistungsbilanzdefizits, der passiven n-1-Position der USA bis hin zur Auffassung, dass das US-Leistungsbilanzdefizit finanzierbar sei, wenn nicht unbegrenzt über private Kapitalbewegungen, Portfoliostrome, dann doch über den Aufbau von Währungsreserven in den Gläubigerländern (BIZ 2004, 33f).³

³ Die BIZ weist darauf hin, dass sich das Verhältnis des US-Leistungsbilanzdefizit zum US-BIP seit Mitte der 90er Jahre verdreifachte (ibid); zu den Wachstumsraten

Dennoch ist, so die Kritiker, weder der mit dieser Finanzierung und mit dem rapiden Aufbau von Währungsreserven in den aufstrebenden Volkswirtschaften verbundene Ressourcentransfer unbegrenzt möglich noch für die USA akzeptabel, da er strukturelle Veränderung der US-Binnenökonomie beinhaltet, deren Konsequenzen mit einer fortgesetzten Verschuldung nicht einmal im Ansatz weder für die Weltwirtschaft noch für die US-Binnenökonomie abzuschätzen sind (Ocampo 2007).

Die Leitwährungsfunktion des US-Dollars bedingt, und dieser Aspekt wird in der gegenwärtigen Diskussion oft vernachlässigt, einen Kapitalimportüberschuss, in deren Folge das Leistungsbilanzdefizit und ein damit einhergehendes steigendes Haushaltsbilanzdefizits finanzierbar werden. Der Rest der Welt profitiert temporär von der Rolle, die die USA als „consumer of the last resort“ einnimmt, sie trägt aber langfristig hohe Kosten. Während die USA den Rest der Welt (ROW) mit Leitwährung versorgen, hält diese ROW die gering verzinsten Treasury Bills (T-Bills) als Währungsreserven in ihren Portfolios. Stiglitz (2006, 249) beziffert für die Zentralbanken der aufstrebenden Volkswirtschaften die Summe der daraus resultierenden Opportunitätskosten der mit 1-2% verzinsten T-Bills, gegeben die alternative Verzinsung von 10 bis 15%, mit 300 Milliarden US-Dollar pro Jahr. Er verweist auf das Millenniumsziel der Vereinten Nationen (UNDP 2005), wonach für die Halbierung der Armut exakt diese Summe erforderlich sei. Die Kosten dieses gegenwärtigen Systems der Weltwährung und Währungsreserven sind inakzeptabel und langfristig nicht begründbar. Langfristperspektiven sind, wie Keynes anhand der inakzeptablen Prämissen der Orthodoxie pointiert, keine Handlungsoptionen der Gegenwart. Seine Polemik gegen das klassische Postulat des langfristigen Gleichgewichts auf allen Märkten, die er in seinem Satz „in the long run, we are all dead“ pointiert, bezeichnet die Gegenwart als einzigen Handlungsparameter für Veränderungen.

Zwar sind Auf- und Abschwünge des Vertrauens in den US-Dollar als reguläre Zeitphänomene zu verzeichnen und auch die im Herbst 2007 proklamierten Umschichtungen des Währungsportfolios zulasten des US-Dollars durch einen erneuten Vertrauensschub wieder gestoppt worden, dennoch gibt es wahrnehmbare neue Warnungen hinsichtlich der Stabilität des US-Dollars als Wertaufbewahrungsmedium und Zahlungsmittel.

2007 der globalen Leistungsbilanzsalden gegenüber dem Vorjahr, vgl. Tabelle II.4 im Jahresbericht der BIZ (2007, 22).

Es gilt, so die These der Kritiker des gegenwärtigen Systems, die mit einem weiteren Vertrauensverlust einhergehende unkoordinierte Bewegung aus dem US-Dollar zugunsten eines *koordinierten Ausstiegs* zu vermeiden. Für diesen koordinierten Ausstieg aus der Leitwährung ist es unerlässlich, nun ein anderes als bislang akzeptiertes Verständnis der Abhängigkeiten zwischen Gläubiger- und Schuldnerländern zu erarbeiten, das eine ex-ante Verpflichtung auf ein gemeinsames Ziel der „G-3 plus“ beinhaltet. Darauf komme ich im dritten Abschnitt zu sprechen. Das System der globalen Währungsreserven verlangt nunmehr fundamentale Korrekturen, deren Kosten geringer sein werden als die in Folge des „benign-neglect“ zu erwartenden Kosten eines unkoordinierten Ausstiegs aus dem US-Dollar (Ocampo u.a. 2008).

Welche Motive gibt es für das Halten von Währungsreserven? Zusammenfassend sind fünf Gründe aus der Sicht eines Landes für den Aufbau von Währungsreserven zu nennen:

1. Zur Verteidigung bzw. Abschwächung der Volatilität von festen Wechselkursen.
2. Als Vorsichtsmotiv („self insurance“): Währungsreserven sind ein Teil des Bruttovermögens einer Zentralbank von denen die Auslandsverbindlichkeiten eines Landes abzuziehen sind. In den Standardmodellen ist das Halten von Währungsreserven *eine* Form der Vermögenshaltung, die mit der Bildung von Sachvermögen konkurriert. Die marginalen Erträge aus der Sachkapitalbildung abzüglich der marginalen Erträge aus dem Halten von Währungsreserven ergeben die Nettoalternativkosten des Haltens von Währungsreserven. Diesen Nettoalternativkosten ist der Nutzen aus dem möglichen Einsatz der Währungsreserven gegenüberzustellen.⁴
3. Zur Beeinflussung eines bestimmten Niveaus des Wechselkurses im System floatender Wechselkurse.
4. Als Ausweis der Kreditwürdigkeit des Landes.
5. Zum Zwecke der Importfinanzierung von drei bis fünf Monaten.

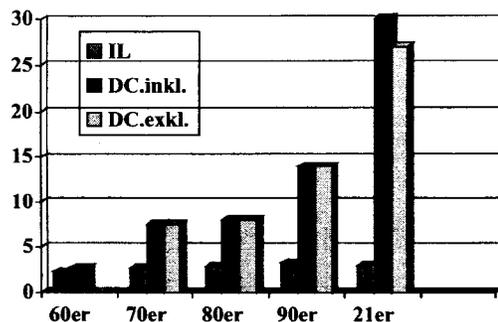
Auch wenn diese fünf Gründe sinnvolle Überlegungen für den Aufbau von Währungsreserven eines jeweiligen Landes darlegen, ist aus der Per-

⁴ Zu diesem Optimierungskalkül siehe Clark (1970) und Jarchow/Rühmann (2002).

spektive eines Landes nicht additiv auf ein Weltmodell zu schließen ohne eine „fallacy of composition“ (Keynes) zu begehen. Das Ganze ist nicht die Summe seiner Einzelteile.

Die BIZ untersucht im 77. Jahresbericht die Entwicklung der Währungsreserven in den aufstrebenden Volkswirtschaften und bemerkt: (2007, 109): „Obwohl sich die ‚angemessene‘ Höhe von Reserven nur schwer mit Genauigkeit bestimmen lässt, dürfte der Reservenbestand mehrerer Volkswirtschaften deutlich über den Standardmaßen für eine angemessene Kapitalausstattung liegen, die allein auf Liquiditätsüberlegungen beruhen“. Aufschlussreich ist in diesem Zusammenhang das Verhältnis der Währungsreserven zu den Importen. Die Untersuchung der BIZ lässt keinen Zweifel daran, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen der abnehmenden Volatilität der Wechselkurse in Asien und dem rapiden Aufbau der Währungsreserven, im Verhältnis zum BIP, besteht.

Anteil der Währungsreserven im Verhältnis zum BIP



Eigene Darstellung nach Daten von Rodrik (2006). IL: Industrieländer, DC.inkl.: Developing Countries inklusive China, DC.exkl.: Developing Countries exklusive China.

Die Länder Asiens haben den Wert ihrer Währungsreserven in den 70er/80er Jahren von 6 bis 8% des BIP erhöht, in den Jahren 2001 bis 2005 verdoppelt und Ende 2006 auf ca. 27% des BIP gesteigert. China

erreicht 30% des BIP und hält 20% der Weltwährungsreserven. „Ende 2006 betragen (die Währungsreserven) \$ 3 Billionen oder rund 27% des BIP dieser Volkswirtschaften. Der Aufbau von Währungsreserven in China machte einen großen Teil der Zunahme im vergangenen Jahr aus (fast 44%)“ (BIZ 2007, 54). Die vorstehende Graphik gibt einen Überblick nach Ländergruppen.

In der Literatur werden zwei zentrale Gründe für den rapiden Anstieg der Währungsreserven in den aufstrebenden Volkswirtschaften genannt: Erstens die Instabilität des Weltfinanzsystems und des Systems globaler Währungsreserven. Zweitens das Prozedere des IWF gegenüber den Ländern Asiens in den 90er Jahren, die nunmehr mit der Aufstockung von Währungsreserven einen höheren Grad an Unabhängigkeit ihrer Wechselkurspolitik und von Krediten des IWF erreichen (BIZ 2007, 54). Dabei scheint die „Selbstversicherung“ (vgl. ii) das Hauptmotiv des Aufbaus von Währungsreserven gegenüber befürchteten Abhängigkeiten vom Internationalen Währungsfonds zu sein, wenngleich es nicht darüber hinwegtäuschen darf, dass dieses Motiv kein Ausdruck eines nationalen Egoismus ist, sondern ein Handlungsmotiv im gegenwärtigen System der Weltwährung. Es ist ein Vorsichtsmotiv, das eine den Kontext reflektierende Beurteilung, die Keynes als „conventional judgment“ beschreibt, zum Ausdruck bringt (Muchlinski 2003). Ich komme darauf im 3. Abschnitt zu sprechen. Dieses Motiv geht über das „Greenspan-Guidotti-Fisher“ Kriterium hinaus, das den Aufbau von Währungsreserven analog der kurzfristigen Verbindlichkeiten konzipiert (Aizenman/Lee 2007).

Die BIZ (2007) erörtert, dass im Unterschied zu den 90er Jahren die aktuellen Leistungsbilanzüberschüsse die Quellen der Devisenzuflüsse sind, vor allem Direktinvestitionen und Bankkredite, nicht aber Portfolioinvestitionen. In einer früheren Analyse zu den Motiven des Reservenbaus betonte die BIZ (2004, 105ff), dass der Aufbau von Währungsreserven in Japan und in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den Jahren 2002 bis 2004 auf die einseitigen Interventionen der Zentralbanken zurückgeht, die dafür sorgten, dass die Abwertung des US-Dollars und damit die Korrektur des Defizits der Leistungsbilanz der USA abgeschwächt worden ist. Hierin sieht sie einen beachtenswerten Unterschied zum Verhalten der Europäer in den 80er Jahren, die im Zuge des Plaza Abkommen (1985) und Louvre Accords (1987) in einer konzentrierten Aktion die Abwertung des US-Dollars und damit Korrekturprozesse des Leistungsbilanzdefizits unterstützten.

Adam Posen vom *Institute of International Economics* in Washington sieht den Erfolg der asiatischen Länder in der Kombination von schwacher Währung, hoher Spar- und Exportquote, und nennt dies eine merkantilistische Strategie, die auch eine Rückkehr zur *beggar-thy-neighbour-strategy* impliziert.⁵ In der Literatur zu „Bretton-Woods II“ wird diese Strategie des Aufbaus von Währungsreserven in den asiatischen Ländern als Motiv der Verteidigung eines festen Wechselkursniveaus und als Ausdruck der Bereitschaft der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits der USA beurteilt (Dooley u.a. 2003). Dabei wird unterstellt, dass die Vorteile einer Wechselkursstabilität die Nachteile der Akkumulation der Währungsreserven überwiegen.

In einer bilateralen Perspektive lautet der Vorwurf an China, es verfolge eine *beggar-thy-neighbour-strategy*, die eine moderate Version der von Japan in den 80er Jahren praktizierten „bashing policy“ sei. McKinnon (2006: 8) entgegnet: „The trade imbalance between China and the United States results from high saving in China combined with low saving in the US, neither of which is predictably affected by the Yuan/Dollar exchange rate.“ Er analysiert die Abhängigkeit zwischen China und den USA jenseits der Frage eines „richtigen“ Wechselkurses. Er fokussiert auf das internationale Finanz- und Währungssystem, das den Kontext für das Handeln Chinas bildet. China kann trotz hoher Ersparnisse und Währungsreserven nicht in der eigenen Währung international Kredite vergeben. Das Problem wird in der Literatur als „the conflicted virtue“ thematisiert und verweist auf die internationale Rolle des US-Dollars als Anker-, Reserve- und Interventionsmedium. Dass dieses langfristig ein tragfähiges System sei, steht hier zur Diskussion.

Zwei Drittel der globalen Währungsreserven in den Portfolios der Zentralbanken werden in US-Dollar gehalten. Der Anteil des US-Dollars ist zwar von 84% (1973) auf 65,9% (2004) gesunken, dennoch liegt er alternativlos weit vor dem Euro mit 24,9% (2004), wie Eichengreen (2007, 135) in seiner Untersuchung mit Blick auf die fehlende Bereitschaft der Europäer, mit dem Euro in eine Leitwährungsfunktion hineinzuwachsen, ausführt.

Ogleich die Länder Europas bzw. der Europäischen Währungsunion anders als die Länder Asiens als „epistemic community“ beschrieben

⁵ Seit der Asienkrise verfolgen die asiatischen Länder die Strategie der Leistungsbilanzüberschüsse, vgl. Adam Posen, <http://www.iie.org>.

werden können, da sie sich seit mehr als fünf Dekaden auf gemeinsame währungspolitische Ziele und auf weitere Schritte der Europäischen Integration verpflichten, kann angenommen werden, dass ähnlich den Ländern Europas die asiatischen Länder, über deren Rolle als „epistemic community“ nicht an dieser Stelle geurteilt werden kann, langfristig kein Interesse daran haben, einen hohen Bestand an wertinstabilen Währungsreserven zu halten.

Die Begriffe „epistemic community“, „beliefs“ und „persuasions“ liefern wichtige Konzepte für die Untersuchung, wie aus Ideen, Motiven, Wünschen und Überzeugungen Institutionen entstehen und wie deren Lernen zu ihrer Fortentwicklung beiträgt (Haas 1992, 3). Mit diesen Konzepten wird beispielsweise die Entstehung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion erklärt (Parsons 2002). Keynes verwendet „beliefs“ und „persuasions“ ebenso nicht als Beschreibungen von mentalen Zuständen, sondern als handlungsanleitende Motive, Überzeugungen und Erwartungen, die für die Gestaltung von internationalen Währungsbeziehungen relevant sind.

3 Die aktuellen Vorschläge im Lichte der Vorschläge von Keynes oder die Verantwortung der Zentralbanken

„We can hardly imagine that the common market will passively allow the U.S. to manipulate the Dollar exchange rate in the interest of US domestic stabilization. Nor can we imagine the reverse. International coordination of interest rate policy will be essential in a regime of floating rates, no less than in a fixed parity regime“ (Tobin 1978, 156).

In seinem Vortrag erörtert James Tobin, warum Geldpolitik bzw. Zinspolitik international auch nicht von den USA dauerhaft gegen den Rest der Welt durchzusetzen ist. Tobins Vorschlag zur Koordination der Zinspolitik ist an die Handlungsoptionen der Zentralbanken adressiert und eine Konsequenz der folgenden Überlegung, die er von Keynes übernimmt: „Monetary policy becomes, under floating rates, exchange rate policy. The stimulus of expansionary monetary policy to domestic demand is limited by the competition of foreign interest rates for mobile funds“ (Tobin 1978, 156).

Die seit einer Dekade diskutierten Vorschläge zur Koordinierung der nominalen Zins- und Wechselkursbewegungen fokussieren auf die Koordination der Zentralbanken der USA, Europas und Japan (exemplarisch: Bofinger 2000; Muchlinski 1999). In den aktuellen Vorschlägen wird dieser Handlungsrahmen der G-3 als Mindestvoraussetzung für die Zentralbankkoordination anhand historischer Ereignisse erörtert (Cooper 2006; Truman 2006, 33ff). Angesichts der Akkumulation der globalen Währungsreserven ist eine Erweiterung auf G-10 und G-20 bzw. G-n dringend geboten, wie das Meeting an der Columbia Universität im Februar 2007 dokumentiert. Zu einem zentralen Vorschlag gehört jenseits der Festlegung der monetären Rahmenbedingungen der Zentralbanken der „Hartwährungsländer“ auch, den armen Ländern der G-20 die Finanztransfers in der jeweiligen Inlandswährung zu gestatten. Die Reform des Systems der internationalen Währungsreserven soll dieser Verschuldungsmöglichkeit in der jeweiligen Inlandswährung vorausgehen, da es maßgeblichen Anteil an den immer wieder kehrenden Instabilitäten und dem Ressourcentransfer von den armen zu den reichen Ländern hat. (Chairman's Summary 2007).

Auf der bereits im ersten Abschnitt erwähnten Konferenz der BIZ 2005 wurden die seit ihrer Gründung im Jahre 1930 gesammelten Erfahrungen in den verschiedenen Formen der Koordination von Zentralbanken große Aufmerksamkeit zuteil; das Gelingen der internationalen Koordination ist eine *institutionelle Aufgabe*. Diese ist, wie Simmons (2006) es beschreibt, nicht ein einmal zu lösendes Problem, sondern ein kontinuierliches Bemühen um „understanding of how the economy world works“. Dieses geht über den Informationsaustausch und darüber, wie Daten geschaffen werden, über das bereits bestehende Verständnis hinaus, da es immer das Verständigungshandeln beinhaltet. Simmons verweist in diesem Zusammenhang auf die Prozesse im Rahmen der Diskussionen über die Notwendigkeit von „transparency and accountability“ der Zentralbanken. Wenn das ökonomische Handeln als ein institutionelles Handeln beschrieben wird, geht es nicht um eine konstruierte Dualität von Markt versus Institutionen bzw. Markt versus Staat, sondern um die Erweiterung des begrifflichen Verständnisses von Markt als ein *Handeln in Märkten* und insofern um die Herauslösung des Begriffsverständnisses aus dem klassischen Paradigma.

An dieser Stelle möchte ich auf eine Auseinandersetzung hinweisen (Muchlinski 2003), ohne die Divergenzen und Kongruenzen an dieser

Stelle ausführen zu können (Dostaler 1997; Carabelli/De Vecchi 2001): Auch für „den Markttheoretiker“ Hayek ist, vergleichbar mit Keynes, der Markt nicht als sprachlose und autistische Reflexbewegungen beschreibbar, sondern als ein Diskurszusammenhang:

„Wir fangen erst an, zu verstehen, was für ein subtiles Kommunikationssystem es ist, auf das sich das Funktionieren einer fortgeschrittenen Industriegesellschaft gründet – ein Kommunikationssystem, das wir Markt nennen und das sich als ein wirksamerer Mechanismus zur Nutzung verstreuter Informationen erweist als irgend eines, das der Mensch bewusst geschaffen hat“.⁶

Keynes beschreibt den Markt nicht als „Insel“ oder „Artefakt“, sondern als einen sozialen Ort, der erst durch die Interaktion der Marktakteure entsteht (Muchlinski 2005a). Keynes (1936, 155) erläutert, wie die Akteure über die eigene und die Erwartung anderer Marktteilnehmer im „battle of wits to anticipate the basis of conventional valuation a few months hence“ ihre Handlungsoptionen und Konsequenzen im Vergleich zu den Handlungen und damit ihnen unterstellten Beurteilungen der Situationen anderer Marktteilnehmer unter Unsicherheit zu antizipieren versuchen. Er verwendet durchgehend verschiedene Metaphern, um mit ihnen Kontexte und Handlungsmöglichkeiten zu erschließen. Metaphern bringen Stimmungen, situative Beurteilungen, Erwartungen, die sie tragenden und die ihnen folgenden Handlungen hervor (Fernandois 2003). Keynes (1936, 156) beschreibt mit dieser Metapher ein Sprachspiel, „played by professionals amongst themselves“, das aus den Handlungen der Beteiligten eine Übereinstimmung von Bedeutungen generiert:

„For it is, so to speak, a game of Snap, of Old Maid, of Musical Chairs – a pastime in which he is victor who says *Snap* neither too soon nor too late, who assed the Old Maid to his neighbour before the game is over, who secures a chair for himself when the music stops. Theses games can be played with zest and enjoyment, though all the players know that it is the Old Maid which is circulating, or that when the music stops some of the players will find themselves unseated.“

Das Erzeugen von Kontexten über Metaphern ist gleichbedeutend mit dem Entwerfen einer Landkarte für die Entscheidungsfindung unter Un-

⁶ Hayek (1974, 14). Weiterführend zu Hayek vgl. Wohlgenuth (2008).

sicherheit. „In practice we have tacitly agreed, as a rule, to fall back on what is, in truth, a convention“ (Keynes 1936, 152). Die Konvention kann nicht die Unsicherheit eliminieren, aber der Rückbezug auf eine konventionelle Bewertung einer Marktsituation erzeugt für das Individuum und seine Entscheidung, seine Motive und Handlungen einen sozialen Kontext. Dieser Aspekt ist auch für die Debatte über die Umgestaltung des gegenwärtigen Weltwährungssystems wichtig, denn in der Wahrnehmung und in den Verständigungsprozessen über die Implikationen des globalen Währungssystems manifestieren sich die Potentiale der Neugestaltung (vgl. BIS Paper 2006).

Keynes (1936, 152) betont diesen Aspekt der Bedeutungsentstehung aus einer kontextuellen Beurteilung:

„The essence of this convention – though it does not, of course, work out quite so simply – lies in assuming that the existing state of affairs will continue indefinitely, except in so far as we have specific reasons to expect a change. This does not mean that we really believe that the existing state of affairs will continue indefinitely.“

Konventionen entstehen aus Bedeutungszuschreibungen im Handlungs- und Kommunikationszusammenhang, der von Unsicherheit und begrenztem Wissen umgeben ist. „Knowing that our own individual judgement is worthless, we endeavour to fall back on the judgement of the rest of the world which is perhaps better informed“ (Keynes 1937, 114). Für Keynes ist der Rückbezug auf die Konvention, d.h. darauf, wie andere Marktteilnehmer die Informationen, Markt Ereignisse, Daten im Lichte ihrer Erfahrung, ihres Wissens und bisherigem Verstehen interpretieren und *artikulieren*, notwendig, um handeln zu können. Konventionen sind keine mentalen Zustände, sondern zeigen sich im Sprachgebrauch, im Handeln (Muchlinski 2006).

King argumentiert mit Blick auf die wichtige Rolle der Zentralbanken in der Bewältigung von Finanz- und Währungskrisen – er nennt die Beispiele Brasilien und Japan –, dass Institutionen zu etablieren und zu verändern sind, die die Fähigkeit verbessern, mit den Problemen der Unsicherheit und der Bereitstellung des Geldes als öffentliches Gut umzugehen. Das institutionelle Design der monetären Autoritäten ist nicht ex ante zu bestimmen, sondern, wie ich bereits am Beispiel der BIZ ausführte, eine Prozesskategorie. Institutionen können nicht, so King, vor dem Hintergrund des „veil of ignorance“ ein optimales zeitinvariantes

Design haben, sie sind vielmehr als ein Erfahrungs- und Wissenselement der ökonomischen Wirklichkeit, das kontinuierliche Veränderungen impliziert, zu verstehen. „Institutions thereby become repositories of experience and knowledge which they communicate to society as a whole“ (King 2004, 6). Insofern Institutionen keine Instanzen fixierter Regeln sein können, müssen sie als Teil der Gestaltungsprozesse thematisiert werden. Die Notwendigkeit von Institutionen und ihre kontinuierlichen Veränderungen, die aus der Unsicherheit der Gegenwart und Zukunft und der Unmöglichkeit der ex ante Verpflichtung resultieren, ist nicht als Frage des Lernens über konstante oder homogene Parameter zu konstruieren. Wir können nicht beschließen, niemals von künftigen Ereignissen und Erfahrungen lernen zu wollen.

Die Kooperation von Zentralbanken beinhaltet über die Steuerung der Markterwartungen (Keynes) hinaus die institutionelle Gestaltung des globalen Informationsaustausches, die Kontinuität des Ausbaus der Initiativen zur Diversifizierung der Währungsreservenportfolios⁷, den Ausbau der formellen und informellen Diskussionen über internationale Koordination, d.h. das Bemühen um differenzierte Wahrnehmung, Interaktion, Verständnis der ökonomischen Interdependenzen, Transparenz und Rechenschaft (Muchlinski 2005b).

Die „epistemic community“ der Zentralbanken ist durch die gemeinsame Überzeugung auf das Ziel der Preisstabilität beschreibbar. In der internationalen Koordination wird diese Überzeugung darüber hinaus auf die gemeinsame Orientierung, u.a. auf Formen der Zahlungsbilanzfinanzierung sowie der koordinierenden Zins- und Wechselkurspolitik unter Beachtung regionaler Spezifikationen fortentwickelt. So war beispielsweise in den 50er Jahren die „Europäische Zahlungsunion“ Ausdruck der Kooperationsbereitschaft unter den Europäern, die sich durch Währungskrisen und Lernprozesse von den 60er bis zu den 90er Jahre fortentwickelte. Eine für Zentralbanken gemeinsame Überzeugung ist zweifellos die Einschätzung der Kosten einer nicht koordinierten Handlung, wofür das aktuelle Beispiel die seit September 2007 stattfindenden Kooperationen zwischen den Zentralbanken der USA, Europa, Japan, Schweiz und England sind.

⁷ Zum Aspekt der Diversifikation des Währungsreservenportfolios vgl. IMF Special Data Dissemination Standard (SDDS) in Truman (2006).

Cooper differenziert nun sechs verschiedene Formen des koordinierenden Handelns von Zentralbanken, wobei die begriffliche Tätigkeit, d.h. der Austausch über die Konzepte und Termini der Zentralbanktätigkeit einen hohen Stellenwert einnimmt. Für die Fortentwicklung der Kooperation der Zentralbanken ist der Austausch über die unterschiedlichen Methoden der Produktion von Daten und von Informationen sowie deren Bedeutung und Interpretation, Verständigung über Transmissionsprozesse eine notwendige Voraussetzung. Ein koordiniertes Zentralbankhandeln ist erfolgreich, wenn eine gemeinsame Sichtweise auf die Funktion und Implikation der Tätigkeit der Zentralbank erarbeitet wird (Simmons 2006). Die Beiträge der BIZ-Konferenz liefern exzellentes Material, anhand dessen die paradigmatische Erweiterung des Handelns von Zentralbanken im internationalen Kontext nachvollziehbar wird.

Die Notwendigkeit des Erarbeiten einer gemeinsamen Sichtweise motiviert nun Cooper (2006, 2), die Erörterungen nicht mit dem Setzen einer eindeutigen Definition des Terminus „Internationale Kooperation von Zentralbanken“ abubrechen, sondern aus den unterschiedlichen Alltagshandlungen von Zentralbanken, die sich in verschiedenen Kontexten bewähren, induktiv auf ein verstehbares Konzept zu schließen, das durch Erfahrungen modifiziert werden kann. Er folgt damit der modernen Sichtweise der Theorie der Zentralbanken, sich aus deduktiven Argumentationszusammenhängen zu lösen, um die eigene Handlungsfähigkeit zu verbessern (Muchlinski 2008). Die deduktive Herleitung des koordinierenden Zentralbankhandeln aus einer Prämisse wird als nicht sinnvoll erachtet. Eichengreen (2006, 18) greift diesen Punkt zunächst kritisch auf, „an explicit definition would still have helped to focus thought“, um dann Cooper darin zu folgen, dass die verschiedenen Formen der Koordination von Zentralbanken keine exakte Definition nur um den Preis des Ausblendens der Vielfalt der Handlungsformen erlauben.

Wenn man, so Eichengreen, zu entscheiden hat, welche Handlungsvoraussetzungen geeigneter sind, die exakte, eindeutige, Definition, oder eine Darstellung der verschiedenen möglichen und bewährten Formen des Zentralbankhandelns in verschiedenen Kontexten, so plädiert er für die letztgenannte. Im Sinne dieser induktiven Herangehensweise betont er – im Einklang mit der Mehrzahl der im BIS-Paper (2006) versammelten Beiträge –, dass Zentralbankhandeln ein institutionalisiertes Handeln ist und damit ein zur Verantwortung verpflichtendes Handeln: „central

bank cooperation is focused on the reliance that renegeing on commitments is unprofitably“ (Eichengreen 2006, 18).

Simmons (2006) erörtert koordinierendes Zentralbankhandeln als eine selbstverpflichtende Koordinierung hinsichtlich der Ziel- und Zeitpfade für die Variablen nominale Zinsen und Wechselkurse. Als eine Gestaltungsaufgabe ist es eine Prozesskategorie. Kooperation als „Gestaltungsaufgabe“ beinhaltet Arrangements von finanziellen Unterstützungen. Im Jahre 1996 beispielsweise vereinbarten die Notenbanken von China, Hong Kong, und Malaysia zusammen mit Indonesien, Philippinen und Thailand ein „swap and buyback business“ Arrangement. Kooperation als Gestaltungsaufgabe beinhaltet die Anstrengung, eine gemeinsame Überzeugung und Interpretation von Informationen, Daten, Modellen, Expertisen und über die Wirkungsweisen bestimmter ökonomischer Entscheidungen eine Übereinstimmung der Bedeutung der G-10 und G-20 zu erzielen. Von diesem Prozedere hängt es ab, wie die finanziellen und monetären Ressourcen künftig verteilt werden können. Bedeutungen sind nicht ex ante gegeben, sondern resultieren aus Handeln in sozialen Kontexten (Muchlinski 2008).

Padoa-Schioppa (2006) weist in seiner Retrospektive auf die Kontroversen in den 80er Jahre hin, in der die „house in order doctrine“, wonach ein jedes Land seine „Geld- und Fiskalpolitik“ zu erledigen habe, die Debatten über internationale Koordination dominierte. Kennzeichnend für diese alte Sichtweise sind die Begriffe „Interdependenz“ versus „Kooperation“, die Padoa-Schioppa als eine „fundamentale Asymmetrie“ bezeichnet. In dieser manifestieren sich die Argumente von Gegnern und Befürwortern der internationalen Kooperation und deren divergierende Interessen, Ziele und Motive. Entgegen den in den 80er Jahren dominierenden „Optimierungsansätzen“ konfiguriert heute eine auf Verstehensprozesse und Verständigung fokussierende Sichtweise die Agenda, in der Interdependenz nicht mehr als Restriktion für die binnenökonomische Entwicklung, sondern als eine *Gestaltungsaufgabe* gesehen wird (Muchlinski 1999). Diese Sichtweise knüpft an die Auffassung von Bryant (1995) an, der Ende der 90er Jahre kritisierte, dass die Auseinandersetzung über Möglichkeiten und Formen der internationalen Koordination in der theoretischen Sackgasse verfehlter Optimierungsmodelle („Weltmodelle“) stecke, aus der sich Ökonomen befreien müssten. Hierzu schlug er „kommunikative Gleichgewichte“ anstelle von Weltoptimierungsmodellen vor.

Den aktuellen Vorschlägen ist gemeinsam, dass sie Konventionen als formelle und informelle Institutionen in Marktprozesse einzubetten versuchen, um die Erwartungen der Marktakteure zu stabilisieren (Muchlinski 2001). Die BIZ ist ein exzellentes Beispiel für eine Transformation einer Institution, da sie angesichts neuer weltwirtschaftlicher Phänomene neue Formen der Problemevaluierung und Problemerkörderung entwickelt. Eine Politik des „benign neglect“ kann sich in dieser interdependenten Welt kein Staat leisten.

Hieran nun setzt der Vorschlag von Greenwald/Stiglitz (2008) und Stiglitz (2006) an, die zusammen mit anderen Autoren für einen „koordinierten Ausstieg“ aus dem gegenwärtigen Weltwährungssystem und System der Weltwährungsreserven plädieren. In ihrer Analyse zeigen sie, dass die USA als größte Schuldernation in der „selbstzerstörerischen Logik“ des gegenwärtigen Systems ebenso eingebunden sind, wie die größten Gläubigerländer. In ihrem Vorschlag knüpfen sie explizit an den Keynes-Plan, der Etablierung einer supranationalen Institution, die Keynes „International Clearing Union“ (ICU) nannte und der Einführung des „bancor“ als internationale Währung an (vgl. Muchlinski 2005c).

Die Autoren schlagen die Etablierung einer „global monetary authority“ vor, deren Signatarstaaten – analog der ICU – einen zu vereinbarenden Betrag in den globalen Reservefonds einzahlen und der zunächst für den Ausgleich von Zahlungsbilanzsalden anstelle der nationalen Währung (US-Dollar, Euro) verwendet werden soll. Hierfür erhalten sie ein neu zu schaffendes Weltgeld, den „global greenback“. Stiglitz erläutert nochmals, dass es das Hauptziel von Keynes war, die internationalen Finanzen von der Emission einer nationalen Währung unabhängig zu gestalten (vgl. Muchlinski 2005c). Das jährliche Emissionsvolumen der „global monetary authority“ hängt von dem Volumen der zugeführten Reserven ab.

Hingegen lehnen Greenwald/Stiglitz – aus ähnlichen Gründen wie auch Eichengreen – die Einführung des Euro als zweite „key currency“, Parallelwährung, ab, da dies die Instabilität im Weltwährungssystem eher erhöhen wird:

„As the Euro becomes a reserve currency, Europe too then faces a deflationary bias. Given its institutional structure, a central bank focusing exclusively on inflation and a growth and stability pact restricting the use of expansionary fiscal policy, there are doubts about

whether Europe is able to respond effectively to the consequences of having a reserve currency. If it does not, Europe, and the world, may face strong contractionary pressures“ (Greenwald/Stiglitz 2008, 44).

Ergänzend ist zu ihrer Untersuchung zu sagen, dass mit dem Euro als der einzigen internationalen Leitwährung Europa in die Situation geriete, in der die USA gegenwärtig sind und die England in den 20er Jahren war.

Wohin führen nun diese Überlegungen? Drei Hauptmotive von Keynes sind zu beachten: Er wollte eine symmetrische Anpassung des Ausgleichs der Zahlungsbilanzen von Gläubiger- und Schuldnerländern. Ein weiteres Motiv war die Vermeidung von brachliegender Liquidität. Ferner wollte er mit der Etablierung der ICU und der Einführung des „bancor“ als internationale Währung eine Abkopplung der Weltfinanzen von *einem nationalen Geld* und damit von *einer nationalen Zentralbankpolitik* erreichen. Die Situation, in der die USA und der ROW heute sind, wird aus der Sicht der hier vorgestellten Autoren auch auf das geltende System der Weltwährung und Weltwährungsreserven zurückgeführt.

Abschließende Betrachtung

Ein „weiter so wie bislang“ und eine fortgesetzte Verschuldung der USA als Konsequenz der Leitwährungsfunktion des US-Dollars, der damit verbundene Ressourcentransfer von den armen in die reichen Länder und die gravierenden Umstrukturierungen der Binnenökonomie der USA wird von den in dieser Arbeit vorgestellten Autoren nicht unterstützt. Über Vorschläge zur weiteren Koordinierung der Zentralbanken hinaus wird in dem vorliegenden Beitrag auf den Vorschlag von Greenwald und Stiglitz eingegangen. Dieser Vorschlag entspricht weitgehend dem „Keynes-Plan“ zur Neuordnung der internationalen Finanz- und Währungsbeziehungen, den er in den Verhandlungen zur Bretton-Woods-Konferenz vortrug. Auf die Darlegung der Etappen der verschiedenen von Keynes vorgetragenen Entwürfe und Veränderungen und vor allem Begründungen seiner Vorschläge wurde hier nicht erneut eingegangen (vgl. Muchlinski 2005c).

Bezogen auf die Probleme des gegenwärtigen Systems der Währungsreserven besteht unter den Autoren Konsens darüber, dass diese vorrangig dem Motiv der Importfinanzierung dienen sollen, während die anderen vier Motive des Reservenaufbaus (i. bis iv.) entfallen. Somit könnten

Währungsreserven in den Regionen investiert und als genossenschaftliches Unterstützungssystem genutzt werden. Damit wird der Ressourcentransfer von den armen in die reichen Länder gestoppt. Grenwald und Stiglitz sehen in ihrem Vorschlag einen Weg zum „koordinierten Ausstieg“ aus dem gegenwärtigen System, der einem unkoordinierten Ausstieg aus dem US-Dollar wegen höher eingeschätzter sozialer Kosten und Risiken vorgezogen und als notwendig erachtet wird.

Keynes folgend, sprechen die in der vorliegenden Arbeit erwähnten Autoren von der Notwendigkeit der symmetrischen Verantwortung zwischen Gläubiger- und Schuldernationen, die institutionell ausgebaut und etabliert werden muss, um ein tragbareres System zu deren Bewältigung zu schaffen. Hierzu soll die „global monetary authority“ einen Anfang leisten. Das Weltgeld „global greenback“ wird nicht auf der Basis der, dem logischen Systemfehler entsprechenden, zunehmenden Verschuldung einer Nation (heute die USA), als Reservewährung emittiert, sondern per Koordination der Gründerstaaten der neuen Institution, „global monetary authority“. Hierzu ist eine gemeinsame Überzeugung, eine „epistemic community“, die Voraussetzung, um das unvollendete Projekt von Keynes zu realisieren. Damit soll ein – auch für Keynes – wichtiges Ziel erreicht werden: die symmetrische Verpflichtung von Gläubiger- und Schuldnerländern und die Abkopplung der Emission der Weltwährung von der nationalen Währung und damit einhergehende und beschriebene Phänomene globaler Ungleichgewichte.

Für den koordinierten Ausstieg aus dem gegenwärtigen Weltwährungssystem, System der Weltwährungsreserven und für die Fortentwicklung einer internationalen institutionalisierten Zusammenarbeit (vgl. Chairman's Summary 2007) ist es wichtig, Ökonomie als ein interaktives Zusammenspiel zu verstehen und nicht als einen mechanischen Nachvollzug reflexartiger Reaktionen in der linearen Flugbahn einer Billardkugel. Crockett (2006, 9) pointiert dieses Zusammenspiel der verschiedenen Zentralbanken und internationalen monetären Institutionen auf nationaler und internationaler Ebene als ein Auffinden eines „right modus vivendi between global institutional mechanism, such as the BIS, and the regional groupings (...) as a constructive role“. Ähnlich wie King (2004), der wie bereits erwähnt, Zentralbanken in ihren kommunikativen Funktionen als Erfahrungs- und Wissensinstanzen beschreibt, verstehen die in diesem Beitrag thematisierten Autoren die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich als eine multilaterale Institution, deren Wissen und

Erfahrung mit Handlungsoptionen verknüpft werden kann. Sie präzisieren damit die von Keynes (1943, 21) vorgeschlagene multilaterale monetäre Institution,

„(...) that it is fully international, being based on one general agreement and not on a multiplicity of bilateral arrangements. (...) The Central Banks of all member States (and also of non-members) would keep accounts with the International Clearing Union through which they would be entitled to settle their exchange balance with one another at their par value as defined in terms of *bancor*.“

Literatur

- Aizenman, J., Lee, J. (2007): International Reserves – Mercantilist vs. Precautionary View, Theory and Evidence, in: *Open Economies Review*, Bd. 18/2 (April), S. 191-214.
- Akerlof, G. A. (2007): The Missing Motivation in Macroeconomics, Presidential Address, in: *American Economic Review*, Bd. 9/1, S. 5-36.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) (2006): Fourth BIS Annual Conference, 27-29 June 2005, celebrating 75 years of the Bank for International Settlements, 1930-2005. Monetary and Economic Department, BIS Papers Nr. 27, February 2006, Basel.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), verschiedene Jahresberichte: 74th (2004), 75th (2005), 76th (2006), 77th (2007), 78th (2008) Basel.
- Bernanke, B. S. (2005): The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102>
- Bernanke, B. S. (2007): Speech at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, September 11, 2007, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070911a.html>
- Bofinger, P. (2000): A Framework for Stabilizing the Euro/Yen/Dollar Triplet, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Bd. 11, S. 137-151.
- Bryant, R. C. (1995): International Cooperation in the Making of National Macroeconomic Policies – Where Do We Stand? In: Kenen, P. B. (Hrsg.): *Understanding Dependence, The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton, New Jersey, S. 392-447.
- Carabelli, A., De Vecchi, N. (2001): Individuals, Public Institutions and Knowledge – Hayek and Keynes, in: Porta, P. L. u.a. (Hrsg.): *Knowledge, Social*

- Institutions and the Division of Labour, Cheltenham, Northampton, S. 229-248.
- Chairman's Summary Shadow G-8 (2007): Policy Dialogue, <http://policydialogue.org>.
- Clark, P. B. (1970): Optimum International Reserves and the Speed of Adjustment, in: *Journal of Political Economy*, Bd. 78, S. 356-376.
- Cooper, R. (2006): Almost a Century of Central Bank Cooperation, in: BIS Working Papers Nr. 198, Monetary and Economic Department, February 2006.
- Crockett, A. D. (2006): Reflections on the Future of Central Bank Cooperation. In: BIS (2006), S. 8-11.
- Dooley, M. u.a. (2003): An Essay on the Revived Bretton Woods System. NBER Working Paper, Nr. 9971, September.
- Dostaler, G. (1997): Hayek contra Keynes, A Review Essay, in: *Research in the History of Economic Thought and Methodology*, Bd. 15, S. 317-327.
- Dostaler, G. (2007): Keynes and His Battles. An augmented and revised edition of *Keynes et Ses Combats*, translated by N. B. Mann, Paris 2005, Cheltenham, Northampton.
- Eichengreen, B. (2006): Comment on Richard Cooper's Paper, 'Almost a Century of Central Bank Cooperation', in: BIS Working Papers Nr. 198, Monetary and Economic Department, February 2006, S. 18-19.
- Eichengreen, B. (2007): The Cairoli Lectures – Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods, The MIT Press.
- Fernandois, E. (2003): Kontexte erzeugen – Zur Frage nach der Wahrheit von Metaphern, in: *Deutsche Zeitschrift für Philosophie*, Nr. 51/3, S. 427-442.
- Greenwald, B., Stiglitz, J. E. (2008): A Modest Proposal for International Monetary Reform, Speech at International Economic Association Meeting, Istanbul, June, 2008 (preliminary and incomplete draft), <http://www2.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/>
- Haas, P. (1992): Introduction – Epistemic Communities and International Policy Coordination, in: *International Organization*, Nr. 46/1, S. 1-35.
- Hayek, F. A. von (1974): Die Anmaßung von Wissen, in: Ders.: *Die Anmaßung von Wissen*, Neue Freiburger Studien, hrsg. von W. Kerber, Tübingen 1996, S. 3-15.
- Horsefield, K. J. (1969): The International Monetary Fund 1945-1965 – Twenty Years of International Monetary Cooperation, Bd. III: Documents, Washington, DC, International Monetary Fund, S. 19-35.
- Jarchow, H.-J., Rühmann, P. (2002): Monetäre Außenwirtschaft – Internationale Währungspolitik. Bd. II, 5. Aufl. Göttingen.

- Keynes, J. M. (1933): National Self-Sufficiency, in: *Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. XXI, London, Basingstoke 1973-1989, S. 277-280.
- Keynes, J. M. (1936): The General Theory of Interest, Employment and Money, *Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. VII, London, Basingstoke 1973-1989.
- Keynes, J. M. (1937): The General Theory of Employment, in: *Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. XIV, London, Basingstoke 1973-1989, S. 109-124.
- Keynes, J. M. (1938): Letter to Harrod, in: *Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. XIV, London, Basingstoke 1973-1989, S. 299-301.
- Keynes J. M. (1943): Proposal for an International Clearing Union, in: Horsefield, K. J. (Hrsg.): *The International Monetary Fund 1945-1965 – Twenty Years of International Monetary Cooperation*, Bd. III: Documents, Washington 1969, S. 19-35.
- King, M. (2004): The Institutions of Monetary Policy, in: *American Economic Review*, Nr. 94/2, S. 1-13.
- Kregel, J. A. (2006): Understanding Imbalances in a Globalised International Economic System, in: Teunissen, J. J. u.a. (Hrsg.): *Global Imbalances and the US Debt Problem – Should Developing Countries Support the US Dollar? The Hague*.
- McKinnon, R. (2006): Why China Should Keep its Exchange Rate Pegged to the Dollar, A Historical Perspective from Japan, Stanford.
- Moggridge, D. E. (1986): Keynes and the International Monetary System 1909-1946, in: Cohen, J. S., Harcourt, G. C. (Hrsg.): *International Monetary Problems and Supply-Side-Economics*, Houndsmills, Basingstoke, S. 56-83.
- Muchlinski, E. (1996): *Keynes als Philosoph*, Berlin.
- Muchlinski, E. (1999): *Macropolicy within a Tripolar Regime*. Discussion paper, Free University of Berlin, Department of Economics, <http://www.fu-berlin.de/wiwiss/institute/wirtschaftspolitik-geschichte/muchlinski>
- Muchlinski, E. (2001): Paradigmenwechsel in der monetären Koordination von Zentralbanken? In: *Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft*, Nr. 31/123, S. 285-304.
- Muchlinski, E. (2002): Explicit or Implicit Monetary Coordination? A Consideration of Historical Aspects, in: *Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft, Volkswirtschaftliche Reihe*, Nr. 2002/5, Berlin.
- Muchlinski, E. (2003): Knowledge, Knowledge Sharing and Convention in Keynes' Thinking, in: Helmstädter, E. (Hrsg.): *The Economics of Knowledge Sharing*, Aldershot, S. 115-129.

- Muchlinski, E. (2005a): Kreative Theorieproduktionen – Keynes und Wittgenstein, in: Abel, G. (Hrsg.): Kreativität, XX. Deutscher Kongress für Philosophie, Sektionsbeiträge, Bd. 1, Berlin, S. 969-979.
- Muchlinski, E. (2005b): Central Banks – Reasons to Creative Ambiguity, in: Hölscher, J., Tomann, H. (Hrsg.): Globalization of Capital Markets and Monetary Policy, Basingstoke, New York, S. 130-147.
- Muchlinski, E. (2005c): Kontroversen in der internationalen Währungspolitik – Retrospektive zu Keynes-White-Boughton & IMF, in: Intervention. Zeitschrift für Ökonomie, Nr. 2/1, S. 57-73.
- Muchlinski, E. (2006): Was meint Wittgenstein mit „In der Sprache wird alles ausgetragen“? Berlin.
- Muchlinski, E. (2008): Sprache, Bedeutung und Verstehen in der Ökonomik – Eine „kodierte Sprache“ für die Federal Reserve Bank? In: Kabalak, A. u.a. (Hrsg.): Ökonomie, Sprache und Kommunikation – Neuere Einsichten zur Ökonomie, Marburg, S. 86-117.
- Ocampo, J. A. (2007): The Instability and Inequities of the Global Reserve System, in: DESA Working Paper Nr. 59, Economic & Social Affairs.
- Ocampo, J. A. u.a. (Hrsg.) (2008): Capital Market Account Liberalization and Development, New York.
- Padoa-Schioppa, T. (2006): Interdependence and Cooperation – An Endangered Pair? In: BIS (2006), S. 4-7.
- Parsons, C. (2002): Showing Ideas as Causes – The Origins of the European Union, In: International Organization, Nr. 56/1, S. 47-84.
- Rodrick, D. (2006): The Social Cost of Foreign Exchange Reserves, in: The International Economic Journal.
- Simmons, Beth A. (2006): The Future of Central Bank Cooperation, in: BIS Working Paper Nr. 200, February 2006.
- Stekeler-Weithofer, P. (1999): Wie bestimmen Sprachformen den Horizont einer Wissenschaft? In: Wiegand, H. E. (Hrsg.): Sprache und Sprachen in den Wissenschaften – Geschichte und Gegenwart, Berlin, S. 508-532.
- Stiglitz, J. E. (2006): Making Globalization Work, New York.
- Tobin, J. (1978): A Proposal for International Monetary Reform, in: Eastern Economic Journal, Nr. 4, July/October, S. 153-159.
- Truman, E. M. (2006): Comment on Beth A. Simmons's Paper, 'The Future of Central Bank Cooperation', in: BIS (2006), S. 33-40.
- United Nations Development Programme (2005): Investing in Development – A Practical Plan to Achieve the Millennium Development Goals, London, Sterling.
- Wohlgemuth, M. (2008): Markt als Diskurs, in: Kabalak, A. u.a. (Hrsg.): Ökonomie, Sprache und Kommunikation – Neuere Einsichten zur Ökonomie, Marburg, S. 53-83.

Wechselkursschwankungen als Folge einer Währungsunordnung

Neugestaltung des internationalen Währungssystems im Sinne von Keynes

*Sergio Rossi**

1 Einleitung

Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Regimes im Jahr 1973 erweitern Banken ihre Geschäftstätigkeiten auch territorial. Infolgedessen sind Bankgeschäfte über die Landesgrenzen hinaus gewachsen. Dieser Prozess stellt die Banken vor die Herausforderung, die Liquidität in verschiedenen Währungen und Ländern zu erhalten und zu steuern (Committee 2006b, 6). Einige Banken haben Tochtergesellschaften oder Zweigniederlassungen vor Ort gegründet, während sich andere auf entsprechende Beziehungen mit örtlichen Banken verlassen (Committee 2006b, 10). Fährt der Bankensektor fort, über die Grenzen hinaus zu expandieren und seine grenzüberschreitende Position zu festigen, könnten direkte Beteiligungen von ausländischen Banken an den Zahlungsver-

* Dieser Beitrag basiert auf einem Vortrag, der am 28. Februar 2008 auf der Konferenz „Probleme der internationalen Währungsordnung und internationalen wirtschaftlichen Beziehungen“ in Berlin gehalten wurde. Der Autor dankt Peter Flaschel, Heiner Flassbeck, Jürgen Kromphardt und Heinz-Peter Spahn für ihre Kommentare, und Christine Falken-Großer, Ruth Neuhaus, Tobias Rickert-Löser und Eva Spring für die Übersetzung der englischen Originalfassung. Der übliche Haftungsausschluss gilt.

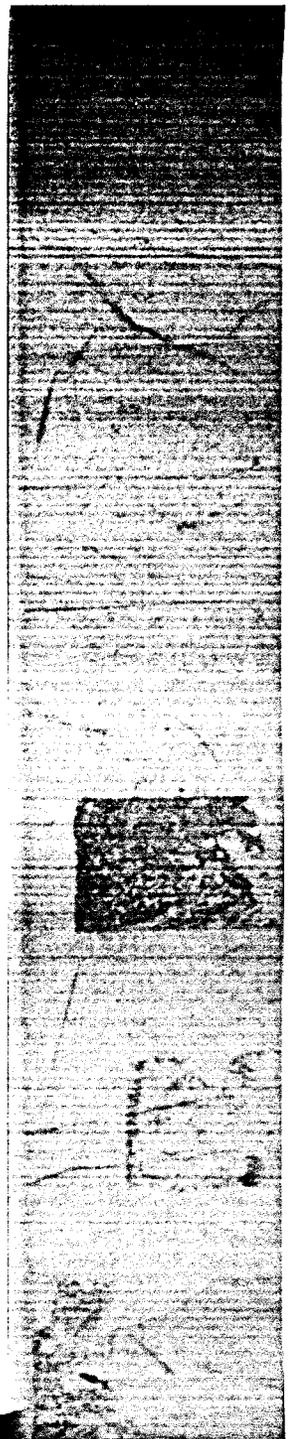
Schriften der Keynes-Gesellschaft

Band 2

**Die aktuelle Währungsunordnung:
Analysen und Reformvorschläge**

Herausgegeben von
Jürgen Kromphardt und Heinz-Peter Spahn

Metropolis Verlag
Marburg 2009



Inhaltsverzeichnis

<i>Jürgen Kromphardt und Heinz-Peter Spahn</i> Einführender Überblick	13
--	----

I Leistungsbilanzdefizite, Währungsreserven und Wechselkursentwicklung

<i>Heinz-Peter Spahn</i> Fundamentaler Dollar-Kurs und Tragfähigkeit des US-Leistungsbilanzdefizits	23
---	----

<i>Sebastian Dullien</i> Wer hat Angst vor der People's Bank of China? Folgen der chinesischen Devisenmarktinterventionen für Europa und China	51
--	----

<i>Heiner Flassbeck, Massimiliano La Marca</i> Global imbalances and destabilizing speculation	75
---	----

<i>Jörg Bibow</i> Internationale Währungsordnung im Umbruch: Wie würde Keynes die globalen Zahlungsbilanzgleichgewichte unserer Zeit bewerten?	109
---	-----

II Reform der Weltwährungsordnung

<i>Elke Muchlinski</i> Die gegenwärtige Problematik der Weltwährungsreserven im Lichte der Vorschläge von Keynes	151
--	-----

<i>Sergio Rossi</i> Wechselkursschwankungen als Folge einer Währungsunordnung: Neugestaltung des internationalen Währungssystems im Sinne von Keynes	175
---	-----

III Stabilität und Instabilität in theoretischen Modellen

<i>Peter Flaschel, Florian Hartmann</i> Rational Expectation Conundrums in a Small Modell of Finance-led World Capitalism	211
Autorenverzeichnis	237

Einführender Überblick

Jürgen Kromphardt und Heinz-Peter Spahn

Leistungsbilanzdefizite, Währungsreserven und Wechselkursentwicklung

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

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