

Diskussionsbeiträge  
des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft  
der Freien Universität Berlin

Nr. 2005/4

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE REIHE

**Otmar Issing und die chinesische Frage –  
Zu seinem Ausflug in die Wechselkurspolitik**

Hajo Riese



ISBN 3-938369-03-5

**Otmar Issing und die chinesische Frage**  
**- Zu seinem Ausflug in die Wechselkurspolitik –**

**Die Vermengung von Leistungs- und Zahlungsbilanzkriterium**

Etwas Erstaunliches ist geschehen. Otmar Issing, renommierter Chefvolkswirt (und zugleich Direktoriumsmitglied) der Europäischen Zentralbank (EZB), hat jüngst (auf einer Konferenz in Zürich) mit einem Ausflug in die Wechselkurspolitik ein Tabu gebrochen, dessen geldpolitische Unantastbarkeit bisher als unumstößlich galt. Das ist aus mehreren Gründen erstaunlich. Denn der Bruch signalisiert eine Abkehr von den heiligen Grundsätzen einer zentral geleiteten Geldpolitik, sei es der Bundesbank unter dem Regime der Deutschen Mark, sei es der EZB unter dem Regime des Euro, indem eine Erweiterung der bisherigen, strikt auf eine Stabilisierung des Preisniveaus gerichteten Geldpolitik zur Diskussion gestellt wird – ein erstaunliches Phänomen deshalb, weil gerade Issing als Repräsentant einer geldmengenorientierten Geldpolitik diese Strategie entscheidend geprägt hat<sup>1</sup>.

Aber es überrascht nicht nur die Abkehr von einem bewusst eng gefassten Aufgabenbereich europäischer Geldpolitik, sondern zugleich auch die Interpretation, der Euro sei allen voran gegenüber dem Dollar gegenwärtig zu hoch bewertet: "Was den Euro-Kurs anbelangt", so Issing wörtlich, "ist die Anpassung abgeschlossen und sogar zu weit gegangen". Das ist deshalb eine bemerkenswerte Interpretation, weil er damit nicht allein die Zahlungsbilanz, sondern darüber hinaus die Leistungsbilanz und damit die Gefährdung der Exportfähigkeit des Euroraumes ins Blickfeld der Geldpolitik rückt. Und um das Maß an Verblüffung voll zu machen, ortet Issing auch noch die Lösung für das steigende US-amerikanische Leistungsbilanzdefizit, das den Eurokurs des Dollar in die Höhe treibt, in Asien, insbesondere in China, das sich beharrlich einer Aufwertung seiner Währung, des Yuan, verweigere und damit die Lösung des Defizitproblems der USA verhindere.

---

<sup>1</sup> Als sog. 'Zwei-Säulen-Strategie'.

Soweit die Fakten. Und soweit deren Interpretation. Aber bei näherem Hinsehen zeigt sich, dass diese Interpretation einer theoretischen Überprüfung nicht standhält, in entscheidenden Punkten einer monetären Außenwirtschaftstheorie widerspricht. Das hat seinen einfachen Grund darin, dass die Unterbewertung bzw. Überbewertung einer Währung für außenwirtschaftliche Beziehungen nicht den analytischen Stellenwert aufweist, den Issing mit seiner Projektion auf die Leistungsbilanz ihr zumisst. Das gilt für die Unterbewertung des Yuan (mit dem Reflex eines überbewerteten Dollar), die China durch einen konstanten Wechselkurs (von derzeit 8,27 Yuan je Dollar) stabilisiert, indem es zu diesem Kurs angebotene Dollar gegen Yuan aufkauft (und dabei zugleich einen freien Kapitalexport in Yuan behindert). Aber es gilt in gleicher Weise für die unterstellte Überbewertung des Euro, dessen "zu weit gegangene" Anpassung an den Dollar Issing offensichtlich auf den bisherigen Verzicht der EZB auf Interventionen in die Preisbildung auf dem Devisenmarkt zurück führt.

Aber dieses offensichtliche Ausspielen des Marktmodells, für das die Geldpolitik der EZB bemüht wird, gegenüber der Interventionsstrategie Chinas, die dessen Geldpolitik vorgehalten wird, beruht auf einer unzulässigen Übertragung des Gütermarktmodells auf monetäre, wechselkursbeeinflusste, durch Leistungs- und Kapitalbewegungen charakterisierte Prozesse. Das fatale Ergebnis dieses fundamentalen Missverständnisses ist die Projektion auf die Leistungsbilanz anstatt, wie es methodisch korrekt wäre, auf die Zahlungsbilanz. Sie führt dazu, dass Issing, *horribile dictu*, in eine merkantilistische Position ableitet, die er dann bezogen auf den (höherbewerteten) Euro als eingeschränkte Wettbewerbsfähigkeit kaschiert. Und, als merkantilistischem Reflex, von China verlangt, dessen Wettbewerbsvorteil gegenüber dem Euro aufzugeben. Denn in Wahrheit bindet das monetäre Marktmodell die Stabilität des Weltwährungssystem oder, sagen wir es bescheidener, außenwirtschaftliche Beziehungen zwischen Währungsräumen keineswegs, wie Issing annimmt, an ausgeglichene Leistungsbilanzen.

Damit aber vermögen sie auch nicht einer stabilitätsinkonformen Wechselkursanpassung das Kriterium zu liefern, gleichgültig, ob sie auf einen marktinduzierten Wechselkurs des Euro oder auf einen interventionsbestimmten Wechselkurs des Yuan gegenüber dem Dollar bezogen wird. Stabilität verlangt keine ausgeglichenen

Leistungsbilanzen, sondern ausgeglichene Zahlungsbilanzen, die sich, in einen entscheidungstheoretischen Kontext gestellt, im Gleichgewicht befinden. Allein diese Kriterien liefern, wie wir sehen werden, dem Beziehungsgeflecht von Dollar, Yuan und Euro die angemessene methodische Grundlage. Und sie allein vermögen den Postulaten der liberalen Ökonomie zu genügen – was im Übrigen bekanntlich der erzliberale Ludwig von Mises bereits gesehen hat, indem er im Primat des monetären Impulses gegenüber den Gütermarktbewegungen den Schlüssel zur Abgrenzung der liberalen gegenüber der merkantilistischen Position erblickte. Aber dann darf man eben nicht, lieber Otmar Issing, die Quantitätstheorie auf ihren real-ökonomischen Kern reduzieren und das Ergebnis als genuinen Ausdruck des Marktmodells verkaufen.

### **Wechselkurspolitik als merkantilistische Strategie**

Damit sind wir einen entscheidenden Schritt weiter. Denn der Blick auf die Zahlungsbilanz zeigt das doppelte Ungenügen von Issings Argumentation. So *überschätzt* er die Bedeutung von Devisenmarktinterventionen des asiatischen Raumes, allen voran Chinas und Japans, für die Destabilisierung des Weltwährungssystems ebenso wie er umgekehrt die Bedeutung der Marktlösung, die sich in der Eurozone bereits zu Zeiten der Deutschen Mark, ebenfalls aber unter dem Zeichen des Euro mit ihrem strukturellen Exportüberschuss herausgebildet hat, *unterschätzt*.

Denn aus Sicht der Zahlungsbilanz ist die Akkumulation von Devisenbeständen eine Form des Kapitalexports, die dank des Umstandes, dass sie einen Aktivposten der Zentralbankbilanz bildet, gegenüber privatwirtschaftlich induzierten Kapitalexporten lediglich die Gestalt der Devisenbilanz bestimmt. An der saldenmechanischen Korrespondenz von Kapitalbilanzsaldo und Leistungsbilanzsaldo ändert sich dadurch nichts. Auch markttheoretisch sollte man den Unterschied zwischen den beiden Formen des Kapitalexports nicht überschätzen, da auch ein privatwirtschaftlich induzierter Kapitalexport in die allgemeine Geldpolitik des Währungsraumes eingebettet ist – und sei es nur deshalb, weil eine Zentralbank die Hoheit über die Diskontpolitik ausübt und damit, so oder so, im Rahmen der Funktionsbedingungen einer Geldwirtschaft der dominierende Marktinterventionist ist. Nicht zuletzt die Devisenpolitik Japans liefert das Musterbeispiel dafür, dass die Übergänge zwischen

zentralbankgesteuertem und privatwirtschaftlich induziertem Kapitalexport fließend sind.

Analoges gilt für die Eurozone. So liefert auch die Marktlösung eines steigenden Euros, die ein schwächelnder Dollar und die sich in seinem Schlepptau befindlichen asiatischen Währungen bewirken, keine Begründung für eine Wechselkurspolitik, die die bisherige freie Preisbildung auf dem Euromarkt konterkariert. Denn der Zahlungsbilanzmechanismus zeigt, dass ein weiterhin steigender Euro jene Kapitalimporte induzieren muss, mit denen sich ein möglicherweise entstehender Importüberschuss finanzieren lässt. C'est tout. Nirgends steht geschrieben, dass die Eurozone oder auch nur die Bundesrepublik Deutschland einen Exportüberschuss aufweisen sollte. Wir werden sehen, dass das Gegenteil zu befürworten ist. Alles andere ist merkantilistisches Denken, das, gibt man ihm darüber hinaus, wie es derzeit populär ist, ein antikeynesianisches Element, eine Substitution der Exportgüternachfrage durch eine Binnennachfrage ausschließt.

Was ist zu tun? Offenbar krankt Issings Argumentation daran, dass sie, unmittelbar oder mittelbar, eine Antinomie zwischen Intervention und Freihandel konstruiert, in der sich das Beharren Chinas auf einem konstanten Wechselkurs des Yuan zum Dollar einerseits und eine sukzessive Aufwertung des Euro andererseits ausdrückt. Dabei wird der steigende Euro als Reflex eines Ungleichgewichts der US-amerikanischen Leistungsbilanz interpretiert, das inzwischen als so gravierend angesehen wird, dass eine isolierte Politik der USA nicht mehr möglich ist. Ein Konsensus mit China wird notwendig – und zur Angelegenheit der gesamten Weltwirtschaft.

### **Die politische Dimension**

Den Angelpunkt der Argumentation bildet die Unterstellung eines Ungleichgewichts, das, so die landläufige Meinung, der sich Issing anschließt, nach einer Korrektur verlangt. Nun muss dessen Existenz, wie wir gesehen haben, auch gar nicht bezweifelt werden. Aber sie muss im Lichte der Zahlungsbilanztheorie relativiert werden, weil nicht sie den Schlüssel zur Deutung der Funktionsbedingungen des gegenwärtigen Weltwährungssystem liefert. Das zeigt sich im Übrigen nachdrücklich daran, dass der Dollar trotz fortgesetzter Beschwörungen seines Zusammenbruchs

relativ stabil geblieben ist, derzeit Schwankungen nicht nur nach unten, sondern durchaus auch nach oben aufweist. Dabei wird gerne übersehen, dass dies keineswegs an korrespondierenden Währungen wie dem Yuan, sondern auch am Dollar selbst liegt. Denn letzterer erhält seinen Stellenwert im Weltwährungssystem nicht allein als eine der frei konvertierbaren Schlüsselwährungen, sondern darüber hinaus als diejenige Weltwährung, die dem Währungssystem den (Wert-)Standard setzt. Dabei zeigt die historische Erfahrung, allen voran am Beispiel des Pfund Sterling, dass auch eine Wertminderung der Währung deren Anlagecharakter nicht aushöhlen muss. So blieb beispielsweise nach dem 2. Weltkrieg das britische Pfund trotz sukzessiver Abwertung die Anlagewährung des Commonwealth.

Der Yuan wiederum kann dem Aufwertungsdruck, den der Zustrom an spekulativem Kapital bewirkt, selbstredend begegnen, indem die chinesische Zentralbank den entsprechenden Gegenwert aufgekauften Dollar neutralisiert. Kurz und gut: Es existiert kein Marktmechanismus, der die Korrektur eines Wechselkurses erzwingen würde, der in Erwartung einer Aufwertung unter Druck gerät<sup>2</sup>. Daran zeigt sich, dass der vielbeschworene Aufwertungsdruck, dem der Yuan derzeit angeblich unterliegt, ein *politischer Druck*, kein ökonomischer Druck ist<sup>3</sup>. Er entspricht der Interessenlage der vorwiegend europäischen Industrieländer (einschließlich Japans), die ihren Status als exportorientierte Volkswirtschaften, die mit einer Beschränkung der Binnen- nachfrage einhergeht, sichern wollen – und, damit korrespondierend, asiatischen Volkswirtschaften einen analogen Status zu verwehren suchen. Dieser nationalistisch-merkantilistischen Denkweise schließt sich Issing an, indem er eine Aufwertung des Yuan einfordert – eine decouvrierende Position, weil sie zugleich nachträglich zeigt, dass der Quantitätstheoretiker Issing unter dem Regime der Deutschen Mark ausschließlich dem wohlfahrtsökonomischen Ziel der Preisstabilität verpflichtet schien, in Wahrheit jedoch stets die merkantilistischen Implikationen dieser Politik einbezog. Nur dass damals einer unterbewerteten Deutschen Mark keine andere Volkswirtschaft, Japan eingeschlossen, Paroli zu bieten vermochte. So

---

<sup>2</sup> Wichtiger als eine Wechselkurskorrektur scheint mir ein (mit dem Zustrom an Kapital einhergehendes) Sinken des Zinssatzes zu sein, weil es den Ertrag der Spekulation vermindert, diese auf Dauer wegen der entstehenden (Opportunitäts-)Kosten unattraktiv macht.

<sup>3</sup> Die Abwehr einer *Abwertungserwartung* kann demgegenüber an marktbedingte Grenzen stoßen, weil eine Spekulation gegen die Währung von der Zentralbank in Fremdwährung zu begegnen ist. Ein jüngstes Beispiel für den Erfolg einer entsprechenden Spekulation liefert bekanntlich Soros' Attacke gegen ein überbewertetes britisches Pfund des Majorregimes.

gesehen, bedurfte es der konterkarierenden Unterbewertungsstrategie Chinas, diese Wahrheit ans Licht zu bringen.

### **Das Primat der Entwicklungsstrategie**

Damit wird deutlich, was zu tun ist. Ausgangspunkt muss die Einsicht sein, dass für sich genommen weder eine Überbewertung noch eine Unterbewertung von Währungen eine Funktionsstörung des Weltwährungssystems indiziert. Bezogen auf den Dollar verlangt dies den Abschied von der Mär, dass das herrschende US-amerikanische Leistungsbilanzdefizit auf Dauer nicht bestehen bleiben könne. Jedermann (und auch Issing) glaubt diese Geschichte ohne zu thematisieren, was sie bedeutet. Denn zumindest die Fakten sprechen dagegen. So hat sich bisher das US-amerikanische Leistungsbilanzdefizit als ein großer Stabilisator der Weltwirtschaft erwiesen, weil es, gleichsam als saldenmechanischer Reflex, zahlreichen Volkswirtschaften eine Exportoffensive ermöglichte und ihnen damit ein Entwicklungspotential schuf. Die USA hat diesen Volkswirtschaften dadurch, in die hier verwendete Terminologie übertragen, eine merkantilistische Entwicklungsstrategie legitimiert, wobei in der Nachkriegsära die europäischen Volkswirtschaften (und nicht zuletzt die Bundesrepublik Deutschland) wie gegenwärtig asiatische Volkswirtschaften (und hier allen voran China) die hervorragenden Beispiele liefern: legitimiert deshalb, weil die Entfaltung eines exportorientierten Entwicklungspotentials dank der hohen Produktivkraft der US-amerikanischen Volkswirtschaft nicht mit deren Entwicklungsdefizit erkaufte worden ist.

Natürlich lässt sich die Möglichkeit einer Krise des Dollars nicht ausschließen: es lässt sich nur schwer diagnostizieren, ob eine Marktkonstellation einer wechselseitigen Unterbewertung und Überbewertung von Währungen ein Gleichgewicht oder ein Ungleichgewicht darstellt, wenn, wie uns die Zahlungsbilanztheorie zeigt, der Leistungsbilanzsaldo als Kriterium entfällt. Ein Blick auf die Wirtschaftsgeschichte, auf das Pfund Sterling als vormalige Weltwährung, lehrt, was geschieht, wenn die Weltwährung (oder auch nur eine Schlüsselwährung) in die Krise gerät. Zwei Varianten sind denkbar, die sich beide beim Pfund Sterling finden. Die radikalere Variante führt zu einer Substitution der Leitwährung; im Fall des Pfund Sterling geschah dies, indem an dessen Stelle der Dollar trat. Aber eine Abdankung der in die

Krise geratenen Währung gelingt nur, wenn eine andere Währung deren Position als Weltwährung einzunehmen vermag, indem sie nun dem Weltwährungssystem den Wertstandard setzt. Denn die Logik eines Weltwährungssystems, die die historische Erfahrung stützt, verlangt eine Währungshierarchie; sie schließt damit die Existenz eines multiplen Währungssystems aus. Das aber heißt, dass im gegenwärtigen Weltwährungssystem bei einer möglichen Krise des Dollars lediglich der Euro die Potenz, allen voran als Vermögensanlagewährung, aufweisen könnte, an dessen Stelle zu treten. Das aber bleibt hochgradig unwahrscheinlich. Issing selbst bestätigt diese Einschätzung, indem ihm der unterbewertete Yuan und nicht etwa der überbewertete Dollar den Maßstab für die geforderte Wechselkurskorrektur liefert.

Das macht die moderatere Variante einer Dollarkrise wahrscheinlich. Sie besteht darin, dass der Dollar zwar unter Abwertungsdruck gerät, dieser aber seinen Charakter als beherrschende Anlagewährung der Weltwirtschaft nicht berührt. Auf die Parallele zum Pfund Sterling des Commonwealth wurde bereits hingewiesen. Die USA wiederum praktiziert diese Koinzidenz von Abwertung und Währungsdominanz bereits seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-System Anfang der 70er Jahre – und ist mit dieser Strategie bis zum heutigen Tage außerordentlich erfolgreich. Erfolgreich nicht zuletzt, weil es sich zugleich um eine milde Form der Schuldenentwertung handelt, indem mit der Dollarabwertung zugleich der Wert der Dollar Guthaben des Auslandes sinkt. Und nichts spricht dafür, dass die USA mit dieser Strategie der Schuldenentwertung in Zukunft Schiffbruch erleiden wird. Vielmehr dürfte sie, gerade unter dem Zeichen eines unterbewerteten Yuan, mit dem China (und andere asiatische Volkswirtschaften) ihre Dollarakkumulation betreiben (und das weiterhin steigende Leistungsbilanzdefizit der USA finanzieren), weiterhin höchst erfolgreich sein.

Aber auch von einer moderaten Dollarkrise lässt sich gegenwärtig, den Auguren zum Trotz, nicht sprechen. Vielmehr übt der Dollar weiterhin, indem seine Überbewertung ein riesiges Leistungsbilanzdefizit der US-amerikanischen Volkswirtschaft hervorruft, seine Stabilisierungsfunktion für die Weltwirtschaft aus. Das genau schafft der chinesischen Volkswirtschaft, ganz entgegen der Einschätzung Issings, die Möglichkeit (und Sicherheit), den unterbewerteten Wechselkurs des Yuan gegenüber dem Dollar aufrecht zu erhalten. Eine derartige Strategie charakterisiert China als ein



Entwicklungsland, besser gesagt, als ein Schwellenland, das zwar über ein Entwicklungspotential verfügt, das jedoch der Entfaltung auf den Weltmärkten bedarf. Damit aber erweist sich der Vorteil, den eine unterbewertete Währung auf den Weltmärkten erbringt, als notwendige Entwicklungsbedingung. Bei Lichte besehen beruht sie sogar auf einer Doppelstrategie, indem eine unterbewertete Währung, die einen Kapitalexport in Form einer Devisenakkumulation impliziert, zugleich den Kapitalimport in Form von Direktinvestitionen erleichtert.

Entwicklungsstrategie heißt somit, dass einem kurzfristigen, temporalen Wohlfahrtsverlust ein langfristiger, dauerhafter Wohlfahrtsgewinn gegenübersteht. An dieser Entwicklungsstrategie führt kein Weg vorbei, weil sie allein eine nachhaltige Entwicklung, als deren Durchsetzung gegenüber der Marktmacht der Industrieländer, erlaubt. Die Bundesrepublik Deutschland und noch stärker Japan bilden in der Nachkriegsära die Musterbeispiele einer derartigen Doppelstrategie – als die beiden Kriegsverlierer, denen es gelang, zu führenden Industrienationen der Welt aufzurücken.

### **Entwicklungsstrategie statt Wechselkurspolitik**

Wiederum bestätigt sich, wie abwegig eine Position ist, die eine administrierte Unterbewertung gegen eine freihändlerische Überbewertung der Währung ausspielt – und dabei doch nur, indem sie erstere als zu leicht befindet, an die Stelle des liberalen Normenkatalogs das Eigeninteresse etablierter Industrieländer setzt. Aus einer entwicklungstheoretischen Perspektive ist deshalb auch die Scheidelinie nicht, wie bei Issing angelegt, zwischen den asiatischen und den europäischen Volkswirtschaften mit einer US-amerikanischen Volkswirtschaft, die dank des überbewerteten Dollars der allseitigen Stütze bedarf, zu ziehen; vielmehr stehen reifen Volkswirtschaften unterentwickelte Volkswirtschaften, also, auf unser Beispiel bezogen, den europäischen Industrienationen einschließlich Japans die Schwellenländer wie China gegenüber. Denn reife Volkswirtschaften bedürfen keiner unterbewerteten Währung, da sie bereits aufgrund ihrer hohen Produktivkraft über jene Marktmacht verfügen, die ihren Status in der Weltwirtschaft begründet.

Ihnen entspricht denn auch ein Freihandel einschließlich eines sich frei bildenden Wechselkurses, wie ihn die liberale Ökonomie postuliert. Demgegenüber bedürfen unterentwickelte Volkswirtschaften der Sicherung ihrer unterbewerteten Währung, weil sie sich gegenüber der Marktmacht der reifen Volkswirtschaften zu behaupten haben. Das heißt wiederum für die reifen Volkswirtschaften, dass für sie mit dem Freihandel, als saldenmechanischer Reflex der unterbewerteten Währung unterentwickelter Volkswirtschaften, eine tendenzielle Aufwertung ihrer Währungen einhergeht. Der steigende Euro spiegelt damit in nuce den entwicklungspolitischen Status der europäischen Industrieländer als reife Volkswirtschaften wider – mit der Konsequenz des subzessiven Abbaus ihres Exportüberschusses. Demgegenüber ist Japan vorzuhalten, dass es weiterhin, sechzig Jahre nach Kriegsende, als inzwischen reife Volkswirtschaft, eine Unterbewertungsstrategie praktiziert, deren Exportdynamik zugleich die Entwicklungsmöglichkeiten unterentwickelter Volkswirtschaften hemmt.

Der Fall Japan zeigt somit, dass dessen Unterbewertungsstrategie völlig anders als diejenige Chinas gelagert ist. Während für Japan das Freiheitspostulat gilt, bleibt es für China, solange dessen Volkswirtschaft unterentwickelt ist, inopportun. Dies, allein dies, gibt dem chinesischen Beispiel seinen entwicklungsstrategischen Stellenwert: als Vorbild anderen Volkswirtschaften zu dienen, diesen jene Entwicklungsbedingungen zu schaffen, die ihnen die Durchsetzung einer Doppelstrategie von Unterbewertung der Währung und Attraktivität von Direktinvestitionen ermöglichen. Dabei haben die europäischen Volkswirtschaften die wichtige Aufgabe, analog zu den USA diese Strategie durch eine liberale Währungspolitik zu stützen. Sie jedoch nicht zu konterkarieren. Die Analogie liefert ihnen somit die USA und nicht, wie Issing es will, China. Und es handelt sich zugleich um eine marktkonforme Antwort auf die chinesische Frage, weil einem starken Euro Wohlfahrtsgewinne zufließen – ein Effekt, den das landläufige merkantilistische Denken mit seiner, von einer schwachen Währung geförderten Exportorientierung zu übersehen pflegt.