

## I. Markttheoretische Diskussion im ausenwirtschaftlichen Kontext

### A. Währungshierarchie und geld- und währungspolitische Einschränkungen in peripherer Währung

Währung als Aussenwert des Geldes bedeutet, dass zwar die inländische Währung als eine Eigenschaft von Nicht-Ressource auf dem ökonomischen Prinzip beruht, aus dem sich die 'Schöpfung' und Vernichtung der inländischen Währung ergibt. Wird eine fremde Währung einbezogen und mit inländischer Währung in Konkurrenz gestellt, schränkt sich bei der betroffenen peripheren Währung die Geldschöpfungs- und Vernichtungsfunktion ein, und zwar je nach Abhängigkeitsgrad von hegemonialer Währung. Dieser eingeschränkte Teil wird wiederum von der ausländischen hegemonialen Währung übernommen. Die Existenz von Währungsvermögen setzt dabei knappgehaltene bzw. bereitgestellte Währung durch die ausländischen monetären Behörden voraus.

Eine dominante Rolle der einheimischen Währung bzw. des Geldes innerhalb der Vermögensbestände bedeutet zunächst eine Existenz der Liquiditätsprämie, die Keynes bereits Mitte der 30er Jahre analysiert hat:

*„...the power of disposal over an asset during a period may offer a potential convenience or security, which is not equal for assets of different kinds, though the assets themselves are of equal initial value. There is, so to speak, nothing to show for this at the end of the period in the shape of output; yet it is something for which people are ready to pay something. The amount (measured in terms of itself) which they are willing to pay for the potential convenience or security given by this power of disposal (exclusive of yield or carrying cost attaching to the asset), we shall call its liquidity-premium”* (Keynes, J. M. (1973a), General Theory, S. 226)

Dabei handelt es sich um die Frage nach der individuellen Haltung des Währungsvermögens, obwohl die Erträge gegenüber anderen Vermögensformen geringfügig sind. Als Antwort bezieht sich Keynes auf die „*ancient distinction between the use of money for the transaction of current and its use as a store of wealth*“. (Keynes, J. M. (1973a), General Theory, S. 168) Eine notwendige Bedingung dafür setzt eine nichtpekuniäre

Liquiditätspräferenz als einen anderen Ausdruck für Unsicherheit voraus, dass Geld als eine Vermögensform der Zahlungs-, Transaktions- und Wertbewahrungsfunktion dient:<sup>20</sup>

*„There is, however, a necessary condition failing which the existence of a liquidity-preference for money as a means of holding wealth could not exist. This necessary condition is the existence of uncertainty as to the future of the rate of interest, i.e. as to the complex of rates of interest for varying maturities which will rule at future dates “ (Keynes, J. M. (1973a), General Theory, S. 168)*

Die dominante Rolle der Währung in der produzierenden Ökonomie drückt sich dadurch aus, dass der Währungszinssatz die Profitrate anderer Vermögensformen bestimmt:

*„My (Keynes') theory, on the other hand, maintains ...that the marginal efficiency of money is determined by forces partly appropriate to itself, and that prices move until the marginal efficiency of other assets falls into line with the rate of interest“ (Keynes, J. M. (1973b), After the General Theory, In: CWK, Vol.14, S.103, Hervorhebung von M.B.)*

Das Währungsvermögen fungiert aufgrund der Vermögensübereignungsqualität als Gravitationskraft gegenüber anderen Vermögensformen (einschliesslich produktivem Sachkapital), wobei die Preisschwankungen innerhalb der einzelnen Vermögensformen eingeschlossen sind. Damit geraten zum einen Real- bzw. Produktionssphäre in Abhängigkeit zur internationalen Geldwirtschaft. Zum anderen ergibt sich daraus die strukturelle Vielfalt bzw. die steigende Warensortimente aus der Determinierung durch die internationale Geldwirtschaft, in der der Marktzinssatz die Profitrate bestimmt. Dabei ist der umgekehrte Kausalnexus ausgeschlossen, d.h. sowohl die Annahme, dass der Fortschritt der Technologie die wirtschaftliche Struktur bestimmt, als auch, dass die steigende Produktion mit den Produktionsfaktoren (Boden, Arbeit und Kapital) in Verbindung zu bringen sei, ist mit diesem Argument nicht vereinbar.<sup>21</sup>

Der begriffliche Unterschied zwischen Riese und Keynes besteht darin, dass bei Keynes jeder Vermögensform per se eine Liquiditätsprämie anhaftet, durch die Aussage, dass die „Kategorie der Liquiditätsprämie“ allein an das „Knapphalten von Geld“ gebunden ist. Letzteres ergibt sich bei Riese aus der Vernichtung bzw. Versorgung der ZB-Noten, durch die eine monetäre Institution beansprucht wird, wobei die ZB im Geldangebotsprozess als Marktteilnehmer fungiert:

*„Das Geldangebot erhält seine markt- und entscheidungstheoretische Qualität dadurch, dass es knappgehalten wird, es ungeachtet seiner kostenlosen Produktion durch die Unsicherheit des Vermögensrückflusses knappgehalten wird“ (Riese, H. (1986b), Theorie der Inflation, S. 63)*

---

<sup>20</sup> Anders als bei Heinsohn und Steiger, ist für die Existenz des Geldes in unsicherer Welt ausser der Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes auch die Zahlungs- und Transaktionsfunktion notwendig. Vgl. Heinsohn, G./O. Steiger (1988), Warum Zins? Keynes und die Grundlagen einer monetären Werttheorie, S. 336

<sup>21</sup> Vgl. Heinsohn, G./ O. Steiger (1988), a.a.O., S. 340

Daraus wird der gesamte Umfang der produzierten Menge im betroffenen peripheren Land bestimmt, mit dem sich wiederum die Einkommensbildung ausdrücken lässt. Die monetäre Zinsbestimmung bedarf dabei laut Riese einer begrifflichen Distinktion zwischen der inländischen ZB-Geldhaltung und der inländischen Geldaufgabe, wobei sich in dem letzteren Begriff sowohl die Forderungen in inländischer Geldeinheit bei unterschiedlichen Fristen, als auch allgemeingültige Budgetrestriktionen im Sinne der Vermögensmarktgleichgewichtsbedingung widerspiegeln.<sup>22</sup> Bei der ZB-Geldhaltung handelt es sich um die inländische Währungsmenge, die entsprechend der angebotsorientierten Währungsversorgung nachgefragt wird. Somit geht es um die von der ZB befriedigten endogenisierten Währungsmenge einerseits und um das durch allgemeingültige Budgetrestriktion bestimmte Vermögensgleichgewicht andererseits.<sup>23</sup>

Auf der internationalen Ebene werden darüber hinaus bei internationalen Kapitalbewegungen die verschiedenen Qualitäten von Währungen vorausgesetzt, in denen sich die Liquiditätsprämie (Preis der „nichtpekuniären Rate“ der Währung) entgegen dem Zinssatz bewegt und die schwachen Währungen der massgebenden hegemonialen Währung gegenüberstehen.

*„Der Logik eines ... Währungssystems entspricht ein Marktgleichgewicht, in dem (währungsspezifische) Liquiditätsprämien unterschiedliche Vermögensqualitäten der Währungen erfassen, die dann durch entsprechende Zinssatzdifferenzen kompensiert werden.“*  
(Riese, H. (2001), Die Schwäche des Euro- ein Problem des Dollar, S.12f.)

Die Liquiditätsprämie weist deshalb in einer Geldwirtschaft und - daraus abgeleitet - in einer internationalen Geldwirtschaft ein konstitutionelles Element auf, weil sie die internationale Geldwirtschaft mit *zinspflichtigen* Schuldkontrakten vorantreibt.<sup>24</sup>

Für die Berücksichtigung der bilateralen Währungskonkurrenz (d.h. zwischen hegemonialem und peripherem Land) bedarf es einer Einführung des Gleichgewichts:<sup>25</sup>

Gleichung 1

$$i_{MH} + l_H = i_{MP} + l_P$$

---

<sup>22</sup> Siehe dazu auch Schröder, K. (2002), Die Stellung des britischen Pfund in der internationalen Währungshierarchie, S. 21

<sup>23</sup> Die Logik der von ZB befriedigten endogenisierten Währungsmenge unterscheidet sich von der Logik von Keynes (in der General Theory) dadurch, dass bei Keynes die Geldhaltung und Vermögenshaltung in der Liquiditätspräferenzfunktion (letzterer als Negativum) synonymisiert ist. Bei Keynes wurde auf der Geldangebotsseite das exogen fixierte Geldangebot  $\bar{M}$  akzeptiert. Dies ist insbesondere dann kein trivialer Unterschied, wenn die Existenz einer Geldangebotsfunktion eine destabilisierende Geldnachfragefunktion bewirkt, in der letztere die Interdependenz von Zinssatz und Geldnachfrage ausser Kraft setzt. Somit bietet die Logik der von ZB befriedigten endogenisierten Währungsmenge gerade in der Krisenzeit eine marktkonforme Lösung an, in der der Paniksituation, in der Geld zu keinem Preis zu haben ist, entgegengesetzt werden kann.

<sup>24</sup> Vgl. Heinsohn, G./ O. Steiger, (1988), a.a.O., S. 341

<sup>25</sup> Man kann das auch beliebig auf mehrere Währungsräume erweitern. Der Sachverhalt ändert sich jedoch nicht. Siehe auch Riese H. (2001), Die Schwäche des Euro – ein Problem des Dollar, S. 13

Dabei stellen  $l_H$  ( $l_p$ ) die Vermögensqualität der jeweiligen Währungen vom hegemonialen und peripheren Land dar, während  $i_{MH}$  ( $i_{MP}$ ) für den Marktzinssatz der hegemonialen und peripheren Währung stehen. Dieses Gleichgewicht der Gleichung (1) besagt, dass sich zum einen die Summe der pekuniären Rate des Marktzinssatzes und der nichtpekuniären Rate des Zinssatzes (hier Liquiditätsprämie) in einem Land (hier im hegemonialen Land) in der Summe des anderen Landes (hier im peripheren Land) widerspiegelt. Zum anderen bestehen die methodischen Vorteile der Gleichung (1) darin, dass das Gleichgewicht einerseits ein Marktergebnis, unabhängig von dem jeweiligen Wechselkurssystem (sei es ein flexibles oder sei es ein festes Wechselkurssystem), ausdrückt. Andererseits ermöglicht die Gleichung einen gleichgewichtigen Zustand aus der Gleichgewichtsbedingung, die mit dem gleichgewichtigen Wechselkurs und der Profitrate vereinbar ist. Somit bedeutet die Konstanz des Gleichgewichts, das aus der Gleichgewichtsbedingung zwischen dem Zinssatz und der Profitrate resultiert, dass die betroffenen Währungen weder unter Abwertungs- noch unter Aufwertungsdruck stehen.

Die unterschiedlichen Vermögensqualitäten der Währungen drücken dann der Preis der Währungshierarchie in der konkurrierenden Situation aus, in der sich die unterschiedlichen Liquiditätsprämien ausdrücken lassen. Eine höhere Vermögensqualität der Währung (die hegemoniale Währung in der konkurrierenden Situation) ist somit als höhere Liquiditätsprämie ( $l_H$ ) auszudrücken, eine niedrigere Vermögensqualität der Währung (eine periphere Währung) als ( $l_p$ ) vice versa.<sup>26</sup> Eine positive Differenz beider Liquiditätsprämien  $l_H - l_p > 0$  drückt die Währungspräferenz aus, indem die Haltungsprämie in der hegemonialen Währung durch eine negative Zinssatzdifferenz ( $i_H - i_p < 0$  und somit  $i_p - i_H > 0$ ) kompensiert werden muss. Formal stellt der obige Sachverhalt folgendes dar:

Gleichung 2  $i_p - i_H = l_H - l_p > 0$

Die obige Gleichung ist nichts anderes als eine Gleichgewichtsbedingung, in der der Marktzinssatz im peripheren Land aufgrund der geringeren Bereitschaft, die periphere Währung zu halten, und folglich, aufgrund der niedrigeren Liquiditätsprämie, höher als der Zinssatz im hegemonialen Land sein muss. Die Verletzung dieser Bedingung ist ein ungleiches Moment, jedoch kein Ungleichgewicht selbst in der Währungskonstellation, da der Zustand des Ungleichgewichts im Rahmen der Gleichgewichtsanalyse keinen dauerhaften Zustand aufweisen kann.

Wird zur Vereinfachung zunächst die Differenz beider Währungspräferenzprämien  $\bar{l}$  als konstant angenommen, wobei die Liquiditätsprämie der dominanten Währung  $\bar{l}_H$  höher als die der abhängigen Währung  $\bar{l}_p$  (und somit  $\bar{l}_H > \bar{l}_p$ ) liegt, tauchen dann zu dem inländischem Zentralbankzinssatz ( $i_{ZZ}$ ) und

---

<sup>26</sup> Die Ausdrücke „die hegemoniale“ und „eine periphere“ Währung kommen zustande, weil neben der agierenden dominanten Währung zahlreiche andere, davon beeinflusste, Währungen existieren.

inländischen Marktzinssatz ( $i_p$ ) zwei Zinssätze – der ausländische Zentralbankzinssatz ( $i_{ZH}$ ) und der ausländische Marktzinssatz ( $i_H$ ) – im hegemonialen Währungsland auf.<sup>27</sup> Um die geld- und währungspolitischen Einschränkungen in peripherer Währung beleuchten zu können, nimmt man weiterhin an, dass der aus den Abweichungen des aktuellen und erwarteten Wechselkurses resultierende Wechselkurseffekt ( $e - E(\dot{e})$ ) zunächst ausgeschaltet bleibt. Dann ist

1) der  $i_{ZH}$  ein von der ZB in hegemonialer Währung gesteuerter kurzfristiger Zinssatz, welcher sowohl den eigenen einheimischen Geldmarkt als auch den Devisenmarkt beeinflusst. Die asymmetrische kurzfristige Zinssatzauswirkung drückt sich so aus, dass sich der Zinssatzeinfluss durch die hegemoniale ZB auf dem Devisenmarkt im Vergleich zu dem peripheren Zinssatz von der peripheren ZB grösser auswirkt, was sich wiederum im Abhängigkeitsgrad der peripheren Währung von der hegemonialen Währung zeigt. Das liegt vor allem daran, dass das ZB-Geld in hegemonialer Währung eine hohe Liquiditätsprämie, also eine hohe 'Schöpfungs-' und Vernichtungsfunktion aufweist.

2) Der andere  $i_H$  drückt den vom Vermögensmarkt gleichgewichtigen Zinssatz im hegemonialen Währungsraum aus, welcher in einer einfachen Form der ewigen Zeitdauer durch den Zusammenhang mit dem reziproken Wert zwischen dem Marktzinssatz  $i_{MH}$  und dem Vermögenswert im hegemonialen Land  $V_H$  bestimmt wird, also durch  $V_H = 1 / i_{MH}$ .<sup>28</sup> Dabei wird die Einkommensbildung durch einen vorgegebenen normalen Profit im hegemonialen Land ( $Q_H = \bar{Q}_H$ ) erfasst.<sup>29</sup> D.h. unter der Gleichgewichtsbedingung entspricht der vom Vermögensmarkt gleichgewichtige Zinssatz der aus dem Produktionssystem resultierenden Profitrate, wobei bei *Windfall*-Gewinnen (bzw. -Verluste) deren Abweichungen zulässig sind.<sup>30</sup> (Zur Analyse des monetär gesteuerten Produktionssystems, siehe Kapitel I.D.3.)

3) Der  $i_{ZP}$  ist ein von der einheimischen peripheren ZB gesteuerter kurzfristiger Zinssatz. Durch die ZB-Politik wird der kurzfristige Zinssatz sowohl auf dem einheimischen Geldmarkt als auch auf dem Devisenmarkt beeinflusst. Dabei liegt eine eingeschränkte Einflussmöglichkeit der peripheren ZB auf der Hand. Denn das Ziel, sowohl den inländischen Geldmarkt als auch Devisenmarkt in hegemonialer Währung (und folglich den Wechselkurs) zu steuern, stellt in der Regel eine Zwickmühle dar. Für die inländische konjunkturelle Stimulierung (bzw. Nicht-Gefährdung der konjunkturellen Lage) bedarf es einer niedrigen Zinspolitik, für die Stabilisierung des Wechselkurses (insbesondere im Fall des gestiegenen

<sup>27</sup> Dagegen genügen im Inland - ohne Berücksichtigung der konkurrierenden Währung - zwei Zinssätze, in denen der Zinssatz der hegemonialen Währung ausgeblendet ist.

<sup>28</sup> Unter hegemonialem Währungsraum wird in dieser Arbeit ein Währungsraum verstanden, in dem einschliesslich des in- und ausländischen Eurodollarmarktes ein Geltungsbereich des Anti-Gresham-Gesetzes dargestellt wird.

<sup>29</sup> Der Begriff des normalen Profits  $Q_H$  im hegemonialen Währungsraum verbietet die begriffliche Verwechslung mit dem Extraprofit (bzw. Extraverlust)  $GQ_H$ , der die konjunkturelle Abweichung als zusätzlichen Profit (bzw. Verlust) erlaubt.

<sup>30</sup> Der seit Marshall verwendete Begriff von Quasirente wird auch als Marklagen-Gewinn, Windfall-Gewinn bzw. Extraprofit bezeichnet, die in dieser Arbeit als Synonyme verwendet werden.

erwarteten Wechselkurses bzw. der gesunkenen Liquiditätspräferenz der Landeswährung) dagegen einer hohen Zinspolitik. Kommt dabei zusätzlich die Aufgabe der Preisstabilität hinzu, dann wird die Aufgabe der geeigneten ZB-Zinspolitik noch schwieriger, da der preisstabile Zinssatz mit dem Zinssatz in Konflikt gerät, welcher der inländischen konjunkturellen Stimulierung und/oder der inländischen Absorptionsfinanzierung entspricht. (Triaden-Zielkonflikte im Fall der weichen Währungen sind auch als „*impossible trinity*“ bekannt., siehe Abb.1) Somit wird die Einflussmöglichkeit auf dem Devisenmarkt durch die periphere ZB, die sich aus der kurzfristigen Zinssatzpolitik aufgrund der asymmetrischen Währungskonstellation im Vergleich zur hegemonialen Währung ergibt, geringer.

Ist der Marktzinssatz von beiden Ländern unverändert angenommen, ist der ZB-Zinssatz im peripheren Land sowohl vom exogen vorgegebenen ZB-Zinssatz im hegemonialen Land als auch von den Wechselkursschwankungen abhängig. Ist dabei der ZB-Zinssatz im hegemonialen Land vorgegeben  $i_{ZH} = \bar{i}_{ZH}$ , wird der ZB-Zinssatz im peripheren Land allein von den Erwartungen der Wechselkursschwankungen ( $E(\dot{\epsilon})$ ) abhängig. Bei Vernachlässigung der endogenisierten Wechselkurserwartungen bedeutet dies, dass der ZB-Zinssatz im peripheren Land allein vom Zinssatz des hegemonialen Landes abhängig ist. Dies wird formal wie folgt dargestellt:

Gleichung 3 
$$\bar{i}_{ZP} = \bar{i}_{ZH} + E(\dot{\epsilon}), \text{ wobei } \bar{i} = \text{konstant und } \bar{i}_H > \bar{i}_P$$

4) Die letzte Komponente des Marktzinssatzes im peripheren Land  $i_p$  drückt den am Vermögensmarkt gleichgewichtigen Zinssatz im peripheren Land aus, dessen Zusammenhang mit dem Vermögenswert im peripheren Land analog des oben geschilderten Marktzinssatzes von Nr. 2) im hegemonialen Währungsraum sich wie folgt ausdrücken lässt;  $V_p = 1/i_{MP}$ . Sieht man dabei von der inländischen Produktionssphäre ab, drückt die Komponente  $i_p (= i_{MP})$  (inländischer gleichgewichtiger Marktzinssatz) den Umstand aus, von den Zinssätzen Nr. 1), 2) und 3) beeinflusst zu werden. Dabei wird das einkommensbildende Produktionssystem im peripheren Land vorbestimmt. Denn dank der währungshierarchischen Struktur muss der Marktzinssatz  $i_p$  höher liegen, als  $i_z$ , was wiederum ausdrückt, dass entsprechend der vorhandenen Gleichgewichtsbedingung die Profitrate des peripheren Landes grösser als die im hegemonialen Land sein muss. Das periphere Land ist somit gezwungen, den Investitions- und Exportmechanismus zu erhöhen, wenn das gesamte globale System reibungslos laufen soll. Erfüllt jedoch das betroffene periphere Land die Erwartung nicht, kommt es zu einer Wirtschaftsinstabilität, was zur Wirtschaftskrise führen kann. (Zur Wirtschaftskrise, siehe Kapitel I.E. und II.C.)

Unter Berücksichtigung von Punkt 2) und 4) sowie des vorgegebenen normalen Profits  $Q$  im hegemonialen und peripheren Land wird dann der jeweilige monetär gesteuerte und aus der Produktionssystem resultierende Vermögenswert mit den Wechselkursschwankungen verbunden:

Gleichung 4 
$$V_H = \bar{Q}_H / i_{MH} \text{ und } V_P = \bar{Q}_P / (i_{MP} + E(\dot{e})), \text{ wobei } \bar{I} = \text{konstant und } \bar{I}_H > \bar{I}_P$$

Dabei bezeichnen  $E(\dot{e})$ ,  $V_H$ ,  $V_P$  jeweils die aus den Wechselkursschwankungen resultierenden erwarteten Änderungsrate des Wechselkurses, sowie den Vermögenswert des hegemonialen und peripheren Landes.<sup>31</sup> Demgegenüber kann die Versorgung der einheimischen Währung im jeweiligen Währungsraum auch durch eine Geldnachfragefunktion (der Parameter als Summe des ZB-Zinssatzs und der Abweichung zwischen dem aktuellen und dem erwarteten Wechselkurs) ausgedrückt werden, die sich als Reflex der Vermögenshaltung in Einlagenform darstellt. Dabei wird die Einflussmöglichkeit der konjunkturellen und preislichen Effekte zunächst ausgeblendet.

Gleichung 5 
$$L_H = L(i_{ZH}) \text{ und } L_P = L(i_{ZP} + E(\dot{e})), \text{ wobei } \bar{I} = \text{konstant und } \bar{I}_H > \bar{I}_P$$

Dabei drücken  $L_H$ ,  $L_P$  jeweils die Geldversorgungsfunktion im hegemonialen und peripheren Land aus. Im Zusammenhang zwischen dem Marktzinssatz und dem ZB-Zinssatz im jeweiligen Währungsraum wird hierbei angenommen, dass es sich um die „normale“ Zinsstruktur handelt, wenn der (Vermögens-) Marktzinssatz dank des höheren Risikos einer Vermögensanlage, den Zinssatz am Geldmarkt übersteigt. Steht die jeweilige Währung unter einem Abwertungsverdacht (bzw. Aufwertungsverdacht), dessen synonyme Ausdruck auch eine erwartete Abwertung (bzw. Aufwertung) ist, führt der Abwertungsverdacht (bzw. Aufwertungsverdacht) zu einem Kapitalabfluss (bzw. Kapitalzufluss). Dabei erweist sich die Änderung des vorhandenen Wechselkurssystems nicht als unentbehrlicher Garant für die Stabilisierung der Wechselkurserwartung. Denn bei festem Wechselkurssystem beinhaltet der Kapitalabfluss (bzw. -zufluss) einen verstärkten Verdacht der Abweichungen von dem vorhandenen Wechselkurssystem. Ein Wechsel auf das flexible Wechselkurssystem kann zwar anstelle des bisherigen Abwertungsverdachts (bzw. Aufwertungsverdachts) aufgrund der Markt-Wechselkursbestimmung über dem Devisenmarkt einen direkten Wechselkurs widerspiegeln, es bleibt jedoch offen, ob die aktuelle Wechselkursbewegung dadurch stabilisiert wird und somit wiederum ein neuer Verdacht entsteht. Ein Zustand des asymmetrischen Marktgleichgewichts besteht dann darin, dass ein Abwertungsverdacht (bzw. eine erwartete Abwertung) zwar eine sich kumulierende Abwertungstendenz und somit einen Druck auf den Wechselkurs der betroffenen Währung verursacht. Ein Aufwertungsverdacht allein (bzw. eine erwartete Aufwertung) kann aber eine zum Marktgleichgewicht führende Tendenz hervorrufen.<sup>32</sup>)

Ein entscheidendes Merkmal der Währungshierarchie ist zunächst die Existenz der höchsten Qualität der Währung (wie der Weltwährung) und demzufolge des Vermögenspreises: Sie liegt in den

---

<sup>31</sup> Die erwartete Wechselkursänderungsrate im hegemonialen Land ist dabei kein Gegenstand der folgenden Untersuchung.

<sup>32</sup> Siehe dazu, Riese, H. (2001), a.a.O., S.13

Marktkonstellationen, in denen die Weltwährung überbewertet ist und sich gleichzeitig ein Aufwertungsverdacht durchsetzt.<sup>33</sup> Der Aufwertungsverdacht bzw. die erwartete Aufwertung zeichnet sich dadurch aus, dass sich auf dem Devisenmarkt dank der höchsten Liquiditätspräferenz (als Kehrseite des niedrigeren Zinssatzes) ein Dauerzustand der Überschussnachfrage nach der Währung durchsetzt. Dies ermöglicht dem hegemonialen Land, Kapital in eigener Währung zu importieren, was wiederum zur Finanzierung der Einkommensverwendung benutzt wird. Somit fungiert im funktionierenden Währungssystem die hegemoniale Volkswirtschaft als eine riesige Konsumvernichtungsmaschinerie, die es anhand der eigenen Währung erlaubt, die gesamte Konsumtionsmenge grösser als die im eigenen Land produzierte Menge zu gestalten.<sup>34</sup> Die Kehrseite der Medaille bedeutet, dass es der peripheren Volkswirtschaft nicht gelingt, die Marktposition der Weltwährung zu ersetzen, weil sie in permanenten Abwertungsverdacht gerät. Denn dies bedeutet, dass tendenziell ein auf den Wechselkurs ausgeübter Abwertungsdruck existiert, was zu einem Verlust der Vermögenspreise in der betroffenen Währung führt. Dabei sind zwei Bemerkungen notwendig. Zum einen ermöglicht die höchste Liquiditätsprämie in US-Dollar eine dauerhafte Koexistenz zwischen den Leistungsbilanzdefiziten und den Kapitalverkehrsbilanzüberschüssen. Zum anderen darf diese Konstellation nicht mit der sich aushöhlenden Währungsökonomie verwechselt werden, in der solche Koexistenz ein Marktergebnis der niedrigen Währungsprämien ist. Als Beispiel sind permanente Leistungsbilanzdefizite in den USA seit 1983 bei gleichzeitiger überschüssiger Kapitalverkehrsbilanzposition (hier *Financial Account*) zu nennen. Dagegen existieren im Fall Japan permanente Leistungsbilanzüberschüsse und gleichzeitig eine defizitäre Kapitalverkehrsbilanzposition seit 1981. Damit zeichnet sich zwar tendenziell eine langsame Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar seit März 1985 ab, eine starke Abwertung des US-Dollars und folglich die Übernahme des Dollars durch Yen blieb jedoch aus. Ebenfalls zeigt sich am Beispiel von EURO und US-Dollar, das bis Anfang 2002 trotz permanenter leistungsbilanzüberschüssiger Position des EURO-Raums eine tendenzielle Abwertung des EUROs gegenüber dem US-Dollar zu verzeichnen ist. Erst seit Mitte 2002 zeichnet sich ein stärkerer EURO ab.<sup>35</sup>

Auf der unteren und untersten Ebene der Währungshierarchie gerät die Währung in Marktkonstellationen, in denen sie überbewertet wird und gleichzeitig unter Abwertungsverdacht steht.<sup>36</sup> Dies ist der Unterschied der Währungsqualität zwischen der Weltwährung und den sich aushöhlenden

---

<sup>33</sup> Laut Riese besteht die unterschiedliche begriffliche Verwendung zwischen der Aufwertungserwartung und dem Aufwertungsverdacht darin, dass die erste die Erwartung als „zionistisch“ betrachtet, die zweite die Bedeutung von „Antizipation“ bzw. Erwartung nicht als konstitutives Merkmal der Währungsqualität, sondern als Betonung der Marktbewegung sieht. In dieser Arbeit wird jedoch der Begriff Erwartung gleichgesetzt mit dem Begriff Verdacht.

<sup>34</sup> Um Missverständnisse zu vermeiden, muss dazu erwähnt werden, dass auch in der Weltwährung ein knapp gehaltener Vermögenspreis (*scarcity*) ständig beachtet wird. Ansonsten würde die Bedingung der Liquiditätsprämie als Vermögenspreis verletzt werden.

<sup>35</sup> In dieser Arbeit wird auf die Frage, warum solch eine Marktkonstellation zwischen den Schlüsselwährungen existiert, nicht weiter eingegangen.

<sup>36</sup> Die begriffliche Verwendung der überbewerteten (bzw. unterbewerteten) Währung gehört in dieser Arbeit zur Kategorie des Vermögenspreises. Dies bedeutet jedoch keinesfalls, dass die fundamentale Aussenwirtschaftslage missachtet werden kann. Denn die Lage der kumulativen Leistungsbilanz ist die Kehrseite der kumulativen Kapitalverkehrsbilanz. Demzufolge gehören beide (Kapital- und Leistungsbilanz) zur Vermögenskategorie.

Währungen. Denn im ersten Fall verursacht der Markt die Haltungsprämie der Währung. Demzufolge besitzt die Währung entweder eine stabile oder aufwertende Tendenz. Dagegen droht im zweiten Fall eine permanente instabile bzw. 'überschiessende' Marktbewegung, die beispielsweise im Fall einer Währungskrise lediglich als eine Marktkorrektur bezeichnet wird und somit eine Bewegung von einem Gleichgewicht zum anderen bedeutet. Als Beispiele dienen die wiederkehrenden Währungskrisen in den EL, wobei im Rahmen dieser Arbeit die relevante Ostasienkrise (einschl. der südkoreanischen Währungskrise) dazu gehört. Den abrupten Abwertungsraten im Jahr 1997 der betroffenen asiatischen Länder (Indonesien, Malaysia, Thailand, Philippinen und Südkorea) standen dauerhafte Leistungsbilanzdefizite und überschüssige Kapitalverkehrsbilanzpositionen gegenüber, wie etwa Leistungs- und Kapitalverkehrsposten in Indonesien zwischen 1981-1997, in Südkorea zwischen 1990-1992 und 1994-1997, in Malaysia zwischen 1990-1997, auf den Philippinen zwischen 1987-1997, in Thailand sogar zwischen 1975-1997 (nur das Jahr 1986 ausgenommen). (Siehe Tab.1)

Zwischen der höchsten Ebene und der unteren bzw. untersten Ebene liegen weitere Konstellationen der Währungsqualität: Eine Währungskonstellation, die unterbewertet ist und im Aufwertungsverdacht steht, wobei der Aufwertungsverdacht entscheidender ist, weist einen steigenden Moment der kontraktfähigen Währungen auf. Denn einerseits beruht die Unterbewertung darauf, dass die betroffene Volkswirtschaft kumulativ steigende Leistungsbilanzüberschüsse und demzufolge kumulativ steigende Kapitalverkehrsdefizite aufweist. Andererseits erhöht sich die Währungsqualität der eigenen Währung erst dann, wenn die Haltungsprämie bzw. der Währungsanteil der eigenen Währung auf dem Devisen- und internationalen Kapitalmarkt (sowohl von der Angebotsseite her als auch von der Nachfrageseite) tendenziell gegenüber den konkurrierenden Währungen steigt. Die Akzeptanz der eigenen Währung verringert den Marktanteil in hegemonialer Währung im gesamten Zahlungsverkehrssystem. Somit stellt sich für die Etablierung der einheimischen Währung in der Währungskonkurrenz vor allem die entscheidende Frage, ob die einheimische Währung gegenüber den konkurrierenden peripheren Ländern als Devisenreserve dient.<sup>37</sup> In diesem Zusammenhang sind die Länder von Singapur und Taiwan interessant. In diesen beiden Ländern zeichnet sich ebenfalls eine starke Abwertung während der Asienkrise im Jahre 1997. Der Unterschied zu den sich aushöhlenden Währungen bzw. den von der Währungskrise betroffenen Ländern besteht darin, dass die erste Fallgruppe aufgrund der Nettogläubigerposition im Gegensatz zur zweiten Fallgruppe keinerlei zusätzliche Liquiditätshilfe von Gläubigerländern in Anspruch genommen hat. Hingegen bat die zweite Gruppe aufgrund der praktischen Zahlungsunfähigkeit um Hilfe bei internationalen Finanzorganisation - wie IWF, Weltbank - und anderen privaten Banken der Gläubigerländer, bei denen sich - auch nach der Währungskrise - zunächst der Schuldenaufbau in hegemonialer Währung erhöht. Dennoch konnte (und kann) sich die erste Gruppe nicht international oder zumindest in dieser Region als Schlüsselwährungsländer etablieren, weil die Strategie den Devisenaufstockungen in US-Dollar erfolgt ist. So liefern die Länder Singapur und Taiwan

---

<sup>37</sup> Diese Strategie zeigt vor allem die Entwicklung in Bundesrepublik nach der Nachkriegsära.

ein Beispiel dafür, trotz der dauerhaften Leistungsbilanzüberschüssen und dauerhaften Kapitalverkehrsbilanzdefiziten keine Aufwertungstendenz zu erzeugen: Vgl. die ausenwirtschaftlichen Entwicklungen im Fall Singapur seit 1993, im Fall Taiwan von 1988-1997. (Siehe Tab.1)

Akkumuliert das betroffene Land dennoch die Leistungsbilanzüberschüsse nicht mit eigener, sondern mit fremder Währung, gerät das Land in eine Konstellation, in der die Währung unterbewertet ist und im Abwertungsverdacht steht. Dies zeigt die Rolle der Währungsqualität als Vermögenspreis am deutlichsten. Wird das Land ausschliesslich von der Güter- bzw. Produktionssphäre betrachtet, befindet es sich in einer Gläubigerposition. Dennoch ist die Vermögensakkumulation von der als Anlagewährung benutzten fremden Währung abhängig und daher mit erhöhter Unsicherheit behaftet. Gerät ein Schuldnerland in eine Währungskrise bzw. in eine Staatsilliquidität mit der fremden Währung, betrifft es ebenfalls den entsprechenden Wertverlust der gegebenen Anlagewährung im Gläubigerland. Das setzt wiederum einen Abwertungsdruck bzw. eine Abwertungsspirale in Gang. Dies zeigte sich vor allem in Japan nach der Währungskrise in den Ostasienländern Ende der 90er Jahre. Somit basiert die Währungshierarchie auf einer gegenseitigen Beziehung, in der die Stärke einer Währungsqualität die Schwäche der konkurrierenden Währungen darstellt. Voraussetzung ist jedoch, dass keine Währungsfusionen der betrachteten Währungen stattfinden.<sup>38</sup> Dabei setzt sich in der Währungshierarchie das Anti-Gresham-Gesetz durch, welches besagt, dass nicht die schlechte Währung die gute Währung verdrängt, sondern umkehrt.<sup>39</sup>

Ein entscheidendes Kriterium für die Unterscheidung zwischen den kontraktfähigen und den nicht kontraktfähigen Währungen liegt daher zwar in erster Linie in der Nettogläubiger- bzw. Nettoschuldnerposition. Für die Etablierung des Zahlungsmittels wird aber eine Strategie für die steigende Haltungsprämie am internationalen Kapitalmarkt benötigt. Dabei ist die Nettoschuldnerposition im Zusammenhang von Kapitalverkehrsbilanz und Leistungsbilanz begründet und die Etablierung des Zahlungsmittels im Zusammenhang von internationalem Vermögenmarkt. Wird zunächst auf die Nettoschuldnerposition der jeweiligen Währung (hier z.B. die südkoreanische Währung Won) beschränkt, ergibt sich die Schuldnerposition – bei einer Betrachtung der Stromgrößen - aus dem kumulativen Kapitalimport und - bei Betrachtung der Bestandsgrößen - aus der Nettoverschuldungszunahme. Der Zustand der überbewerteten Währung mit Abwertungsverdacht wird dann deutlich, wenn nicht nur durch den Kapitalimport das Leistungsbilanzdefizit finanziert wird, sondern darüber hinaus die Seite der Einkommensverwendung die der Einkommensentstehung übertrifft. Dieser Umstand drückt sich im Hinblick auf das Nominaleinkommen  $Y$  wie folgt aus.

---

<sup>38</sup> In Bezug auf die Währungsfusionen (wie im Fall der Währungsunion in Europa (Euro) oder während der Wiedervereinigung in Deutschland) beansprucht es zusätzliche Konzeptionen über den stabilen Einkommensbildungsprozess. Somit darf der Begriff der Währungsfusion nicht mit dem verdrängenden Dollarsierungsprozess verwechselt werden.

<sup>39</sup> Zum Anti-Gresham-Gesetz, siehe beispielsweise Guidotti, P. E./ C. A. Rodriguez (1992), Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse?, S. 518ff.

Gleichung 6

$$Y = A + (E_x - I_m) = A - (K_{im} - K_{ex})$$

$A$  bezeichnet die binnenwirtschaftliche Komponente ( $A$  bedeutet Absorption),  $(E_x - I_m)$ , die Leistungsbilanzposition, und  $(K_{im} - K_{ex})$  die Kapitalverkehrsposition. Dabei kommt eine Nettogläubigerposition (bzw. Nettoschuldnerposition) entweder durch die Akkumulation des Leistungsbilanzüberschusses (bzw. Leistungsbilanzdefizit) oder durch die des Kapitalverkehrsbilanzdefizits (bzw. Kapitalverkehrsbilanzüberschuss) zustande. Wird der Teil Absorption  $A$  wiederum in Verwendungsseite  $A^V$  und Aufbringungsseite  $A^A$  aufgeteilt, wird die Abweichung zwischen der Verwendungs- und Aufbringungsseite dann erlaubt, wenn in der Abweichung die aussenwirtschaftliche Komponente eingeschlossen ist. Im Fall des Zahlungsbilanzausgleichs, in dem die Leistungsbilanz ausschliesslich eine Kehrseite der Kapitalverkehrsbilanz darstellt, ist dann  $(E_x - I_m) = (K_{im} - K_{ex})$ . Wird ein zahlungsbilanzungleicher Zustand zugelassen, indem als ungleiches Moment ausser der Finanzierung des Leistungsbilanzausgleichs auch andere Kapitalimporte, wie beispielsweise Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen, enthalten sind, ergibt sich die Kapitalverkehrsbilanzposition im folgenden:

Gleichung 7

$$(K_{im} - K_{ex}) = (I_m - E_x) + (A^V - A^A)$$

Für die angemessene Analyse der eigenen Währungsqualität ist es notwendig, neben der Betrachtung der Leistungsposition auch einzelne Komponenten der Kapitalverkehrsbilanzposition zu trennen, welche abweichende Momente der Kompensation der Leistungsbilanzposition darstellen, und anschliessend aus dem Aspekt des Vermögensmarktes die Positionierung auf der internationalen Währungshierarchie zu untersuchen.

## B. Theoretische und wirtschaftspolitische Aspekte der Wechselkursbestimmung

Der Wechselkurs ist formal gesehen der Preis der inländischen Währung in Bezug auf die zu vergleichende ausländische Währung, wobei ein im Preis notierter nominaler Wechselkurs  $e$  als Verhältnis von inländischer Währung (hier südkoreanischer Won) zu ausländischer Währung (hier hegemoniale US-amerikanische Dollar  $\$$ ) ausgedrückt wird:  $e = \frac{\text{Won}}{\$}$ . Für die weitere Analyse bedarf es jedoch sowohl hinsichtlich der Definitionen als auch hinsichtlich der theoretischen Analyse einer Abgrenzung gegenüber dem *Mainstream*.

Hinsichtlich der begrifflichen Verwendung des Wechselkurses wird nicht dem dichotomischen Gedanken zugestimmt. Die Betonung liegt eher auf dem Wechselkurs als Vermögenspreis, was durch die Einführung der zusätzlichen Begriffskomponente vom Gleichgewicht ermöglicht wird. So wird der gleichgewichtige Wechselkurs nach Schelkle (2001) dadurch definiert,

*„...dass er zu einer freiwilligen Haltung der gegebenen Vermögensbestände beiträgt und zugleich mit einer ausgeglichenen Leistungsbilanz vereinbar ist, so dass das Nettovermögen konstant bleibt...“* (Schelkle, W. (2001), Monetäre Integration ..., S. 97)

Der Vorteil der Schelkle-Definition besteht darin, dass sich der gleichgewichtige Wechselkurs aus dem Aspekt des Vermögensbestandsansatzes herleiten lässt, ohne dabei auf die Gütersphäre zurückzugreifen. Andererseits ist der Begriff Gleichgewicht notwendig, da der gleichgewichtige Wechselkurs dem abstrakten Moment dient, so dass er den Massstab dafür liefert, ob es sich beim momentan befindlichen Marktwechselkurs um eine Überbewertung bzw. Unterbewertung handelt. Um Missverständnisse zu vermeiden, kann hier nicht genug betont werden, dass sich der gleichgewichtige Wechselkurs ausschliesslich aus **der freiwilligen Haltung** der jeweils relevanten Währungen ergibt. Somit ist auch die Bemessung einer Währung gegenüber mehreren Währungen möglich. Dies ist beispielsweise beim südkoreanischen Won der Fall, der einerseits vom US-Dollar abgekoppelt ist und gleichzeitig vom japanischen Yen beeinflusst wird, wobei es hierbei davon abhängt, ob die japanische Währung Yen gegenüber dem US-Dollar abwertungs- oder aufwertungsverdächtig ist. (Siehe dazu Kapitel II.A.4.) Dann unterliegt der südkoreanische Won der eingeschränkten Währungskonstellation aufgrund der Produktionsabhängigkeit von Japan, - ein aussichtsloses Handicap, das nur durch mühsame Wirtschaftspolitik und -entwicklung teilweise abzufangen ist.

Die traditionellen Wechselkursatheorien gehen von zwei Säulen aus, die sich entweder aus dem Kaufkraftparitätstheorem (im folgenden KKP-Theorem genannt) oder aus dem Zinssatzparitätstheorem (im folgenden ZP-Theorem genannt) ergeben.<sup>40</sup> Nach dem KKP-Theorem geht man davon aus, dass der Wechselkurs ausschliesslich von der Gütersphäre her bestimmt wird und daher die vollkommen flexiblen Preise unmittelbar den Wechselkurs bestimmen, wobei der Zinssatz unberücksichtigt bleibt. Im Fall der starren Preise, welcher vor allem im Dornbusch-Modell des überschüssenden Wechselkurses (*overshooting exchange rate*) beschrieben wurde, ist es erlaubt, den momentanen Marktwechselkurs, aufgrund der verhemmten Preisreaktion, über den gleichgewichtigen Wechselkurs hinaus zu steigern.<sup>41</sup> Somit verknüpft das KKP-Theorem das klassische und neoklassische Paradigma, nach dem sich der Wechselkurs im Sinne der Dichotomie lediglich als Preis bzw. Resultat des starren Preises in der realen Gütersphäre wiederfindet. Dagegen erlaubt das ZP-Theorem Abweichungen zwischen Güter- und Geldsphären, wobei sich der Marktwechselkurs durch Schliessung der ungedeckten Zinsparität aus dem Währungstauschverhältnis zwischen den vergleichenden Ländern ergibt.

a)

*Abgrenzung gegenüber dem Kaufkraftparitäts- und Zinsparitätstheorem*

Im KKP-Theorem verändern sich die inländischen Preise mittels eines Wechselkurses gegenüber den ausländischen Preisen. Diese relativen Preise eines Landes drücken sich somit wie folgt aus:

$\frac{\text{einheimische Güterpreise}}{\text{ausländische Güterpreise}} = \text{Wechselkurs}$ . Demnach soll die Änderungsrate des Wechselkurses  $\dot{e}_t$  der

Differenz der Inflationsrate zwischen In- und Ausland,  $\dot{p}_t$  bzw.  $\dot{p}_t^A$ , entsprechen.

Gleichung 8

$$\dot{e}_t = \dot{p}_t - \dot{p}_t^A$$

Dabei kommen die Zusammenhänge zwischen Preisen und Wechselkurs zu kurz. Denn um die Preise und den Wechselkurs zu vergleichen, müssen die vergleichbaren Kategorien identisch sein. Dies ist

---

<sup>40</sup> Hinzu kommt das Fisher-Theorem, in dem die Differenz zwischen Preisniveau und Zinssätzen von zu vergleichenden Ländern die Kapitalbewegung vorantreibt. Diese Wirkung wird in dieser Arbeit aufgrund der Annahme von Irrelevanz zwischen dem Preisniveau und Zinssatz ausgeschlossen.

<sup>41</sup> Laut KKP ist unter dem gleichgewichtigen Wechselkurs der von der realen Gütersphäre bestimmte Wechselkurs gemeint.

jedoch problematisch, da die Kategorien Preise und Wechselkurs gegenseitig ausgeschlossen werden können: die Preise lassen sich aus der Einkommensbildung ableiten, der Wechselkurs hingegen aus der internationalen Vermögensumschichtung. Wie es während der Asienkrise der Fall war, liefert empirisch gesehen die (relativ) niedrige Inflationsrate keine Garantie dafür, dass das vorhandene Währungs- und ergo Wechselkurssystem stabil bleibt.<sup>42</sup> Die Ursachenerklärungen der Wechselkursschwankungen werden darüber hinaus kaum beachtet.<sup>43</sup> Dabei ist der Erklärungsversuch der Wechselkursbestimmung durch die Kaufkraftparität keineswegs harmlos. Denn durch die Stabilitätshoffnung, in der eine langfristige Ankerung der Kursrelation durch KKP nicht nur die Angebots-Nachfrage-Verhältnisse auf dem Devisenmarkt, sondern auch die an die Währungskonstellation gebundene Wechselkursvolatilität ignoriert, kann in der Währungstheorie die Krisensituation nicht angemessen erfasst werden.<sup>44</sup>

Laut ZP-Theorem dient dagegen die ZP - als Gleichgewichtsbedingung des Vermögensmarktes - dazu, dass die Zinssatzdifferenz durch eine (erwartete) Auf- oder Abwertungsrate ausgeglichen werden muss, was zu Kapitalbewegungen führt. Dabei zeigt die „ungedekte“ Zinsparitätsbedingung, dass der aktuelle Nominalzinssatz im Inland  $i_t$  dem niedrigen Zinssatz im Ausland  $i_t^A$  zuzüglich der erwarteten Abwertungsrate in der nächsten Periode  $\dot{e}_{t+1}^e$  entsprechen soll. Dabei ergibt sich die erwartete Abwertungsrate wiederum aus der Differenz zwischen dem erwarteten Wechselkurs in der folgenden Periode  $e_{t+1}^e$  und jetzigem Wechselkurs  $e_t$ :

Gleichung 9

$$i_t = i_t^A + \dot{e}_{t+1}^e = i_t^A + (e_{t+1}^e - e_t)$$

Der aktuelle Wechselkurs ergibt sich somit entweder aus der Zinssatzdifferenz und/oder aus der Differenz zwischen der erwarteten Abwertungsrate und erwartetem Wechselkurs. Die Kompatibilität zwischen Kaufkraft- und Zinsparität wird dabei nur dann erreicht, wenn die Realzinsen von beiden betrachteten Ländern übereinstimmen, indem die Gleichung (8) in Erwartungsgrößen der nächsten Periode und folglich durch Gleichung (9) ersetzt wird. Dies ist jedoch in der Realität nicht der Fall.<sup>45</sup> Mit anderen Worten: Wenn Inflationsunterschiede in beiden Ländern existieren, gibt es einen logischen Konflikt zwischen beiden Theoremen. Die empirische Untersuchung, in der der kurzfristige Part die

---

<sup>42</sup> Die Erweiterung auf das Drei-Länder-Modell bietet insofern keine Lösung an, als die Problematik des ignierbaren Preiseffektes während der Währungskrise unbehandelt bleibt: Der Mehrere-Länder-Fall kann zwar auf die Substitutionsmöglichkeit hinsichtlich der Ein- und Ausfuhr der anderen Handelspartnerländer und somit auf die vermehrte Variante der *Terms of Trade* hinweisen, wobei zum Ausdruck des Austauschverhältnisses (*Terms of Trade*) sowohl realer Ausdruck als auch Mengenausdruck gehören können. Bei dem realen Begriff *Terms of Trade* wird das Austauschverhältnis entweder durch die eigene oder durch die ausländische Währung bezeichnet. Der Mengenausdruck der *Terms of Trade* wird als Quotient aus der Import- und Exportgütermenge ausgedrückt. Damit macht aber die Kompliziertheit der Funktionsgleichung aufgrund der zugenommenen Variante der verschiedenen Ausdrucksformen der *Terms of Trade* aus, ohne dabei eine Erklärung für die Wechselkursvolatilität anzubieten.

<sup>43</sup> Vgl. dazu, Stolper, W. (1971), Stand und ungelöste Probleme der Theorie des Außenhandelsmultiplikators, S. 255f.

<sup>44</sup> Als weiter entwickelte Aussenwirtschafts- und Wechselkursstheorie von der KKP gilt vor allem die Balassa-Samuelson-Hypothese, siehe Kapitel I.D.1.c)

<sup>45</sup> Siehe auch Spahn, H.-P. (2001), Zinsparität, Wechselkurs und Geldpolitik, S. 3

relative Gültigkeit des ZP-Theorems und der langfristige Part die relative Gültigkeit des KKP-Theorems übernehmen soll, bedeutet keinesfalls die Zulassung der Unterordnung des Wechselkurses unter die realwirtschaftlichen „*fundamentals*“. Vielmehr beruht diese Erklärungsschwäche auf dem daraufbauenden Postulat, bei dem Preise und Wechselkurs als endogene Größen vom exogen vorgegebenen relativen Geldangebot abhängen, obwohl sich dabei sowohl der Anpassungsprozess des Wechselkurses an Preise als auch die umgekehrte Anpassung nicht mehr ausschliessen:

*„Die Theorie (KKP-Theorie) liefert insoweit keine Wechselkursbestimmung, sondern stellt einen Aspekt wettbewerbsmässiger Anpassungsprozess auf Güter- und Arbeitsmärkten in offenen Volkswirtschaften dar.“* (Spahn, H.-P. (2001), Zinsparität, Wechselkurs und Geldpolitik, S. 3f., Hervorhebung von M.B.)

Die Rückwirkungen auf den Wechselkurs während des Wettbewerbsprozesses bedeuten aber lediglich, dass Kapitalimporte (bzw. Kapitalexporte) die aus den Handelsdefiziten (bzw. Handelsüberschüssen) resultierenden Zahlungsströme zur notwendigen Folge haben, was im nächsten Kapitel weiter untersucht wird.

b) *Das erweiterte Zinsparitätstheorem*

Zunächst wird in folgender Arbeit das ZP-Theorem insofern akzeptiert, als das sich der Wechselkurs am Devisenmarkt vor allem aus der Zinssatzdifferenz ergibt, die auf die Haltungsprämie der Währung beruht. Es gibt jedoch drei Einschränkungen, die mitberücksichtigt werden müssen: 1) Unsicherheit in den jeweiligen Währungen, 2) Erwartungen gegenüber dem künftigen Wechselkurs und 3) Auswirkungen auf die Realsphäre.

Die (ungedeckte) Zinssatzparitätsbedingung lautet analog der Währungshierarchie vom obigen Kapitel und unter Berücksichtigung der Unsicherheit und Erwartungen wie folgt:

Gleichung 10 
$$i_p = i_H + \dot{e} + l$$

Dabei bezeichnen  $i_p$ ,  $i^A$ ,  $\dot{e}$  und  $l$  jeweils den Zinssatz im Inland, den Zinssatz im Ausland (hier konstant gesetzt), die Abwertungsrate des Wechselkurses und die Unsicherheit (vor allem die Differenz

der Liquiditätspräferenz beider Währungen), wobei das Verhältnis zwischen den Zinssätzen und der Wechselkurserwartung in der folgenden Periode wie folgt dargestellt wird:  $e_1 \cdot (1 + i_H) = e_2^e \cdot (1 + i_P)$ .<sup>46 47</sup>

Unter Einführung der Periode und Wechselkurserwartungen wird dann die Abwertungsrate des Wechselkurses wie folgt ersetzt.

Gleichung 11

$$i_{P_t} = i_{H_t} + \frac{e_{t+j}^e - e_t}{e_t} + l_t$$

Dabei bezeichnen Suffix  $t$ ,  $t + j$  die jeweilige Periode  $t$  und  $t + j$ , wobei die  $t + j$  Periode zur Vereinfachung als zweite Periode, nämlich  $t+1$  Periode bezeichnet wird, und  $e^e$  steht für die Wechselkurserwartung. Der Teil  $\frac{e_{t+j}^e - e_t}{e_t}$  wird als erwartete künftige Wechselkursänderungsrate  $\Delta e_{t+j}^e$

(bzw.  $\dot{e}_{t+1}^e$ ) umgeformt:

Gleichung 12

$$\dot{e}_{t+1}^e = \Delta e_{t+j}^e = (i_{P_t} - i_{H_t}) - l_t$$

Die obige Gleichung besagt, für den Fall, dass die Zinssatzdifferenz von beiden Ländern (entweder ausländischer Zinssatz oder inländischer Zinssatz oder beide) festgesetzt wird, dass der Wechselkurs allein durch die Abwertungsrate des Wechselkurses endogen vorbestimmt wird. Vorausgesetzt wird dabei, dass die Liquiditätspräferenzdifferenz von beiden Währungen unverändert bleibt.<sup>48</sup> Zwar besteht laut der Anwendung der Phillips-Kurve und folglich mit Hilfe des Gütermarktes eine *Trade-off*-Beziehung zwischen Wechselkurs- und Zinsänderung, wenn die Wechselkurserwartung der gegebenen Zinsparitätslinie folgt. Inwieweit der ausländische und inländische Zinssatz jedoch den Wechselkurs im peripheren Land beeinflussen wird, ist noch offen, wenn man neben der exogenen Grösse  $i_{P_t}$  und  $i_{H_t}$  noch eine andere exogene Grösse, nämlich die Differenz der Liquiditätspräferenz unberücksichtigt lässt. Um den offenen Freiheitsgrad zu schliessen, ist beim auf Neoklassik beruhenden ZP-Theorem die

<sup>46</sup> Zu bemerken ist es, dass in der obigen Gleichung die Liquiditätsprämie  $l$  für die Erklärung der Währungsinstabilität umfassender als Risikoprämie  $RP$  erfasst wird. Denn handelt es sich nicht nur allein um Risikofaktor selbst, sondern vielmehr um die sich aus der unsicheren Lage ergebenden Liquiditätsprämie im weiteren Sinne, dann ist der Begriff der Liquiditätsprämie  $l$  angemessen, der Transaktions-, Flexibilitäts-, Vorsichts- und Sicherheitsprämie umfasst. Siehe dazu Herring, W. (1991), Geld, Liquiditätsprämie und Kapitalgüternachfrage, S. 77f.

<sup>47</sup> Anders als bei der Streißler-These, dass „Wechselkurstheorie nichts anderes als Kapitalmarkttheorie“ sei, wobei die Zinsparitätsbedingung mittels Risikoprämie modifiziert und in- und ausländisches Geld „Vermögensgüter“ darstellen und auf dem Devisenmarkt den Umfang der Kapitalbewegung bestimmt, tritt in dieser Arbeit die mit Unsicherheit verbundene Liquiditätsprämie als ein entscheidender Währungs- und folglich Wechselkurscharakter auf, in dem nicht gütertheoretisch sondern währungstheoretisch, d.h. auf die Logik der Dispositionen, auf Vermögensmärkte basierend, argumentiert wird. (Vgl. auch Spahn, H.-P. (2001), a.a.O., S. 3f.)

Berücksichtigung der realen Gütersphäre (d.h. Einkommensbildung) notwendig, um die vom Gütermarkt bestimmte Profitrate einzuführen, die wiederum durch den Vermögensbestandsansatz ergänzt wird.

Folgt dabei die Wechselkurservartung jedoch nicht der gegebenen Zinsparitätslinie, sondern, durch die Parameteränderung der Liquiditätspräferenzkurve, d.h. durch die Verschiebung der Zinsparitätslinie von ZP-Kurve ( $l_1$ ) auf ZP-Kurve ( $l_2$ ) in Abb. 2 ist der vorherige Zinssatz  $i_{p2}$  mit dem erhöhten Wechselkurs  $e_2$  vereinbar, wofür die Krisenzeit der EL ein typisches Beispiel liefert.<sup>49</sup> Dann wird die ZB gezwungen, den ZB-Zinssatz zu erhöhen, um mit dem erhofften gesamten Marktzinssatz dem sich aus der Verschiebung der Liquiditätspräferenzkurve ergebenden Abwertungsdruck entgegenzuwirken, was allerdings wiederum nicht nur eine realwirtschaftliche Folge sondern vielmehr eine Reduzierung der einheimischen Währungsqualität nach sich zieht.<sup>50</sup>

Um Missverständnissen vorzubeugen, ist der obige an der Währungsdisposition orientierte Wechselkurs nicht mit der herkömmlichen ungedeckten Zinsparität vereinbar, in der eine Arbitragebeziehung über eine Deckung der Zinsparität dafür sorgt, dass sich die Relation des heutigen Terminkurses  $f_t$  zum heutigen Swappreis  $e_t$  als Aufschlagspreis entweder aus dem Verhältnis der Zinssatzdifferenz beider Länder oder aus der Differenz des künftigen Rentabilitätsrisikos ergibt. Dabei bleibt der Einfluss des Faktors Unsicherheit auf die künftigen Wechselkursschwankungen ungeklärt. Die Identität dieses Swapsatzes ( $f_t - e_t$ ) mit der erwarteten Wechselkurservartung wird auch durch die Empirie widerlegt, in der die Relation beispielsweise in den USA nicht positiv, sondern negativ steht. Dieses als „*forward discount bias*“ genannte Testergebnis, welches auch als eine Art Marktineffizienz wiederum mit der Verbindung der schwachen Währungen auch als sog. *Peso-Problem* genannt wird, erlaubt einen Rückkehrschluss, in dem nicht die Risikoprämie und die daraus folgende statistische Abweichungserklärung entscheidend ist, sondern die auf die Liquiditätspräferenz beruhende Unsicherheit als Parameter der Wechselkursschwankungen.<sup>51</sup>

Um die Wirkung der ausländischen monetären Störungen auf den inländischen Geld- und Devisenmarkt zu verdeutlichen, nehmen wir an, dass unter der Währungshierarchie der ausländische Zinssatz von  $i_{H1}$  auf  $i_{H2}$  gestiegen ist und zur Vereinfachung, ohne dass dabei der Unterschied der Liquiditätsprämie verändert wurde, und ergo ohne eine Veränderung der Liquiditätspräferenzkurve  $\bar{l}$ . In diesem Fall ergibt sich der aktuelle Wechselkurs aus den zwei binnenpolitischen Reaktionen: 1) entweder

---

<sup>48</sup> Im folgenden wird eine Verschiebung der Liquiditätsprämiendifferenz von beiden Ländern als eine Verschiebung der Liquiditätspräferenzkurve verstanden, wobei eine Veränderung der Liquiditätsprämiendifferenz den Abwertungseffekt verstärkend (im Fall der positiven Verschiebung) bzw. abschwächend (im Fall der negativen Verschiebung) beeinflusst.

<sup>49</sup> Zur Unterscheidung zwischen der Liquiditätsprämie als Bewegung innerhalb der Kurve einerseits und der Liquiditätspräferenzkurve als Lageparameter die Verschiebung der Kurve andererseits, Siehe Betz, K. (2001), *Jenseits der Konjunkturpolitik*, S. 117

<sup>50</sup> Zur Verschiebung der Zinsparitätskurve Vgl. auch Spahn, H.-P. (2001), a.a.O., S. 6f.

<sup>51</sup> Die Behauptung, dass durch das an den *forward*-Devisenmarkt gerichtete flexible Wechselkursystem laut Kapitalmarkteffizienz-These das Wechselkursrisiko beseitigt werden kann, hat Kindleberger bereits Ende der 70er Jahre als Mythos bezeichnet, Siehe Kindleberger, C. P. (1980) *Myths and Realities of Forward-Exchange Markets*, S. 127f.

aus dem inländischen Zinssatz oder 2) aus dem erwarteten Wechselkurs oder sogar 3) aus beiden. (Siehe Abb. 3)

Wird im Fall 1) laut der Annahme der inländische Zinssatz (beispielsweise Rediskontierungssatz oder Lombardsatz ) angehoben und bleibt der erwartete Wechselkurs  $\bar{e}_1^e$  unverändert, hängt der aktuelle Wechselkurs vom Wirkungsgrad der inländischen ZB-Zinspolitik ab.<sup>52</sup> Das bedeutet, dass die periphere ZB versucht, durch den Anstieg des inländischen Zinssatzes die Nachfragepräferenz der Vermögenstitel zwischen inländischer und ausländischer Währung zu neutralisieren. Dennoch wirkt dies aufgrund der währungshierarchischen Struktur gering auf den Wechselkurs aus. Dies entspricht dem Punkt *a* in Abb. 3. Wird aufgrund der anderen Zielverfolgung, in der die periphere ZB beispielsweise zugunsten der Konjunkturbelebung eine Niedrigzinspolitik praktiziert, verhindert, dass der Marktzinssatz steigt, oder ist die Zinsdifferenz so niedrig, dass trotz der Zinspolitik der ZB kaum eine Zinswirkung der hegemonialen Währung erzielt worden ist, steigt der Wechselkurs unverändert, da die ausländischen Vermögenstitel (als eine Form der ausländischen Währung) stärker gefragt sind. In Abb. 3 entspricht der gestiegene Wechselkurs  $e_3$  dem Punkt *b*. Somit ist die einmalige grosse Zinsanhebung (hier auf *a*), bei der die Markterwartungen übertroffen werden, die einzige Alternative, um der negativen Wirkung durch die Zinsanhebung in hegemonialer Währung entgegenzuwirken.

Steigt laut Fall 2) der erwartete Wechselkurs in folgender Periode auf  $e_2^e$  in Abb. 4, steigt aufgrund der Erwartung des gestiegenen Preises in hegemonialer Währung ebenfalls die Nachfrage nach ausländischen Vermögenstitel im aktuellen Zeitpunkt, was den Kursanstieg dieser Vermögenstitel zur Folge hat, da der jetzige Kauf günstiger ist als der Kauf zu einem späteren Zeitpunkt. Damit bewegt sich die gleichgewichtige Wechselkurs-Zinssatz-Kombination von *a* auf *d*, welche dem gestiegenen Wechselkurs  $e_2$  entspricht. (Siehe Abb. 4)

Im Fall 3) steigt der Wechselkurs noch stärker als bei Einzelfall 1) und 2) (siehe Punkt *b* in Abb. 3 und Punkt *d* in Abb. 4), wo sich der niedrige inländische Zinssatz und die gestiegene gleichgewichtige Wechselkurs-Zinssatz-Kombination im vollen Umfang auswirkt. In den drei Fällen wird die symmetrische Wirkung der ausländischen Störungen durch die inländische Neutralisierungspolitik ausser Kraft gesetzt.

---

<sup>52</sup> Damit wird bereits ein relativ gut funktionierendes Bankensystem vorausgesetzt.

Entgegen den klassischen und neoklassischen Wechselkursbestimmungstheorien, nach denen innerhalb der Zahlungsbilanz die Kapitalverkehrsbilanz lediglich ein Spiegelbild der Leistungsbilanz ist, ergibt sich die Kapitalverkehrsbilanz vor allem aus der Währungsdisposition, die sich neben der Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite auch aus der Währungsfunktion ergibt. Zu bemerken ist dabei, dass unter Berücksichtigung der währungshierarchischen Situation der Dauerzustand des Kapitalimports in weichen Währungsländern eine andere Marktconstellation vorfindet als die, die dem Weltwährungsland USA den Dauerzustand des Kapitalimports in eigener Währung erlaubt. Dieses Missverständnis macht den Kernpunkt der Währungskrise aus. Die Rolle des Kapitalimports im Zuge der Währungskrise in Asien wird vor allem im folgenden Zitat deutlich:

*„Die Ursachen für die jüngsten Finanzkrisen liegen entgegen den Verlautbarungen des IWF nicht in erster Linie in der Unfähigkeit und Schwäche der betroffenen Länder in Asien, sondern in den Bewegungen und Streifzügen des Kapitals, das in den westlichen Metropolen gebildet wird und von dort aus in die ganze Welt geht, auf der Suche nach schnellen Gewinnen und auf der Hut vor irgendwelchen Risiken“ (Huffschnid, J. (1999), Kapital auf der Suche nach schnellem Gewinn, Die Hauptursachen der Finanzkrisen liegen in den Metropolen, S. 64)*

(1) *Kritik an den Diskussionen über Leistungsbilanzdefizite und Kapitalbewegung*

Es ist unumstritten, dass seit den 60er Jahren und bis heute sowohl die lateinamerikanischen als auch die meisten asiatischen Länder (ausser Singapur, Taiwan und Japan) zu den Nettokapitalempfängerländern gehören, wobei der Kapitalimport dafür verwendet wurde, entweder die Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren, oder um die Devisenreserve aufzustocken. Ebenfalls eignet sich das dadurch entstehende instabile Moment, die vorherigen Kapitalzuflüsse in Krisenzeiten in Kapitalabflüsse zu verwandeln. Dabei zeigt sich jedoch in der Diskussion ein zunehmendes Interesse: entweder an dem sogenannten „Frühwarnsystem“, in dem sowohl die verschiedenen fundamentalen makroökonomischen Daten, wie Verschuldungsgrad und Wachstumsgrad, als auch Bestandsgrößen wie der Dollarisierungsgrad berücksichtigt werden, oder an der Überprüfung der Dauerhaftigkeit der gegenwärtigen Leistungsbilanzdefizite (*Sustainability of Current Account Deficits*).<sup>53</sup>

In Bezug auf die Dauerhaftigkeit der Leistungsbilanzdefizite betonen Milesi-Ferretti und Razin (1996) den regionalen Unterschied und den charakteristischen Unterschied zwischen den 80er und 90er Jahren.

<sup>53</sup> Zu der spekulative Attacke siehe beispielsweise, Eichengreen, B./ A. K. Rose/ C. Wyplosz (1995) Exchange Market Mayhem, S. 249ff., zu dem Kollaps des Wechselkurssystems, Frankel, J. A./ A. K. Rose (1996), Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators, S. 351ff., zu der Banken- und Zahlungsbilanzkrise, Kaminsky, G./ C. M. Reinhart (1999), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, S. 473ff. und zur Haltbarkeit der Leistungsbilanzdefizite, Milesi-Ferretti, G. M./ A. Razin (1996), Current Account Sustainability, S. 1ff.

Vor allem begründen beide Autoren den Unterschied damit, dass in den 80er Jahren die Asienländer trotz ihrer hohen Verschuldung, anders als die lateinamerikanischen Länder, eine Wirtschaftskrise vermeiden konnten. Dagegen argumentiert Sachs (1985), dass die exogenen Bedingungen nicht die Differenzen der beiden Regionen erklären können.<sup>54</sup> Stattdessen betont er die wichtige Rolle der Wechselkurs- und der Handelsöffnungspolitik: Die Asienländer sind im Vergleich zu den lateinamerikanischen Ländern dadurch charakterisiert, dass sie sich durch einen hohen Öffnungsgrad (d.h. hohe Aussenhandelsanteile am BSP) und hohe Ersparnis- und Investitionsquoten auszeichnen, die eine Motorfunktion für die Einkommensbildung haben. In Bezug auf die Wirtschaftskrise im Jahr 1997 wiesen Milesi-Ferretti und Razin (1999) daraufhin, dass dieser nicht dauerhafte Leistungsbilanzdefizite zugrunde lägen, die auf der Problematik der Wechselkursflexibilität und der Schwäche des einheimischen Finanzmarktes beruhten.<sup>55</sup>

Eine andere Stossrichtung im Hinblick auf die Frage des dauerhaften ausenwirtschaftlichen 'Ungleichgewicht's ergibt sich bei Betrachtung der Zusammensetzung des Kapitalimportes. Dabei wird diskutiert, ob dessen Bestandteile in den 90er Jahren im Vergleich zu den 80er Jahre im wesentlichen Unterschiede aufweisen. In verschiedenen Studien, wie beispielsweise denen von Fernández-Arias und Montiel (1996)<sup>56</sup> und Calvo, Leidermann, und Reinhart (1993)<sup>57</sup>, wird dargelegt, dass in den 70er und 80er Jahren die meisten der betroffenen Länder (inkl. Südkorea) den Kapitalverkehr zu kontrollieren versuchten, wobei die offizielle Kreditnahme des Staates und der GB eine wesentliche Rolle spielte. Dagegen zeichneten sich die 90er Jahre dadurch aus, dass vor allem sogenannte „Portfolio-“ und Direktinvestitionen einen grossen Bestandteil des Kapitalimports ausmachten.<sup>58</sup>

Und in Bezug auf die Diskussionen über Leistungsbilanzdefizite und Kapitalbewegungen ist es schliesslich relevant, dass die einheimische makroökonomische Wirtschaftspolitik und Aussenfaktoren, wie der Welt- bzw. US-Zinssatz, weiterhin die Lage der Leistungsbilanzdefizite beeinflussen. Dabei werden einheimische Komponenten, wie Strukturpolitik und makroökonomische Wirtschaftspolitik, als „*Pull*“-Faktor und die Aussenkomponente, wie Weltzinssatz oder Wirtschaftsaktivitäten der OECD-Länder, als „*Push*“-Faktor genannt.<sup>59</sup>

In Bezug auf solche Diskussionen über Leistungsbilanzdefizite und Kapitalbewegungen, in der die Verschuldung in hegemonialer Währung als notwendig betrachtet wird, ergibt sich folgende Kritik: Zwar wird die Aufbringungslücke durch Leistungsbilanzdefizite finanziert. Daraus entsteht jedoch keine Notwendigkeit der Verschuldung in hegemonialer Währung, um die Einkommensbildung innerhalb eines

---

<sup>54</sup> Siehe Sachs, J. (1985), External debt and macroeconomic performance in Latin America and East Asia, S. 523f.

<sup>55</sup> Siehe Milesi-Ferretti, G. M./ A. Razin (1999), Current Account Deficits and Capital Flows in East Asia and Latein America: Are the Early Nineties Different from the Early Eighties?, S. 58

<sup>56</sup> Siehe Fernández-Arias, E./ P. Montiel (1996), The Surge in Capital Inflows to Developing Countries, S. 51ff.

<sup>57</sup> Siehe Calvo, G./ L. Leiderman/ C. Reinhart (1993), Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America, S. 108ff.

<sup>58</sup> Siehe Milesi-Ferretti, G. M./ A. Razin (1999), a.a.O., S. 58

<sup>59</sup> Siehe Milesi-Ferretti, G. M./ A. Razin (1999), a.a.O., S. 59

Landes zu ermöglichen. Vielmehr stellt dies eine tatsächlich bestehende Marktlage dar, in der die Mehr-Verwendung als Aufbringung eine sich aushöhlende Währungsökonomie gleichbedeutend ist. Die Idee der haltbaren Leistungsbilanzdefizite kommt daher, dass die Leistungsbilanzdefizite als „notwendige“ Grösse der Lückenschliessung zwischen der privaten und staatlichen Ersparnis und dem Investitionsvolumen angesehen werden, wobei der Nettoschuldenaufbau dem amortisierten Einkommensbildungsprozess gegenübersteht.<sup>60</sup> Solch intertemporales Solvenz Kriterium beruht aber auf dem Sparlückenmodell, dass sich in den Entwicklungstheorien und -politiken keine Strategie der Entperipherisierung der EL sondern den Peripherisierungsprozess widerspiegelt. Abgesehen von der Notwendigkeit der Gläubigerländer, die das in hegemonialer Währung verschuldete Land dazu zwingen, als verlängerte „Werkbank“ der Gläubigerländer die entsprechenden Profitedifferenzen zu erwirtschaften, besteht jedoch keine Notwendigkeit darin, dass die in hegemonialer Währung ausgeliehenen Schulden tatsächlich zur Einkommensbildung und folglich zur Wirtschaftsentwicklung des Schuldnerlandes beitragen. Der Schuldenaufbau in hegemonialer Währung ist (im Gegensatz zur Argumentation des Mainstreams) keine Notwendigkeit für eine Wirtschaftsentwicklung, in der überschüssige Investitionen finanziert werden sollen. Vielmehr ist dies ein Resultat einer von beiden Seiten (sowohl Geber- als auch Nehmerseite) angenommenen ‚fehlerhaften‘ Wirtschaftstheorie, die sich in einer entsprechenden Wirtschaftspolitik niederschlägt. Denn die Verschuldung in hegemonialer Währung führt nicht zur Erhöhung, sondern zur Reduzierung der Einkommensbildung: Aus der Gleichung (4) als  $(K_m - K_e) = -(E_x - I_m) + (A^V - A^A)$  ergibt sich die Kapitalverkehrsbilanzposition, wobei die linke Seite der Gleichung als Kapitalverkehrsbilanzposition eine Zunahme der Verschuldung in hegemonialer Währung ( $-\Delta(F-V)_H$ ) und die rechte Seite der Gleichung als Nachfrageseite der Einkommensbildung einen negativen Beitrag für die Aufbringungsseite ( $-A^A$ ) bedeutet. Aus der Tatsache, dass Südkorea innerhalb der Vergleichsgruppe der „Tigerländer“ (Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan) ein relativ geringes Pro-Kopf-Einkommen aufweist, wobei Südkorea im Vergleich zu diesen Ländern sehr stark verschuldet ist, ergibt sich ein starkes Indiz eher dafür, dass der Schuldendienst nicht nur das bewirtschaftete Volkseinkommen verzerrt, sondern dass mit der Zunahme der Verschuldung auch eine Verschiebung der Unsicherheit (und somit eine Verschiebung der Liquiditätspräferenzkurve) verursacht wird.<sup>61</sup> (Zu den Entwicklungen Pro-Kopf-Einkommen in ausgewählten Ländern, siehe Tab. 26)

<sup>60</sup> Siehe Milesi-Ferretti, G. M./ A. Razin (1999), a.a.O., S.59f.

<sup>61</sup> Dornbusch hat auf den Zusammenhang der zunehmenden Verschuldung mit den damit gebundenen zugenommenen Risikoprämien hingewiesen, siehe Dornbusch, R. (1990), The New Classical Macroeconomics and Stabilization Policy, S. 143f. Calvo und Mendoza (1996) haben auf die „New“-Wirkung im Welt-Portfolio-Allokationskalkül auf den einheimischen Schuldnerland im Zusammenhang mit dem Diversifizierungskalkül hingewiesen. (Siehe Calvo, G.A./ E. G. Mendoza, Mexico's Balance of-Payments Crisis, S. 235f.)

(2)

*Zum Feldstein-Horioka Rätsel*

Der Studie von Feldstein und Horioka (1980) zufolge hängt das vollständig positive Verhältnis zwischen der Investitions- und Ersparnisquote (bei 1) mit der vollständig eigenen Finanzierung in betroffener Volkswirtschaft zusammen, was zur Stilllegung der internationalen Kapitalbewegung führen muss.<sup>62</sup> Das Rätsel besteht darin, dass in der empirischen Untersuchung von beiden Autoren trotz der hohen Relation zwischen der Investitions- und Ersparnisquote eine verstärkte Kapitalbewegung zu beobachten ist, so dass einerseits eine zunehmende Kapitalmobilität in den vergangenen Jahrzehnten zu beobachten ist und andererseits gleichzeitig eine starke Korrelation zwischen einheimischer Investitions- und Ersparnisquote besteht. Insbesondere ergibt die Quote von Ersparnis und Investition in den IL einen Korrelationswert von 0,8. Dies lässt sich interpretieren, dass etwa 80% der gesamten Investitionstätigkeit durch die aus eigener Währung resultierende Ersparnisquote finanziert wird und dennoch eine zunehmende Kapitalbewegung stattfindet. Trotz des Einwands der ökonometrischen Messungsmethode, in der unabhängig von beiden Quoten ein simultanes Gleichungsbias existiert, wenn dabei ein 'ordinary' kleiner Quadrat-Test ('ordinary least squares') durchgeführt wird, wird auf jeden Fall der Korrelationswert von beiden Quoten bestätigt. Die beiden Autoren resümieren, dies scheine zur Erklärung zunehmender Kapitalmobilität im Widerspruch zu stehen. Um dem obigen Einwand entgegenzuhalten, wird dann der Produktivitätsschock eingeführt, welcher die Gefälle zwischen Output und Konsumnachfrage (als Ergänzung einheimischer Investitionsquote) einerseits und Output und Nichtkonsum (als Ergänzung der Ersparnisquote) andererseits verursacht.

Das Rätsel von Feldstein und Horioka beruht auf folgenden Missverständnissen: Zum einen liegt das Argument des Produktivitätsschocks in der einseitigen Betonung der Realsphäre, denn der Produktivitätsschock wird dann zur monetären Kategorie, wenn eine Neutralisierungswirkung des Preises und des steigenden Drucks auf den Wechselkurs nicht mehr ausgeübt wird. (Siehe dazu Einkommensbildung im Kapitel I.D.3.) Zum anderen wird beim Fall der Nichterfüllung des Wertes 1, d.h. wie beispielsweise beim Fall der höheren Investitionsquote als Ersparnisquote, ein 'legitimiertes' Argument angesehen, solche Lücken durch Kapitalimport in EL zu schliessen. Dabei wird jedoch übersehen, dass der Schuldenaufbau in hegemonialer Währung zu erfolgen hat - und somit eine abhängige Situation gegenüber der hegemonialen Währung besteht. Eine empirische Untersuchung, in der die Ersparnislücke mit Kapitalimport in Verbindung gebracht wird, ist von daher hier nicht vertretbar.<sup>63</sup> Wird dagegen die (private und staatliche) Ersparnisquote als Ergebnis der freiwilligen Nicht-Konsumtion angesehen, dient sie dann als Finanzierungsquelle für die Investitions- und Exportdynamik der betreffenden Volkswirtschaft. Hierbei ist keine Ersparnislücke notwendig. Stattdessen wird die

---

<sup>62</sup> Siehe Feldstein, M./ C. Horioka (1980), Domestic Saving and International Capital Movement, S. 314f.

<sup>63</sup> Zur mit dem Sparlücken-Modell verbundenen Studie, siehe beispielsweise Ko, Y.-S. (2000), Wirkung der staatlichen Budgetdefizite auf Ersparnis und Preisniveau (koreanisch), S. 229f.

Finanzierung der Investitionsausgaben über ein darauf gebautes, funktionierendes Bankensystem ermöglicht, in dem der Zinsmechanismus die Investitions- und Exportdynamik freisetzt.

Das Rätsel von Feldstein und Horioka wird dann gelöst, wenn die Tatsache Berücksichtigung findet, dass die hohe Liquiditätsprämie der sich etablierenden Währung ein anderer Ausdruck dafür ist, dass der steigende Einkommensbildungsprozess nach innen und die sich verdrängende Währungsstärke nach aussen nur bei wenigen Währungen (bzw. bei wenigen IL) möglich ist. Denn der hohe Korrelationswert von Investitions- und Ersparnisquote in den IL mit der zunehmenden Kapitalmobilität bedeutet sowohl eine hohe eigene Währungsfinanzierungsquote für die Investitionsausgaben aus eigener Kapitalbildung als auch die Fähigkeit der Kapitalexporte in eigener Währung. Demgegenüber ist die schwache Währungsökonomie untergeordnet, so dass das fremde Währungskapital als Kehrseite der negativen Leistungsbilanzseite importiert wird.<sup>64</sup>

### (3) *Kapitalimport als künstliches Marktergebnis zwischen Angebot und Nachfrage*

In diesem Abschnitt wird untersucht, warum und unter welchen Bedingungen das Kapital in hegemonialer Währung angeboten und nachgefragt wird. Genauer gesagt: unter welchen Bedingungen sind die Besitzer der in hegemonialer Währung ausgedrückten Vermögenstitel bereit, innerhalb dessen individuellen Portfoliokalküls die den in peripherer Währung ausgedrückten Vermögenstitel nachzufragen?<sup>65</sup> Dabei ist stark zu betonen, dass es sich hier nicht um den auf dem Sparlückenmodell beruhenden Kapitalimport handelt. Vielmehr spiegelt sich der Kapitalimport im künstlich geschaffenen Marktergebnis wider, in dem neben der gesamtwirtschaftlichen Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite das Vermögenssicherungskalkül im individuellen Portfolio eine entscheidende Rolle spielt.

Aus dem Aspekt der Angebotsseite bezüglich der Liquiditätsprämie geht es um die Frage, warum die Währung gehalten wird, obwohl sie gegenüber anderen ertragsbringenden Vermögensanlagen keinen Ertrag bzw. geringeren Aufwand gegenüber der Produktion aufbringt.<sup>66</sup>

1) Zunächst ist festzuhalten, dass Kapitalgeber in hegemonialer Währung als Entscheidungsträger die Wahlmöglichkeiten haben, entweder für die Produktion die Währungshaltung aufzugeben oder beizubehalten, wobei die ZB in hegemonialer Währung stets die Möglichkeit des Knapphaltens wahrnimmt:

---

<sup>64</sup> Vgl. dazu, De Grauwe, P. (1996), *International Money, Postwar Trends and Theories*, S. 175f.

<sup>65</sup> Zu den Portfolio-Modellen in offener Wirtschaft, siehe beispielsweise Branson, W. H. (1976), *Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination*, S. 1ff. und Copeland, L. S. (1989), *Exchange Rates and International Finance*, S. 227ff., sowie Muscatelli, A. (u.a.) (1989), *Uncovered Interest Parity, Exchange Rate Risk and Exchange Rate Dynamics*, S. 159ff.

<sup>66</sup> Bei Keynes und auch bei Tobin fragt das Wirtschaftssubjekt deshalb Geld nach, weil Geld aus der individuellen Präferenz her höchste Liquidität besitzt. Dabei wirkt die Liquiditätsprämie als Kosten des Verzichtes auf die Haltung des Zinssatzes, da die Disposition über die Währung für die Leihe auf die Zeit verzichtet wurde. Somit gehört sie zu der Nachfragekategorie.

„...there is always an alternative to the ownership of real capital-assets, namely the ownership of money and debts; so that the prospective yields with which the producers of new investment have to be content cannot fall below the standard set by the current rate of interest” (Keynes, J. M. (1973a), General Theory, S.212 f.)

2) Währungstheoretisch stellt sich neben der *Ultima Ratio* Funktion der ZB-Noten aus der Herkunft des hegemonialen Landes die weitere Frage, warum die hegemoniale Währung im schwächeren peripheren Land angeboten wird. Der Grund liegt entweder in der Erwartung des sicheren Rückflusses des Wertes oder in der Erwartung der Vermehrung von hegemonialer Währung oder in beidem. Zunächst kann das Angebot an hegemonialer Währung dank des knappgehaltenen hohen Vermögenspreises in verschiedenen Formen erscheinen: Die angebotene hegemoniale Währung kann im hoch dollarisierten Raum ohne weiteres unmittelbar auf dem Vermögensmarkt erscheinen. (Sprich: Offene Dollarisierung) Oder sie kann in einem wirtschaftlich relativ entwickelten Land (und deshalb im schleichend dollarisierten Raum) als versteckte Form auf dem Vermögensmarkt erscheinen. (Sprich: Sukzessive Dollarisierung)

Um das Kalkül auf der Angebotsseite der hegemonialen Währung zu verdeutlichen, ist eine formale Logik hilfreich. Die Vermögensbesitzer in hegemonialer Währung haben die Wahl, entweder in einem bestimmten peripheren Land ( $P_1$ -Land), oder in einem anderen peripheren Land ( $P_2$ -Land) usw. sowie im eigenen hegemonialen Land zu investieren. Warum investieren sie ausgerechnet in  $P_1$ -Land bzw. gewähren sie Kredite in hegemonialer Währung? Den Anhaltspunkt findet man in der Tobin'schen Portfoliotheorie. Dennoch wird hier - anders als in der Tobin'sche Portfoliotheorie - der Begriff des Risikos vermieden, da letzteres nur das Risiko im Sinne des aus der Standardabweichung resultierenden stochastischen Prozesses versteht, so dass es lediglich als Abweichungen vom Gleichgewicht verstanden wird. Im Kalkül der hegemonialen Währungsvermögensbesitzer enthält der Zeitraum beginnend mit der Entscheidung für die Kreditvergabe – Periode 0 -, bis hin zum Rückfluss nach der vereinbarten Frist (zum Beispiel Periode 2): Der Ausgangsbetrag wird als  $A_0$ , der durch den festvereinbarten Zinssatz als  $r_1 + (i_1 + r_2)$  und der durch die Umwandlung in andere Vermögenstitel tatsächlich erworbene Ertragsbetrag als  $i_1 + (i_1 + i_2)$  bezeichnet. Dabei liegt die Unsicherheit darin, dass der erwartete Rückfluss der hegemonialen Währung davon abhängt, ob und inwieweit in Zukunft mit dem Geld gewirtschaftet und zurückgezahlt wurde. Diese Unsicherheit des Kapitalrückflusses ( $Ug$ ) steigt jedoch im Laufe der Zeit, je stärker der steigende Zinssatz und Wechselkurs und/oder die sinkende Profitrate im peripheren Land erwartet werden. In Periode 0 beträgt die Wahrscheinlichkeit bzw. Erwartung von  $E(Ug_0)$  folgendes:

$$E\left(\frac{i_1 + (e)_1}{r_1} - 1\right) = \frac{(i_1 - l_1)}{r_1^e} - 1 \quad (\text{und somit in Periode 1 } E(Ug_0) + E(Ug_1), \text{ wobei}$$

$$Ug_1 = \frac{i_1 - l_1 + (i_1 - l_1 + i_2 - l_2)}{r_1^e + (r_1^e + r_2^e)} - 1 \text{ beträgt. Dabei stellen } i, e, r^e, l, E \text{ jeweils den Zinssatz, die}$$

Wechselkursänderung, die erwartete Rendite, die Liquiditätsprämie und die Erwartungsgrösse der Vermögenstitel dar.

Ist in jeweiliger Periode die Grösse  $r + E(Ug)$  grösser als Null, d.h. ist der erwartete Rückfluss der hegemonialen Währung in der Entscheidungsperiode  $t$  grösser als das jetzige Angebotskalkül der anderen Portfoliowahlmöglichkeiten, womit die Unsicherheit in dieser Periode überkompensiert wird, wird das Kapital in hegemonialer Währung angeboten. Denn nur dann ist der erwartete Vermögenspreis in jeweiliger Periode grösser als der aktuelle Vermögenspreis von anderen Portfoliowahlmöglichkeiten (hier nämlich die Entscheidung zu anderen Länder-Währungen bzw. zur Produktionsfreigabe im eigenen Land). Ist die Grösse  $r + E(Ug)$  kleiner als Null, wird die hegemoniale Währung nicht mehr angeboten, oder die bereit gestellte hegemoniale Währungssumme wird zurückgezogen. Der kritische Wert für die Portfolioentscheidung in Periode  $t$  ergibt dann  $r^c(t)$

Gleichung 13

$$r^c(t) = \frac{E(Ug_0)}{r_t} = \frac{E(\frac{i_1 + E(\dot{e})_1}{r_1}) - 1}{r_t} = \frac{(i_1 - l_1) - 1}{r^e_1 r_t}$$

Dabei bezeichnet  $r(t)$  die realisierte Profitrate in Periode  $t$ . Ist der Preis der aktuellen Währungsvermögensbewertung in der jeweiligen fortlaufenden Periode grösser als der kritische Wert, bleibt der Anbieter weiterhin bei seiner früheren Entscheidung.<sup>67</sup> Ist der Preis in dieser Periode dagegen kleiner als der kritische Wert, zieht er sich aus dem Währungsangebot zurück und verlangt die Summe in hegemonialer Währung, die sich aus der Anfangssumme und dem bis dahin angefallenen Zinssatz ergibt. Oder anders ausgedrückt, die Bedingung, um die bisherige Kreditentscheidung im betroffenen peripheren Land beizubehalten, ist der kritische Wert, in dem die steigende Unsicherheit des Kapitalrückflusses ( $Ug$ ) mindestens durch steigende Profitrate, sinkenden Zinssatz und sinkende Wechselkursänderungserwartung in peripherer Währung kompensiert wird.

Das Kapitalangebot auf dem internationalen Kapitalmarkt entspricht somit der Bereitschaft, das hegemoniale Währungsvermögen (hier die hegemoniale Währung selbst) dem unsicheren Rückflusses dem ausländischen Kreditnehmer zu überlassen. Der Zinssatz liefert zwar dabei den Kompensationspreis, die unsicheren Lücke zu schliessen. So erwartet der Kapitalgeber, dass das in hegemoniale Währung ausgegebene Kapital zuzüglich der Zinsen in Form der hegemonialen Währung (nicht in Form der peripheren Währung) zurückkehrt. Das instabile Moment der Rückzahlung in hegemonialer Währung liegt aber auf der Hand, denn die Rückkehrmöglichkeit ist von Anfang an nicht gesichert: In einer normalen Zeit, in der die stabile Währungsunterordnung der peripheren Währung zu der hegemonialen

---

<sup>67</sup> Dies unterscheidet sich von ursprünglichem Modell von Tobin durch  $r^c = \frac{r^e}{1+r^e}$

Währung und der erhöhte Einkommensbildungsprozess unverändert bleibt, entspricht zwar der verlangte Zinssatz vom Kreditgeber in hegemonialer Währung dem vorher kalkulierten Vermögenspreis der unsicheren Kapitalrückflussprämie. Diese Situation ändert sich aber, sobald der erhöhte Einkommensbildungsprozess im peripheren Land nicht mehr gewährleistet bleibt und wird dann noch instabiler, wenn die Kapitalgeber vorhersehen, dass das Kreditnehmerland nicht in der Lage sein wird, die vereinbarte Summe in hegemonialer Währung rechtzeitig zurückzuzahlen, wie es in den Theorien der spekulativen Attacken konzipiert wurde.

Hinsichtlich der Portfolioauswahl-Entscheidung mit verschiedenen Währungen ist die Tatsache, warum die Kapitalbesitzer in hegemonialer Währung in peripherem Land investieren, damit begründet, dass bei der Portfolioauswahl in einer unsicheren Welt das Sicherheitskalkül dem Rentabilitätskalkül überwiegt.<sup>68</sup> Die Kapitalgeber entscheiden sich zwar vor dem Hintergrund der Abwägung zwischen dem Halten im hegemonialen Währungsraum und der erwarteten Erzielung der Gewinne in peripherem Land. Noch entscheidender ist aber die Abwägung zwischen der Haltungsprämie der hegemonialen Währung trotz niedrigem Zinssatz im hegemonialen Land einerseits und dem Erwartungskalkül des sicheren Rückflusses im peripherem Land andererseits. Dabei spielt die Verhaltensannahme von risikoneutral, risikoscheu und risikofreudig eine sekundäre Rolle, da das dadurch entstehende Verhaltensmuster zwar eine an der individuellen Präferenz orientierte Indifferenzkurve verlangt, aber keine notwendige Bedingung für die Unsicherheit in der Zukunft darstellt. Dagegen stehen die Kapitalgeber in hegemonialer Währung als asymmetrische Übermachthaber dem Kreditnehmer im peripheren Land (asymmetrischer Mindermachthaber im peripheren Land) gegenüber, da das freie Wahlrecht des Kapitalgebers in hegemonialer Währung der zwangsläufigen Profitsuche von Kreditnehmern in peripherer Währung gegenübersteht. Somit ist die Bedingung des stabilen Moments vorgeschrieben: Bleiben momentane Vermögenspreise wie Zinssatz und Wechselkurs unverändert, sind die höhere Wertschöpfung und Profitrate der peripheren Währungskreditnehmer die einzig beeinflussenden Faktoren, die in laufenden Perioden dem auf Unsicherheit beruhenden Misstrauen der Kapitalgeber in hegemonialer Währung entgegenwirken. Hiermit zeichnet sich das unsichere Moment ab, indem das bereits zugeflossene Kapital in hegemonialer Währung durch Überschreitung des kritischen Werts die Umkehrrichtung verfolgt und somit die Währungskrise verursacht. Denn treffen die Erwartungen der peripheren Währungskreditnehmer bezüglich der Renditenschöpfung nicht zu, entscheiden die

---

<sup>68</sup> Bei der Portfolioauswahl in konkurrierenden Währungen steht der Faktor der Unsicherheit, ausgedrückt in  $l$ , im Vordergrund. Demgegenüber fasst der Faktor Risiko als Abwägung zwischen einer Standardabweichung  $\sigma$  und eines Kalküls der maximalen Renditenerwartungen  $\mu$ . Der wesentliche Unterschied des ersten Faktors zum zweiten besteht darin, dass im zweiten Fall (Faktor Risiko)  $\sigma$  und  $\mu$  zueinander in einer *Trade-off*-Beziehung stehen. Im ersten Fall (Faktor Unsicherheit) gibt es dagegen eine Gravitationsbeziehung, bei der die hegemoniale Währung als Zentrum des gesamten Vermögenskalküls fungiert.

Kapitalgeber in hegemonialer Währung, sich vom bisherigen Kreditnehmer zurückziehen, da ansonsten der Verlust des gesamten Wertes zu fürchten ist. (Siehe dazu auch Kapitel I.E.2)<sup>69</sup>

Die mangelnde Erfassung des Risikokalkuls in schwacher Währung besteht darin, dass eine Vermögenskomponente mit Sicherheit (nämlich die harte Währung) eine geringere Rendite (bzw. Zinssatz) gegenüber den anderen vergleichbaren Anlagen abwirft. Dies gilt bei der inländischen Währung zwar in einer geschlossenen Volkswirtschaft als Wertmassstab im Sinne der Liquidität per se, welcher mit anderen Vermögenstiteln wie beispielsweise Depositen, Bonds und Sachkapital verglichen wird. In einer offenen Volkswirtschaft kommt jedoch die dominante Stellung von hegemonialer Währung in EL hinzu, die als Alternative jeder inländischen Vermögenskomponente gilt. Somit gibt es zum einen bei der Auswahl unter Berücksichtigung der hegemonialen Währung - anders als in der Tobin'schen Erklärung - keine substituierende Wirkung zwischen verschiedenen Vermögensarten sondern asymmetrische. Das heisst, im Zentrum steht immer die hegemoniale Währung, die den Massstab gegenüber den anderen Auswahlmöglichkeiten setzt. Denn alle Kalkulationswerte bezüglich der erwarteten und tatsächlichen Renditen anderer Vermögenstitel werden anhand der massgebenden sichersten hegemonialer Währung überprüft.

Zum anderen findet ein ständiger Wechselbeziehungsprozess zwischen der hegemonialen Währung und anderen vergleichbaren Anlagen (einschliesslich der peripheren Währung) statt, der in der Hausse-Phase eine allgemeine Vermogenspreissteigerung in peripheren Währungsvermögenstiteln beinhaltet, jedoch in der Baisse-Phase allgemeine Vermogenspreistruckgange in peripheren Währungsvermögenstiteln zur Folge hat. Dadurch werden auch die einzelnen Vermogenmarkte volatibler, als sie es ohne das der Gravitation dienende hegemoniale Währungsvermögen wären, da sich nicht nur die Entwicklungen der einzelnen Vermogenmarkte, je nach binnenwirtschaftlicher und aussenwirtschaftlicher Politik (sei es Zins- und Wechselkurspolitik, sei es Fiskalpolitik) zugunsten bzw. zuungunsten anderer Komponenten verschieben werden.

---

<sup>69</sup> Wird formal ausgedrückt, bedeutet dies, dass die Portfoliokomponenten zwischen dem Währungsvermögen in hegemonialer Währung einerseits und allen anderen Vermögenskomponenten einschliesslich des Vermogenstitels in peripherer Währung andererseits aufteilbar sind: Der Betrag vom hegemonialen Währungsvermögen (als *Cash* in hegemonialer Währung) im Ausgangspunkt 0 ( $A_{H0}$ ) steht dem Vorhandensein der restlichen  $m$  Vermögenstiteln gegenüber, wobei  $x_0^i$  ( $i = 1, 2, \dots, m$ ) den Betragsanteil von  $i$ te investierten Vermögensart darstellt. Zur Vereinfachung wird angenommen, dass  $m$ te periphere Vermögenstiteln als  $x_0^m = A_{P0}$  bezeichnet wird. Die  $x_0^i$  ist nicht negativ und die Summe davon wird als  $A_0^R$  bezeichnet. Dann:  $A_0^R = \sum_{i=1}^m x_0^i = 1$  Ist  $r_0^{e,i}$  die erwartete Rendite im Ausgangspunkt und -

$E(Ug_0^i)$  die Sicherheit, die mit dem Rückfluss der  $i$ te Kapitalanlage im Ausgangspunkt verbunden ist, grösser als jetziger Zinssatz wird das für Kapitaltransfer im peripheren Land freigegeben. (Somit stellt der Fall, in dem die Erwartung der gesamten Unsicherheit Null ist, d.h.  $E(Ug_0^i) = 0$  für alle  $i$ , einen unrealistischen Sonderfall dar, wo nur die Sicherheit existiert.) Die generelle Budgetbeschränkung stellt dabei das Kalkulationsverhalten dar, in dem der ausländische Kreditgeber in hegemonialer Währung den sicheren Rückfluss innerhalb ihrer Portfoliowahl ausmacht, was hier als Liquiditätsprämie / bezeichnet wird.

Aus diesen Gründen wird die Stabilität der inländischen Vermögensmärkte ins Schwanken geraten, da im Fall der Enttäuschung der einzelnen Vermögensmärkte eine Flucht in die hegemoniale Währung und damit eine Paniksituation hervorgerufen wird. Bei dieser Vermögensumschichtung, welche vor allem durch den Akt der hegemonialen Währungsanleger zustande kommt, spielt das Verhalten der Risikoüberlegung insofern nur eine sekundäre Rolle, wenn selbst bei sicherem Anlegerverhalten kein Weg daran vorbei führt, ihre Verluste abzuwenden. Dabei kann auch die bis dato als 'sicher' geglaubte Anlage nicht auf dem Markt reagieren, was zu einer Verschiebung der Gleichgewichtskurve von einer Kurve zur nächsten führt.

Aus dem Aspekt der Nachfrageseite steht dem die Bereitschaft der Nachfrageseite gegenüber, das Kapital in hegemonialer Währung im peripheren Land zu importieren bzw. dort zu halten. Dabei ist nicht entscheidend, ob es sich bei dem Kapitalimport um Investitions- oder Konsumtionszwecke oder sogar um unverzinsliche Finanzhilfe handelt. Entscheidend ist vielmehr die Konstellation, in der es – durch die Hinnahme der hegemonialen Währungsstärke - ohne Deckung bzw. ohne Inkaufnahme von Leistungsbilanzdefiziten nicht möglich ist, die periphere Wirtschaft in Gang zu bringen. Denn die Schwäche der peripheren Währung erlaubt nicht, die Lücke mit der eigenen Währung zu schliessen.

Wie oben die Angebots- und Nachfrageseite des ausländischen Kapitals innerhalb der Portfolioüberlegung geschildert wurde, besitzt die Stellung der finanziellen Globalisierung einen festen Bestandteil für die hierarchische Währungsstruktur, in der die Verwendungslücke, die aus der Differenz zwischen der Verwendung- und Aufbringungsseite entsteht, durch Kapitalimport geschlossen wird. Dabei besteht der charakteristische Unterschied der Kapitalimporte in Südkorea darin, dass es sich bei der ersten Periode (zwischen den 70er und Mitte der 80er Jahre) um die von der peripheren Regierungsseite aufgenommenen Kredite handelte. Hingegen fungiert paradoxerweise das international funktionierende Bankensystem und somit die Banken eher als Träger der Kreditaufnahme in hegemonialer Währung, was den Charakter der 90er Jahre ausmacht:<sup>70</sup> Kommen als Träger andere Wirtschaftsakteure, wie Unternehmer oder Konsumenten (oder der Staat), hinzu, um Kapitalimporte durchzuführen, handelt es sich um eine beschleunigende und offene Dollarisierung, die anstelle der Machtlosigkeit der einheimischen Bankensysteme eine von hegemonialer Währung abgeleitete und verdrängende Übermacht der hegemonialen Währung darstellt. Diese Kreditaufnahmebereitschaft der peripheren Kreditnehmer in hegemonialer Währung ist somit ein Marktergebnis, in dem die hohe hegemoniale Währungspräferenz den Verschuldungsprozess in Gang setzt. Dies wird dennoch im Fachjargon fälschlicherweise als *Absorptionsfähigkeit* bezeichnet. Denn der Kapitalimport hat mit der an den Realgütern orientierten 'notwendigen' Absorption nichts zu tun. Vielmehr bedeutet dies die Marktkonstellation, in der die

---

<sup>70</sup> Bei dem funktionierenden Bankensystem handelt es sich um eine von staatlicher Festsetzung befreite, jedoch vom einzelnen Marktakteur bestimmte Funktionsbewahrung des Zahlungsverkehrs. Die Diskussionen über den Einhalt der Eigenkapitalausstattung in 8% für das gesamte Aktiva und die Einlagensicherungssystem tragen zwar zum gemilderten Risiko des Kreditgebers bei, jedoch zu keinem ausreichenden Garant gegenüber der Währungssystemstabilität. (Siehe dazu Kapitel I.E.1.)

schwache Währung aufgrund der mangelnden Akzeptanz der peripheren Währung gegen die Kapitalaufnahme bzw. gegen die Schuldenaufnahme in hegemonialer Währung nichts unternehmen kann.<sup>71</sup>

Zu bemerken ist, dass ein besonderer Charakter der Liquiditätspräferenz in hegemonialer Währung im Zusammenhang mit dem Portfolioanteil darin besteht, dass sie nicht unabhängig vom Portfolioanteil, sondern auch von der Zusammensetzung zwischen den Währungen fungieren kann. D.h. zwar je mehr Vermögensanteile innerhalb des gesamten Portfolios in Form inländischer Währung und ohne ausländische Währung gehalten werden, desto geringer wird die Wahrscheinlichkeit eines Auszugsberschusses und gilt umgekehrt. Denn die (vor allem) aus der Vorsichtskassenhaltung der Wirtschaftssubjekte resultierenden Liquiditätskosten ergeben sich aus der Relation zwischen der Wahrscheinlichkeit von Auszugsberschssen und den ursprünglichen Liquiditätskosten per se. Eine Zunahme der inländischen Wahrungsvermogenshaltung bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit des Auszahlungsberschusses aufgrund des Umkehrschlusses immer geringer wird, da der letzte Groschen immer teurer ist als weniger knappgehaltenes Währungsvermögen, wenn die ursprünglichen Liquiditätskosten unverändert bleiben.<sup>72</sup>

Unter Berücksichtigung der hegemonialen Währung und dem Liquiditatspostulat ändert sich dann das Verhältnis im Inland: Denn, je mehr die ausreichende Vermögenshaltung in hegemonialen Währungsvermögenstiteln über den Verschuldungsweg die Liquiditätspräferenz der einheimischen Währung beeinflusst, um so unvorsichtiger halten die Wirtschaftssubjekte die hegemonialen Währungsvermögen, wobei sich die Mehrverwendung der hegemonialen Wahrungsvermogensquelle als Kapitalaufbringung ausdrücken lässt (sprich Leistungsbilanzdefizite), was letzten Endes aufgrund der Veränderung der Liquiditätspräferenz eine Kapitalflucht in Gang setzt. Dabei zeigt sich bereits das währungspolitische Dilemma in EL, denn ohne ausreichende Devisenreserve droht im betroffenen Land zunehmend Illiquidität in hegemonialer Währung. berausreichende Devisenbestände zwingen die monetäre Behörde aufgrund der geringer gewordenen inländischen Geldvermogensanteile gegenüber den ausländischen Währungsvermögen zu einer restriktiven Geldpolitik, da innerhalb der gesamten Geldmenge die ausländische Komponente die inländische Komponente verdrängt.

Der Fehler der gängigen Entwicklungstheorie besteht dabei darin, dass die „notwendige“ Wachstumsrate als Wirtschaftsziel gesetzt und dadurch das Sparlckenmodell gebildet wird. Die Folge ist verheerend: Die zum gezielten Wachstum notwendige Sparlcke, die aus dem Ausland finanziert werden soll, ist dann die sogenannte „Absorptionssumme“, die dann die vom Ausland in hegemonialer Währung

---

<sup>71</sup> Es mag sein, dass in dieser Marktkonstellation kurzfristig die gesamte Volkswirtschaft in Gang zu bringen ist, wenn mehr importierte Güter im peripheren Land konsumiert bzw. in sie investiert werden. Dies führt jedoch langfristig in die instabile Krise. (Siehe dazu den empirischen Teil II.B.1.)

<sup>72</sup> Für diesen Hinweis danke ich Karl Betz.

finanzierte Summe wird. So soll beispielsweise der Bedarf für die Infrastruktur-Finanzierung in den asiatischen Ländern um die Millenniumsjahrzehnte etwa 1.000 Mrd. US-Dollar betragen. So soll auch die Absorptionssumme in EL (vor allem in Lateinamerika und Ostasien) von Anfang bis Mitte der 90er Jahre jährlich etwa 140 Mrd. US-Dollar gewesen sein, was dem Dreifachen der 80er Jahre entsprechen soll.<sup>73</sup>

Statt dessen ergibt sich der Kapitalimport aus den oben genannten Portfolio-Währungskalkülen (seitens der Kapitalgeber- und -nehmer), was die Machtkalkulation der hegemonialen Währung ausmacht. Der Kapitalimport und somit der Wechselkurs resultiert dann auch aus dem Währungstauschpreis, welcher sowohl die Zinssatzdifferenz zwischen den beiden bilateralen Relationen als auch die Differenz der Liquiditätspräferenz beider Länder darstellt. Dabei spielen staatliche Aktivitäten eine wichtige ergänzende Rolle; denn zum einen kann der Staat umfassend die den Kapitalimport verhindernden Barrieren errichten (dies entweder freiwillig oder aufgrund des aus den Kapitalgeberländern entstehenden Drucks). Zum anderen ist es notwendig, mit realwirtschaftlicher Absicherung (wie beispielsweise stabile Einkommensbildung) dem aus dem Kapitalimport resultierenden Effekt entgegenzuwirken. Dennoch können diese Vorgänge lediglich ergänzende Natur sein, in der sich - früher oder später - die Marktkräfte der hegemonialen Währung durchsetzt. Denn trifft die instabile Situation des Wechsel des Kapitalverkehrs in Richtung der hegemonialen Währung früher als zum zahlungsfähigen Zeitpunkt in hegemonialer Währung auf, nehmen die Kapitalgeber in hegemonialer Währung Anlagealternative wahr, in der sich aus der bisherigen Kapitalaufnahme nach dem Ablauf der vereinbarten Frist aus dem Kalkül der Unsicherheit zurückzieht (sprich: Verweigerung der *Rollover*-Kredite).<sup>74</sup> So wird laut *IMF* (Teil der Weltbank-Gruppe) eine Reduktion der privaten Netto-Kapitalzuflüsse in die Ostasienländern im Jahr 1997 auf netto 25% beziffert. Auch laut dem Bericht von *Nomura Research Institute* wird beispielsweise das Schrumpfen der Kapitalminderung von vier Ostasienländern (Thailand, Philippinen, Malaysia und Indonesien) auf etwa 22 Mrd. US-Dollar im gleichen Jahr beziffert, dessen Folge - über den rapiden Anstieg des Wechselkurses - die Währungskrise in Asien darstellt. Demgegenüber steht eine deutliche Zunahme des Kapitalzuflusses in die VR China zwischen 1993 und 1997, wobei die VR China im gleichen Zeitraum, als umgekehrter Fall, mit zunehmenden Schrumpfen der Leistungsbilanzüberschüsse zu kämpfen hatte.<sup>75</sup> (Zur Entwicklung der Leistungs- und Kapitalverkehrsbilanz in VR China zwischen 1993-1996, siehe Tab. 1)

---

<sup>73</sup> Siehe Motoyama, Y. (1994), *What the Recent Turmoil Over Asian Currencies Tells Us*, S. 42f.

<sup>74</sup> Hierbei wird die Einhaltung der vereinbarten Rückzahlungsfrist der Kreditnehmers vorausgesetzt.

<sup>75</sup> Siehe Motoyama, Y. (1994), a.a.O. S. 8

In diesem Kapitel wird das Ziel verfolgt, die Schwäche der traditionellen Wechselkursatheorien zu untersuchen. Dabei liegt der Schwerpunkt nicht darin, die verschiedenen Modelle, die in Ostasien (insbesondere in Südkorea) relevant erscheinen, darzustellen, sondern darin, die Schwäche der methodischen und ökonomischen Inhalte der Erklärungen der Währungsangriff in den Ostasienländern darzustellen. Bei den im folgenden dargestellten Modellen handelt es sich um: 1) die Zahlungsbilanztheorie, 2) das Mundell-Flemming-Modell, 3) das Dornbusch-Modell, 4) die Modelle von den Vermögensbestandsansätzen sowie 5) die Theorien der Währungsangriff, die als erste, zweite und dritte Generationstheorie der Währungsangriff bekannt sind. Dieses Kapitel behandelt die Modelle 1), 2) und 3), und die nächsten und darauf folgenden Kapitel Modelle Nr. 4) und 5). Insofern dienen diese Kapitel dem Übergang zum Hauptteil, in dem aus der Kritik heraus ein eigenständiger Ansatz für die Erklärung der Währungsangriff entwickelt wird.

a) *Über die monetäre Zahlungsbilanztheorie*

Die Zahlungsbilanztheorie ist ein anderer Ausdruck für das KKP-Theorem im weiteren Sinne, indem letzteres auf die Zahlungsbilanz übertragen wird, wobei der Wechselkurs lediglich als externer Preis des Gütermarktes, nicht aber als Vermögenspreis fungiert. Dabei ergibt sich der Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs und der Zahlungsbilanz allgemein dadurch, dass der Wechselkurs als Aussenwert des inländischen Preises immer an das vom Gütermarkt fundierte Gleichgewicht gebunden bleibt. Somit führt die Abwertung über den Leistungsbilanzüberschuss zum Zahlungsbilanzausgleich. Wenn der neoklassische Ökonomen Heberler so argumentiert:

*„Wie Mr. Hirschman gezeigt hat, ist die Wahrscheinlichkeit, daß eine Abwertung die Zahlungsbilanz verbessert, um so größer, je ernster die Krankheit, d.h. je größer das durch einen Importüberschuss gemessene Ungleichgewicht der Zahlungsbilanz ist. Das ergibt sich daraus, dass, je größer  $M(\text{Import})$  im Vergleich zu  $X(\text{Export})$  ist, desto größer auch das der Elastizität  $\eta_{\text{e}}$  beizumessende Gewicht ist.“* (Heberler, G. (1971), Der Devisenmarkt und die Stabilität der Zahlungsbilanz, S. 229)

Dies zeigt ein typisches Beispiel, dass ein automatischer Zahlungsbilanzausgleich durch Wechselkurswirkung wiederhergestellt wird. Diese Zahlungsbilanztheorie ist jedoch in dreifacher Hinsicht problematisch: 1) Hier ist die Annahme impliziert, dass die automatische Wiederherstellung des sogenannten 'gleichgewichtigen' Wechselkurses durch Abwertung erfolgt. Wird zunächst die Währungshierarchie ausser Acht gelassen, ist ein durch einen Importüberschuss gemessenes Ungleichgewicht nichts anderes als ein Ausdruck für die Lage des aktuellen Wechselkurses. Dennoch

gerät aufgrund der dauerhaften Leistungsbilanzdefizite bzw. Kapitalverkehrsüberschüsse die überbewertete Währung in tendenziellen Abwertungsdruck. Dies impliziert wiederum die Perpetuierung des Importüberschusses. Somit ergibt sich eine Verwechslung zwischen Überbewertung und Abwertung.

2) Es gibt ausserhalb des Elastizitätsargumentes jedoch keinen Mechanismus, der garantiert, dass die Abwertung die Zahlungsbilanz verbessert. Der J-Kurve-Effekt macht dieses Argument zunichte, was trotz der starken Abwertung und unter Ausschluss der Marshall-Lerner Bedingung einen zunächst negativen Effekt auf die Leistungsbilanz bedeutet. Die bereits durch die Finanzierung des Importüberschusses erreichte Nettoschuldnerposition wird dabei durch die Abwertung in ihrer Zahlungsbilanzposition eher belastet, jedoch nicht verbessert. Und schliesslich 3) nur in dem Land, welches zu der höchsten Währungshierarchiegruppe gehört, wird marktheoretisch zugelassen, den Importüberschuss durch eigene Währung zu finanzieren, was in den EL nicht der Fall ist.

Aus oben genannten Gründen existiert der sogenannte gleichgewichtige Wechselkurs nur dann, wenn sowohl die Leistungsbilanzseite als auch die Kapitalverkehrsbilanzseite ausgeglichen ist, was in der realen Welt nicht der Fall ist. Die Zahlungsbilanz wird durch den Wechselkurs nur dann nicht beeinflusst, wenn sich der Wechselkurs im gleichgewichtigen Wechselkurs befindet, in dem kein Druck auf den Devisenmarkt existiert. In diesem Fall wird die Definitionsgleichung für die Zahlungsbilanz formal wie folgt ausgedrückt:

$$\begin{aligned} \text{Gleichung 14} \quad ZB = 0 &= \overset{=0}{LB} + \overset{=0}{KB} = (\overset{=0}{HB} + \overset{=0}{DB}) + \overset{=0}{KB} \\ &= \{ [ \overset{=0}{(Ex - Im)} / e ] + [ (i^* - i - l)(\overset{=0}{F - V_H}) - Tr ] \} + (\overset{=0}{K_{im}} - \overset{=0}{K_{ex}}) \end{aligned}$$

Dabei bezeichnen  $LB$ ,  $HB$ ,  $DB$  und  $Tr$  jeweils Leistungsbilanz, Handelsbilanz, Dienstleistungsbilanz und Transferzahlung. Nur dann gilt der gleichgewichtige Wechselkurs, wenn gleichzeitig kein Druck auf dem Devisenmarkt existiert und die Nettoverschuldung in hegemonialer Währung unverändert bleibt. Somit  $\Delta -(F-V)_H = 0$ .

Hier wird deutlich, dass die Zahlungsbilanz allein in diesem Modell keine hinreichende Bedingung für die Wechselkurserklärung ist, da eine momentane Stabilisierung des Wechselkurses nicht erkennen lässt, ob sie auf der Leistungsbilanzseite (die erste Komponente des rechten Teils der obigen Gleichung  $(Ex - Im)$ ) oder auf der Kapitalverkehrsbilanzseite (die zweite Komponente des rechten Teils der obigen Gleichung  $(K_{im} - K_{ex})$ ) hervorgerufen wird.<sup>76</sup>

<sup>76</sup> Hier werden die Transferzahlung und andere Komponenten der Leistungsbilanz wie beispielsweise Tourismus ausser Acht gelassen. Im wesentlichen ändert sich nicht die Sachlage.

Das Mundell-Fleming-Modell (im folgenden MFM genannt), welches Anfang der 60er Jahre von beiden Autoren zeitnah als Wechselkursstheorie entwickelt wurde, zeigt seine Irrelevanz für die Wechselkursbestimmung von EL dadurch, dass es sowohl von dem theoretischen Aufbau her als auch für die Erklärungen von instabilen Wechselkursentwicklungen ungeeignet ist. Das Modell baut auf dem Hickschen IS-LM-Modell auf und erweitert sich auf die offene Wirtschaft. Ihr Kernpunkt sind die unterschiedlichen fiskal- und geldpolitischen Wirkungen auf die Erhöhung des Volkseinkommens innerhalb des jeweiligen Wechselkursregimes.<sup>77</sup>

In einem System flexibler Wechselkurse und demzufolge unter der Gültigkeit des ZP-Theorems in einer Welt vollständiger Kapitalmobilität bleibt die Fiskalpolitik deshalb wirkungslos, weil durch sie zwar eine Verschiebung der IS-Kurve nach rechts bzw. nach oben innerhalb der Zins- und Einkommenskombinationskurve bezweckt wird.<sup>78</sup> Jede Bewegung nach rechts ruft die gleiche Höhe der Zinssteigerungen hervor und führt damit aufgrund der Überschussnachfrage nach einheimischer Währung zur Aufwertung. Diese Aufwertung wirkt wiederum auf die Leistungsbilanz (bzw. die Handelsbilanz), in der sich die zurückgehenden Exporte aufgrund der relativen Verteuerung inländischer Produkte - und die zunehmenden Importe gegenläufig widerspiegeln. Dies wirkt solange, bis die anfängliche Verschiebung der IS-Kurve nach rechts bis zum ursprünglichen Punkt, d.h. nach links wiederhergestellt ist. Dagegen soll die Geldpolitik ihre konjunkturellen Wirkungen entfalten. Die Geldmengenausdehnung durch eine Erhöhung des Geldangebots führt zur rechten Verschiebung der LM-Kurve, was sich unter der Annahme einer konstanten Geldnachfrage einerseits auf die sinkenden Marktzinssätze auswirkt. Der sinkende Zinssatz führt wiederum zu einer Abwertung auf dem Devisenmarkt, was auf den Gütermarkt dank der verbilligten Exportpreise eine Verschiebung der IS-Kurve nach rechts bedeutet. Andererseits soll sich die IS-Kurve weiterhin nach rechts verschieben, wenn die erhöhte Geldmenge aufgrund der angenommenen Gültigkeit des Realkasseneffektes eine überschüssige Güternachfrage erzeugt. Diese Verschiebung der IS-Kurve nach rechts hält solange an, bis sie die neue LM-Kurve auf der Zahlungsbilanzgleichgewichtskurve schneidet. Somit soll eine Geldmengenerhöhung eine Erhöhung des Volkseinkommens zur Folge haben.<sup>79</sup>

In einem festen Wechselkurssystem sind nicht nur die Wirkungen der jeweiligen Fiskal- und Geldpolitik umgedreht, sondern auch die exogenen und endogenen Eigenschaften von Variablen: Der Wechselkurs ist die exogene Variable, da er als eine Art der 'omnipotenten' Politik ein kontrolliertes

---

<sup>77</sup> Trotz der verschiedenen Versionen des MFMs wird sich diese Arbeit auf das wesentliche beschränkt.

<sup>78</sup> In der folgenden Arbeit wird die grafische Darstellung in Bezug auf MFM ausgelassen.

<sup>79</sup> Zum flexiblen Wechselkurssystem vom Mundell-Fleming-Modell, siehe beispielsweise Gärtner, M. (1997), Makroökonomik flexibler und fester Wechselkurse, S. 4ff.

Steuerungsinstrument ist. Dagegen ist die Geldmenge endogen, da sie sich aufgrund der Interventionen der monetären Behörde so anpassen lässt, dass sie mit dem gewählten Wechselkurs kompatibel ist. Eine Erhöhung der Staatsausgaben löst eine rechte Verschiebung der IS-Kurve aus, da dadurch eine überschüssige Güternachfrage entsteht. Die LM-Kurve verschiebt sich ebenfalls nach rechts, da zunächst bei unverändertem Geldangebot die vom Einkommen abhängige erhöhte Geldnachfrage den Zinssatz nach oben drückt. Einerseits impliziert dies, aufgrund der Gültigkeit der ZP, einen der Zinssatzdifferenz mit dem handelnden Land entsprechenden Kapitalimport. Andererseits interveniert die einheimische monetäre Behörde auf dem Devisenmarkt aufgrund des fixierten Wechselkurses solange, bis die nachgefragte inländische Währung zum gezielten Wechselkurs (bzw. Preis) erreicht wird. Ohne Sterilisierungspolitik bedeutet dies eine Aufblähung der Geldmenge, was eine rechte Verschiebung der LM-Kurve beinhaltet. Erst wenn die neue LM-Kurve die neue IS-Kurve auf dem Zahlungsbilanzgleichgewicht schneidet, wo der inländische Zinssatz gleich dem ausländischen Zinssatz ist, befinden sich sowohl der Kapitalmarkt als auch die gesamte Wirtschaft im Gleichgewicht. Fazit ist ein erhöhtes Volkseinkommen.

Demgegenüber bleibt in einem fixen Wechselkursregime eine Erhöhung der Geldmenge wirkungslos, denn die LM-Kurve verschiebt sich zwar durch die endogenisierte Geldmenge (aufgrund beispielsweise von Offenmarktkäufen) unter der Annahme einer fehlenden Sterilisierungspolitik nach rechts. Gleichzeitig drückt die erhöhte Geldmenge den Zinssatz, was - wiederum unter der Gültigkeit der ZP - eine Abwanderung des internationalen Kapitals beinhaltet. Da seitens der monetären Behörde unter dem festen Wechselkurs die Verteidigung des Wechselkurses ausschliesslich gegen die Abgabe von Fremdwährung erfolgt, verringert sich das gesamte Geldangebot und es kehrt die LM-Kurve auf ihren ursprünglichen Verlauf zurück, wodurch keine einkommenserhöhende Wirkung erzielt wurde.<sup>80</sup>

Somit ist im Fall der externen realwirtschaftlichen Schocks (wie durch die fiskalpolitischen Massnahmen), das fixe Wechselkursregime besser geeignet als das flexible Wechselkursregime, die Stabilisierung der Einkommensbildung zu erreichen. Liegen dagegen „monetäre“ Schocks vor, ist das flexible Wechselkurssystem besser geeignet, um sie zu sichern.<sup>81</sup> Darüber hinaus ändern sich die Wirkungen im betroffenen Land dem Status der Kapitalmobilität entsprechend. D.h. je mehr das betroffene Land eine mobile Kapitalbewegung praktiziert, desto mehr sollen die jeweiligen Wirkungen gelten.

Wird der ökonomische Inhalt des MFMs an der Modellgeschichte gemessen, wird es zwar als ein Anfang der Modellentwicklung für die Bestimmung der Wechselkursstheorien angesehen. Das MFM ist in verschiedener Hinsicht für Kritik anfällig. Dies betrifft nicht nur die dem MFM inne wohnende

---

<sup>80</sup> Zum festen Wechselkurssystem vom Mundell-Fleming-Modell, siehe beispielsweise Gärtner, M. (1997), a.a.O., S. 215ff.

<sup>81</sup> Siehe dazu auch, Roy, T. (2000), a.a.O., S.43

Modellannahme und die sich daraus ergebende methodische Schwäche, sondern auch die inhaltliche Inkonsistenz per se, sowie die sich daraus ergebenden politische Inhalte de facto.

Der erste Kritikpunkt betrifft die Annahmen selbst, die bei der Bestimmung des Wechselkurses umstritten sind, wobei auch implizierte verschiedene Theoreme bestehen: 1) In Bezug auf die Wechselkursparität bewegt sich in einem festen Wechselkurssystem der internationale Kapitalverkehr ausschliesslich nach der Zinssatzdifferenz zwischen dem Inland und dem Ausland. Formal wird dies folgendermassen ausgedrückt:

Gleichung 15

$$KB = k(i_p - i_H),$$

wobei die verwendeten Symbole  $KB$ ,  $k$ ,  $i_p$  und  $i_H$  jeweils Kapitalverkehrsbilanz, Kapitalverkehrskoeffizient, inländischen und ausländischen Zinssatz bedeuten. Wo zunächst kein internationaler Kapitalverkehr stattfindet, muss der inländische Zinssatz dem ausländischen entsprechen. Ist dabei der ausländische Zinssatz gegeben, dann ist der inländische Zinssatz überdeterminiert. Denn der inländische Zinssatz  $i$  ist einerseits gleich  $i_H + l$  und andererseits gleich dem gleichgewichtigen Zinssatz der LM Kurve. Dabei greift die Kapitalbewegung zu kurz. Selbst in einem flexiblen Wechselkurssystem, - was sich formal  $E(\dot{e})$  als erwartete Abwertungsrate im Fall  $E(\dot{e}) > 0$  ausdrücken lässt -, existiert die Problematik des ZP-Theorems hinsichtlich der Verschiebung der Liquiditätspräferenzkurve. Da dies bereits im vorigen Kapitel geschildert wurde, wird dies hier nicht weiter behandelt.

2) Über die Investitionsnachfrage am Gütermarkt ist insbesondere zu lesen, dass die Investitionsfunktion symmetrisch und allein vom Zinssatz negativ abhängig ist. Doch die Investitionsfunktion ist nicht nur vom Zinssatz abhängig, sondern von anderen verschiedenen Variablen. Insbesondere ist es plausibel anzunehmen, dass die Investitionstätigkeit des Unternehmens, seien die Träger staatlich oder privat, dann durchgeführt wird, wenn der erwartete Gewinn die laufenden Kosten mindestens deckt – (im Regelfall wohl überdeckt). Zwar schliesst dies den Konkurs einzelner Unternehmer nicht aus, welcher auf die Insolvenz der betroffenen Unternehmen zurückzuführen ist. Entscheidend ist aber der tendenziell konvergierende Zustand, in dem der realisierte Gewinn mit sämtlichen Kosten, einschliesslich des zu zahlenden Zinssatzes und der Tilgung selbst, übereinstimmt.<sup>82</sup> Das unpraktikable Moment für die Zinssatzabhängigkeit ist dann deutlich, wenn man die Tatsache bedenkt, dass die Investitionsnachfrage trotz niedrigem Zinssatz nicht steigen kann.<sup>83</sup> Dieser seit Keynes verwendete Begriff von einer Liquiditätsfalle liegt nicht im niedrigen Zinssatz sondern in der geringeren Investitionstätigkeit mit der geringen Gewinnerwartung der kommenden Perioden. Die geringe

---

<sup>82</sup> Die Gleichgewichtsbedingung darf nicht mit der Möglichkeit des Windfall-Gewinns (bzw. -Verlustes) verwechselt werden.

<sup>83</sup> In Japan zum jetzigem Zeitpunkt zeigt sich ein typisches Beispiel dafür.

Bereitschaft zur Freigabe der Währungsvermögen für die Produktionen ist somit aus dem niedrigen Zustand der Liquiditätspräferenz in eigener Währung entstanden.

Weitere Kritiken am MFM beziehen sich auf die methodische Schwäche der IS-LM-Kurve selbst:

1) Die Bewegungen der IS-Kurven, die sich aus einem am Gütermarkt orientierten Gleichgewicht ergebende Stromgrösse, mischen sich mit der Bestandsgrösse, die sich im Geldmarktgleichgewicht als LM-Kurve ausdrücken lässt. Ohne eindeutige Klärung der verschiedenen Messgrössen verstärkt sich die methodische Schwäche weiterhin, wenn zusätzlich in einer offenen Wirtschaft das Zahlungsbilanzgleichgewicht als Stromgrösse hinzugefügt wird. Diese methodische Inkonsistenz kann nur behoben werden, indem die Änderung der Stromgrösse mit der Veränderung der Stockgrösse verglichen wird.<sup>84</sup> Oder anders ausgedrückt: Von einem Stromgrössengleichgewicht kann nicht auf ein Bestandsgrössengleichgewicht geschlossen werden, wenn die anfänglich angebotenen und nachgefragten Bestände bekannt sind und gleichzeitig mit der laufenden Stromgrösse übereinstimmen.<sup>85</sup> 2) Das Preisniveau ist fix auf dem Vollbeschäftigungsniveau. Somit schaltet das MFM von vornherein nicht nur den Preiseffekt, sondern die Möglichkeit der Unterbeschäftigung und des starren Preises aus. Die Möglichkeit des Unterbeschäftigungsgleichgewichtsmodells besteht darin, dass trotz der Veränderung aggregierter Nachfrage nicht nur eine verzögerte Anpassung zulässig ist. Darüber hinaus spiegelt dies eine reale Welt wider, in der die Arbeitsnachfragekurve vollständig unabhängig vom Reallohniveau verlaufen kann.<sup>86</sup> 3) Die Problematik der weiteren Annahme besteht im Geldmarkt: Der im Modell angenommene Realkasseneffekt, bei dem das Verhalten der Wirtschaftssubjekte allein von der Realkasse ( $\frac{M^d}{P}$ ) abhängt, ist insofern eine problematische Annahme, als es durchaus ökonomisch rationale und plausible Gründe gibt, warum die Wirtschaftssubjekte sich so verhalten, eine erhöhte bzw. niedrigere Kassenhaltung zu haben, wie bereits im vorigen Kapitel geschildert wurde.<sup>87</sup> Gerade das instabile Moment der Geldwirtschaft drückt sich dadurch aus, dass das Vertrauen in Geld bzw. in die Währung nachlässt, wenn eine Flucht zum Sachvermögen bzw. zu den harten Währungen stattfindet. So gesehen ist die Haltung der harten Währung eine ökonomisch rationale Angelegenheit, um dem Wertverlust der weichen Währung vorzubeugen. Auch in einer geschlossenen Wirtschaft gibt es einen rationalen Grund bezüglich der Geldhaltung: Wird die gegensätzliche Annahme zugelassen, in der das Neutralitätspostulat des Geldes

---

<sup>84</sup> Mathematischer Ausdruck dafür ist, dass Stromgrösse erst durch Integration zu Stock- (bzw. Bestandsgrösse) gelingt.

$$X(t) = \int_0^t \dot{X}(\tau) d\tau, \text{ wobei } X(t) \text{ eine Funktion der Stromgrösse, } t \text{ die Zeiteinheit, } \tau \text{ den realen Wechselkurs darstellt.}$$

<sup>85</sup> Siehe hierzu Gröbl-Gschwendtner, I./ P. Stahlecker (1994), Fiskalpolitik in einer Wechselkursunion, S. 435

<sup>86</sup> Siehe dazu Karl. B. (1993), Ein monetärkeynesianisches makroökonomisches Gleichgewicht, S. 105f

<sup>87</sup> Laut des Realkasseneffektes, dessen Ursprung auf dem Pigou-Effekt beruht, führt entweder die Differenz zwischen der gestiegenen und der erwünschten Geldmenge automatisch zur sinkenden Ersparnis oder zur steigenden Konsumnachfrage. Somit wirken die fallenden Preise genauso wie die überschüssige Kassenhaltung. Denn 'rational' handelnde Wirtschaftssubjekten verhalten sich so, dass keine überschüssige reale Kassenhaltung behalten wird. (Vgl. Felderer, B./ S. Homburg (1989), Makroökonomik und neue Markoökonomik, S.202ff.)

aufgehoben und stattdessen eine dominante Steuerungsfunktion durch die Währung für die Einkommensbildung erlaubt wird, betrifft die Geldhaltung – anders als Keynes - nicht nur die Nachfrageseite, sondern auch die Angebotsseite. Denn zum einen setzt die Liquiditätsprämie, deren Ausdruck eine zeitliche Überlassung bzw. eine Freigabe für die Produktion ein institutionelles Knapphalten der Währung voraus. Zum anderen deshalb, weil der Geldbesitzer (als vermögende) entscheidet, ob sich das Geld als fauler Charakter rentieren lässt, d.h. im funktionierenden Bankensystem befindet sich *formal* das Geld als Forderung auf dem Depositenkonto (als Passiva auf der Bankenbilanzseite). Der fleissige Charakter des Geldes drückt sich wiederum dadurch aus, dass die Einkommensbildung und die Produktion auch erst durch die zeitliche Überlassung seitens des Geldgebers ermöglicht wird. Dabei kann nicht genug betont werden, dass Geld nur dann Geld ist, wenn es den Charakter als *Ultima Ratio* besitzt. D.h. das o.g. Kreditsystem baut auf das Vertrauen zum Geld bzw. zur Währung auf, dass am Zahltag nicht mit den Depositen, sondern allein und ausschliesslich mit dem ZB-Notengeld die Verbindlichkeit und die Forderung gegenseitig ausgeglichen werden. Dies bedeutet jedoch nicht, dass das Geldangebot immer und ewig, d.h. unabhängig von einer Krisensituation unflexibel und fix bleiben muss. Die flexible Geldangebotspolitik ist eher marktkonformes Verhalten, indem die seit der Currency-School favorisierte feste Geldmengeregel gerade in einer auf Liquiditätsmangel beruhenden Krisensituation suspendiert wird, was Bagehot bereits Ende des 19. Jahrhunderts konzipiert hatte. Somit kann im 'trivialen' Konzept von Emmquer die Möglichkeit des endogen Geldangebotsprozesses nicht gesehen werden, in dem die ZB ausschliesslich als omnipotente Diktatur fungiert, so dass GB und ZB gemeinsam an der Funktionsfähigkeit der Geldversorgung beteiligt sind.

Nicht zuletzt zu nennen ist, dass die expansive Fiskalpolitik keinen einkommenswirksamen Effekt, sondern den Abwertungsdruck verursacht. Denn wie in dem ersten Generationsmodell der Währungsattacke konzipiert wurde, gibt der auf der expansiven Fiskalpolitik beruhende Verschuldungsprozess in hegemonialer Währung dem Kapitalgeber in hegemonialer Währung Anlass, sich aus dem bisherigen Wechselkurssystem zurückzuziehen.

In der einfachen Version des Dornbusch-Modells (d.h. ohne Unterscheidung zwischen handelbaren und nicht-handelbaren Gütern) existieren Güter-, Geld- und internationaler Kapitalmarkt. Das Gleichgewicht zwischen Güter- und Geldmarkt kann vereinfacht in logarithmierter Linearform ausgedrückt werden. Die darauf folgende Erklärung geht auf die Schilderungen von De Grauwe (1996) und Gärtner (1997) zurück:<sup>88</sup>

Auf dem Gütermarkt wird die Änderungsrate des Preisniveaus  $\dot{p}$  mit der Abweichung zwischen der tatsächlichen Güternachfrage  $y^d$  und dem gewünschten exogenen Vollbeschäftigungs-Güterangebot  $y$  in Zusammenhang gebracht, was auch als Phillips-Kurve bekannt ist.

Gleichung 16

$$\dot{p} = \pi(y^d - y)$$

Dabei sind die Güterpreise träge, da sich die Anpassungsgeschwindigkeit  $\pi$  zwischen dem Wert 0 und unendlich ( $\infty$ ) bewegt. Im Fall des  $\infty$  bedeutet das eine vollkommene sofortige Anpassung und im Fall von Null eine vollkommen rigide Preisanpassung. Dabei wird die Berücksichtigung eines Inflationsterms auf eine unerwartete Störung zurückgeführt.<sup>89</sup> Der gleichgewichtige Punkt vom Güter- und Finanzmarkt ist der Punkt  $A$  in Abb. 5, wo beide Locus  $\bar{e} = 0$  und  $\bar{p} = 0$  zutreffen. Dabei zeigt sich die dynamische Stabilität dadurch, dass der gleichgewichtige Locus aus dem sogenannten Sattelpunkt (*saddle point*) erfolgt, was mit dem perfekt vorhersehbaren Modell vereinbar ist und in der Bewegung von Feil bezeichnet wurde.<sup>90</sup> Dieses Modell erklärt die Effekte, die sich aus exogen verursachten Störungen ergeben, wobei sich die erwarteten Schocks in den rationalen Erwartungen widerspiegeln: Angenommen, die gesamte Geldmenge kann unerwartet steigen, dann verschiebt sich die Gleichgewichtskurve vom Finanzmarkt ( $\dot{e} = 0$ ) nach oben, da im Finanzmarktgleichgewicht der vorherige Wechselkurs nur dem zugenommenen Preisniveau zuzuordnen ist. Dagegen bleibt der Locus der Gütermarktgleichgewichtskurve unverändert, da es hier zunächst auf den Geld- und Finanzmarkt beschränkt bleibt.

1) Im Fall der vollständigen Flexibilisierung des Preisniveaus geschieht die Anpassung des gleichgewichtigen Punktes von  $A$  zu  $B$  unverzüglich. (Siehe Abb.5), 2) Ist jedoch die Preisniveaunpassung im Verzug, kann sich der gleichgewichtige Punkt im Gütermarkt nicht sofort von  $A$  zu  $B$  bewegen, da der Annahme zufolge dieser Weg versperrt ist. In diesem Fall kommt nur die

<sup>88</sup> De Grauwe, P. (1996), International Money, S.112ff., Gärtner, M. (1997), Makroökonomik flexibler und fester Wechselkurse, S. 37ff.

<sup>89</sup> Siehe dazu Gärtner, M. (1997), a.a.O., S. 39

<sup>90</sup> Siehe dazu De Grauwe, P. (1996), a.a.O., S. 115

Kombination zwischen dem Preisniveau und dem aktuellen Wechselkurs auf dem gleichgewichtigen Finanzmarkt in Betracht, was sich im Punkt  $A'$  ausdrücken lässt, wo das Preisniveau  $P_t$  entspricht  $\dot{e}'=0$ . Somit weist der 'jump' Punkt  $A'$  im Vergleich zu dem Wechselkurs  $e_3$  im vollständig flexiblen Preismodell einen deutlich überschüssenden ('overshooting') Charakter auf. 3) Die durch expansive Fiskalpolitik verursachte überschüssige Gesamtnachfrage verschiebt wiederum die gleichgewichtige Gütermarktskurve  $\dot{p}=0$  nach oben, denn der Einflussparameter aus der Realwirtschaft muss sinken, da der reale Wechselkurs aufgrund des Anstiegs des Preisniveaus gesunken ist und dadurch eine reale Aufwertung der einheimischen Währung erfolgt. Grafisch bedeutet dies, dass sich der gleichgewichtige Punkt im Finanzmarkt von  $A$  nach  $A''$  bewegt. (Siehe Abb.6) Zu bemerken ist, dass ab  $A''$  der Wechselkurs weiter sinkt (hier zu C), da der gleichgewichtige Wechselkurs dem 'Sattelpfad'-Lokus folgt. Obwohl der Wechselkurs unverzüglich gesunken ist, gibt es dann dank des 'Sattelpfad'-Lokus keine überschüssende Wirkung. Somit fungiert der Anpassungskoeffizient (bzw. die Anpassungsgeschwindigkeit  $\nu$ ) im Zusammenhang mit dem Sattelpfad als Schlüsselrolle für den Garant der Stabilisierung: Nach dem Umformen der Phillips-Kurve und der aggregierten Nachfrage ergibt sich dann

Gleichung 17  $\dot{p} = \pi [\delta(e-p) - (1-\gamma)y + g]$

Dabei bezeichnet  $\delta$  Wechselkursanpassungsparameter laut KKP,  $\gamma$  Teil der einkommensabhängigen Nachfrage nach inländischen Gütern und  $g$  Parameter der staatlichen Nachfrage. Nach weiterem Umformen kann man dann den Term  $\pi \left( \frac{\delta}{\lambda\theta} + \delta \right)$  als tatsächliche Anpassungsgeschwindigkeit  $\nu$  ausdrücken:

Gleichung 18  $\nu = \pi \left( \frac{\delta}{\lambda\theta} + \delta \right)$

Hierbei beschreibt  $\delta$  das Verhaltensparameter zwischen Preisniveau und Wechselkurs,  $\pi$  das zwischen der Nachfragereaktion auf das Preisniveau, und  $\theta$  die vom Markt erwartete Geschwindigkeitsanpassung des Wechselkurses an sein Gleichgewicht, sowie  $\lambda$  die (Semi-)Elastizität der Geldnachfrage. Das Problem der obigen Gleichung (18) in Bezug auf die tatsächliche Anpassungsgeschwindigkeit  $\nu$  besteht darin, dass trotz des gegebenen Verhaltensparameters zwischen Preisniveau und Wechselkurs ( $\delta$ ) das Modell noch nicht geschlossen ist, denn die Beziehung zwischen  $\theta$  und  $\lambda$  bleibt noch ungeklärt. Diesen ambivalenten Effekt von beiden Parametern  $\theta$  und  $\lambda$  macht folgendes Zitat deutlich:

*„Ein kleineres  $\lambda$  oder  $\theta$  hat also den zweifachen und – wenn man die Wirtschaft gerne im Gleichgewicht sieht – ambivalenten Effekt, dass jede kleine monetäre Störung die Wirtschaft jetzt stärker aus dem Gleichgewicht bringt, gleichzeitig aber auch die*

Konvergenzrate zum Gleichgewicht grösser ist.“ (Gärtner, M. (1997), Makroökonomik flexibler und fester Wechselkurse, S. 49)

Damit macht allein Glauben bzw. Vertrauen von Wirtschaftssubjekte an die künftige Änderung des Wechselkurs für die Stabilisierung des künftigen Wechselkurses verantwortlich. Dieses Dornbusch-Modell fängt zwar durch die Beschreibung des überschüssenden Wechselkurses das Krisenmoment des Wechselkurses auf. Dennoch bleibt es in seiner Analyse unklar, woher das Vertrauen von Wirtschaftssubjekten zustande kommt. Dies liegt m.E. an seiner Analytik, die als Gravitationsquelle des Wechselkurses mit der an den neoklassischen Gütermarkt orientierten Denkweise behaftet, wenn es den überschüssenden Charakter des Wechselkurses lediglich als Korrektur des ungleichgewichtigen Moments, d.h. als Folge der starren Preise, erklärt. Dies zeigt einen methodischen Konflikt der Phillips-Kurve auf, wenn das Modell im Finanzmarkt an der Zinssatzparität orientiert und gleichzeitig der Wechselkurs mit dem Preisniveau in Verbindung gebracht wird (anhand der Kaufkraftparität). Ergo hat die expansive Fiskalpolitik in diesem Modell - anders als in der realen Welt - eine Aufwertungstendenz zur Folge.

In Bezug auf die Erwartungsbildungshypothese stellt sich deshalb die Frage, inwieweit die Hypothese das Phänomen der volatiblen Wechselkursbewegung logisch konsequent erklären kann: Wird die Erwartungsbildungshypothese ( $E(\dot{e}) = \theta (\bar{e} - e)$ ) noch näher betrachtet, besagt die Gleichung, dass die Marktteilnehmer (bzw. Akteure) eine Konvergenz des Wechselkurses zum Gleichgewicht erwarten und dies auch tatsächlich eintritt. Dabei wird aber vorausgesetzt, dass der künftige Gleichgewichtswechselkurs (wie er sein mag) den Marktteilnehmern bekannt ist. Dies ist aufgrund der Vielzahl von Parametern  $g$ ,  $\gamma$  und  $\delta$  keinesfalls gesichert. Ist der Gleichgewichtswechselkurs  $\bar{e}$  bekannt, garantiert das – trotz des gegebenen Verhaltensparameters zwischen Preisniveau und Wechselkurs - noch nicht, dass sich der aktuelle Wechselkurs mit der genau berechneten Geschwindigkeit zum Gleichgewicht anpasst.

Nur im Fall, in dem der Wert der erwarteten Anpassungsgeschwindigkeit grösser als Null ist, ist die Stabilität des Modells garantiert, in der das Konvergenzkriterium erfüllt ist.<sup>91</sup> Ist der Wert dagegen kleiner als Null, d.h. glaubt der Markt, der Wechselkurs werde sich weiterhin vom gleichgewichtigen Wechselkurs  $\bar{e}$  entfernen, ist dagegen keine Stabilität des Modells garantiert, was als Hyperbelfunktion bekannt ist: Wird beispielsweise die Bedingung  $0 < -\lambda\theta < 1$  unterstellt, d.h. sei angenommen, dass die LM-Kurve flacher als die IS-Kurve ist, verschiebt eine Geldmengenexpansion die LM-Kurve nach oben. Und damit erhöhen sich der sogenannte gleichgewichtige Wechselkurs  $\bar{e}$  und das Preisniveau  $\bar{p}$ , was eine Aufwertung des Wechselkurses zur Folge hat, bis die Aufwertungserwartung den gesunkenen inländischen Zinssatz kompensiert. Aufgrund der sofortigen Effekte am Geldmarkt sinkt der aktuelle Kombinationspunkt zwischen dem aktuellen Wechselkurs und dem Preisniveau weiterhin, da die unter

---

<sup>91</sup> Zum dynamischen Konvergenzkriterium beim Zeitpfad, siehe Chiang, A. C. (1984), Fundamental Methods of Mathematical Economics, S. 476f.

ihren „fundamentalen“ Gleichgewichtswerten liegt (bzw. es wird die Aufwertung erwartet). Somit ist im Bereich  $0 < \lambda\theta < 1$  durch das Modell noch nicht hinreichend erklärt, warum die Volatilität des Wechselkurses zustande kommt. Allein, das steht fest, dieses Phänomen ist ausschliesslich von den Erwartungen der Wirtschaftssubjekte abhängig jedoch völlig unabhängig davon, ob die Sachlage dagegen spricht, d.h. ob der aktuelle Wechselkurs überbewertet oder unterbewertet ist. Das folgende Zitat macht obiges Problem deutlich:

*„Glauben die Akteure also, eine Geldmengenausdehnung werde zu Deflation und Nachfragedefiziten führen, dann wird nach einer Geldmengenerhöhung auch genau das eintreten. Umgekehrt würde eine Verknappung des Geldangebots in eine Hyperinflation münden, was wiederum genau den Erwartungen entspräche.“* (Gärtner, M. (1997), a.a.O, S. 53)

Um solch eine vage Formulierung zu präzisieren, wurden dann bei den zweiten Generationsmodellen zur Erklärung der Währungskrise die strukturellen fundamentalökonomischen Grössen als Lageparameter für die Bildung der Wechselkursersparung eingeführt, die dann Randbereiche, in denen beispielsweise die Bereiche aus den fundamentalen Daten nicht verträglich sind, von vornherein ausgeschlossen sind. Dennoch ist die Wahrscheinlichkeit einer Währungskrise innerhalb des Modells nicht eindeutig definiert, wenn multiple Gleichgewichte vorliegen und gleichzeitig die Fundamentalvariable innerhalb der Grenzwerten liegen.<sup>92</sup> Somit wird für die Entwicklung des Wechselkurses eine andere marktendogene Erklärung benötigt, in der die Volatilität nicht allein von der Erwartung abhängig ist. Ausserdem steht es ebenfalls im inhaltlichen Konflikt, dass bei dem Modellaufbau die Kaufkraftparität und die Zinsparität zur beliebigen Auswahl stehen.

---

<sup>92</sup> Siehe Berger, W. (2002), Die Entstehung und Ausbreitung von Währungskrisen, S. 78ff.

### C. Vermögensbestandsansatz zur Wechselkursbestimmung als integrierter Ansatz

In diesem Kapitel wird eine am Vermögensbestandsansatz orientierte Wechselkursbestimmungstheorie untersucht, in der sich das Niveau und die Stabilität des Wechselkurses aus der auf die Portfolioentscheidung beruhende Währungsvermögensdisposition ergibt. Anders als der herkömmliche Vermögensbestandsansatz, in dem das Optimierungskalkül die Allokation von verschiedenen Vermögensaktiva ausübt, unterliegt in dieser Arbeit die Portfolioentscheidung der Budgetbeschränkung, in der der Sicherheitskalkül in hegemonialer Währung eine Gravitationskraft für das Erreichen des gleichgewichtigen Zustandes produziert. Die Definition des Vermögensmarktes ist laut Spahn (1996): „Der Vermögensmarkt ist die gedankliche Zusammenfassung aller Märkte, auf denen die verschiedenen Vermögensformen gehandelt werden.“ (Spahn, H.-P., (1996), Makroökonomie, S. 43)

Unter dem Vermögensmarkt wird in dieser Arbeit zwar grundsätzlich die Definition von Spahn (1996) verstanden. Dennoch sind folgende Unterschiede von Bedeutung, um dem abstrakten Begriff hinsichtlich der aus der Vermögenshaltung resultierenden Addition gerecht zu werden. Zunächst treten hier die gesamtwirtschaftlichen Vermögensbestände in einem Land anstelle der Summe der privaten Bruttovermögenshaltung auf. Der Grund des Unterschiedes besteht in der Schuldnerposition in peripherem Land, da eine Vermögenshaltung in hegemonialer Währung Vermögenstitel, vom privaten Individuum gesehen, zwar eine Zunahme der Forderung in hegemonialen Vermögenstiteln aber volkswirtschaftlich gesehen eine verpflichtete Schuldensumme in hegemonialer Währung darstellt: Ist als Ausgangspunkt (d.h. in der Periode 0) der gesamte Wert des Bruttovermögens gegeben, welches je nach den jeweiligen Komponenten aufgeteilt ist, ist laut Branson's Modell und anderen herkömmlichen Portfoliomodellen dann der **private** Bruttovermögensbestand gegeben durch,<sup>93</sup>

Gleichung 19

$$W = M + B + SK + e F,$$

wobei  $M$ ,  $B$ ,  $SK$  und  $e F$  jeweils Geldvermögen, Bonds, Sachkapital und ausländische Forderungen bezeichnen. Das Verhalten der individuellen Kapitalgeber ist dabei risikoavers und die individuellen Vermögenshalter halten innerhalb des gemischten Portfolios sowohl inländische als auch ausländische Bonds, wobei in ihrem Kalkül die Faktorabwägung zwischen Risiko (bzw. Risikoschätzung) und Rendite (bzw. Renditenerwartung) im Vordergrund steht. Wird die Komponente des Bruttovermögens weiter betrachtet, steht in einer geschlossenen Volkswirtschaft neben dem Geldvermögen eine Zunahme (Abnahme) der staatlichen und unternehmerischen Verbindlichkeiten einer Zunahme (Abnahme) der privaten Forderungen gegenüber. Werden die nominalen Vermögenspreise im peripheren Land  $W_p$  auf

---

<sup>93</sup> Siehe beispielsweise, Branson, W. H. (1976), Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination, S. 1ff. und Copeland, L. S. (1989), Exchange Rates and International Finance, S. 227ff., sowie Muscatelli, A. (u.a.) (1989), Uncovered Interest Parity, Exchange Rate Risk and Exchange Rate Dynamics, S. 159ff.

die verschiedenen Unterkomponenten (bzw. Vermögensformen) aufgeteilt, gehören dazu inländische Geldvermögenspreise  $M_p$ , ausländisches Währungsvermögen  $M_H$ , inländische Finanzvermögenspreise (vor allem Wertpapiere)  $B_p$ , inländische Sachvermögenspreise  $SK_p$  und Preise der Bruttoforderungen (bzw. Bruttoverbindlichkeiten) gegenüber dem zu vergleichenden hegemonialen Land  $F_H - V_H$ . Als Vermögensrestriktion dient somit die folgende Definitionsgleichung:<sup>94</sup>

$$\text{Gleichung 20} \quad W_p = M_p + B_p + SK_p + e M_H + e(F_H - V_H) = M_p + B_p + SK + e [M_H + (F_H - V_H)]$$

Werden jedoch die Vermögensbestände nicht aus dem Aspekt der privaten Vermögensbestände, sondern aus dem Aspekt der **gesamten Vermögensbestände in einem Land** betrachtet, kommt in einer offenen Volkswirtschaft die in hegemonialer Währung ausgedrückte ausländische Komponente hinzu, wobei neben der Änderung der Haltung der hegemonialen Währungsvermögenstitel ( $+ \Delta M_H$ ) eine Zunahme der Verschuldung in hegemonialen Währungstiteln ( $\Delta e V_H$ ) einer Abnahme der Verschuldung bzw. einer Verstärkung der Gläubigerposition ( $\Delta e F_H$ ) im eigenen Land gegenübersteht. Da im peripheren Land aufgrund der mangelnden Kontraktfähigkeit in peripherer Währung eine Zunahme der Verschuldung immer in hegemonialer Währung (also niemals in peripherer Währung) erfolgt, ist eine zusätzliche Fristenteilung notwendig, um in der langfristigen Periode die obige Gleichung zu verändern: In der langfristigen Analyse ergibt sich die Änderung, die ausländische Nettoverschuldungskomponente  $\Delta v (= \Delta M_H + \Delta e(F - V)_H)$  nicht als Zunahme des Bruttovermögens zu erfassen, sondern als eine Abnahme des Bruttovermögens ( $\Delta v = \Delta M_H + \Delta e(F - V)_H = W_H < 0$ ), da gerade die ausländische Komponente ( $W_H$ ) das inländische Bruttovermögen verdrängt und wirkt sich somit auf das Sinken des gesamten Bruttovermögens aus. Dann ändert sich der obige gesamte Vermögenswert in der langfristigen Analyse wie folgt:

$$\text{Gleichung 21} \quad W_p = M_p + B_p + SK_p - e \Delta M_H - \Delta e(F - V)_H = M_p + B_p + SK_p - e \Delta v$$

Diese Veränderung durch die negative Grösse der Verschuldung in der langfristigen Analyse ( $-\Delta v$ ) ist somit mit der Veränderung der Liquiditätspräferenzkurve vereinbar, was nicht eine Veränderung innerhalb der Kurve der Liquiditätsdifferenz, sondern eine Verschiebung der Kurve bedeutet.<sup>95</sup> Werden hinsichtlich der Veränderung des gesamtwirtschaftlichen Portfolios die ausländischen Vermögenskomponenten betrachtet, spiegelt sich die Veränderung des ausländischen Kreditgeberverhaltens (bzw. Anlegerverhaltens) die Veränderung des individuellen Kalküls wider, das sich auf die Veränderung der erwarteten Rendite der jeweiligen Vermögenskomponente und die

<sup>94</sup> Aus dem Blickwinkel des hegemonialen Landes drücken sich die nominalen Bruttovermögenspreise wie folgt aus:  $W_H = M_H + B_H + SA_H + e M_p + (F_H - V_H) = M_H + B_H + SA_H + (F_H - V_H) + e (M_H)$ . Beim Vergleich der Definitionsgleichungen von (20) zeigt sich, dass bei dem Ausdruck die Bruttoforderungssumme (bzw. Bruttoverbindlichkeitssumme)  $(F_H - V_H)^{Br}$  asymmetrisch ist. Dies kommt in Folge des Währungswettbewerbs zustande, wobei entweder 1) die hegemoniale Währung die Funktion des internationalen Zahlungsverkehrs bereits übernommen hat, oder 2) die hegemoniale Währung als Zahlungsmittel und/oder als Wertaufbewahrungsmittel übernommen worden ist.

<sup>95</sup> Vgl. auch Betz, K. (2001), a.a.O., S. 117f.

Unsicherheitseinschätzung bezieht. Eine Investition aus dem hegemonialen Land im peripheren Land bedeutet eine Zunahme der Nachfrage nach inländischen Vermögenskomponenten (also eine von  $M_p$ ,  $B_p$ ,  $SK_p$ ). Ist die inländische Angebotsmenge des gesamten Vermögens unverändert, steigen somit kurzfristig – aufgrund der temporären überschüssigen Nachfrage nach inländischen Vermögengstiteln – die inländischen Vermögenspreise. Die Frage lautet jedoch dabei, ob es sich um die in peripherer Währung oder in hegemonialer Währung ausgedrückten Vermögenspreise handelt und ob auf Dauer der temporäre Anstieg der jeweiligen Vermögenspreise haltbar ist. Oder anders ausgedrückt, sind die Schwankungen der peripheren Vermögenspreise mit der Währungs- bzw. Bankenkrisentheorie im peripheren Land vereinbar?

Zweitens bestehen die Schwierigkeiten des hier auf Liquiditätspräferenz basierenden Vermögensbestandsansatzes darin, dass zum einen die Erweiterung der einzelnen Komponenten sowohl die Vermögensumschichtung (Portfolio) als auch die Vermögensvariablen beeinflussen, und dass zum anderen anstelle der gegebenen Bruttobestände die Veränderung der Bestände ergänzt werden muss: Hinsichtlich des ersten methodischen Problems ist im Fall der beiden Vermögenskomponenten Geld- und Bondvermögen ( $M$  und  $B$ ), d.h. ohne Berücksichtigung des Wechselkurses (wie bei Keynes' General Theory), nur der Zinssatz (und folglich die Profitrate) nötig, um die jeweiligen Portfolioeffekte zu analysieren. Betragen die Vermögenskomponenten oder die beeinflussenden Parameter mehr als drei, ist die Analyse nur unter restriktiven Annahmen möglich, weil sich die Zahl der Variable exponential auf die Modellschliessung auswirkt. In der Fachliteratur wird im Fall von drei Vermögenskomponenten mit der Einführung der exogenen Bestimmung des Wechselkurses und unter der Anwendung des Walras-Theorems die Problematik umgegangen. D.h. der gleichgewichtige Wechselkurs kommt entweder aus dem KKP-Theorem oder aus dem ZP-Theorem zustande. Dabei werden die Effekte der jeweiligen zwei gleichgewichtigen Komponenten untersucht, wenn sich laut Walras' Theorem die dritte Komponente im Gleichgewicht befinden muss. Dabei wird bei der gesamten Budgetrektion die Ceteris-paribus-Klausel angewendet und dann der einzelne Vermögensmarkt in der gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichtsanalyse stückweise aufgehoben. Diese herkömmliche Methode gerät jedoch für die Analyse der folgenden Arbeit in einen logischen Konflikt. Denn der gleichgewichtige Wechselkurs wird endogen bestimmt und das hier angewendete Say'sche Theorem, nach dem vorausgesetzt wird, dass die Angebotsseite die Nachfrageseite schafft, geriet direkt in logischen Konflikt mit dem Walras-Theorem, da im herkömmlichen Vermögensbestandsansatz im Sinne des Walras-Theorems und anhand der vorgegebenen Angebotsseite allein die Nachfrage für das Erreichen des Gleichgewichts zuständig ist. Um das gesamte Ausmass des Effektes auf das Gesamtvermögen im peripheren Land zu ermitteln, ist dabei eine totale Ableitung notwendig, in der nicht nur eine direkte Wirkung der Veränderungsrate zwischen direkt bezogenen zwei Variablen (wie beispielsweise zwischen dem Wechselkurs und der jeweiligen Vermögenskomponente) sondern auch die indirekte Wirkung zwischen den verschiedenen Vermögenkomponenten untersucht

werden.<sup>96</sup> Hinsichtlich des zweiten Problems besteht eine Notwendigkeit der Ergänzung durch die Bestandsveränderung in der Berücksichtigung der Verschiebung der Liquiditätspräferenzkurve, in der der Schuldenaufbau in hegemonialer Währung ( $-\Delta v = -\Delta e(F - V)_{H-H} - M_H$ ) in die Vermögensbestandstheorie integriert wird. Damit können die langfristigen Effekte aus der Währungsverdrängung untersucht werden.

### 1. *Modell des integrierten Vermögensbestandsansatzes*

Im kurzfristigen Modell wird das Vermögen als exogen vorgegeben betrachtet. Im langfristigen Modell wird zugelassen, dass sowohl die Wechselkursschwankungen zur Änderung der Leistungsbilanzposition führen, als auch, dass der auf Investitions- und Exportdynamik basierende Einkommensbildungsprozess die Vermögensbestände verändert. Der darauf folgende Ansatz tritt als ein integrierter Vermögensansatz auf, weil nicht nur die Störungen aus dem Einkommensbildungsprozess zu den Schwankungen des heimischen Währungspreises führen, sondern auch die Störungen aus dem Vermögensmarkt Schwankungen des heimischen Währungspreises verursachen.

#### a) *Modellaufbau im Rahmen des integrierten Vermögensbestandsansatzes*

Mit Berücksichtigung der Unsicherheit (und folglich mit Berücksichtigung der Liquiditätspräferenzdifferenz, Wechselkurserwartung und Periodenanalyse) gilt für die Ableitung des gleichgewichtigen Wechselkurses auch die Gleichgewichtsbedingung, in der der Zinssatz der Profitrate im jeweiligen Land entspricht. Anhand der Gleichung (20) erwerben *kurzfristig* im peripheren Land – d.h. bei gegebenem Vermögen und folglich in Periode 0 und 1 im peripheren Land – die ausländischen Kapitalgeber durch Abgabe von ausländischen Vermögensbeständen (hier hegemoniale Geldwährung ( $M_H$ ) und Forderungstiteln ( $F_H$ )) eine inländische Vermögensart (hier inländische Währung ( $M_P$ ), Bonds ( $B_P$ ), und Sachvermögen ( $SK_P$ )). Dabei zeigt sich die Nettoverbindlichkeitsposition  $-(F_H - V_H)$  (jedoch **keine Nettoverschuldung** in hegemonialer Währung  $v$ ) im peripheren Land dadurch, dass die Summe der Verbindlichkeitstitel in hegemonialer Währung die Summe der Forderungstitel in hegemonialer Währung überschreitet: Sind die ausländischen Kapitalgeber bereit, inländische Vermögenstitel ( $B$ ,  $M$  oder  $SK$ ) zu erwerben, ist diese Vermögenssubstitution im Aggregat nur dann möglich, wenn sie durch die Zinssatzdifferenz zwischen dem peripheren und hegemonialen Land (laut ZP-Theorem) bedingt werden, wobei die Differenz der Liquiditätsprämie in dieser kurzen Periode als konstant angenommen wird.

<sup>96</sup> Zur totalen Ableitung, siehe beispielsweise Chaing, A.C. (1984), a.a.O., S. 198ff.

*Langfristig* (d.h. in Periode 2) wird allerdings der ausländische Nettovermögensbestand über einen Leistungsbilanzüberschuss akkumuliert, wobei der Einkommensbildungsprozess sowohl Mengen- und Preiseffekte als auch Substitutions- und Vermögenseffekte auslöst.

Werden die einzelnen Vermögenskomponenten, anlehnend an Nitsch's Schema, den Marktteilnehmergruppen zugeordnet, stehen den oben genannten Vermögenskomponenten die folgende Marktteilnehmergruppen (bzw. Wirtschaftssubjekte) gegenüber:<sup>97</sup> Staat, Unternehmen, ZB, GB (einschl. sonstiger Kreditinstitute) im peripheren Land, Einleger (bzw. Publikum) in peripherer Währung und die Kapitalgeber in hegemonialer Währung. Dies zeigt sich im T-Konto, wobei auf der linken Seite Aktiva (in der Regel Forderungen) und auf der rechten Seite Passiva (in der Regel Verbindlichkeiten) dargestellt werden (siehe Abb.7): 1) Zum Staat: Der Staat finanziert seine Ausgaben sowohl über Steuereinnahmen (als Stromgrösse) als auch über die Kreditaufnahme als Bestandsgrösse. In einer geschlossenen Volkswirtschaft handelt es sich dabei um den durch expansive Fiskalpolitik verursachten Verdrängungseffekt des staatlichen Sektors auf die nicht-staatlichen Sektoren und um die darauf folgende Gefährdung der Geldwertstabilität im Rahmen des Inflationsprozesses. Im währungstheoretischen Kontext kommt die staatliche Verschuldung in hegemonialer Währung hinzu, die vor allem in der Währungskrisentheorie der ersten Generation relevant ist.

2) Zur ZB im peripheren Land: In der funktionierenden Geldwirtschaft verfügt zwar die ZB über geld- und währungspolitische Instrumente, mit deren Hilfe sich ebenfalls die Vermögensbestände verändern lassen. Diese Fähigkeit ist aber nur den kontraktfähigen Währungen vorbehalten. Bei den international nicht-kontraktfähigen Währungen (einschl. der südkoreanischen Währung Won) sind diese Instrumente eingeschränkt, da die Geldmengenexpansion durch Gelddrucken im Sinne der Seignorage sowohl eine Inflation als auch eine Abwertungsspirale hervorruft.

3) Zu den GB im peripheren Land: Die GB im peripheren Land (einschl. sonstiger Kreditinstitute) finanzieren ihre Aktivgeschäfte (insbesondere Kreditgeschäfte) vor allem durch Depositen (Passivgeschäfte). In einer offenen Volkswirtschaft mit freiem Kapitalverkehr kommt dann hinzu, dass die Geschäfte durch die Kreditaufnahme in hegemonialer Währung, die wiederum auf der passiven Bilanzseite der GB auftaucht, erweitert werden. Dabei ist zu beachten, dass die ursprünglich auf hegemonialen Währungsdepositen beruhende Kreditvergabe an inländische Kreditnehmer im Fall des relativ gut funktionierenden Bankensystems, nicht direkt in hegemonialer Währung sondern in peripherer Währung der Aktivseite der GB-Bilanzseite auftaucht. Somit ist es nicht einfach zu ermitteln, in welchem Umfang die Kreditvergabe - innerhalb der gesamten Kreditgeschäfte - in hegemonialer Währung erfolgt.

4) Zu den Unternehmen im peripheren Land: Die Unternehmen finanzieren vor allem ihre Investitionsausgaben, die einerseits durch Bankenkredite oder festverzinsliche Anleihen (Sprich: Bonds)

---

<sup>97</sup> Siehe Nitsch, M. (1999), Vom Nutzen des monetär-keynesianischen Ansatzes für Entwicklungstheorie und -politik, S. 184f

als fremde Finanzierungsquelle und andererseits durch Aktienemissionen als Eigenfinanzierungsquelle erfolgen, wobei sich die letzteren auch als Anteilsrechte (*Equity*) ausdrücken lassen. Als Aktiva stehen vor allem Sachvermögen, die sich aus laufenden Produktionsprozessen ergeben.

5) Zum Einleger (bzw. Publikum) in peripherer Währung: Das Publikum (einschl. inländischer Haushalte) im peripheren Land unterhält seine Forderungen in der Regel als Vermögenstitel, entweder über die GB oder über die Unternehmen im peripheren Land. Dabei wird zur Vereinfachung angenommen, dass das inländische Publikum ausschliesslich periphere Währungsvermögenstitel hält.<sup>98</sup>

6) Zum Kapitalgeber in hegemonialer Währung: Die internationalen institutionellen Anleger treten als Hauptglaubiger in hegemonialer Währung auf, zu denen sowohl staatliche Institutionen wie Geberländer als auch internationale Geberinstitute wie IWF, Weltbank, *Asien Development Bank* u.s.w. sowie die international tätigen GB gehören. Dabei unterliegen die Kapitalgeber in hegemonialer Währung jedoch auch ihrerseits der Restriktion hinsichtlich der einheimischen monetären Wirtschaftspolitik als auch hinsichtlich ihres vermogenssichernden Kalküls, was hier als exogene vorgegebene Parameter behandelt wird.

Die folgenden drei Unterkapitel (von C.1.a)(1) bis C.1.a)(3)) weisen eine Modellkonstruktion auf, in der zunächst der Ansatz von der Wahrungssubstitution ausgeschaltet ist. Stattdessen wird die gesamte gewünschte Kasse in inländischer peripherer Währung gehalten.<sup>99</sup> In den letzten zwei Unterkapiteln (C.1.a)(4) und C.1.a)(5)) wird der Verschuldungs- und Dollarisierungsprozess im Sinne des Wahrungssubstitutionsprozesses erweitert, in der die ausländische hegemoniale Währung als Substitut für die inländische periphere Währung auftritt. Diese Unterscheidung ist deshalb notwendig, weil die Währungskrise aus dem langfristigen Aspekt analysiert wird, welcher auf der Verschuldung in hegemonialer Währung beruht.

#### (1) *Monetäre Budgetrestriktion und Gleichgewicht auf dem Geldmarkt mit hegemonialer Währung*

Neben der gegebenen Liquiditätspräferenzkurve bedarf eine Einfuhung einer monetären Budgetrestriktion einer Logik der endogenen Geldmengen-Bestimmung, deren heuristische Konstruktion sich wiederum in der Erfassung der Budgetrestriktion als Gesamtvolumen des Vermögensbestandes ( $W = \bar{W}$ ) ausdrücken lässt.<sup>100</sup> Dabei erlaubt die Wahlmöglichkeit zwischen einer Geldhaltung (bzw. Währungshaltung) und einer auf Krediten beruhenden Vermögenshaltung einer endogenen Bestimmung

---

<sup>98</sup> Es ist zwar plausibel anzunehmen, dass auch inländisches Publikum in hegemonialen Währungsvermögenstiteln halten. Um aber den Sachverhalt nicht extra kompliziert zu machen, wird dies hier vereinfachend ausser Acht gelassen.

<sup>99</sup> Zur Dollarisierung aus dem Vorsichtskassenansatzes siehe Tobias, R (2000), a.a.O. S. 89f.

<sup>100</sup> Siehe Spahn, H.-P. (1996), Makroökonomie, S. 57f.

der Geldmenge. Im Vermögensmarktgleichgewicht  $\bar{W} = L + SK$  bildet dabei  $\bar{W}$  als Angebotskategorie des Vermögensmarktes zugleich die Budgetrestriktion, wobei L und SK jeweils Geld- und Währungsvermögensbestände und Sachvermögensbestände darstellen. Die Geldvermögenspreise im peripheren Land (L) teilen sich in inländische Währungsvermögensbestände  $M_p$  und ausländische hegemoniale Währungsvermögensbestände  $M_H$ . Zu den inländischen Währungsvermögensbeständen gehören vor allem die Geldbasis im peripheren Land  $G_p$  und Depositen im peripheren Land  $D_p$ . Zu den ausländischen Währungsvermögensbeständen im peripheren Land gehören vor allem Devisenbestände in hegemonialer Währung  $Dev_H$  und die in hegemonialer Währung abgewickelten Bank- bzw. Depositenguthaben  $Bank_H$ . Auf dem Gesamtvermögensmarkt im peripheren Land unter Berücksichtigung der hegemonialer Währung herrscht dann ein markträumendes Gleichgewicht, wenn das gesamte Vermögensangebot mit der gesamten Vermögensnachfrage im peripheren Land übereinstimmt und somit die Differenz von beiden Null ist.

$$\text{Gleichung 22 Gesamtvermögensangebot - Gesamte Vermögensnachfrage} = 0 = \Delta L + \Delta SK - \{[(G_p + D_p) - Kr_p] + [(M_H + Bank_H) - (Dev_H + Kr_H)] + \Delta SV\}$$

Dabei zeigt zum einen der Teil  $Kr_H$  das durch hegemoniale Währung entstandene Kreditvolumen an, wobei der Teil  $Kr_p$  das durch periphere Währung entstandene Kreditvolumen bezeichnet. Zum anderen gibt das Verhältnis von  $Dev_H$  und  $Bank_H$  aus dem Aspekt der Aktiva -  $Dev_H + Kr_H$  aus dem Aspekt der Passiva - zur inländischen Währungskomponente  $M_p (=G_p + D_p)$  den Dollarisierungsgrad an. Zu bemerken ist auch, dass die Entwicklung der gesamten Kreditvolumina nicht ausreichend für die Erklärung des verdrängenden Dollarisierungsprozesses ist, da die Berechnung des ausländischen Anteils  $Kr_H$  innerhalb des gesamten Kreditvolumens ( $Kr_p + Kr_H$ ) dann ermittelbar ist, wenn die Herkunft des inländischen Teils  $Kr_H$  bekannt ist. Dies ist aufgrund des Interaktionsprozesses zwischen Aktiva und Passiva auf der Bankenbilanz und des kreditären Multiplikatoreffektes nicht gewährleistet.

Wird zunächst die gesamte Geld- bzw. Währungsangebotsseite im peripheren Land betrachtet, wird das Verhältnis zwischen den jeweiligen Variablen und der Angebotsseite wie folgt ausgedrückt:

$$\text{Gleichung 23} \quad M^s = m (\overset{+}{i}_Z, \overset{+}{i}, i_H + E(\dot{e}), (\overset{-}{r}^e), \overset{-}{W}^e)$$

Dabei bezeichnen  $i_z$ ,  $i (=i_M)$ ,  $r^e$ ,  $W$  und  $i_H + E(\dot{e})$  jeweils ZB-Zinssatz, Marktzinssatz, erwartete Profitrate und Vermögensbestände im peripheren Land sowie ausländischen Störparameter (Summe des ausländischen Zinssatzes und der erwarteten Wechselkursänderung). Wird dann die gesamte Geldnachfrageseite betrachtet, wird es wie folgt ausgedrückt:

Gleichung 24

$$M^D = m(\overset{-}{i}_z, \overset{-}{i}, i_H + E(\dot{e}), (\overset{+}{r}^e), \overset{+}{W}^e)$$

Die Gleichungen (23 und 24) besagen, dass das gesamte Währungsangebot und die Währungsnachfrage von verschiedenen Faktoren wie beispielsweise vom Zinssatz der ZB, dem ausländischen Parameter (d.h. ausländischem Zinssatz und erwarteter Abwertungsrate), der erwarteten Profitrate abhängen, wobei die gesamte Währungsnachfrage und das Währungsangebot auch durch die Einschätzung der künftigen Vermögensentwicklung im peripheren Land beeinflusst werden. Die gesamte Währungsnachfrage (Währungsangebot) im peripheren Land nimmt ab (zu), wenn der ZB-Zinssatz  $i_z$  und der Marktzinssatz  $i$  sinken (steigen) und nimmt zu (ab), wenn die erwartete Rendite bzw. Profitrate für die zinstragenden Anlageformen (seien es inländische, seien es ausländische) sinken (steigen), was die zunehmenden (abnehmenden) Investitionsausgaben seitens der Unternehmen widerspiegelt. Zu bemerken ist, dass bei erwarteten Renditen die Betonung auf der geldpolitischen Reaktion durch die ZB und folglich auf den Renditen der künftigen Vermögenstitel liegt.<sup>101</sup> Die ausländischen Brutto-Vermögensbestände im peripheren Land ändern sich entsprechend der Änderung des ausländischen Zinssatzes  $i_H$  und/oder der erwarteten Abwertung (bzw. Aufwertung)  $E(\dot{e})$  in peripherer Währung. Steigt beispielsweise der ausländische Zinssatz  $i_H$  stärker als der im Inland und/oder die erwartete Abwertungsrate in peripherer Währung  $E(\dot{e})$ , wird die inländische Währung weniger attraktiv im Vergleich zur Anlage im hegemonialen Land. Folglich nimmt die Nachfrage nach Geld in peripherer Währung ab. Dabei unterliegt die Geld- und Währungspolitik der Marktsituation, in der dank der Kontraktfähigkeit der hegemonialen Währung (und gleichzeitig Nicht-Kontraktfähigkeit der weichen Währung im peripheren Land) der monetären Behörde im peripheren Land geringere Möglichkeiten für die Verteidigung (bzw. Stabilisierung) des Wechselkurses zur Verfügung stehen. Steigt demgegenüber der inländische Marktzinssatz  $i$  stärker als der im Ausland und erfolgt eine gleichzeitige Steigerung der erwarteten Aufwertungsrate in peripherer Währung  $[-E(\dot{e})]$ , kann theoretisch in kurzer Zeit die inländische Währung zunächst attraktiver im Vergleich zur Anlage im hegemonialen Land werden. Dies ist jedoch langfristig wegen der unendlichen Ausdehnungsmöglichkeit der aktiven Geldpolitik im hegemonialen Land und aufgrund der Nicht-Kontraktfähigkeit der weichen Währung im peripheren Land (und demzufolge aufgrund des asymmetrischen Währungswettbewerbs) auszuschließen. Die Zusammenwirkung zwischen Geldbasis und jeweiligen parameterischen Auswirkungen stellt folgende Gleichung dar:

Ungleichung 1

$$m_{i_z} < 0; m_i < 0; m_{i_H + E(\dot{e})} > 0; m_{r^e} > 0 \text{ und } m_w > 0$$

<sup>101</sup> Zur Einfachung werden in folgender Arbeit die erwarteten Vermögensbestände mit den aktuellen Vermögensbestände gleichgesetzt, um die beeinflussenden Variable zu kürzen.

Dabei zeigen die Suffix von Buchstabe  $m$  die jeweiligen parameterischen Auswirkungen auf Geldbasis, die durch die jeweiligen Variablen  $i_z, i, i_H + E(\dot{e}), r^k$  und  $m$  abgeleitet sind und hervorgerufen werden. (Siehe auch Tab. 2): Für die Geldschöpfung und Geldvernichtung verfügt die ZB über Zinssatzinstrumente, die wiederum den Marktzinssatz beeinflussen. In einem gut entwickelten Wertpapiermarkt dienen dazu Ver- und Ankaufsaktionen von festverzinslichen Wertpapieren durch das veränderliche Diskontfenster. In einem nicht gut entwickelten Wertpapiermarkt stehen „Quasi-Formen“ an Wertpapieren zur Verfügung, die zwar mit der Zeit eine Annäherung an den Marktzinssatz, jedoch einen obligatorischen Charakter aufweisen.<sup>102</sup> Schätzt beispielsweise die ZB im peripheren Land die Geldbasis als zu knapp ein, was sich vor allem aus der überschüssigen Nachfrage nach peripherer Währung ergibt, (sei es aufgrund des überschüssigen Güterangebots, sei es aufgrund der überschüssigen Geldversorgung in hegemonialer Währung), hält sie es für die Sicherung der funktionsfähigen Geldwirtschaft notwendig, temporär die Geldbasis zu erhöhen. Dies geschieht vor allem durch den aus dem angehobenen Diskontsatz bzw. Lombardsatz resultierenden Ankauf der Wertpapiere, die als Gegenzug die Bereitstellung des Geldes in peripherer Währung implizieren. Dabei muss die ZB im peripheren Land beachten, dass sie durch eine Geldmengenerhöhung eine Anhebung der Güterpreise verursacht. Dies ist dann möglich, wenn es sich um verteuerte Geldmengen (die sogenannte „penalty rate“ laut Bagehot), jedoch nicht um verbilligte Geldmengen handelt. Der Liquiditätsmangel muss zwar in der Krisenzeit als „Bestrafungsgebühr“ durch einen verteuerten Diskontsatz behoben werden, was dadurch eine Krisenüberwindungsmassnahme bedeutet. Durch solche Massnahmen erhalten die GB dann eine zusätzliche Geldliquidität in peripherer Währung, was zwar Kosten verursacht, jedoch weiterhin Zahlungsvorgänge sowohl gegenüber dem Publikum als auch gegenüber den Unternehmen im peripheren Land ermöglicht. Schätzt dagegen die ZB die Situation im peripheren Land als zu liquide ein, laufen die Geschäfte wiederum über einen Verkauf der Wertpapiere in Richtung Geldvernichtung.

Im Kontext der Brutto-Vermögensbestandsveränderung gehen die durch die ZB verursachten Forderungszunahmen (Forderungsabnahmen) in festverzinslichen Wertpapieren somit aus einer Zunahme (Abnahme) von verbindlichen Banknoten auf der Passivseite hervor. Bei den GB steht eine Zunahme (Abnahme) der Banknoten als Aktiva der Zunahme (Abnahme) der verbindlichen Wertpapiere in Passiva gegenüber, was eine weitere Bestandsveränderung zur Folge hat. Denn die GB sind nun in der Lage, die zugenommene (abgenommene) Liquidität in peripherer Währung zur Deckungserhöhung (Deckungsminderung) der Einlegerforderung zu verwenden, was auf Aktiva entsprechende Änderung der Kreditgeschäfte bedeutet. Im Fall der Erhöhung (Minderung) der Kreditgeschäfte spiegelt sich dies in einer Zunahme (Abnahme) der Verschuldung seitens der Unternehmen und dieses wiederum in einer Forderungszunahme (Forderungsabnahme) des Publikums wider. (Siehe Abb. 7)

---

<sup>102</sup> Im südkoreanischen Fall übernimmt diese Art der Liquiditätsversorgung vor allem die angewiesene Aufteilung der *Monetary Stabilization Bonds*, die sich bis zur Währungskrise als omnipotentes Instrument für die Geldmengekontrolle darstellte. Erst nach der Währungskrise

(2) *Kreditmarkt als Angelpunkt zwischen Güter- und Vermögensmarkt*

Die oben genannte Wirkung auf Zins und Wechselkurs verstärkt sich, wenn die Bereitstellung in hegemonialer Währung auf eine offene Wirtschaft erweitert wird. In diesem Fall teilt sich die Geldbasis in eine inländische (d.h. Geldbasis in peripher Währung) und in eine ausländische Komponente (d.h. Geldbasis in hegemonialer Währung) auf, die im folgenden Abschnitt im Zusammenhang mit dem Kreditmarkt weiter untersucht wird: Wird zunächst die Angebotsseite betrachtet, besteht das Kreditangebot aus dem ZB-Geld  $Z$  und den Kassendepositen  $D$ . In einer funktionierenden Geldökonomie garantiert die ZB das ZB-Geld  $Z$  als *Ultima Ratio*. Die Produktion von Kassendepositen entsteht durch den Verzicht des Haltens von ZB-Geld zugunsten des Haltens von Kassendepositen seitens des Publikums. Innerhalb des zweistufigen Bankensystems bieten die GB die Kredite mit dem Kreditzinssatz  $i_B$  an. Dagegen gibt die ZB das ZB-Geld mit dem Diskontsatz  $i_Z$  heraus, welcher wiederum von der Lage der Liquidität der GB abhängt. Das Verhalten für die Depositenhaltung hängt in einer geschlossenen Volkswirtschaft positiv von dem Depositenzinssatz ab und negativ von der erwarteten Profitrate, weil die letzte Komponente im Vergleich zu anderen Anlageformen weniger rentabel ist.

Wird nun das Kreditangebot in den Vermögensbestand eingebettet und auf die offene Volkswirtschaft erweitert, wird dies formal wie folgt ausgedrückt:

Gleichung 25 
$$Kr^s = Kr_p^s + Kr_H^s = (Z+D) = k^r(\overset{+}{i} (= \overset{+}{i}_M), i_H + \overset{-}{E}(\overset{+,-}{\dot{e}}), (\overset{+,-}{r^e}), \overset{+}{W})$$

Das Suffix P, H, Superskript s und weitere Symbole  $Kr_p^s$  und  $Kr_H^s$  bezeichnen jeweils ein peripheres, hegemoniales Land, eine Angebotskategorie sowie Kreditanteil der peripheren und hegemonialen Herkunft, wobei das Kreditangebot aus dem ZB-Geld  $Z$  und den Kassendepositen  $D$  besteht: Steigt der inländische Marktzinssatz  $i(=i_M)$ , werden sowohl inländischer  $Kr_p^s$  als auch ausländischer Anteil des gesamten Kreditangebots  $Kr_H^s$  erweitert, da das Kreditangebot mit der Verzinsung der Geldvermögenshaltung (als eine Kompensation für die unsichere produzierende Güterwirtschaft) positiv korreliert. Steigt die Summe des hegemonialen Zinssatzes und des erwarteten Wechselkurses (bzw. erwarteter Abwertung), sinkt das Kreditangebot  $Kr^s$  insgesamt, da andere Anlageformen, wie beispielsweise in- und ausländische Nicht-monetäre Vermögenstitel (Bonds und Sachvermögen), wegen der Opportunitätskosten attraktiver werden. Der Zusammenhang zwischen dem Kreditangebot und der erwarteten Profitrate ist komplizierter, weil das Kreditangebot vom Verhalten des Kreditgebers abhängt: Bei der erhöhten erwarteten Profitrate besteht in einer geschlossenen Volkswirtschaft ein reziproker Zusammenhang mit dem Geldzinssatz, da dank der Quasirenten die extraboomende Phase von der monetären Seite her in der Regel durch den niedrigen Zinssatz unterstützt wird, wobei Mehr-

---

geht dieses Instrument zur marktüblichen Kondition über, dennoch bleiben als Hauptinstrument für die Sterisierungs politik die Devisenzunahmen.

Investitionsausgaben auf der Unternehmenseite wegen der hohen erwarteten Profitrate veranlasst werden. In einer offenen Volkswirtschaft können Kredite dann über verschiedene Kanäle zusätzlich bereitgestellt werden. So können beispielsweise 1) die Finanzintermediäre (in erster Linie die GB) einerseits mit der hegemonialen Währung ihre Verbindlichkeiten erhöhen. 2) Oder die ausländischen Kapitalgeber können unternehmerische Anteilsrechte (*Equity*) erwerben. Und schliesslich 3) können die GB auch gleichzeitig durch erhöhte Einlagen in peripherer Währung die Forderungen gegenüber den Schuldern in peripherer Währung erhöhen. Weil es sich um eine offene, von der hegemonialen Währung abhängige Volkswirtschaft handelt und folglich die Annahmen Nr. 1) und 2) plausibel erscheinen, wird hier ein positiver Zusammenhang zwischen der erwarteten Profitrate und dem Kreditangebot angenommen. Der Zusammenhang zwischen dem Kreditangebot und dem Vermögensbestand hängt davon ab, ob die zugenommenen Vermögensbestände eine Zunahme des Kreditangebots zur Folge haben. Da die Zunahme der gesamten Vermögensbestände im Kreditsystem ebenfalls mit der Zunahme des Kreditangebots verbunden ist, ist es plausibel anzunehmen, dass die gesamte Kreditmenge steigt.

Wird der Kreditmarkt auf der Nachfrageseite betrachtet, werden die Kredite von den Schuldnern (in der produzierenden Geldökonomie sind dies vor allem die Unternehmer) nachgefragt und zwar je nach der zu erwartenden Profitrate und den Kreditkosten und somit nach dem Marktzinssatz, dem ausländischen hegemonialen Zinssatz, dem erwarteten Wechselkurs (Abwertungsrate) und dem Vermögensbestand. Formal wird dies wie folgt ausgedrückt:

Gleichung 26 
$$Kr^D = Kr_p^D + Kr_H^D = Kr_p^D (\bar{j} (= \bar{i}_M), i_H + E(\dot{e}), (r^e), \bar{W})$$

Dabei bezeichnen  $Kr_p^D$  und  $Kr_H^D$  jeweils Anteil der Kreditnachfrage aus der peripheren und ausländischen Herkunft. Als Analogie zu den Kreditangeboten werden weniger Kredite nachgefragt, wenn der inländische Marktzinssatz steigt, und es werden mehr Kredite nachgefragt, wenn die erwartete Profitrate, Vermögenswerte und der ausländische Zinssatz sowie die erwartete Abwertungsrate steigen.

Eine Besonderheit des Kreditmarktes besteht jedoch darin, dass die Anpassung des Gleichgewichts durch Veränderung zwischen inländischen und ausländischen Vermögenskomponenten auf Dauer eine Verschiebung der gleichgewichtigen Kreditmarktkurve nach sich zieht. So herrscht auf dem Kreditmarkt ein Gleichgewicht mit dem folgenden Inhalt: Steigt allein der inländische Zinssatz, während der ausländische Zinssatz konstant bleibt, ist die Entwicklung der Währungsherkunft innerhalb der inländischen gesamten Kreditmenge nicht eindeutig, da einerseits das inländische Kreditangebot zunehmen und andererseits die inländische Kreditnachfrage abnehmen kann. Wird sich dabei die Zins- und Wechselkurs-Kombinationskurve nach oben verschieben, ändern sich jedoch sowohl die gesamte realisierte Kreditmenge als auch das Verhältnis zwischen den Kreditmengen in hegemonialer und peripherer Währung. Dies geschieht dann, wenn der Vermögensbestand in hegemonialer Währung (via

Kreditmarkt) und folglich die steigende Nettoverschuldung in hegemonialer Währung zur Folge hat, dass die Erhöhung des Wahrungsangebots und folglich des Buchgeldes (als Forderung seitens der GB) mit der zugenommenen Nachfrage nach diesen hegemonialen Wahrungskrediten zusammentrifft. (Siehe Teil I in Abb. 13) Gerade diese Verschiebung der gleichgewichtigen Kreditmarktkurve macht als Reflex der veränderten Liquiditätspräferenzkurve die Irrelevanz der Zuwachsrate des Kreditvolumen aus, die als Ursache der Währungskrise in der traditionellen Währungskrisentheorie im Vergleich zu Devisenbestände das spekulative Motiv abgibt.<sup>103</sup> Denn die Zuwachsrate des Kreditvolumens kann über die Wahrungsherkunft nichts aussagen.

Steigt dagegen der ausländische Zinssatz, während der inländische Zinssatz konstant bleibt, wird das ausländische Kreditangebot zum peripheren Land abnehmen und zum hegemonialen Land zunehmen, da die Zinsbelohnung für das hegemoniale Land attraktiver ist. In diesem Fall ist zwar in der Anfangsperiode (d.h. Periode 0 und 1) zu beobachten, dass die Verschuldung in hegemonialer Währung abnimmt. Existiert bereits eine hohe Auslandsverschuldung in hegemonialer Währung, wirkt sich aber ein weiterer verstärkender negativer Effekt aus, indem das Kapital in hegemonialer Währung aus dem peripheren Land entzogen wird. (Sprich Kapitalflucht) Steigt der erwartete Wechselkurs (bzw. die Abwertungsrate), sinkt die inländische Kreditmenge und steigt die ausländische Kreditmenge, da die inländischen Kreditpreise (in peripherer Währung) steigen und die ausländischen Kreditpreise in hegemonialer Währung sinken. Steigt die erwartete Profitrate, nehmen sowohl die inländische als auch die ausländische Kreditmenge zu, da das Ansteigen der Investitionsausgaben (einschl. der Konsumausgaben) eine Expansion der Kreditmenge (Geldmenge) zur Folge hat. Steigen die gesamten Vermögenswerte, wird die gesamte Kreditmenge nur dann zunehmen, wenn die erhöheten Vermögensbestände dauerhaft entweder zu mehr Konsum führen oder die angestiegenen Ersparnisse in Geldeinheiten zu höheren Depositenbestanden führen, was wiederum Mehrkredite erlaubt. Dies lässt wiederum die Möglichkeit in der langen Frist offen, in dem ein auf realwirtschaftliche Kontraktion beruhendes Kreditschrumpfen stattfindet.<sup>104</sup> Somit wird die langfristige Auswirkung durch die jeweiligen Variablen auf dem gesamten Kreditmarkt im peripheren Land wie folgt ausgedrückt: (Vgl. dazu kurzfristigen Effekt in Tab. 2)

$$\text{Ungleichung 2} \quad Kr_i \begin{matrix} ? \\ > \\ < \end{matrix} 0; Kr_{i_{H_1}} < 0; Kr_{i_{H_2}} > 0; K_{P_{E(\dot{e})}} < 0; K_{H_{E(\dot{e})}} > 0; Kr_{r^e} > 0 \text{ und } Kr_w \begin{matrix} ? \\ > \\ < \end{matrix} 0$$

Dabei bezeichnen  $Kr_p$  und  $Kr_H$  jeweils Anteil des Kreditvolumens aus der peripheren und ausländischen Herkunft.

<sup>103</sup> Siehe dazu Berger, W. (2002). Die Entstehung und Ausbreitung von Währungskrisen, S. 43f.

<sup>104</sup> In der Anfangsperiode (Periode 0 und 1) wird angenommen, dass trotz des steigenden Kreditvolumen die Geld- und Währungsstabilität nicht gefährdet wird.

(3) *Gleichgewicht auf dem Bond- und Sachvermögensmarkt*

Die Besonderheit des Bond- und Sachvermögensmarktes besteht darin, dass er erstens direkt vom Geldmarkt (bzw. Währungsmarkt) bestimmt wird, aber auch dass dessen Vermögenssortiment als alternative Vermögensart zum Geld- und Währungsvermögen fungieren kann. Das ist insbesondere der Fall, wenn vor allem das inländische Geldvermögen diese Funktion nicht voll übernimmt wie es in EL typisch ist und somit das Beispiel des *Emerging*-Marktes darstellt.<sup>105</sup> D.h. in erster Linie bestimmen der Geldmarktzinssatz und der Wechselkurs die Marktpreise der Bond- und Sachvermögenswerte. Zu den Sachvermögen SK, welches auch als Sachkapital genannt wird, gehören sowohl die Grundstücks- und Immobilienpreise als auch Produktivvermögen, die in den Ländern, die die Geldwertstabilität nicht wahren, ebenfalls als Substitut für andere Vermögensformen gelten. Zu dem Produktivvermögen PV zählen sowohl die Anlagevermögen in Aktiva als auch die Anlageform als Aktien in Passiva auf der Bilanzseite des Unternehmens. Auf der Bilanzseite steigt die Summe der Aktiva durch Investitionsausgaben an: Werden diese Investitionsausgaben durch Eigenkapital (hier vor allem durch Aktienemissionen) finanziert, steigt die Summe der Passiva ebenfalls an, da Aktienkurse in der Unternehmensbilanz als Passiva ausgewiesen werden. Es schliesst sich dabei nicht aus, dass diese Marktpreise von der Bewertung des Geldmarktzinssatzes abweichen. Diese aktuellen Marktpreise zeichnen sich durch ein abweichendes Moment zwischen dem aktuellen Marktzinssatz und der erwarteten Rendite dieser Vermögenstitel aus. Das Phänomen der Hausse (bzw. Baisse) der Bewertung von Bond- und Sachvermögenstiteln ist somit ein anderer Ausdruck für die Quasirente innerhalb des Einkommensbildungsprozesses.

Zweitens bedeutet die Unterordnung des Bond- und Sachvermögensmarkt unter den Geld- bzw. Währungsmarkt auch, dass die Entwicklung der primären und sekundären Wertpapiermärkte (einschl. Aktienmarkt) keine notwendige Bedingung dafür liefert, ob die gesamten Vermögenswerte (ausgedrückt in einheimischer Währung) steigen. Denn es steht stets die Entwicklung des Bond- und Sachvermögensmarktes der relativen Entwicklung des Geld- bzw. Währungsmarktes sowie dem Vermögensmarkt in hegemonialer Währung und den Umschichtungsüberlegungen der Anleger gegenüber.

Analog zum Geld- und Währungsmarkt wird die Angebotsseite des Bond- und Sachvermögensmarktes im peripheren Land (B) formal wie folgt dargestellt:<sup>106</sup>

Gleichung 27 
$$B^S = b (\bar{i}_Z^-, \bar{j}, i_H^+ + E(\dot{e}), (r^e)^+, \bar{W}^+)$$

---

<sup>105</sup> Aus einzelwirtschaftlichem Blickwinkel ist es zwar notwendig, zwischen Bond- und Aktienmarkt sowie Immobilienmarkt aufzuteilen und dann die jeweilige substitutive Wirkung zu untersuchen. Um die Sachlage nicht kompliziert zu machen, werden in dieser Arbeit solche Unterscheidungen ausser Acht gelassen.

<sup>106</sup> Vgl.auch Betz, K. (1993), Ein monetärkeynesianisches makroökonomisches Gleichgewicht, S. 50f.

Für die Nachfrage des Bond- und Sachvermögensmarktes ergibt sich dann:

Gleichung 28 
$$B^D = b(i_z^+, i^+, i_H + E(\dot{e}), (r^e)^-, W^-)$$

Die obigen Gleichungen des Bondmarktes besagen, dass die inländische Bond- und Sachvermögensnachfrage (das inländische Bond- und Sachvermögensangebot) zu (ab) nimmt, wenn der Marktzinssatz  $i$  steigt, da auf dem Bond- und Sachvermögensmarkt durch Anstieg des Zinssatzes reziprok zum Geldmarkt eine Überschussnachfrage nach Bondtiteln besteht.<sup>107</sup> Steigt der ausländische Zinssatz in hegemonialer Währung  $i_H$  und/oder wird eine Abwertung vom Wechselkurs in peripherer Währung erwartet, werden die Bonds und Sachvermögen im peripheren Land relativ weniger attraktiv im Vergleich zur Anlageform im hegemonialen Land. Folglich nimmt die Nachfrage nach Bonds und Sachvermögen (das Angebot) ab (zu). Steigt die erwartete Rendite in diesen Vermögensiteln von peripherer Währung  $r^e$ , sinkt (steigt) die Nachfrage nach den inländischen Bonds und Sachvermögen (das Angebot), da auf dem Bond- und Sachvermögensmarkt neben dem staatlichen Bondmarkt auch Unternehmensanleihen und Aktien existieren, die trotz der gestiegenen erwarteten Rendite ein Überschussangebot an inländische Bonds und Aktien zur Folge haben. Steigen die gesamten Vermögenswerte in peripherer Währung, nimmt ebenfalls die Bond- und Sachvermögensnachfrage (das Bond- und Sachvermögensangebot) zu (ab), die entweder dank des Einkommensbildungsprozesses einen weiteren Anstieg des Bondwertes oder einen weiteren Anstieg der Rendite (bzw. des Zinssatz) erwarten lässt. Werden die Bonds und Sachvermögen als vollständige Substitute des Geld- und Währungsvermögenstitel, wird die Auswirkung durch die jeweiligen Variablen auf den Bond- und Sachvermögensmarkt ( $b$ ) als reziprok der Ungleichung (1) wie folgt ausgedrückt:

Ungleichung 3 
$$b_{i_z} > 0; b_i > 0; b_{i_H + E(\dot{e})} < 0; b_{r^e} < 0 \text{ und } b_w < 0$$

(4) *Gleichgewicht auf dem Auslandsvermögensmarkt (Nettoschuldnerposition in harter Währung)*

Um die Nettoschuldnerposition in den Portfolioansatz zu integrieren, sind folgende drei Ergänzungen notwendig. Zum einen muss beim Bruttovermögensbegriff die doppelte Berechnung des Bruttovermögens vermieden werden. Zum anderen muss das Bruttovermögenskonzept, welches zum Beispiel auf den Aktivseiten (sämtliche Forderungen und Sachvermögen) aufbaut, durch die Nettoschuldnerposition  $-Z_b$  ergänzt werden, die sich aus der Veränderung der gesamten ausländischen Währungsvermögensbeständen und folglich aus der Differenz zwischen Bruttoauslandsgläubiger- und Bruttoauslandsschuldnerposition ergibt. Denn bei der Summe der Auslandsbilanzposten handelt es sich in der nicht etablierten Währungsökonomie um die in fremder Währung ausgedrückte Summe von

<sup>107</sup> Über den Zusammenhang zwischen Geld- und Bondmarkt, siehe beispielsweise Felderer, B./ S. Homburg (1989), a.a.O., S. 127f.

Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland, die sowohl der Wechselkursvolatilität als auch dem Dollarisierungsgrad unterliegt. Aus diesem Grund stehen die Auslandsschulden im Saldenmechanismus in der leistungsdefizitären Ökonomie nur in indirektem Zusammenhang mit der Bruttoverbindlichkeitssumme in fremder Währung. Demgegenüber drückt die Nettoschuldnerposition den Umstand aus, in dem sich die Summe direkt aus der Veränderung der aussenwirtschaftlichen Bilanzposition in betroffener gesamten Volkswirtschaft ergibt: Die Veränderung der aussenwirtschaftlichen Bilanzposition ergibt sich wiederum entweder aus der Veränderung der Leistungsbilanzposition oder aus der Veränderung der Kapitalverkehrsbilanzposition, was formal als  $(-e \Delta b)$  darstellt. Die Vermögensposition der ausländischen Nettoforderung in hegemonialer Währung (nicht in peripherer Währung) ergibt sich dagegen aus der Differenz der gesamten Forderungen und Verbindlichkeiten in hegemonialer Währung gegenüber dem Ausland, was die Gleichung  $e(F_H - V_H)$  darstellt. Aus diesem Grund bedeutet die Differenz zwischen Brutto- und Nettoverbindlichkeit zwar eine Art des dollarisierenden Moments, da hier ein differenzierter Moment zwischen Kapitalzuflüssen und Kapitalabflüssen dargestellt wird. Zur genauen Erfassung der Verschuldungslage in betroffener Ökonomie ist es aber notwendig, die Nettoschuldnerposition zu ermitteln: (a) Weist eine positive Kapitalverkehrsbilanz einen Überschuss durch eine zusätzliche Schuldenaufnahme in hegemonialer Währung auf, bedeutet dies eine Minderung der Nettoforderung bzw. eine Zunahme der Nettoverbindlichkeit. Dadurch verschlechtert sich die Nettoschuldnerposition in hegemonialer Währung negativ, was formal als  $-e \Delta b = -\Delta e M_H - \Delta e (F - V)_H$  ausgedrückt wird. In diesem Fall stellt die gesamte Vermögensposition Gleichung (21) dar. (b) Weist dagegen eine negative Kapitalverkehrsbilanz Defizite durch einen Kapitalexport auf, bedeutet dies eine Verbesserung der Nettogläubigerposition bzw. eine Minderung der Nettoschuldnerposition. (c) Der positive Leistungsbilanzüberschuss bedeutet wiederum eine Zunahme der Nettoforderung, was zu einer Verbesserung der Nettogläubigerposition in der betroffenen Volkswirtschaft führt. und (d) ein dauerhaftes Leistungsbilanzdefizit eine Minderung der Nettoforderung bzw. eine Zunahme der Nettoverbindlichkeit, was zu einer Verschlechterung der Nettogläubiger bzw. zu einer Verschlechterung der Nettoschuldnerposition führt. Die sich aushöhlende Währung weist die Charaktere von (a) und (d) und die sich etablierende Währung die Charaktere von (b) und (c) auf.

Und schliesslich unterliegt die Bewertung der Auslandsgläubiger- und Auslandsschuldnerposition (d.h. die Veränderung der Leistungsbilanz und Kapitalverkehrsbilanz) den jeweiligen Wechselkursschwankungen: Dabei ist der „Keim des Verfaulens“ hinsichtlich der peripheren Währungsinstabilität deutlich: Im Fall des Nettoschuldnerlandes in hegemonialer Währung - sei es im festen Wechselkurssystem, sei es im flexiblen Wechselkurssystem - setzt sich kurzfristig (d.h. in Periode 0 und 1) die Wechselkurspolitik einer künstlichen Schaffung der Überbewertung durch, wobei sich dies in der Bilanz der Auslandsposition widerspiegelt. Ein Dauerzustand der Leistungsbilanzdefizite und der überschüssigen Kapitalverkehrsbilanz drückt den Dauerzustand der überbewerteten Währung im

peripheren Land mit der Abwertungserwartung aus. Dabei spielt es keine Rolle, welcher Wechselkurs zur Zeit besteht, denn aufgrund der Möglichkeit der multiplen Gleichgewichtswechselkurse macht es keinen ökonomischen Unterschied, ob der Gleichgewichtswechselkurs unterhalb oder oberhalb des auf die binnenwirtschaftlichen, fundamentalen Daten beruhenden aktuellen Wechselkurses liegt. Entscheidend allein ist die Auslandsposition.

Werden die inländischen nicht-monetären Vermögenstitel in peripherer Währung (hier inländische Bonds und Aktien) von den in- und ausländischen Kapitalgebern als Substitute der ausländischen Vermögenstitel in hegemonialer Währung betrachtet, und wird dabei das gesamte Angebot an Vermögenstiteln als unverändert angenommen, ist die Nachfrage nach ausländischen Vermögenstiteln reziprok zur Nachfrage nach inländischen nicht-monetären Vermögenstiteln. Daraus ergibt sich der Charakter der Nettoschuldnerposition ( $\Delta b$ ) wie folgt:

Gleichung 29 
$$\Delta b = f(\overset{-}{i}_z, \overset{-}{i}, i_H + E(\dot{e}), (\overset{+}{r}^e), \overset{+}{W})$$

Die obige Gleichung beschreibt das Preisverhältnis der aus der Veränderung der ausländischen Vermögenstitel resultierenden Nettoschuldnerposition in Bezug auf die verschiedenen monetären Faktoren: Steigt der ZB-Zinssatz und folglich der Marktzinssatz im peripheren Land, d.h. steigt der inländische Zinssatz und/oder sinkt der ausländische Zinssatz, dann nimmt die Verschuldungsbereitschaft in hegemonialen Währungsvermögenstiteln in dem Masse ab, in dem die steigende Nachfrage nach peripheren Währungsvermögenstiteln entsprechendem Mehr-Verkauf der ausländischen hegemonialen Vermögenstitel gegenübersteht. Dies gilt umgekehrt, wenn der Marktzinssatzdifferenz zwischen beiden Ländern sinkt. Steigt die Abwertungserwartung in peripherer Währung, verringert sich der Preis der inländischen nicht-monetären Vermögenstitel und erhöht sich gleichzeitig der Preis der ausländischen Vermögenstitel (bzw. die Nettoverbindlichkeit) im peripheren Land, was eine erhöhte Verschuldungssumme zur Folge hat. Hier zeigt sich ein Interessenkonflikt der währungspolitischen Massnahmen daran, dass im Nettoschuldnerland *kurzfristig* (d.h. in Periode 0 und 1) ein Überbewertungszustand erfolgt. In diesen Perioden vermindert sich die Nettoschuldnerposition und folglich der Vermögensverlust im peripheren Land nicht sofort, wenn die Abwertungserwartung durch die Überwertungs politik durch die ZB (wie beispielsweise durch die Kombination von Sterilisierungs- und Deviseninterventionspolitik) konstant gehalten wird. Die Antwort auf die Frage, ob dabei diese Politik auch tatsächlich *langfristig* (d.h. in Periode 2) zum Erfolg führt, liegt auf der Hand. Denn die

Marktteilnehmer erwarten und handeln mit der Zeit, wenn im weiteren Verlauf der Druck auf den Wechselkurs bzw. die Abwertungserwartung in peripherer Währung steigt.<sup>108</sup>

Steigen die Gewinnerwartungen im peripheren Land, hängt die Bereitschaft zur Aufnahme neuer Schulden in hegemonialen Währungstiteln davon ab, ob die periphere Währung gegenüber der Vormachtstellung in hegemonialer Währung behaupten kann. Es gibt zwei Möglichkeiten, entweder via uberschussigen Quasi-Investitionsbooms neue Schulden in hegemonialen Währungstiteln aufzunehmen oder durch die Verteidigung des eigenen peripheren Währungsraums die periphere Währung zu etablieren. Es ist daher möglich, dass die Investitionsausgaben durch die zunehmende Quote der Ersparnis in eigener peripherer Währung finanziert werden. Im ersten Fall verbirgt sich ein versteckter Druck auf den Wechselkurs. Im zweiten Fall zeigt sich die steigende Liquiditatspremie in einer steigenden Einkommensbildung, was zur Entperipherisierungsstrategie von grosser Bedeutung ist. Da jedoch die Annahme plausibel erscheint, dass sich – ohne dauerhafte Leistungsbilanzüberschüsse und gleichzeitig die Etablierung innerhalb des Währungswettbewerbs - die Vormachtstellung der hegemonialen Währung gegenüber der peripheren Währung am internationalen Kapitalmarkt nicht ändert, hat – trotz der gestiegenen Gewinnerwartung im peripheren Land - die erhohnte Nachfrage nach hegemonialen Vermogentiteln weiterhin einen Schuldenaufbau in hegemonialer Währung zur Folge.

Steigen die gesamten Vermögenswerte im peripheren Land, steigt ebenfalls die Bereitschaft des Schuldenaufbaus in hegemonialen Währungstiteln (nicht in peripherer Währungstiteln), da aufgrund der Kontraktfähigkeit der hegemonialen Währungstitel der Tausch gegen periphere Währungstitel immer lohnend ist. Somit wird die Auswirkung durch die jeweiligen Variablen im peripheren Land auf die Nettoverschuldung im peripheren Land ( $-\Delta v$ ) analog zur Ausdrucksform von obigen anderen Vermögenskomponenten wie folgt dargestellt:

Ungleichung 4 
$$-\Delta v_i < 0; -\Delta v_{iH+E(\epsilon)} > 0; -\Delta v_{r^e} > 0 \text{ und } -\Delta v_w > 0$$

(5) *Dollarisierungsprozess*

Unter Dollarisierung wird in der folgenden Arbeit innerhalb des Phänomens der Wahrungssubstitution zwischen den Währungen eine Funktionsübernahme der Zahlungsmittel durch die agierende harte (bzw. hegemoniale) Währung verstanden.<sup>109</sup> Mitte der siebziger Jahre wurde als Ursache für das wahrungssubstituierende Phänomen, nämlich die uberschussige Nachfrage nach harter Währung (vor allem US-Dollar), die Zinssatzdifferenz und/oder Inflationsdifferenz angesehen, wobei dieser Nachfrage auf der Vermogensseite eine von Einkommen und Vermögen stabil abhängige

---

<sup>108</sup> Dabei muss sich dieser währungspolitische Konflikt nicht unbedingt aus binnenpolitischer Überlegung erfolgen. Es genügt allein die aus den dauerhaften Leistungsbilanzdefiziten bzw. Kapitalverkehrsuberschussen resultierende Verschuldung in hegemonialer Währung der überbewerteten peripheren Währungslage.

Geldhaltungspräferenz gleichgesetzt wurde. Seit Anfang der 80er Jahre kamen dann für die Rolle der Währungs substitution innerhalb des Portfoliobestandteils die aus der Wertaufbewahrungsfunktion her abgeleiteten Transaktionsmotive des Geldes für die Untersuchungen hinzu, wobei in den Untersuchungsmethoden eine unvollständige Substitution zwischen der einheimischen und der fremden Währung vorausgesetzt wurde. Daraus resultiert, dass die makroökonomisch abgeleiteten Geldnachfragefunktionen der aus den individuellen Portfolioüberlegungen resultierenden Geldnachfrage gleichgesetzt wurden.<sup>110</sup>

Dagegen wird dieses Phänomen der Dollarisierung in der folgenden Arbeit durch die Funktionsübernahme des Zahlungsmittels erklärt, die sich sowohl aus der auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite bestehenden währungsqualitativen Differenz und folglich aus der unterschiedlichen Währungspräferenz ergibt. Somit setzt die Dollarisierung sowohl ein währungshierarchisches System als auch eine dominante Vermögensfunktion der starken hegemonialen Währung voraus, indem das Anti-Gresham-Gesetz gilt. Dabei beruht die Attraktivität der hegemonialen Währung gegenüber der einheimischen Währung nicht allein auf der Zinssatzdifferenz und der Inflationsdifferenz. Daneben existieren aber eine Reihe von Gründen zur Haltung von hegemonialer Währung anstelle der einheimischen Währung, wie beispielsweise die aus dem Sicherheitskalkül resultierende hegemoniale Währungshaltung, was bereits im vorigen Kapitel dargestellt wurde. So gesehen sind sowohl der Entwicklungshilfeempfang in harter Währungsform als auch jegliche Form des Währungsempfangs bereits eine Inkaufnahme der Funktionsübernahme als Zahlungsmittel durch die agierende harte Währung, wenn die Zunahme der harten Währung im einheimischen Schwachwährungsland nicht dementsprechend vollständig sterilisiert werden kann.

In Bezug auf die Messung des Dollarisierungsgrades kann dies zwar im Fall des Ausfallens sämtlicher Kapitalverkehrsrestriktionen und der vollständigen Sterilisierungsmöglichkeit seitens der einheimischen ZB durch die Relation zwischen der Basisgeldmenge (beispielsweise in Form von M2) und den Depositenmengen in hegemonialen Währungsformen zum Ausdruck gebracht werden, wie bei Guidotti und Rodriguez (1992).<sup>111</sup> Im Fall von Kapitalverkehrskontrolle und/oder einem nicht der einheimischen ZB zugeflossenen Anteil muss auf der gesamtwirtschaftlichen Bilanzseite noch der nicht in der Bilanzseite auftauchende und eingeschlichene Dollarisierungsanteil zugerechnet werden, was oft nur durch Schätzung möglich ist.

Hauskrecht (1999) teilt für die Messung des Dollarisierungsgrades die Bilanz der ZB im peripheren Land nach Aktiv- und Passivseite, wobei auf der Aktivseite der Bilanz wiederum die sogenannten *Borrowed* und *Unborrowed Bases* aufgeteilt werden;

---

<sup>109</sup> Siehe Guidotti, P. E. und C. A. Rodriguez (1992), a.a.O., S. 519

<sup>110</sup> Siehe Guidotti, P. E./ C.A. Rodriguez (1992), a.a.O., S. 519

„Der *Borrowed Base* entspricht Zentralbankgeld als revolving Fonds, der dem Prozess von Geldentstehung und Geldvernichtung unterliegt.“ (Hauskrecht, A. (1999), Die asiatische Krise und der Internationale Währungsfonds, S. 121)

Zur *Borrowed Base* gehören vor allem Kredite, bei denen die ZB als Gläubiger mit kurzfristigen Forderungen gegenüber den GB auftritt. Zur *Unborrowed Base* gehören dann die restlichen Forderungen gegenüber verschiedenen Schuldern bzw. die restlichen Vermögensbestände, zu denen vor allem die Devisenbestände in Fremdwährung, Goldbestände und Offenmarktpapiere zu zählen sind.<sup>112</sup> Die *Unborrowed Base* ändert sich, wenn die ZB ihre *Assets* verkauft oder kauft, wobei keine Forderungspositionen gegenüber den Geschäftsbanken entstehen.

Der analytische Vorteil der obigen Aufteilung besteht darin, dass der sich verengende Handlungsspielraum der Geldpolitik seitens der ZB als Marktergebnis des Dollarisierungsprozesses angesehen wird. Denn

„Die Steuerungsfähigkeit einer Zentralbank, über eine Variation des Refinanzierungszinssatzes unmittelbar auf den Geldmarktzinssatz und darüber hinaus mittelbar auf den Kreditzinssatz einwirken zu können, wird vom relativen Gewicht der *Borrowed Base* gegenüber der *Unborrowed Base* bestimmt...“ (Hauskrecht, A. (1999), a.a.O., S. 121)

Ein geringer Anteil der *Borrowed* gegenüber der *Unborrowed Base* ist in Zeiten der Boomphase (bzw. Geldmengenerweiterung) und/oder der Kapitalimportphase zwar zunächst dem Handlungsspielraum nicht unmittelbar zugeschnitten. In Zeiten der Rezessionsphase (bzw. Geldkontraktion) beeinflusst der Anteil jedoch entscheidend negativ den Handlungsspielraum der ZB. Denn der sinkende Anteil der *Borrowed* gegenüber der *Unborrowed Base* an den Aktiva-Posten der ZB steht der zunehmenden Skepsis der Marktteilnehmer gegenüber, ob sich die ZB in der Lage befindet, über die *Borrowed Base* mittelbar den Kreditzinssatz oder unmittelbar den Geldmarkzinssatz zu beeinflussen. Die steigende *Unborrowed Base* spiegelt wiederum die instabile Situation der Geldnachfrageseite wider, da das auf das Vertrauen an heimischer Währung aufgebaute Depositensystem zu bröckeln anfängt und damit eine Flucht zur *Unborrowed Base* auslöst.

Es gibt zwei Möglichkeiten, wie eine periphere ZB dem unerwünschten expansiven Geldmengeneffekt entgegenwirken kann, entweder a) Verkauf der Offenmarktpapiere oder b) Reduzierungspolitik hinsichtlich der *Borrowed Base*-Komponente, die sich vor allem in einer Reduzierung des Kreditvolumens gegenüber den GB niederschlägt. Die Zuverlässigkeit der Wirkung einer aus dem Kapitalimport resultierenden Neutralisierungspolitik ist indessen ungewiss: zu a): Aufgrund der Tatsache, dass die EL (auch Südkorea) in der Regel nicht nur über keine ausreichenden sekundärmarktfähigen Offenmarkttitle

---

<sup>111</sup> Siehe Guidotti, P. E./ C. A. Rodriguez (1992), S. 521f.

<sup>112</sup> Die Offenmarktpapiere-Geschäfte sind trotz des länderspezifischen Charakters zum Teil der *Unborrowed Base* zuzuordnen. Einzige Ausnahme liefert der Fall der USA, in dem die Federal Reserve Bank (FED) aufgrund der am besten entwickelten Kapitalmärkte auf der Welt einen grösseren Spielraum besitzt. (Siehe dazu, Hauskrecht, A. (1999), S. 121)

verfügen, sondern auch die Eigenemissionen von verbrieften Staatsanleihen sowohl auf der staatlichen Angebotsseite als auch auf der Nachfrageseite vom Käufer im Vergleich zu anderen Vermögenstiteln weniger nachgefragt werden, ist diese Möglichkeit stark eingeschränkt. Selbst wenn die Eigenemission durch die einheimischen ZB zum Zwecke der Absorption von Kapitalimporten ausreichend verwendet wird, ist sie dennoch kontraproduktiv,

„...da sie die Gläubigerstellung gegenüber dem Geschäftsbankensystem und damit die eigene Steuerungsfähigkeit aushöhlt.“

(Hausrecht, A. (1999), a.a.O., S. 121, Hervorhebung von M.B)

zu b): Bei der Reduzierung der *Borrowed Base*-Komponenten (vor allem dem Kreditvolumen) zieht dann nicht nur die realwirtschaftliche Kontraktion nach, wobei es vor allem zu einem starken Schrumpfen der Investitions- und Konsumtionsausgaben kommt, womit zugunsten der erhöhten gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sowohl der weitere Dollarisierungsprozess innerhalb des kreditierten Zahlungsverkehrs als auch ein dadurch entstehender Preissog in Kauf genommen wird. Zusätzlich wird dadurch eine Entmachtung der geldpolitischen Kompetenz der einheimischen ZB in Kauf genommen, da deren Handlungsspielraum für die Geldpolitik dann im Wesentlichen vom Kreditvolumen abhängig ist.

b) *Erklärungsversuch der Währungsinstabilität aufgrund der Störungen aus den Vermögensmärkten*

In diesem Abschnitt wird eine Erklärung der Währungsinstabilität und folglich die Ursache der Währungskrise in Form einer grafisch-verbale Beschreibung der gesamtwirtschaftlichen Ebene anhand des Vermögensbestandsansatzes unternommen. Dabei geht es um die Frage, ob und inwieweit die Währungsinstabilität von den Störungen des Vermögensmarktes hervorgerufen worden sind. Die Frist bezüglich der Effekte auf den Wechselkurs unterscheidet sich dadurch, dass bei *kurzfristigen Effekten* (bzw. in Periode 0 und 1) weder eine Veränderung der Kapitalverkehrsbilanzseite noch eine Veränderung der Leistungsbilanzseite angenommen wird. Im Rahmen der *kurzfristigen* Effekte werden dabei die Wirkungen aus den Teilmärkten des Vermögensmarktes auf Wechselkurs und Zinssatz untersucht. Im Rahmen der *langfristigen* Effekte werden die Rückwirkungen auf die Vermögensmärkte untersucht, die sich aus der Leistungsbilanz bzw. aus der Kapitalverkehrsbilanz ergeben.

(1) *Grafische Darstellung der Zins-Wechselkurs-Kombination und des gleichgewichtigen Kreditmarktes am Ausgangspunkt (Periode 0)*

In der grafischen Darstellung von Abb. 8, in der eine Zins-Wechselkurs-Kombination und ein gleichgewichtiger Kreditmarkt verbunden sind, stellt Punkt a als Ausgangspunkt den gleichgewichtigen Zustand des Kreditmarktes in der Zins-Kreditvolumen-Ebene (im folgenden  $i/Kr$ -Ebene genannt) dar. Der gesamte Kreditmarkt im peripheren Land ( $Kr$ -Kurve) von Teil 1 besteht sowohl aus dem inländischen peripheren ( $Kr_p$ ) als auch aus dem ausländischen hegemonialen Anteil ( $Kr_H$ ). In der  $i/Kr$ -Ebene weist die Kreditnachfragekurve ( $Kr^D$ ) eine negative Steigung gegenüber dem Zinssatz auf, da die Kreditnachfrage mit steigendem Zinssatz zurückgehen. Die Kreditangebotskurve ( $Kr^S$ ) weist dagegen eine positive Steigung auf, da mehr Kredite mit steigendem Zinssatz angeboten werden. Im Gleichgewicht entspricht der Zinssatz der Profitrate, da die auf der Investitionsnachfrage beruhende gesamte Kreditnachfrage genau vom gesamten Kreditangebot gedeckt wird.<sup>113</sup>

Der gleichgewichtige Zustand des Kreditmarktes im Punkt a vom Teil 1 spiegelt wiederum die Kehrseite des gleichgewichtigen Zustandes der restlichen Vermögenmärkte von Teil 2 (hier Punkt A) wider, in dem die Gleichgewichtskurven für die ausgewählten drei Märkte (MM-, BB und  $M_H M_H$ -Kurve (=-(F-V)-Kurve in kurzer Frist)) in der Zins-Wechselkurs-Ebene (im folgende  $i/e$ -Ebene genannt) abgebildet sind. Die beide Punkte a und A als jeweilige Seite einer Medaille kommen dadurch zustande, weil hier angenommen wird, dass in der unveränderten Liquiditätspräferenzdifferenzkurve zwischen peripherer und hegemonialer Währung als Gleichgewichtsbedingung der Zinssatz sowohl der erwarteten als auch der realisierten Profitrate entspricht: Somit ist  $i = r = r^e$ .

In der  $i/e$ -Ebene von Teil 2 weist die gleichgewichtige Geldmarktkurve im peripheren Land (MM-Kurve) eine positive Steigung auf, da ein Nachfrageüberschuss nach peripherer Währung auf dem Geldmarkt (rechte Seite der MM-Kurve wie beispielsweise im Punkt B) durch einen Anstieg des Wechselkurses ( $\Delta e > 0$ ) aufgehoben wird. Dies bedeutet aufgrund eines erhöhten Angebots in peripherer Währung auf dem gesamten Vermögenmarkt eine Rückkehr auf der gleichgewichtigen Kurve. (Siehe Abb. 8 von Teil 2 im 1. Quadrant)

Analog zur MM-Kurve weist die Gleichgewichtskurve für den inländischen Bondmarkt (BB-Kurve) in der  $i/e$ -Ebene eine negative Steigung auf, da einem Anstieg des Zinssatzes im Fall der Nachfrageüberhang nach peripheren Bonds (oberhalb der BB-Kurve beispielsweise im Punkt B) durch eine Wechselkursenkung entgegenwirkt wird. Aufgrund der verteuerten Bonds steigt dann das Angebot an inländischen Bonds.

Auf dem gleichgewichtigen hegemonialen Währungsmarkt (d.h. auf dem Devisenmarkt) ist ebenfalls eine negative Steigerung zu erkennen. ( $M_H M_H$ -Kurve, siehe Abb. 8 von Teil 2 im 1. Quadrant): Oberhalb der  $M_H M_H$ -Kurve, wie beispielsweise in Punkt B, befindet sich ein Angebotsüberschuss (bzw. ein Nachfragedefizit) an hegemonialen Währungsvermögen, wobei das Vermögensangebot in hegemonialer

---

<sup>113</sup> Um ein Missverständnis zu vermeiden, schliesst dabei das Moment der Windfall-Gewinne (bzw. Verluste) nicht aus, dass eine Mehr-Kreditnachfrage (-angebot) existiert. Dies verletzt jedoch kein Gleichgewicht.

Währung als Substitut der inländischen Währung auftritt. In der kurzfristigen Analyse, d.h. ohne Veränderung der Auslandsverschuldung, darf es keine Abwertung sondern nur eine Aufwertung (d.h. eine Senkung des Wechselkurses) geben, da die Abwertung eine erhöhte Nachfrage nach hegemonialen Währungsvermögen bedeutet. Dies führt zu einer Erhöhung des in peripherer Währung ausgedrückten Angebots an ausländischen Vermögen im peripheren Land. Dies widerspricht dem Ausgangspunkt als ein Angebotsüberschuss an hegemonialen Währungsvermögen.

Die  $M_H M_H$ -Kurve ist steiler als die Steigung der  $BB$ -Kurve in der  $i/e$ -Ebene, da die Zinsreagibilität des inländischen Bondmarktes gegenüber dem Auslandsvermögensmarkt als empfindlicher angenommen wird.

Ein besonderes Merkmal der obigen Zusammensetzung zwischen Kredit- und restlichen Vermögensmärkten in der  $i/e$ -Ebene besteht darin, dass die Steigung der Verschuldungskurve zwischen der kurzfristigen einerseits und mittel- und langfristigen Analyse andererseits umgekehrt verläuft. Die Gleichgewichtskurve auf dem Auslandsvermögensmarkt im peripheren Land ( $-(F-V)_H$ -Kurve) weist in der kurzfristigen Analyse, d.h. ohne Veränderung der Auslandsverschuldung, ebenfalls eine negative Steigung (somit zur Vereinfachung hier identisch wie  $M_H M_H$ -Kurve) auf, da ein Überschussangebot an hegemonialer Währung zu einer Aufwertung der einheimischen peripheren Währung führt.

In der langfristigen Analyse von Periode 2, d.h. mit der Änderung der Gesamtnettoauslandsschulden in hegemonialer Währung, ist aber die Möglichkeit der Verschiebung der Leistungs- bzw. Kapitalverkehrsbilanz (keine Bewegung innerhalb der  $LB$ - bzw.  $KB$ -Kurve) zugelassen. Dies bedeutet sowohl eine Verschiebung des hegemonialen Anteils innerhalb der gesamten Kreditmenge im peripheren Land als auch eine positive Steigung der Gesamtnettoauslandsschulden-Kurve ( $-\Delta v$ -Kurve), die als Abwertungsdruck gegenüber der einheimischen peripheren Währung fungiert.

## (2) *Wirkungen von monetären Störungen auf dem Vermögensmarkt in kurzer Frist (Periode 1)*

Bei einer relativ kleinen, offenen Volkswirtschaft (für die  $i^H$  als gegeben betrachtet werden kann) und bei unveränderter Wechselkursersparung ( $E(\dot{e})=0$ ) nehmen wir an, dass durch einen Anstieg des Wechselkurses ( $\Delta e > 0$ ) eine überschüssige Nachfrage nach peripherer Währung entsteht, da die periphere Währung in kurzer Frist innerhalb des gegebenen Vermögensbestandes gegenüber anderen Anlageformen billiger und daher attraktiver geworden ist (rechter Bereich der  $MM$ -Kurve in Abb. 8).<sup>114</sup> Dies bedeutet einerseits, dass die Renditedifferenz zwischen dem peripheren Währungsvermögen und den ausländischen Vermögenstiteln (hegemoniales Währungsvermögen und ausländische Wertpapiere in hegemonialer Währung) innerhalb des gegebenen Vermögensbestandes steigt (**Substitution** ausländischer Vermögenstitel durch inländische periphere Währung). Andererseits führt eine Abwertung

---

<sup>114</sup> Im Fall einer Senkung des Wechselkurses gilt vice versa.

ebenfalls aufgrund der attraktiver gewordenen erhöhten Bestandsnachfrage zur Aufwertung der inländischen Wertpapierhaltung (die Wertsteigerung der inländischen Wertpapiere bedeutet einen **Vermögenseffekt**). Unter der Annahme, dass die anderen Parameter wie beispielsweise die erwartete Profitrate oder der ausländische Zinssatz unverändert bleiben, kann dies nur durch die Zunahme der inländischen Geldmenge erreicht werden, woraufhin die Geldnachfrage nach peripherer Währung zurückgeht.<sup>115</sup> Somit verschiebt sich die Geldmarktgleichgewichtskurve MM nach rechts unten (MM'-Kurve in Abb. 9). Aus dem Aspekt des Zinssatzes, welcher durch einen Anstieg des Zinssatzes im peripheren Land ( $\Delta i > 0$ ) verursacht wurde, werden ebenfalls laut des oben geschilderten Vorgangs Substitutions- und Vermögenseffekte erzielt.

Auf dem Devisenmarkt, d.h. auf dem kurzfristigen gleichgewichtigen hegemonialen Währungsvermögensmarkt lässt ebenfalls ein Anstieg des Wechselkurses ein überschüssiges Angebot an hegemonialer Währung entstehen (wie beispielsweise im Punkt B von Abb. 9). Die hegemonialen Währungstitel sind dann innerhalb des gegebenen Vermögensbestandes gegenüber anderen Anlageformen billiger und daher attraktiver geworden, wenn dabei die Liquiditätspräferenzdifferenz unverändert bleibt. Dies bedeutet zwar, dass die Renditedifferenz zwischen dem hegemonialen Währungsvermögen (einschl. Wertpapieren in hegemonialer Währung) und den inländischen Vermögensiteln zurückgeht, eine Abwertung führt aber aufgrund der erhöhten Bestandsnachfrage nach hegemonialen Währungsvermögensiteln zur Aufwertung der ausländischen Wertpapier- und Geldhaltung. Die Stilllegung eines Überschussangebots an hegemonialer Währung kann somit durch Mehr-Nachfrage nach ausländischer Wertpapier- und Geldhaltung erreicht werden, was eine Verschiebung der gleichgewichtigen Devisenmarktkurve von  $M_H M_H$  zu  $M_H M_H'$  in Abb. 9 bedeutet.

Analog zur Verschiebung des gleichgewichtigen inländischen Geld- und Devisenmarkts verschiebt sich der gleichgewichtige Bondmarkt im Fall einer überschüssigen Bondnachfrage durch das erhöhte Bondangebots, was eine Verschiebung der gleichgewichtigen Bondmarktkurve von BB zu BB' in Abb. 9 bedeutet.

(a) **EFFEKTE DER MONETÄREN STÖRUNGEN AUF WECHSELKURS UND ZINSSATZ IN DER KURZEN FRIST**

In den folgenden beiden Unterkapiteln werden die von der Geldpolitik hervorgerufenen Wechselkurseffekte in kurzer Frist analysiert, wenn die ZB im peripheren Währungsraum eine Devisenmarktintervention mit oder ohne Sterilisierungspolitik unternimmt: Führt beispielsweise ein Nachfrageüberschuss nach peripherer Währung durch die ZB zur Erhöhung der inländischen gesamten Geldmenge (wie beispielsweise aufgrund der Expansion der Geldbasis), verschiebt sich die Linie MM

<sup>115</sup> Vgl. Schmitt-Rink, G./ D. Bender (1992), Makroökonomie geschlossener und offener Volkswirtschaften, S. 338

nach links oben. Diese expansive Geldpolitik löst dann unterschiedliche kurzfristige Zins- und Wechselkurseffekte aus, die davon abhängen, ob die Geldmengenexpansion durch die Veränderung der gesamten Zusammensetzung zwischen der inländischen und ausländischen Währung zustande kommt: 1) Wird beispielsweise eine expansive Geldpolitik durch eine restriktive Offenmarktpolitik ausgelöst, so dass der gesamte Anteil in hegemonialer Währung,  $[M_H M_H\text{-Kurve}]$  unverändert bleibt, findet eine Vermögensumschichtung ausschliesslich zwischen dem Geldmarkt in peripherer Währung und dem Markt für inländische Wertpapiere statt, ohne dass dabei die Geldpolitik auf der Nachfrageseite die Vermögenseffekte im hegemonialen Währungsanteil nach sich zieht. 2) Wird die expansive Geldpolitik dagegen durch den Umtausch zwischen den inländischen und ausländischen Währungsvermögenstiteln ausgelöst (wie beispielsweise durch Emissionen von hegemonialen Währungsschulden), wird der gesamte gleichgewichtige Vermögensmarkt sowohl über die Angebotsseite als auch über die Nachfrageseite gestört, und zwar in allen drei Marktkomponenten (inländischer Geldmarkt MM, ausländischer Devisenmarkt  $M_H M_H$  und inländischer Bondmarkt BB).<sup>116</sup>

Fall 1) bewirkt einen Nachfrageüberhang im Geldmarkt, der eine Rechtsverschiebung der MM-Kurve in die Position  $MM'$  bewirkt, und einen Angebotsüberhang im Markt für inländische Wertpapiere, der eine Linksverschiebung der BB-Kurve in die Position  $BB''$  verursacht. (Siehe Abb. 9 im 1. Quadrant) Da sowohl die Lage des Devisenmarkts als auch die ausländische Verschuldungssumme dabei unverändert bleiben, verändert sich die  $M_H M_H$ -Kurve nicht. In diesem Fall ist im Schnittpunkt C von  $BB''$ - und  $M'M$ -Kurve, jedoch auf der bisherigen  $M_H M_H$ -Kurve ein neues *kurzfristiges* (d. h. in Periode 1) Gleichgewicht auf dem Vermögensmarkt vorhanden. Dieser Gleichgewichtspunkt ( $e_1$ ) wurde also mit einem erhöhten Wechselkurs und einem niedrigeren inländischen Zinssatz ( $i_1$ ) durch die kurzfristigen Wirkungen der Offenmarktpolitik erreicht. Im Fall 2) herrscht auf dem Devisenmarkt ein Nachfrageüberschuss (linke Seite unterhalb der  $M_H M_H$ -Kurve) unter der Annahme, dass die  $M_H M_H$ -Kurve eine negative Steigung bezüglich Zinssatz und Wechselkurs aufweist. Ein Gleichgewichtszustand ist dann wiederherzustellen, wenn das Devisenangebot erhöht wird, indem wiederum der Anteil der ausländischen Währungsvermögenstitel gegenüber dem Anteil der inländischen Währungsvermögenstitel erhöht wird. Formal wird dies auf dem Kreditmarkt wie folgt ausgedrückt:  $\overline{Kr} = \alpha \overline{Kr}_P + (1-\alpha) \overline{Kr}_H$ , wobei  $\alpha$  den Anteil des Kreditvolumens in peripherer Währung und  $(1-\alpha)$  den Anteil in hegemonialer Währung ausdrückt. Somit ist eine Senkung von  $\alpha$  und folglich eine Erhöhung von  $(1-\alpha)$  als dem Verdrängungskoeffizienten von hegemonialer Währungs- in periphere Währungsvermögen erreicht. Wird sich dabei die Zusammensetzung zwischen dem inländischen peripheren und ausländischen

---

<sup>116</sup> Die Zunahme der ausländischen hegemonialen Währungshaltungen wird durch den Wechsel zwischen inländischen und ausländischen Vermögenstiteln erreicht.

hegemonialen Währungsanteil verändern, bewegt sich der gleichgewichtiger Kreditpunkt innerhalb der gegebenen Kr-Linie nach unten.<sup>117</sup>

Da die Lage des Devisenmarkts dabei verändert wurde, verschiebt sich die  $M_H M_H$ -Kurve nach rechts oben. In diesem Fall ist im Schnittpunkt B von  $BB'$ -,  $MM'$ - und  $M_H M_H$ -Kurve ein neues *kurzfristiges* (d.h. in Periode 1) Gleichgewicht auf dem Vermögensmarkt vorhanden. Dieser Gleichgewichtspunkt ( $e_1$ ) in Abb. 9 wurde also mit einem erhöhten Wechselkurs und einem niedrigeren inländischen Zinssatz durch die kurzfristigen Wirkungen der Devisenmarktinterventionen erreicht.

Die wirtschaftspolitischen Implikationen dieses *kurzfristigen* Vermögensbestandsansatzes in Periode 1 bestehen darin, dass die Wechselkurspolitik durch die Devisenmarktinterventionen, durch Ankauf bzw. Verkauf ausländischer Vermögenstitel (Bonds und Währungsvermögen) in hegemonialer Währung, zu einer stärkeren Abwertung als der durch Offenmarktoperationen führt. Vorausgesetzt wird dabei, dass die gesamte Auslandsvermögensmarkt-Kurve in hegemonialer Währung ( $M_H M_H$ -Kurve) steiler als die inländische  $BB$ -Kurve verläuft. Somit kann die ZB durch sterilisierte (d.h. geldmengenneutrale) Devisenmarktinterventionen eine Abwertung erreichen, indem sie im peripheren Währungsraum die ausländischen Vermögenstitel in hegemonialer Währung für die inländische periphere Währung kauft und sich dadurch die  $M_H M_H$ -Kurve nach rechts verschiebt. Um die so entstandene zusätzliche Liquidität zu sterilisieren, verkauft die ZB im peripheren Währungsraum auch die inländischen Bonds gegen die periphere Währung, bis die gewünschte reduzierte Geldmenge erreicht ist, was jedoch aufgrund der verstärkten Abwertungswirkung durch die Devisenmarktintervention zu einer Abwertung führt.<sup>118</sup>

Zur weiteren Analyse der staatlichen Aktivität wird hier angenommen, dass sich bei einer Finanzierung des Staatsdefizits mittels Kreditaufnahme am inländischen Kapitalmarkt der Bestand an inländischen Bonds erhöht, ergibt sich in C von Abb. 10 ein Angebotsüberschuss an inländischen Bonds, aber überschüssige Nachfrage nach inländischen Währungsvermögen.<sup>119</sup> Damit das neue Gleichgewicht erreicht wird, müssen die Anleger in dieser Situation mehr Bonds nachfragen. Dies kann durch eine Zinserhöhung erreicht werden. Damit verschieben sich sowohl die inländische Bondmarktkurve als auch die Devisenmarktkurve nach oben (in  $BB'$ - und  $MM'$ -Kurve in Abb. 10). Die gleichgewichtige Geldmarktkurve muss sich nach links oben verschieben, da die überschüssige Geldnachfrage in C durch noch attraktivere Bonds zurückgedrängt werden, was höhere Zinssätze in Anspruch nehmen wird. Dieser neue kurzfristige Gleichgewichtspunkt kann zwar nur durch einen erhöhten Zinssatz erreicht werden. Bezüglich des aktuellen Wechselkurses ist aber ungewiss, ob er im Vergleich zum ursprünglichen

---

<sup>117</sup> Das instabile Moment, der *Currency Board*, ist dafür ein Beispiel, wobei schliesslich aufgrund der Zahlungsunfähigkeit der hegemonialen Währung zur Aufgabe des Systems erzwungen wird. Argentinien seit 2001 liefert dafür ein parables Beispiel.

<sup>118</sup> Im südkoreanischen Fall wird durch *Moneatry Stabilisation Bonds* versucht, die gesamte Liquiditätslage zu stabilisieren. (Siehe dazu Kapitel II.A.6. und II.C.1.)

<sup>119</sup> Zur Vereinfachung wird das Äquivalenztheorem von Ricardo und Barro gelten gelassen. Vgl. Gärtner, M. (1997), a.a.O., S. 153 F.N.

Wechselkurs höher bzw. niedriger liegt. Die Wirkung der Staatsfinanzierung mittels Bondsemissionen auf den Wechselkurs hängt dabei davon ab, ob dadurch eine Veränderung der Auslandsposition nach sich zieht. Dabei gilt: je mehr die staatlichen Bonds mit den ausländischen Forderungstitel umgetauscht sind, desto stärker wird der Abwertungseffekt. Besteht dagegen zwischen dem ausländischen Forderungstitel und dem inländischen Zinssatz keine Relation, bleibt ein Abwertungseffekt aus.<sup>120</sup>

Im Fall der Finanzierung des Staatsdefizits über eine Ausdehnung der Geldmenge steigt in kurzer Frist der inländische Geldmengenanteil innerhalb des gesamten Bruttovermögensbestandes. In diesem Fall muss aufgrund keiner Veränderung der inländischen Bond- und der Devisenbestände ein Nachfrageüberschuss in allen drei Vermögenmärkten herrschen, da die jetzige Vermögenszunahme in peripherer Währung aufgrund der konstanten gesamten Vermögensbestände einen Nachfrageüberschuss verursacht. Auf dem inländischen Bondmarkt kann dies bei gegebenem Wechselkurs durch eine Senkung des Zinssatzes abgebaut werden, was die BB-Kurve nach links unten (von BB- auf BB'-Kurve in Abb. 11) verschiebt. Ein neuer gleichgewichtiger Devisenmarkt kann hingegen nur durch einen erhöhten Zinssatz erreicht werden, indem sich die  $M_H M_H$ -Kurve nach rechts unten verschiebt. Das Resultat ist dann ein erhöhter Wechselkurs und ein niedrigerer Zinssatz in B auf den neuen Gleichgewichten von BB',  $M_H M_H'$ - und MM'-Kurve in Abb.11.

#### (b) WECHSELKURSWIRKUNG DURCH ZINSSATZOPERATION

Im Folgenden wird untersucht, inwieweit sich die Zinssatzoperation der ZB auf den Wechselkurs auswirkt. Nach der herrschenden *Mainstream*-Theorie (vor allem aus dem monetaristischen Aspekt) setzt die ZB die Zinsoperation in erster Linie zum Zweck der Geldwertwertstabilität in inländischer Währung ein.<sup>121</sup> Demgegenüber geht diese Arbeit davon aus, dass die Zinspolitik der auf Bagehot beruhenden Sicherung der Zahlungsfähigkeit dient: Herrscht im peripheren Land beispielsweise ein unerwünschter Liquiditätsengpass bei der peripheren Währung, lässt die einheimische ZB das Diskontfenster (bzw. die Pensionsgeschäfte) offen. Damit wird die Verfügung der peripheren Währung zwar teurer, aber durch die über das Bankensystem vermittelten Auswirkungen auf den Kreditmarkt, dessen Geschäft zur GB gehört, wird dieser Liquiditätsengpass wieder aufgehoben.<sup>122</sup> Dabei wird vorausgesetzt, dass im betroffenen peripheren Land ein gut funktionierender Kapitalmarkt existiert, d. h. neben dem primären institutionellen Handel der jeweiligen Wertpapiere auch ein sekundärer Markt existiert. Erst dann kann der ZB-Zinssatz voll auf den Marktzinssatz durchschlagen. Dies ist jedoch in den EL nicht der Fall. So wird statt der Zinsoperation ein Quasi-Zinssatzinstrument (wie beispielsweise *Monetary Stabilization Bonds*

---

<sup>120</sup> Vgl. auch Gärtner, M. (1997), a.a.O., S. 153

<sup>121</sup> Die Zinsoperation als Konjunkturstützungsinstrument ist dagegen nicht jedem Land in gleichem Ausmass zugeteilt, da je nach starker Bindung zu der hegemonialen Währung der zinspolitische Spielraum eingeschränkt bleibt.

<sup>122</sup> Durch die Betonung der Geldangebotsseite, die mit der Zinssatzpolitik der ZB verknüpft ist, wird das geöffnete Diskontfenster als wichtigstes Instrument für die Geldpolitik direkt in Verbindung mit der Zinssatzpolitik gebracht. Zur Geldpolitik bezüglich der Liquidität mittels offener Diskontsatzpolitik, siehe Riese, H. (1993), a.a.O., S. 58ff.

in Südkorea) benutzt, das jedoch an der Geldmenge orientiert ist und letztlich neben der Zinsoperation eine zusätzliche Einschränkung der Geldmenge bewirkt. (Siehe dazu Kapitel II.A.6)

Versteht man unter einer Niedrigzinspolitik, dass der aus der ZB-Zinspolitik resultierende Zinssatz unterhalb der gleichgewichtigen Profitrate liegt, bezweckt die Niedrigzinspolitik in der Regel, die realwirtschaftliche konjunkturelle Unterstützung, indem versucht wird, die Stimulierung der Investitionsnachfrage anzukurbeln. Wird vereinfacht angenommen, dass der Wechselkurs als Ausgangspunkt (in Periode 0) im Gleichgewicht liegt, ändert sich als Folge der Niedrigzinspolitik auf dem Geldmarkt das Vermögenspreisverhältnis zwischen dem Wechselkurs und dem inländischen Zinssatz, was zu einer Drehung des gleichgewichtigen Geldmarktes in peripherer Währung und des gleichgewichtigen Bondmarktes (als Reziprok des Geldmarktes) in peripherer Währung führt. (hier als Rechtsdrehung von MM nach M'M', und Linksdrehung von BB nach B'B', siehe Abb. 12). Aufgrund der unveränderten Liquiditätspräferenzdifferenz von beiden Währungsräumen in kurzer Frist kann der neue Schnittpunkt B auf der bisherigen Devisenmarktkurve  $M_H M_H$ -Kurve in Abb. 12 liegen, was zu einer Abwertung führt. Die Hochzinspolitik der ZB im peripheren Währungsraum stellt in kurzer Frist analog zur beschriebenen Niedrigzinspolitik einen Aufwertungseffekt dar.

(3) *Langfristige Wirkung von monetären Störungen auf dem Vermögensmarkt (Periode 2)*

In diesem Unterkapitel werden die Rückwirkungen, die sich auf der Leistungsbilanzseite ergeben, untersucht, wobei vereinfacht die Leistungsbilanzseite als Rückseite der Kapitalverkehrsbilanzseite verstanden wird.<sup>123</sup>

Erhöht die ZB im peripheren Währungsraum als Ausgangspunkt die Geldmenge dadurch, dass sie inländische Bonds kauft, wäre die *kurzfristige* Folge ein Sinken des Zinssatzes und ein Ansteigen des Wechselkurses im neuen *kurzfristigen* Gleichgewicht. In der *langfristigen* Periode 2 werden infolge des Anstiegs des Wechselkurses weitere Analysen notwendig: 1) Der gestiegene nominale Wechselkurs verursacht nur dann einen positiven Handelsbilanzüberschuss, wenn die Exportsteigerungsrate die Importminderungsrate übersteigt, wodurch die Marshall-Lerner-Bedingung erfüllt ist. Tritt dagegen eher ein J-Kurven-Effekt ein, bei dem die Dauer der Exportsteigerung zeitlich verzögert bzw. gar nicht auftritt, bleibt der positive Abwertungseffekt aus. Dabei spielt die Beschäftigungspolitik nur dann eine grosse Rolle, wenn ein aus der Arbeitsproduktivität resultierender Abwertungseffekt - ohne Einbussen in der

---

<sup>123</sup> Es gibt auch die Möglichkeit, in der sich ein Anteil von Kapitalverkehrsbilanzseite unabhängig von der Finanzierung der Leistungsbilanzseite bewegt, wie beispielsweise in Direkt- und Portfolioinvestition. Solche Fälle werden zunächst ausser Acht gelassen, da der Sachverhalt nicht wesentlich beeinflusst wird.

Freisetzung der Arbeitskräfte - zur Exportsteigerung und weiterhin zu der mit Beschäftigung relevanten Investitionserhöhung beiträgt.

2) Angenommen, die ZB im peripheren Währungsraum erreicht durch sterilisierte Devisenmarktinterventionen einen bestimmten Wechselkurs, was im festen Wechselkurs der Fall ist, stellt sich die Frage, ob es sich bei der Konstellation des Aussenbeitrages um den im Sinne von der an Leistungsbilanz orientierten gleichgewichtigen Wechselkurs handelt, welcher als Massstab für die Lage der unterbewerteten bzw. überbewerteten peripheren Währung dient. Liegt der durch die ZB zu erzielende Wechselkurs höher (niedriger) als der auf ausgeglichener Leistungsbilanz beruhende aktuelle Wechselkurs und praktiziert die ZB die dauerhafte Deviseninterventionspolitik, in der ausländische Vermögenstitel in hegemonialer Währung gegen periphere Währungstiteln kauft (verkauft), bedeutet dies, dass die ZB mit einer Unterbewertungspolitik (trotz einer Überbewertungspolitik) den Abwertungsverdacht (den Aufwertungsverdacht) erzeugt. Dabei verkauft (kauft) die ZB im peripheren Währungsraum in der Regel die inländischen Bonds gegen die hegemoniale Währung, um die dadurch entstandene (gesunkene) Liquidität zu sterilisieren. Folge ist die Erhöhung (Minderung) der Devisenbestände im peripheren Land: Ist dabei die Marschall-Lerner-Bedingung nicht erfüllt, ergibt sich trotz des Anstieges des nominalen Wechselkurses ein Leistungsbilanzdefizit. Dies bedeutet, dass die ZB trotz einer Abwertungspolitik den Abwertungsverdacht erzeugt, da die dauerhaften Leistungsbilanzdefizite den Abwertungsverdacht verursachen.

Ist der aktuelle Wechselkurs im Vergleich zum gleichgewichtigen Wechselkurs zu niedrig, ergibt sich erst recht ein Leistungsbilanzdefizit, was eine Folge der Überbewertungspolitik der ZB ist. Ist die Zahlungsbilanz ausgeglichen, um dem aktuellen Wechselkurssystem standzuhalten, in dem diese Leistungsbilanzdefizite durch einen Kapitalverkehrsbilanzüberschuss abgedeckt sind, wirkt sich dies unmittelbar d.h. in kurzer Frist nicht auf den aktuellen Wechselkurs aus, da die Devisenbestände temporär durch Kapitalimport zu diesem Zeitpunkt konstant gehalten werden. Dadurch entsteht jedoch ein begründeter Verdacht, dass der Wechselkurs im peripheren Währungsraum nach einer bestimmten Periode weiter steigen wird, womit der Kreislauf einer überbewerteten Währung unter Abwertungsverdacht geschlossen wäre. In einer Politik „*leaning against the wind*“ werden die Devisenbestände schrumpfen, da die ZB ihrerseits entgegen die Marktkräfte die hegemoniale Währung verkauft. In einer Politik „*leaning with the wind*“ steigen zwar *kurzfristig* die Devisenbestände, die Akkumulation der Devisenbestände kommt jedoch durch den Kapitalimport von hegemonialer Währung zustande, was bedeutet, dass die Nettoschuldnerposition ( $-\Delta(F-V)$ ) den Schuldner in hegemonialer Währung weiter schwächt. (Siehe dazu im Kapitel II.C.2) Somit steigt der Abwertungsdruck auf den Wechselkurs bis zum Ausbruch der Währungskrise, in der sich der aktuelle Wechselkurs wiederum auf einem anderen Niveau des gleichgewichtigen Wechselkurses befindet. Bei einer Währungskrise ist durch die Verschiebung der gleichgewichtigen Währungskurve eine abrupte Wechselkurssteigerung die Folge.

Darüber hinaus ist auf dem gleichgewichtigen Kreditmarkt im Rahmen der Zins-Wechselkurs-Kombination langfristig mit der Zulassung der Verschuldungen in hegemonialen Währungsvermögen besondere Aufmerksamkeit notwendig, da die Steigung der gleichgewichtigen Kreditmarktkurve (Kr-Kurve) in der  $i/e$ -Ebene nicht eindeutig ist: Ohne Berücksichtigung der Verschuldungslage im peripheren Land lässt eine inländische Zinssenkung eine überschüssige Kreditnachfrage nach hegemonialer Währung entstehen, da die hegemoniale Währungshaltung gegenüber anderen inländischen Anlageformen teuer und deshalb attraktiver erscheint. Wird dabei durch einen Anstieg des Wechselkurses die Nachfrage nach peripheren Währungsvermögenstiteln erhöht, wobei die Verbilligung der Anlageformen in peripherer Währung und die dadurch erhöhte Attraktivität von peripheren Währungsvermögenstiteln bezweckt wird, ist der Fall gegeben, dass die gleichgewichtige Kreditmarktkurve in der  $i/e$ -Ebene eine negative Steigung aufweist. Lässt die inländische Zinssenkung eine überschüssige Kreditnachfrage nach peripherer Währung entstehen und geht gleichzeitig durch die Senkung des Wechselkurses die Nachfrage nach peripheren Währungsvermögenstiteln zurück, verliert sich die Verbilligung der Anlageform in peripherer Währung und die dadurch erhöhte Attraktivität der peripheren Währung. Die gleichgewichtige Kreditmarktkurve (Kr-Kurve) weist dann eine positive Steigung auf. (Siehe in Abb. 13 Gleichgewichtige Kr-Kurve (a) von Teil 2 im 2. Quadrant)

Ein besonderer Charakter der Steigung der gleichgewichtigen Kreditmarktkurve auf der Zinssatz-Wechselkurs-Ebene besteht dabei darin, dass beim extremen Fall die Zinsbewegung für die Bewegung des Wechselkurses irrelevant sein kann: (a) Auf der Nachfrageseite des Kreditmarktes kann auch neben dem gestiegenen Zinssatz eine Senkung des Wechselkurses zur erhöhten Nachfrage nach peripheren Währungsvermögenstiteln führen, wenn der aktuelle Wechselkurs trotz der Abweichung vom an Leistungsbilanz orientierten gleichgewichtigen Wechselkurs vom Devisenmarkt als unterbewertet angesehen wird. (Sprich: Überbewertung mit Abwertungsverdacht) In diesem Fall kann jedoch die gleichgewichtige Kreditmarktkurve in der  $i/e$ -Ebene sowohl eine positive Steigung als auch eine vertikale Linie aufweisen, da trotz eines Zinsanstiegs die Bewegung des Wechselkurses sinkt oder sogar unabhängig von der Zinssatzbewegung läuft. (Siehe Abb. 13: Gleichgewichtige Kr-Kurve (b) von Teil 2)

(b) Auf der Angebotsseite des Kreditmarktes kann neben dem gestiegenen inländischen Zinssatz zusätzlich das Kreditangebot in hegemonialer Währung steigen, welches die Finanzierung des Produktionsprozesses und der Konsumtionszwecke im peripheren Land deckt, wenn der Kapitalgeber in hegemonialer Währung die Rückkehr in hegemonialer Währung als relativ sicher einschätzt oder die Freigabe in hegemonialer Währung (folglich Investition im peripheren Land) im Vergleich zu anderen Vermögensalternativen ausserhalb des peripheren Währungsraumes als attraktiver erscheint. Dies hat dann entweder eine Senkung des Wechselkurses oder eine Konstanz des aktuellen Wechselkurses zur Folge, was in der gleichgewichtigen Kreditmarktkurve auf der  $i/e$ -Ebene sowohl eine negative Steigung des Wechselkurses als auch einen zinsunelastischen Wechselkurs aufweisen kann.

In beiden Fällen (a) und (b) ist die negative Neigung der Kurve zwischen inländischem Zinssatz und Wechselkurs bezüglich des gleichgewichtigen Kreditmarktes aufgrund der zunehmenden Auslandsverschuldung in hegemonialer Währung nicht mehr gültig. Denn je höher der Anteil der Finanzierung mit ausländischen hegemonialen Währungsvermögenstiteln steigt, desto weniger kann der Zinssatz auf Wechselkursveränderungen reagieren, was die ZB in peripherer Währung zu Zinserhöhungen zwingt. Somit wird ein Fall der vollständigen Finanzierung des Kreditbedarfs durch die hegemoniale Währung nicht ausgeschlossen, da der Zinssatz bezüglich des Wechselkurses vollkommen unelastisch ist. In diesem Fall ist die Kr-Kurve innerhalb der  $i/e$ -Ebene eine vertikale Linie. Aus den obigen beiden Fällen von (a) und (b) kann somit die Steigung der Zins- und Wechselkurskombination bezüglich des Kreditmarktes vollkommen unelastisch sein, was mit dem Keynes' Begriff von „*liquidity trap*“ in hegemonialer Währung vereinbar ist. Dies führt dazu, dass die Anpassung der jeweiligen Gleichgewichtskurve sowohl die Veränderung zwischen der in- und ausländischen Vermögenskomponenten als auch die Verschiebung der jeweiligen Vermögenskurve nach sich zieht:

Unter Berücksichtigung der Gesamtnettoauslandsschulden in hegemonialer Währung ( $-\Delta v$ -Kurve) nehmen wir an, dass der Wechselkurs in inländischer peripherer Währung steigt. Dann steigt ebenfalls der Schuldenbestand in hegemonialer Währung, da der gesamte Nettoauslandsschuldenbestand mit dem Wechselkurs umgerechnet wird: ( $-e\Delta v$ ). Dabei wirkt sich der Zusammenhang zwischen dem inländischen Zinssatz und dem Wechselkurs positiv aus, denn ein Anstieg des Wechselkurses lässt eine weitere überschüssige Nachfrage nach Verschuldungstiteln in hegemonialer Währung entstehen. (Siehe Abb. 13:  $-\Delta v$ -Kurve (a) von Teil 2 im 1. Quadrant): Die Verschuldungstitel in hegemonialer Währung sind dann nicht nur innerhalb des gegebenen Vermögensbestandes gegenüber anderen Anlageformen teurer geworden. Eine Abwertung führt aufgrund der Teuerung auch zu einer sinkenden Bestandsnachfrage nach inländischen Vermögenstiteln und weiterhin zur Abwertung der inländischen Vermögenstitel (Geld- und Bondvermögen in peripherer Währung), wobei dies nur durch die Senkung der Rendite (und folglich eine Senkung des Zinssatzes) der inländischen Vermögenstitel zu erreichen ist. Daraufhin geht die Nachfrage nach inländischen Vermögenstiteln zurück. Dagegen steigt die Nachfrage nach hegemonialen Währungsvermögen und folglich die Verschuldung.

Steigt der inländische Zinssatz im peripheren Land, herrscht zwar kurzfristig auf dem Auslandsvermögensmarkt und folglich auf dem Devisenmarkt ein Überschussangebot an diesen hegemonialen Vermögenstiteln. Da dieser Bestand im Vergleich zu anderen peripheren Anlageformen billiger geworden ist, steigt ebenfalls das in peripherer Währung ausgedrückte Angebot an ausländischen Vermögenstiteln. Um dem entgegenzuwirken, muss kurzfristig der Wechselkurs sinken, was mit einer negativen Steigung der Devisenmark-Kurve ( $M_H M_H$ -Kurve in Abb.8) verbunden ist. Langfristig (d.h. hier in Periode 2) ist aber darauf hinzuweisen, dass sich die Auslandsposten, nämlich die gleichgewichtige hegemoniale Währungsvermögenskurve (hier die Verschuldungskurve in hegemonialer Währung  $-\Delta v$ ) aufgrund des Kapitalimports verschieben. (Siehe eine Bewegung vom Punkt A zum Punkt B im 4.

Quadrant in Abb. 13) Denn trotz des steigenden inländischen Zinssatzes führt eine Verschiebung der Liquiditätspräferenzkurve sowohl zur einer Angebotserhöhung als auch zu einer Nachfrageerhöhung nach den gesamten hegemonialen Währungsvermögenstiteln und damit zu einer Erhöhung des gesamten Nettoauslandsschuldenbestands in hegemonialer Währung. Dies wirkt sich in einer Abwertung der peripheren Währung in einer noch längeren Periode (d.h. in Währungskrisenzeit) aus, was ein abrupt steigender Wechselkurs bedeutet. Unter der Bedingung der veränderten Liquiditätspräferenzkurve in peripherer Währung wirkt sich somit der steigende ausländische Zinssatz (inländische Zinssatz) als umgekehrter Vorgang der kurzfristigen Aufwertungstendenz aus.<sup>124</sup> Im Fall der negativen Verschiebung der Liquiditätspräferenzkurve in peripherer Währung ist dann die Auswirkung des Zinssatzes ungewiss, da die negative Verschiebung der Liquiditätspräferenzkurve den Aufwertungseffekt in peripherer Währung (bzw. den Abwertungseffekt in hegemonialer Währung) annulliert.

Für einen Gleichgewichtsangepassungsprozess auf dem Kreditmarkt im peripheren Land nehmen wir an, dass laut der Niedrigzinspolitik durch ZB der inländische Marktzinssatz gesunken ist, wobei zur Vereinfachung der ausländische hegemoniale Zinssatz unverändert bleibt. Dies führt zu einer Erhöhung der inländischen gesamten Kreditmenge, da auf dem inländischen Kreditmarkt ein Nachfrageüberschuss ( $\text{ÜbKr}_p^D$  in der zweiten Grafik von Teil 1 in Abb. 13) herrscht, dessen Lücke durch Mehr-Angebote aus dem hegemonialen Land ( $\text{ÜbKr}_p^D$  in der dritten Grafik von Teil 1 in Abb. 13) geschlossen wird. Dabei ändern sich sowohl die gesamte realisierte Kreditmenge als auch das Verhältnis zwischen den Kreditmengen in hegemoniale und periphere Währungsanteile. Da der Vermögensbestand in hegemonialer Währung (via Kreditmarkt) und folglich die steigende Nettverschuldung in hegemonialer Währung zur Folge hat, verschiebt sich die gleichgewichtige Kreditmarktkurve in  $i/\text{Kr}$ -Ebene von  $a$  und  $a'$ , in der die Erhöhung des Währungsangebots in hegemonialer Währung und folglich des Buchgeldes als Forderungsseite in der Bilanz von GB mit der steigenden Nachfrage nach diesen hegemonialen Währungskrediten zusammentrifft.

Steigt dagegen der ausländische Zinssatz, während der inländische Zinssatz konstant bleibt, wird der Anteil des ausländischen Kreditangebots zum peripheren Land abnehmen und zum hegemonialen Land zunehmen, da die Zinsbelohnung für das hegemoniale Land attraktiver ist. In diesem Fall ist in der Anfangsperiode (d.h. Periode 1) zu beobachten, dass die Verschuldung in hegemonialer Währung abnimmt. Existiert bereits eine hohe Auslandsverschuldung in hegemonialer Währung, wirkt sich aber in der Folgeperiode 2 die erhöhte Verschuldungssumme in hegemonialer Währung im peripheren Land verstärkt auf die Abwertung aus, indem das Kapital in hegemonialer Währung aus dem peripheren Land entzogen wird. (Sprich Kapitalflucht) (Siehe Abb. 13: Bewegung von Punkt A auf Punkt B beim Teil 2 im 1. Quadrant)

<sup>124</sup> Im ungleichgewichtigen Moment wirkt sich die steigende erwartete Profitrate ebenfalls aufwertend aus. Gleiches ist beim steigenden erwarteten Vermögensbestand anzuwenden, was jedoch als Gleichgewichtsbedingungen  $i = r = r^e$  von vornherein ausgeschlossen bleibt.

(a) ENTSTEHUNG DES DRUCKS AUF DEN WECHSELKURS IN PERIODE 2

Als Ausgangspunkt herrscht im Punkt  $e_0$  ein gleichgewichtiger Wechselkurs, d. h. Leistungsbilanz und Kapitalverkehrsbilanz sind laut Definition ausgeglichen ( $KB_0 = LB_0$ ) (Siehe Abb. 13 von Teil 2 im 4. Quadrant) Dies entspricht dem Kreditvolumen  $Kr^*$  (Siehe Abb. 13 von Teil 1, bei dem der ausländische Anteil laut Annahme  $Kr_H^*$  ist.) Wir nehmen nun an, dass im Inland (beispielsweise durch eine Niedrigzinspolitik oder durch gestiegene erwartete Profitrate) eine überschüssige Kreditnachfrage ( $\overline{\alpha\beta}$ ) von Teil 1 in Abb. 13 entsteht. In der freien Welt des Kapitalverkehrs wird der Nachfrageüberhang durch die Verschiebung der Kapitalverkehrsbilanzkurve nach oben geschlossen, was eine neue Position  $KB(e_1, i_1)$  von Teil 2 im 4. Quadranten bezeichnet. Der Anteil des ausländischen hegemonialen Währungsvermögens  $(1-\alpha)Kr_H$  ist gleich  $(Kr_\beta - Kr_\alpha)$ . Dieser wirkt sich auf der i/e-Ebene aufwertend aus, da der Anteil der ausländischen Währung innerhalb der gesamten Geldmenge steigt.

Unternimmt dabei die ZB keine (ausreichende) Sterilisierungspolitik, bleibt der Wechselkurs im Punkt  $e_1'$ , der sich aus einer Linksverschiebung der  $-\Delta v$ -Kurve (a) von Teil 2 im 1. Quadranten in Abb. 13 aufgrund der Zunahme der ausländischen Verschuldung in hegemonialer Währung ergibt. Dieser Unterschied zwischen dem ursprünglichen gleichgewichtigen Wechselkurs  $e_0$  und dem jetzigen Wechselkurs  $e_1'$  bedeutet, dass die inländische periphere Währung überbewertet ist und unter Abwertungsverdacht steht, da der aktuelle Wechselkurs ohne die Finanzierung  $(Kr_\beta - Kr_\alpha)$  im Punkt  $e_0$  liegen müsste, was die Entstehung des Drucks auf den Wechselkurs ausmacht.

Der Druck auf den Wechselkurs wird formal wie folgt dargestellt: Die erwartete Veränderungsrate des Wechselkurses  $E(\dot{e}) = E\left(\frac{e^e - e}{e}\right)$ , ergibt sich aus der erwarteten Veränderungsrate zwischen der Differenz von erwartetem und aktuellem Wechselkurs, wobei mit  $e^e$  der erwartete Wechselkurs bezeichnet wird. Dabei entspricht die erwartete Wechselkursänderung  $E(\dot{e})$  hier der Differenz zwischen dem gleichgewichtigen Wechselkurs  $e_0$  und dem aktuellen Wechselkurs  $e_1'$ . Somit gilt folgendes: 1) Der Unterschied zwischen dem aktuellen Wechselkurs  $e_1'$  und dem gleichgewichtigen Wechselkurs  $e_0$  aufgrund der aussenwirtschaftlichen Fehlentwicklung im 4. Quadranten von Teil 2 ist gleich zu setzen mit dem Unterschied zwischen dem aktuellen Kassawechselkurs und dem von Wirtschaftssubjekten erwarteten und an Liquiditätspräferenz orientierten künftigen Wechselkurs auf dem Vermögenmarkt im 1. Quadranten von Teil 2, da ohne eine Finanzierung mit dem hegemonialen Währungsvermögen und folglich ohne Verschuldung im hegemonialen Währungsvermögen die ursprüngliche gleichgewichtige inländische Geldmarktkurve MM nicht nur mit der gleichgewichtigen Kreditmarktkurve sondern auch mit der ursprünglichen gleichgewichtigen inländischen Bondmarktkurve BB übereinstimmen müsste.<sup>125</sup>

<sup>125</sup> Beim *Currency Board*-System wirkt sich die Differenz zwischen dem aktuellen und dem ursprünglichen Wechselkurs verstärkt auf die künftigen Wechselkurse aus. Beim vollkommen flexiblen Wechselkurssystem am wenigsten. Davon, dass beim vollkommen flexiblen

2) Je mehr der Anteil der Finanzierung mit den hegemonialen Währungsvermögenstiteln zunimmt, desto niedriger ist der neue aktuelle Wechselkurs  $e_1'$  in der unmittelbaren Periode, nämlich unterhalb des ursprünglichen Kassawechselkurses  $e_0$ . Dabei wirkt sich die Zunahme der hegemonialen Währungstitel bei Einhaltung der konstanten gesamten Geldmenge im peripheren Land aufwertend aus. Somit sinkt der aktuelle Wechselkurs zwar sofort, verursacht jedoch gleichzeitig eine Abwertungserwartung. Denn der gleichgewichtige Wechselkurs müsste sich hinsichtlich der Schuldenzunahme in hegemonialer Währung abwertend auswirken, da die Geldhaltung in peripherer Währung aufgrund der zunehmenden Verschuldungslage billiger als die in hegemonialer Währung geworden ist.<sup>126</sup>

(b) WECHSELKURSWIRKUNG DURCH ZINSOPERATION

Wird infolge einer Niedrigzinspolitik eine überhöhte Überschussnachfrage in der Gütersphäre verursacht, geht es im aussenwirtschaftlichen Bereich um den Kapitalimport, welcher die Mehrverwendung in der betroffenen Volkswirtschaft finanziert. Durch den Kapitalimport wird der aktuelle Wechselkurs höher als der gleichgewichtige. Die Folge ist dann zum einen ein Leistungsbilanzdefizit aufgrund eines überbewerteten Wechselkurses, da die Exportgüter teurer und die Importgüter billiger werden. Damit beginnt der Teufelskreis: Um die Leistungsbilanzdefizite aufzufangen, wird Kapital aus der ausländischen hegemonialen Währung importiert, da die periphere Währung nicht als Zahlungsmittel angenommen wird. Infolge dessen sinkt der aktuelle Wechselkurs stärker als der gleichgewichtige Wechselkurs, und da der Preiseffekt ausgeschlossen bleibt, ist die Folge ein ständig steigender Druck auf den Wechselkurs, der bei Ausbruch der Währungskrise über den gleichgewichtigen Wechselkurs hinausschießt.<sup>127</sup> Zum anderen ist durch die Niedrigzinspolitik die Zinssatzdifferenz zwischen peripherem und hegemonialem Währungsraum geringer geworden, was langfristig aufgrund der Zulassung der Kapitalimporte zur erhöhten Nachfrage nach ausländischen hegemonialen Währungsvermögenstiteln (als Substitut des peripheren Währungsvermögens) auf dem Verschuldungsmarkt führt. Die Folge ist dann eine abrupte Abwertung.

Aufgrund einer Hochzinspolitik ergibt sich einerseits ein auf der Kontraktion der Investitionsausgaben beruhendes chronisches Leistungsbilanzdefizit, weil dem notwendigen Exportbedarf aufgrund eines auf einem hohen Zinssatz beruhenden Mangels an Investitionsnachfrage nicht zufriedenstellend begegnet wird. Wirkt sich der Zinssatz auf den Exportpreis aus, da der aktuelle Wechselkurs gesunken ist, steigen die Exportpreise. Damit ist die Überbewertung der peripheren Währung gegeben. Andererseits führt der Versuch, der Inflations- und/oder Abwertungsgefahr durch eine Hochzinspolitik entgegenzuwirken,

---

Wechselkurssystem kein Druck auf den künftigen Wechselkurs existiert, kann dennoch keine Rede sein, denn, lässt man die Möglichkeit der Kapitalverkehrsbilanz offen, ist die Abweichung zwischen dem aktuellen und erwarteten Wechselkurs unvermeidlich. Dies liegt vor allem daran, weil der beliebige Wechselkurs mit einem Zinssatz vereinbar ist. (Sprich multiple Wechselkurssysteme)

<sup>126</sup> Um diese sinkende Liquiditätspräferenz zu kompensieren, müssen sich die exogenen Parameter bewegen, wie Steigung der (erwartete) Profitrate im peripheren Land, Senkung der (erwartet) Profitrate im hegemonialen Land, Steigung des ausländischen Zinssatzes, Steigerung der Liquiditätsprämie in peripherer Währung u.s.w..

<sup>127</sup> Zu dem aus dem starren Preiseffekt resultierenden *Overshooting*-Wechselkurs, siehe das Dornbusch-Modell Kapitel I.B.2.c)

entweder binnenwirtschaftlich zum Deflationsprozess oder aussenwirtschaftlich zum erhöhten Kapitalimport. Dabei kann die Rolle der Investitionen im peripheren Währungsraum gegenüber der Attraktivität der Kreditvergabe in hegemonialer Währung seitens des Kapitalgebers nebensächlich sein, was temporär zu Devisenaufstockung führen kann. Entscheidend ist, dass die Hochzinspolitik eine Rückwirkung auf die Wechselkurserwartung nach sich zieht, in der der künftige Wechselkurs direkt mit den Entwicklungen der Leistungsbilanz zusammenhängt, so dass jede Finanzierung, in der durch den Kapitalimport die Lücke zwischen der Export- und Importsumme geschlossen wird, sich im zunehmenden Abwertungsdruck niederschlägt. Dies drückt eine verstärkte, überbewertete Währungslage mit Abwertungstendenz aus. Somit wird deutlich, dass sich die Zinspolitik als direktes Instrument für die Verbesserung der Leistungsbilanz in Grenzen hält. Vielmehr stellt die Zinspolitik ein Spiegelbild der aktuellen passiven geldpolitischen Lage dar, was eine geldpolitische Reaktion der schwachen Aussenwährung darstellt.

Wird im peripheren Land versucht, durch die Wechselkurspolitik den Wechselkurs in der früheren Periode  $e_0$  zu halten, bleibt nur eine Politik übrig, in der der Kapitalimport behindert wird. Zu den Instrumenten gehören beispielsweise Tobin-Steuer oder Kapitalverkehrskontrolle. Dabei ist zu bezweifeln, ob eine solche Politik auf Dauer erfolgreich sein kann. Denn einerseits gilt: Je mehr das Land aufgrund der Deckung der fehlenden Zahlungsfähigkeit in hegemonialer Währung auf hegemoniale Währung angewiesen ist, desto weniger lässt der Devisenmarkt dies zu. Diese Politik, in der eine von der überschüssigen Nachfrage nach Investitions- und Konsumnachfrage verursachte permanente überschüssige Kreditnachfrage produziert wird, mündet entweder im Inflationsprozess oder im versteckten Druck auf die Abwertungsspirale. Andererseits stellt sich die Frage, ob eine solch restriktive Politik auf Dauer haltbar ist. Denn gerade die Durchsetzung der Weltwährung auf eine niedrige Hierarchie ist die Konstellation, in der durch die Verhinderungspolitik von der schwachen Währung die Haltungsprämie der hegemonialen Währung nicht beeinflusst werden kann. Es sei denn, letztere versucht, sich auf einer höheren Stufe zu etablieren.

Wird in der langen Frist die Gleichgewichtsbedingung, in der die Profitrate dem Zinssatz entspricht, temporär aufgehoben, steigt durch eine Erhöhung des ZB-Zinssatzes im peripheren Land nur dann die Nachfrage nach peripheren Währungsvermögenstiteln, wenn die erhöhte Profitrate zu einer Erhöhung der Liquiditätsprämie in peripherer Währung führt. Nur in diesem Fall schafft die überbewertete Währungslage einen Aufwertungsverdacht, was mit dem Einkommensbildungsprozess (d. h. einer auf die Investitionsdynamik basierenden Exportsteigerung) verbunden ist.

(c) WÄHRUNGSPOLITIK IM RAHMEN EINER  
ENTPERIPHERISIERUNGSSTRATEGIE

Betrachtet wird hier als umgekehrter Fall obiger Situation eine Wechselkurspolitik durch Offenmarktkäufe bzw. -verkäufe aufgrund von Leistungsbilanzüberschüssen. Abb. 13 stellt die

Zusammenhänge dar. Der erste Quadrant von Teil 2 zeigt die Gleichgewichtskurven für die drei Vermögensmärkte. Der vierte Quadrant von Teil 2 zeigt die Leistungsbilanz ( $LB(e_0)$ ), die eine Funktion des nominalen Zinssatzes  $i_0$  und des bestimmten Wechselkurses  $e_0$  darstellt. Steigt der aktuelle Wechselkurs, so verschiebt sich die LB-Kurve aufgrund der positiven Leistungsbilanzüberschüsse nach oben ( $LB(e_1, i_1)$ ), da die gleichgewichtige Leistungsbilanz mit dem erhöhten Wechselkurs vereinbar ist. In diesem Fall ist die Marshall-Lerner-Bedingung erfüllt. Ist dies nicht der Fall, so verschiebt sich die LB-Kurve nach unten ( $LB'(e_1, i_1)$ ).

Als Ausgangspunkt befindet sich der periphere Währungsraum in einem Gleichgewicht  $A_0$ , in dem die Leistungsbilanz ausgeglichen ist. Nun kauft (verkauft) die ZB im peripheren Währungsraum inländische Bonds. 1) Wenn die Marshall-Lerner-Bedingung, die sich hier vor allem aus der Steigerung der Arbeitsproduktivität ergibt, erfüllt ist, wird sich beim neuen Wechselkurs  $e_1$  in Abb. 13 vor allem aufgrund einer überschüssigen Handelsbilanz eine überschüssige Leistungsbilanz ergeben. Der neue Wechselkurs  $e_1$  wird sich darüber hinaus auf den Gütermarkt auswirken, was zur steigenden Ersparnisquote bzw. zur erhöhten Kapitalbildung führt. Diese erhöhte Kapitalbildung im peripheren Währungsraum betreffen jedoch zwei Formen der Vermögensbestände, woraus eine Verstärkung der Nettogläubigerposition bzw. Minderung der Nettoschuldnerposition folgt: (a) durch eine Zunahme der hegemonialen Währungsvermögenstitel, (b) durch eine Zunahme der peripheren Währungsvermögenstitel.

Im Fall (a) bedeutet dies, dass die Devisenbestände und der Kapitalimport zunehmen. Folglich sinkt zunächst der Wechselkurs. Diese Aufwertung führt ohne eine Interventionspolitik der ZB zur Reduzierung des Handelsüberschusses und der Konsum- und/oder Investitionsnachfrage, die jedoch nur bei gleichgewichtigem Wechselkurs ( $e_0$ ) stabil bleibt. Kauft die ZB im peripheren Währungsraum die hegemonialen Währungsvermögenstitel, um den gewünschten höheren Wechselkurs als den an Zahlungsbilanz (jedoch nicht an Leistungsbilanz) orientierten Wechselkurs zu erreichen, und verkauft gleichzeitig im Rahmen einer Sterilisierungspolitik die inländischen peripheren Währungsvermögenstitel, nehmen die Devisenbestände weiter zu. Diese Zunahme der Devisenbestände stellt jedoch keine Etablierung innerhalb der Währungshierarchie dar, da innerhalb des Währungswettbewerbs der periphere Währungsvermögensmarkt (trotz der steigenden Devisenbestände aufgrund der hegemonialen Währungsakkumulationen) durch den hegemonialen Währungsvermögensmarkt verdrängt wird.

Im Fall (b) bedeutet dies, dass die Devisenbestände, in denen die Vermögensbestände durch die inländischen peripheren Währungsvermögenstitel akkumuliert sind, unverändert bleiben oder geringer geworden sind. Dabei hängt es wiederum von der Konstellation ab, in welche Richtung sich der Wechselkurs bewegt: (i) Wurde ein zusätzlicher peripherer Währungsvermögensmarkt geschaffen, bzw. ist die Akzeptanz gegenüber der peripheren Währung sowohl als Zahlungsmittel als auch als Wertaufbewahrungsmittel vom Publikum angenommen, steigt die Nachfrage nach peripheren Währungsvermögenstiteln, was eine Aufwertung der peripheren Währung zur Folge hätte. Dabei handelt

es sich um eine künstlich geschaffene, jedoch vom Markt akzeptierte Unterbewertungsstrategie mit Aufwertungsverdacht, weil der aktuelle Wechselkurs aufgrund der Marktlage den Verdacht und folglich die Erwartung erweckt, er wäre unterbewertet. Somit muss der vom Markt akzeptierte Wechselkurs höher als der gleichgewichtige liegen. Dabei ist die Schaffung des zusätzlichen peripheren Währungsvermögensmarktes kein einfaches Unterfangen. Denn es verlangt marktendogene Abschirmungen, die der ständig lauern den wirtschaftlichen Instabilität entgegenwirken: Binnenwirtschaftlich muss die erfolgreiche Verteidigung des steigenden Preisniveaueffektes praktiziert werden; aussenwirtschaftlich ist neben der Eindämmung der Lohn-Preis-Spirale eine konsequent auf einen dauerhaften Leistungsbilanzüberschuss orientierte Politik notwendig. Somit besitzt die hohe Wertschöpfung (bzw. hohe Arbeitsproduktivität) einen zentralen Stellenwert, wobei ein damit verbundener Mengeneffekt, wie etwa die Freisetzung von Arbeitskräften, in Kauf genommen wird. Das schliesst nicht aus, dass die ZB im peripheren Währungsraum zusätzlich hegemoniale Währungsvermögenstitel kauft, um den gewünschten höheren Wechselkurs zu erreichen, und gleichzeitig im Rahmen einer Sterilisierungspolitik die inländischen peripheren Währungsvermögenstitel verkauft. Der Druck des Wechselkurses neutralisiert sich nach oben, da die Devisenbestände weiterhin zunehmen. Diese Akkumulation der Fremdwährungsvermögenstitel ist allerdings nebensächlich. Entscheidend ist die steigende Akzeptanz der peripheren Währung im internationalen Zahlungsverkehr. Diese unterbewertete Währung mit Aufwertungsverdacht eröffnet der monetären Behörde einen grösseren Spielraum, da das periphere Land durch den erhöhten Wechselkurs einen Handelsbilanzüberschuss erzielt, wenn der Kapitalexport in eigener Währung die Summe des Zuflusses in hegemonialen Währungsvermögenstiteln übersteigt. Denn der durch den Leistungsbilanzüberschuss entstandene Aufwertungsdruck und die Zunahme des dadurch entstandenen peripheren Währungsvermögens wird durch den Kapitalexport in peripherer Währung und folglich durch das Kapitalverkehrsdefizit neutralisiert.<sup>128</sup>

2) Wurde die periphere Währung jedoch nicht als Zahlungsmittel und/oder Wertaufbewahrungsmittel vom Publikum gehalten, findet entweder eine Akkumulation in hegemonialen Währungsvermögenstiteln oder ein Besitzwechsel zwischen peripheren und hegemonialen Währungsvermögenstiteln statt, was eine Aufwertung der peripheren Währung zur Folge hat und gleichzeitig einen tendenziellen Aufwertungsverdacht verursacht. Kauft die ZB die hegemonialen Währungstitel auf Devisenmarkt ein, um den gewünschten niedrigeren Wechselkurs zu erreichen, und verkauft sie gleichzeitig im Rahmen einer Sterilisierungspolitik die inländischen peripheren Währungsvermögenstitel, wird der Druck auf den Wechselkurs kurzfristig neutralisiert. Die Folge ist eine Ansammlung der Devisenbestände in hegemonialen Währungsvermögenstiteln vor allem im ZB-Bilanzposten. Je höher der Anteil der hegemonialen Währung innerhalb der Geldbasis, desto restriktiver muss die ZB in peripherer Währung auf dem Geld- und Devisenmarkt agieren, und entsprechend kleiner ist der Handlungsspielraum für den

---

<sup>128</sup> Dieser auf dem internationalen Kapitalmarkt akzeptierte Weg weist einen Erfolg der an Währungsvermögen orientierten bundesdeutschen Währungspolitik auf, die seit der Nachkriegszeit praktiziert wird.

Einsatz der ZB-Zinspolitik als binnenwirtschaftlich und aussenwirtschaftlich stabilisierendes Instrument. Somit steht das betroffene Land vor dem Dilemma, dass trotz der enormen Devisenbestände und der damit gestärkten Gläubigerposition ein instabiles Moment der Wechselkursvolatilität vorhanden ist. Dabei erfährt die Perpetuierung des Handelsbilanzüberschusses keine ausreichende Absicherung für die Etablierung der peripheren Währung. Im Gegenteil: Je mehr Handelsüberschuss und demzufolge Leistungsbilanzüberschuss erzielt wird, desto grösser wird der Anteil der Devisenbestände an der gesamten Geldbasis.<sup>129</sup> Dies zeigt Abb. 14: Geldmengenkomponente in Südkorea 1981-1999. Wie man sieht, ist der Abstand zwischen den Anteilen der inländischen und der ausländischen Geldmenge in der Periode der dauerhaften Leistungsbilanzüberschüsse zwischen 1998 bis heute immer grösser geworden.

3) Ist demgegenüber aufgrund der Aufgabe der protektionistischen Wirtschaftspolitik ein Handelsbilanzdefizit entstanden, wobei der aktuelle Wechselkurs niedriger als der gleichgewichtige liegt, befindet sich die periphere Währung wiederum in der Situation, dass ein dadurch entstandener Abwertungsdruck durch Kapitalimport in hegemonialer Währung neutralisiert wird. Dadurch gerät die überbewertete Währung jedoch in Abwertungsverdacht, was einen kontinuierlich steigenden Abwertungsdruck bewirkt.

## 2. *Effekte aus den Vermögensumschichtungen auf Zinssatz und Wechselkurs während des Verschuldungsprozesses*

Zur Vereinfachung wird neben den bisherigen Annahmen<sup>130</sup> weiterhin angenommen, dass bezüglich der ausländischen Verschuldungskomponente ( $-e \Delta v$ ) die inländische Zinsreaktion kleiner ist und dass die Zunahme der Nettoverschuldung ( $-\Delta v$ ) entweder 1) durch den Umtausch zwischen der in- und ausländischen Bonds oder 2) durch den Erwerb von ausländischer hegemonialer Währung über den Verkauf der inländischen Währung geschieht, sowie 3) durch den Erwerb von ausländischer hegemonialer Währung über den Verkauf der inländischen Bonds. Dies ist zwar eine simple Annahme, da ausser inländischen Währungs- und Bondvermögen auch andere inländische Vermögenskomponente, wie etwa Sach- und Produktivvermögen, existieren. Doch um den Auswirkungsweg zu untersuchen, ohne

---

<sup>129</sup> Eine merkantilistische Handelspolitik wird in Asien von Japan und Taiwan betrieben.

<sup>130</sup> Hierzu gehören: 1) Das Land ist klein, so dass die inländische Zinswirkung kleiner ausfällt als die ausländische, wobei der Marktzinssatz im peripheren Land vorgegeben ist. 2) Eine vollkommene Kapitalmobilität wird vorausgesetzt, die sich aus dem ZP-Theorem ergibt. 3) Die Rückwirkung aus der Güter- bzw. Einkommensbildung wird als nicht vorhanden angenommen, so dass die Nachfrage nach der jeweiligen Vermögensart von dem Realeinkommen unabhängig ist, was zu einer Annahme des konstanten Sachvermögens führt. 4) Preisniveau, inländische Geldmenge, ausländische Währungsmenge, gesamtes Volumen der inländischen Bonds und Summe der Nettoverbindlichkeitsposition im Ausland sind vorgegeben. Und 5) schliesslich gleichen laut der Gleichgewichtsbedingung, in der der Zinssatz der Profitrate entspricht, sowohl die Profitrate als auch die erwartete Profitrate dem monetären Zinssatz.

dabei die Effekte aus den Vermögensumschichtungen auf Zinssatz und Wechselkurs, aus den Augen zu verlieren, erscheint mir diese Annahme zweckmässig. Sie kann als Modell für die komplexeren Verhältnisse dienen. Hier stellt sich das Modell unter Ausschluss der Sachkapitalbildung mit den vier Vermögensarten wie folgt dar, dabei entspricht Z dem jeweiligen Wirkungsweg:

Gleichung 30 Gesamtes Vermögensmarktgleichgewicht:  $W=M+B + e(-\Delta v)$

Gleichung 31 Geldmarktgleichgewicht:  $\frac{M}{W} = -m_1 i - m_2(i_H + \frac{e^e - e}{e}) - Z_2$

Gleichung 32 Bondmarktgleichgewicht:  $\frac{B}{W} = b_1 i - b_2(i_H + \frac{e^e - e}{e}) - Z_1 - Z_3$

Gleichung 33 Nettoverschuldungsgleichgewicht:  $\frac{e(-\Delta v)}{W} = -f_1 i + f_2(i_H + \frac{e^e - e}{e}) + Z_1$

Gleichung 34 Gleichgewicht zwischen ausländischem Währungs- und inländischem Vermögensmarkt:  
 $\frac{e(M_H)}{W} = -g_1 i + g_2(i_H + \frac{e^e - e}{e}) + Z_2 + Z_3$

Die Grösse,  $e^e$ ,  $e$  zeigt den jeweils erwarteten und den aktuellen Wechselkurs. Dabei bedeutet der Teil  $Z_1$ , dass der Schuldenaufbau in hegemonialer Währung durch Erwerb der ausländischen Bonds  $e B_H$  mit dem Verkauf der inländischen Bonds entstanden ist und folglich eine Zunahme der hegemonialen Währungsvermögenstitel stattfindet. ( $B \rightarrow e B_H \rightarrow -e\Delta v$ ) Der Teil  $Z_2$  steht dafür, dass der Erwerb von hegemonialer Währung durch den Verkauf der inländischen Währung geschieht ( $M \rightarrow M_H$ ). Der Teil  $Z_3$  steht dafür, dass der Erwerb von ausländischer hegemonialer Währung über den Verkauf der inländischen Bonds vorgenommen wird ( $B \rightarrow M_H$ ). Damit zeigen die Teile  $Z_1, Z_2, Z_3$  zwar das Moment der Kapitalabflüsse von peripheren Währungsvermögenstiteln in hegemonialen Währungsvermögenstiteln. Es ist allerdings in Bezug auf den Kapitalabfluss eine zusätzliche marktanalytische Aussage notwendig, die neben der Gleichung von (7):  $(K_{im} - K_{ex}) = (I_m - E_x) + (A^V - A^A)$  durch den Währungshaltungscharakter ergänzt wird: Denn handelt es sich dabei um einen Erwerb des ausländischen hegemonialen Währungsvermögens mit Kapitalverkehrsdefiziten, so wie die aus Leistungsbilanzüberschüsse resultierenden Gläubigerländer in Asien (Japan, Taiwan und Singapur) eine Form der Devisenreservezunahme in hegemonialer Währung darstellen, beruht der Tausch trotz der Kapitalverkehrsbilanzdefizite auf keiner Steigerung der inländischen Währungsliquiditätspräferenzkurve. Dabei wird jedoch eine Steigerung der Liquiditätspräferenzkurve in hegemonialer Währung gerade aufgrund des Reservegelds hingenommen, was trotz der steigenden Gläubigerposition ironischerweise eine Abwertungstendenz zur Folge hat. Somit kann dieser Weg auf Dauer keine erfolgreiche Währungsstrategie sein. Dagegen ist bei der erfolgreichen Währungsstrategie eine Aufwertungstendenz mit einer unterbewerteten Währungslage erforderlich. Dies kann nur dadurch erreicht werden, wenn die starke einheimische Währung das schwache, ausländische Währungsvermögen verdrängt. Hingegen findet im Fall der dauerhaften Leistungsbilanzdefizite ein kontinuierlicher Schuldenaufbau in hegemonialem

Währungsvermögen statt und somit über die Dollarisierungsprozesse schliesslich ein steigender Kapitalabfluss. Durch die Kapitalflucht in hegemonialer Währung wird dann eine Währungskrise ermöglicht. Hierbei handelt es sich um eine erodierende instabile Währung.

Im umgekehrten Fall (d.h. bei Kapitalzuflüssen von  $-Z_1$ ,  $-Z_2$ ,  $-Z_3$ ) wurden zwei Währungskonstellationen erfasst: 1) eine Konstellation der Weltwährung und/oder der sich etablierenden Währung und 2) eine erodierende Währungskonstellation. Denn allein in den Parametern von  $-Z_1$ ,  $-Z_2$ ,  $-Z_3$ , lässt sich die konkrete Währungskonstellation nicht unterscheiden. Im Fall der Weltwährung, z.Z. US-Dollar, bedeutet dies, dass der Erwerb der eigenen Landeswährung gegenüber den Währungen, die zu konkurrieren versuchen, wie beispielsweise EUR, Yen oder Schweizer Franken, insofern eine überwiegende Marktposition ausmacht, wenn gerade die Währungsstärke sowohl Leistungsbilanzdefizite und gleichzeitig eine höhere Nachfrage nach der Weltwährung erlaubt. Beim Fall 1) existiert eine starke Währungslage trotz der überbewerteten Währung. Dennoch besteht aufgrund der überschüssigen Nachfrage ein Aufwertungstendenz. Bei der sich etablierenden Währung zeigen sich die strategischen Möglichkeiten dadurch, dass die dauerhaften überschüssigen Leistungsbilanzpositionen ohne der defizitären Kapitalverkehrsbilanzposition einhergeht, jedoch keine ausreichenden Bedingungen für die Etablierung der Währungsposition. Denn die Kapitalzuflüsse aufgrund der dauerhaften Leistungsbilanzüberschüsse beschränken zunehmend den Handlungsspielraum der inländischen Zentralbank, da innerhalb des gesamten Geldvolumens die ausländische Komponente zu- und die inländische Komponente abnimmt. Dabei ist die ergänzende und vom Markt akzeptierte Strategie des bundesdeutschen Weges nach dem Zweiten Weltkrieg beispielhaft. Denn sowohl die auf der Währungserweiterung beruhende zunehmende Akzeptanz der Deutschen Mark durch die Exportförderung mit eigener Währung (z.B. der Hermes-Versicherung) wie auch eine Politik für die Akzeptanz der Deutschen Mark ausserhalb des inländischen Währungsraumes (bspw. Bilaterales Abkommen für den deutschen Touristen) sowie der Kapitalexport eigener Währung (wie etwa in Form der Entwicklungshilfe) führten dazu, dass in der Bundesrepublik Deutschland parallel zu den dauerhaften Leistungsbilanzüberschüssen auch ein Kapitalexport mit eigener Währung erfolgte.

Und schliesslich zeigt sich im Fall 2), dass die dauerhaften Leistungsbilanzdefizite mit den kontinuierlichen Kapitalbilanzüberschüssen einhergehen. Hier führen die Kapitalzuflüsse lediglich zu einer temporären Aufwertungsphase bzw. zu einer temporären stabilisierenden Phase des eigenen Währungswertes (bzw. Wechselkurses). Dabei zeigt die Konstellation, dass die überbewertete periphere Währung in den Abwertungsdruck gerät. Dies macht den Ursprung einer Währungskrise aus, da so ein instabiles temporäres Phänomen früher oder später zu einem anderen Gleichgewicht führt, nämlich zu einer Hypersteigerung des Wechselkurses. (Siehe dazu Währungskrise im Kapitel I.E.3)

Somit ist Vorsicht geboten, wenn man das Moment der Kapitalzu- und abflüsse darstellt. Denn im Fall der Kapitalzuflüsse werden zwar anstatt der positiven Grössen  $Z_1$ ,  $Z_2$ ,  $Z_3$  die negativen Grössen  $-Z_1$ ,  $-Z_2$ ,  $-Z_3$

$Z_3$  eingesetzt wie im Fall des Kapitalimports. Doch ist dies nicht hinreichend für die Konstellation des Kapitalimports, weil hier ein zusätzlicher kausaler Zusammenhang beachtet werden muss: Beispielsweise bezeichnet der Teil  $-Z_1$  zwar als umgekehrter Fall vom  $Z_1$  das Moment der Kapitalzuflüsse, wenn der Kapitalgeber im hegemonialen Land infolge des Schuldenaufbaus im peripheren Land durch den Verkauf der Forderungen in hegemonialer Währung den inländischen Bonds erwirbt ( $e B_H [-\rightarrow -e\Delta v] \rightarrow B$ ). Entscheidend ist dabei die Frage, ob es sich um den Tausch gleichwertiger Forderungen zwischen einheimischen und ausländischen Währungsvermögen handelt: Handelt es sich um den Tausch, in dem die Forderungen des ausländischen hegemonialen Währungsvermögens mit der Zunahme der Verbindlichkeiten der inländischen Seite in hegemonialer Währung einhergehen (wie beispielsweise die dauerhafte Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite), wie im obigen Fall von Nr. 2), ist dann eine Zunahme der Verschuldung in hegemonialer Währung die Folge.

Der Teil  $\frac{e^e - e}{e}$  drückt somit die erwartete Veränderungsrate des Wechselkurses und folglich die erwartete Abwertungs- (bzw. Aufwertungs-)rate aus. Wird die globale Budgetbeschränkung eingeführt, in der 'Dank' der internationalen Gleichgewichtsbedingungen ( $i + l = i_H + l_H$ , ( $l_H$ ) ist gegeben und  $\bar{i}_H \rightarrow \bar{i} = r = r^f$ ) die gesamte Summe der Grenzleistung von jeweiligen Vermögenskomponenten im Inland der gesamten Summe der Grenzleistung von Vermögenskomponenten im hegemonialen Land entspricht, bedeutet dies eine Gleichgewichtsbedingung, in der der gesamtwirtschaftliche Zinssatz der gesamtwirtschaftlichen Profitrate, und zwar sowohl im In- als auch im Ausland, entspricht. Mathematisch bedeutet dies folgendes:

Gleichung 35

$$m_1 + m_2 + b_1 + b_2 + f_1 + f_2 + g_1 + g_2 = 0$$

Dabei drückt der Teil ( $m_1 + b_1 + f_1 + g_1 = 0$ ) die Änderungsrate des inländischen Marktzinssatzes aus, wobei die jeweiligen Vermögenskomponenten insgesamt als ein konstanter Parameter angenommen werden. Analog zu obigem Teil wird der restliche Teil wie folgt ausgedrückt. ( $m_2 + b_2 + f_2 + g_2 = 0$ <sup>131</sup>) Diese Gleichung besagt, dass die Summe der ausländischen Markzinssatzänderungen und der erwarteten Veränderungsrate vom Wechselkurs konstant sein muss, da die jeweiligen Vermögenskomponenten der Konstante des inländischen Marktzinssatzes entsprechen. Zusätzlich wird angenommen, dass  $m_1 > m_2$ ,  $b_1 > b_2$ ,  $f_1 < f_2$ ,  $g_1 < g_2$  ist. Dies ist deshalb der Fall, weil hier angenommen wird, dass bezüglich der inländischen Vermögenskomponente ( $M+B$ ) die inländische Zinsreaktion grösser ist als die Summe des ausländischen Zinssatzes und der erwarteten Veränderungsrate des Wechselkurses.

<sup>131</sup> Zum Wiener Prozess siehe Copeland, L. S. (1989), a.a.O. S. 229f., und Zum Ito's lemma, siehe Muscatelli, A./ A. Stevenson/ D. Vines (1989), a.a.O., S. 163f.

1) Beim Schuldenaufbau durch den Erwerb der ausländischen Bonds  $e B_H$  mit dem Verkauf inländischer Bonds wird die positive Wirkung ( $Z_1 (B \rightarrow e B_H \rightarrow -e \Delta v)$ ) wie folgt dargestellt. Nach dem totalen Differential obiger Gleichung (30) ist die Veränderungsrate des gesamten Vermögenswertes  $W$ :<sup>132</sup>

Gleichung 36 
$$dW = dM + dB + e dM_H + M_H de + e dM_H + B_H de$$

Dabei zeigt  $B_H$  als Teil der Verschuldungskomponente-  $\Delta v$  die Menge der ausländischen Bonds an. Da aufgrund der vollständigen Substitution zwischen Bonds und Geldvermögen  $dM = -dB$  und  $dB_H = -dM_H$  ist, wird obige Gleichung wie folgt umgeformt.

Gleichung 37 
$$dW = B_H de + M_H de = (B_H + M_H) de$$

Wird die obige Gleichung (37) nach dem Bondmarktgleichgewicht  $\frac{B}{W}$  total abgeleitet, und die gleichgewichtige Veränderungsrate des inländischen Bonds als unveränderte Veränderungsrate d.h.  $dB=0$  angenommen, und die Ergänzung  $dZ_3=0$  erlaubt, erhält man laut der Gleichung (37)  $dW=(B_H+M_H)de$ , folgendes:

Gleichung 38 
$$b_1 \frac{di}{dZ_1} + k_1 \frac{de}{dZ_1} = 1$$

wobei  $k_1 = \frac{B(B_H + M_H)}{W^2} + b_2 \left( \frac{e^e}{e^2} \right) > 0$

Wird auch die obige Gleichung (38) nach dem Nettoverschuldungsgleichgewicht  $e \frac{B_H}{W} (= \frac{e(-\Delta v)}{W})$  total abgeleitet, und danach  $dB_H = -dM_H$ ,  $dW = (B_H + M_H) de$  eingesetzt, erhält man

Gleichung 39 
$$\frac{B_H}{W} de - \frac{e}{W} dM_H - \frac{e B_H (B_H + M_H)}{W^2} de = f_1 di - f_2 \left( \frac{e^e}{e^2} \right) de + dZ_1$$

Wird die obige Gleichung (39) nach dem Gleichgewicht zwischen dem ausländischen Währungs- und inländischen Vermögensmarktes  $\frac{e(M_H)}{W}$  total abgeleitet, und  $dZ_2 = 0$ ,  $dZ_3 = 0$  und  $dW = (B_H + M_H) de$  eingesetzt, erhält man

Gleichung 40 
$$-\frac{e}{W} dM_H = \frac{M_H}{W} de - \frac{e M_H (B_H + M_H)}{W^2} de + g_1 di + g_2 \left( \frac{e^e}{e^2} \right) de$$

Wird dieses Ergebnis in die obige Gleichung (39) eingesetzt und danach auf die linke und rechte Seite durch  $dZ_1$  aufgeteilt, erhält man

---

<sup>132</sup> Zur Ableitung siehe Mun, S.-R./ K.-M. Chung (1995), Die Auswirkung der Währungs- und der Kapitalliberalisierung auf Wechselkurs und Zinssatz in Südkorea (koreanisch), S. 11f.

Gleichung 41

$$(f_1+g_1) \frac{di}{dZ_1} + k_2 \frac{de}{dZ_1} = 1$$

$$, \text{ wobei } k_2 = \left\{ \left(1 - \frac{(B_H + M_H)}{W}\right) \frac{e(B_H + M_H)}{W} \right\} + (f_2+g_2) \frac{e^e}{e^2} > 0$$

Zusammenfassend sind hier folgende zwei Gleichungen relevant:

Gleichung 42

$$b_1 \frac{di}{dZ_1} + k_1 \frac{de}{dZ_1} = 1$$

Gleichung 43

$$(f_1+g_1) \frac{di}{dZ_1} + k_2 \frac{de}{dZ_1} = 1$$

Da hier  $k_2 > k_1$ <sup>133</sup> und  $b_1 = m_1 + f_1 + g_1$ ,  $b_1 > (f_1 + g_1)$  sind, lauten die Lösungen der obigen Gleichungen dann:

Gleichung 44

$$\frac{di}{dZ_1} = \frac{k_2 - k_1}{b_1 k_2 - (f_1 + g_1) k_1} > 0$$

Gleichung 45

$$\frac{de}{dZ_1} = \frac{b_1 - (f_1 + g_1)}{b_1 k_2 - (f_1 + g_1) k_1} > 0$$

Dies bedeutet, je mehr die Auslandsverschuldung aus dem Erwerb der ausländischen Forderungstitel in hegemonialer Währung mit dem Verzicht auf die inländischen Bonds resultiert, desto mehrverstarken sich die steigenden Wirkungen vom inländischen Zinssatz und der erwarteten Abwertungsrate. Letztere ergibt sich aus den Abweichungen zwischen dem erwarteten und dem aktuellen Wechselkurs. Somit macht dies deutlich, dass die auf die Auslandsverschuldung beruhende jegliche Politik auf Dauer den steigenden Zinssatz und Wechselkurs zur Folg hat. Werden die obigen Annahmen aufrecht gehalten, gilt auch im Fall der negativen Wirkung  $Z_1$  ( $e\Delta v \rightarrow B$ ) umgekehrter Inhalt. D.h. der sinkenden Verschuldungsprozess, in dem die inländischen Bonds unter Verzicht auf ausländische Forderungstitel in hegemonialer Währung erworben werden, verursacht sinkende inländische Zinssätze und sinkende erwartete Wechselkurse in peripherer Währung.

2) Beim Erwerb der ausländischen Währung durch den Verkauf inländischer Währung während des steigenden Verschuldungsprozesses - im Fall der positiven Wirkung  $Z_2$  ( $M \rightarrow M_{H1}$ ) - erhält man durch verschiedene Umformen der obigen Gleichungen (30) bis (34) folgendes:

Gleichung 46

$$\frac{di}{dZ_2} = \frac{k_3 - k_2}{m_1 k_2 - (f_1 + g_1) k_3} < 0$$

<sup>133</sup> Denn  $m_2 + b_2 = f_2 + g_2 > b_2$  und  $\left\{ \left(1 - \frac{(B_H + M_H)}{W}\right) \frac{e(B_H + M_H)}{W} \right\} > \frac{(B_H + M_H)}{W} \left\} \frac{B}{W}$

Gleichung 47

$$\frac{de}{dZ_2} = \frac{m_1 + f_1 + g_1}{m_1 k_2 - (f_1 + g_1) k_3} > 0$$

$$\text{, wobei } k_3 = \frac{M(B_H + M_H)}{W^2} + a_2 \left( \frac{e^e}{e^2} \right) > 0^{134}$$

Dies bedeutet, je mehr während des steigenden Verschuldungsprozesses die ausländische Währungsmenge nachgefragt und durch inländische Währungsmengen umgetauscht wird, desto stärker wirkt sich dies auf den sinkenden inländischen Marktzinssatz und auf die steigende erwartete Abwertungsrate. Im Fall der negativen Wirkung  $Z_2$  ( $M^H \rightarrow M$ ) ist es umgekehrt, d.h. je mehr während des sinkenden Verschuldungsprozesses die inländische Währungsmenge nachgefragt und durch ausländische Währungsmengen umgetauscht wird, desto stärker wirkt sich dies auf den steigenden inländischen Marktzinssatz und auf die steigende erwartete Aufwertungsrate.

3) Beim Erwerb von ausländischem Währungsvermögen durch inländische Bonds während des steigenden Verschuldungsprozesses – im Fall der positiven Wirkung ( $Z_3$  ( $B \rightarrow M_H$ )) – erhält man durch Umformen von Nr. 34 bis 34 folgendes<sup>135</sup>:

Gleichung 48

$$\frac{di}{dZ_3} = \frac{k_2 - k_1}{b_1 k_2 - (f_1 + g_1) k_1} > 0$$

Gleichung 49

$$\frac{de}{dZ_3} = \frac{b_1 - (f_1 + g_1)}{b_1 k_2 - (f_1 + g_1) k_1} > 0$$

Dies bedeutet, je grösser während des steigenden Verschuldungsprozesses der Umfang ist, in dem die hegemoniale Währung durch den Verkauf der inländischen Bonds erworben wird, desto stärker wirkt sich dies auf den steigenden Marktzinssatz und auf die steigende erwartete Abwertungsrate aus. Im Fall der negativen Wirkung  $Z_3$  ( $M_H \rightarrow B$ ) hängt während des sinkenden Verschuldungsprozesses der sinkende Marktzinssatz und die steigende erwartete Aufwertungsrate vom Umfang ab, in dem die hegemoniale Währung durch den Verkauf der inländischen Bonds erworben wird.

---

<sup>134</sup> Siehe auch Mun, S.-R./K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 16

<sup>135</sup> Siehe auch Mun, S.-R./K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 17

## D. Eine Analyse der Einkommensbildung im Kontext der Währungstheorie

Das Ziel des folgenden Abschnittes ist es, zu untersuchen, ob und inwieweit die Währungsinstabilität Störungen des Einkommensbildungsprozesses hervorruft. Dafür wird zunächst ein Modell für den Einkommensbildungsprozess entwickelt, um so die hierbei wirkenden Steuerungs- und Anpassungsprozesse in Geld- bzw. Währungskategorien fassbar zu machen. Dabei wird der Begriff des Wachstums bewusst vermieden, da zum einen die aus der Veränderung des Investitionsvolumens resultierenden Prozesse als entscheidene Beitragsgrösse zur Einkommensbildung und Kapitalbildung einen Unterschied zur Änderung der ökonomischen Effizienz für Wachstum im Sinne der Akkumulationsrate ( $s/\beta$ ) bildet und zum anderen das Vollbeschäftigungspostulat der Wachstumstheorie vermieden werden kann.<sup>136</sup> In der Aussenwirtschaft ergibt sich das Argument für die Verbesserung der Leistungsbilanz dabei nicht aus dem Realaustauschverhältnis, sondern primär aus dem vermögensrechtlichen Wechselkursargument. Bei diesem Abschnitt handelt es sich um die Stromgrössen-Analyse, die für die späteren empirischen Untersuchungen eine Grundlage bildet.

### 1. *Ausgewählte Kritikpunkte an bisherigen Modellansätzen*

Im folgenden werden die verschiedenen aussenwirtschaftlichen Modellansätze zur Wirtschaftsentwicklung und der Kapital- und Einkommensbildung anhand des Monetär-Keynesianismus kritisch beleuchtet. Dabei werden die inhaltlichen Aussagen über die verschiedenen Modellansätze auf das Wesentliche gekürzt, die in der folgenden Arbeit besonders relevant erscheinen.

#### a) *Entwicklungs- und Wachstumstheorien*

Das Problem in den *Mainstream*-Entwicklungstheorien besteht darin, dass das auf dem Sparlückenmodell beruhende Aufbringungsproblem für die Wirtschaftsentwicklung auf den Kopf gestellt wurde. Denn gemäss dem sogenannten Sparlückenmodell besteht für das erforderliche Investitionsvolumen  $I$  ein Aufbringungsproblem, in dem die Lücken zwischen der binnenwirtschaftlichen geringeren Ersparnis  $S$  und dem für Wachstum erforderlichen Investitionsvolumen  $I$  durch Kapitalimport aufgebracht werden müssen.

Gleichung 50

$$I - S = K_{\text{im}} - K_{\text{ex}} > 0$$

---

<sup>136</sup> Siehe dazu Riese, H. (1985b), Akkumulation und Wachstum in der Krise, S. 604f.

Damit wird jedoch keine Wirtschaftsentwicklung geschaffen, sondern eine Perpetuierung der Abhängigkeit vom Geberland, da für die Wirtschaftsentwicklung eine Konstellation einer unterbewerteten Währung mit Aufwertungsverdacht notwendig ist. Deutlich zeigt sich diese Peripherisierungsproblematik im “*Financing-Gap*”-Modell, welches auf das Mitte der 40er Jahre entwickelte Harrod-Domar Modell zurückzuführen ist: Der ursprüngliche Untersuchungsgegenstand des Harrod-Domar-Modells waren die an konjunkturelle Schwankungen gebundenen Effekte zwischen Kapitalstock, Einkommen und Beschäftigung, was jedoch im modernen Zeitalter als Wachstumsmodell deklariert wurde. Es geht dabei primär um die Determinierung und die Finanzierung der ‘notwendigen’ Investitionsquote, die zu der gewünschten Wachstumsrate beitragen soll. Diese finanziellen Gefälle (*Financing Gap*) zwischen der ‘notwendigen’ Investitions- und tatsächlichen Ersparnisquote sind dann die benötigten Auslandskredite, die durch ausländische Finanzhilfe geschlossen werden soll (Engpass-Theorien (“*Bottleneck*”).<sup>137</sup> Hinzu kommt das Lewis’sche “*Surplus-Labor*” Modell in den EL, in dem unbegrenzte Arbeitskräfte der knappen Kapitalbeschränkung gegenüberstehen. In diesem Modell ist ebenfalls das Gedankengut des Sparlückenmodells kritiklos eingeflossen. Die Relation zwischen der als Fremdkapital verstandenen zusätzlichen Kreditaufnahme in fremder Währung und dem Output wird dann als ‘*Incremental Capital Output Ratio (ICOR)*’ bezeichnet, der einen konstanten Koeffizienten zwischen 2 und 5 aufweisen soll. Nach diesem nicht-währungskonkurrierenden System ist es auch nicht verwunderlich, dass die planwirtschaftliche Ökonomie im ehemaligen Sowjetsystem bereits in den 30er Jahren ein ICOR-Konzept entwickelt hat. Die Frage ist jedoch, ob das an diesem “*Financing-Gap*”-Modell orientierte Wachstum tatsächlich eingetreten ist. Selbst die Evaluierungsstudie des IWF und der Weltbank stimmt zu, dass dieses Modell weder theoretische noch empirische Gültigkeit besitzt.<sup>138</sup>

Hier wird der aus dem Kapitalimport resultierende Effekt, nämlich die Verdrängung des einheimischen Währungsvermögens durch die hegemoniale Währung, ignoriert, da Kapitalimporte (sei es in Form der Schulden in der hegemonialen Währung, sei es in Form der unverzinslichen Hilfe in der hegemonialen Währung) den substituierenden Effekt hervorrufen, in dem sie sich gegen die Bildung der inländischen Ersparnis und für die Neigung der Mehrverwendung als Aufbringung auswirken, wie dies Papanek bereits Anfang der 70er Jahre geschildert hatte.<sup>139</sup> Dabei ist die Währung in EL deshalb überbewertet, weil sie im Hinblick auf Leistungsbilanzposten, einen dauerhaften Importüberschuss aufweist. Resultiert der Importüberschuss aus dem Kalkül, in dem die “notwendige” Finanzierung der Einkommensbildung auf der *steady state* Wachstumsrate beruht, dann steht die Währung in EL immer im Abwertungsverdacht, weil der dauerhafte Zustand des Importüberschusses so gefestigt wird, dessen Kehrseite der dauerhafte Zustand des Kapitalimports darstellt.

---

<sup>137</sup> Siehe Easterly, .W. (1997), *The Ghost of Financing Gap*, S. 2

<sup>138</sup> Siehe Easterly, .W. (1997), a.a.O., S. 4ff.

<sup>139</sup> Siehe Papanek, G. F. (1972), *The Effect of Aid and Other Resource Transfers on Savings and Growth in Less Developed Countries*, S. 934ff.

Als Gegenentwurf der Entwicklungstheorie steht die Umdrehung der obigen Gleichung der Einkommensbildung gegenüber, in der der Abwertungsverdacht entgegen gewirkt wird. Dies kann formal durch Umdrehung der obigen Kapitalverkehrsbilanzseite wie folgt dargestellt werden.

Gleichung 51

$$S - I = K_{ex} - K_{im} > 0$$

Dabei stellt sich hier das klassische Argument genau umgekehrt dar, wie im folgenden deutlich wird: *“Die klassische, insbesondere in Auseinandersetzung mit der handelsmerkantilistischen Position entwickelte Ausenwirtschaftstheorie zeigt, dass markttheoretisch stets den Kapitalbewegungen die Leistungsbewegungen und nicht umgekehrt den Leistungsbewegungen die Kapitalbewegungen folgen”* (Riese, H. (1986a), Entwicklungsstrategie und ökonomische Theorie, S. 171)

Die Ersparnis S stellt dabei die Diskrepanz zwischen Güterverwendung und Einkommenshöhe dar, was einen realisierenden Charakter der Vermögensbestände darstellt. Die hohe Ersparnis S bildet somit als Teil der Aufteilungskomponente im Sinne des freiwilligen Nicht-Konsums das Resultat des Einkommensbildungsprozesses dar, obwohl die Möglichkeit offen ist, dass der unfreiwillige Nicht-Konsum die Konsumausgaben verdrängen kann. Die daraus resultierende hohe Ersparnis ist jedoch nicht das Problem in den EL. Hingegen rufen Importüberschüsse ( $I_m > E_x$ ) bzw. Kapitalimporte ( $K_{im} > K_{ex}$ ) stets eine Verminderung der Ersparnis hervor.<sup>140</sup>

Gleichung 52

$$S = I + (K_{ex} - K_{im}) = I + (E_x - I_m)$$

Damit sind auch die Argumente des auf den neoklassischen, postkeynesianischen und sogar marxistischen Entwicklungstheorien basierenden Aufbringungsproblems “S” unzulässig,

*“weil eine niedrige Ersparnis eine hohe Diskrepanz zwischen Verwendung und Produktion von Gütern, jedoch keinen niedrigen Konsumverzicht anzeigt.”* (Riese, H. (1986a), Entwicklungsstrategie..., S.172, Hervorhebung von M.B.)

Den Kausalnexus-Zusammenhang drückt beispielsweise Hemmer aus, wenn er seinem Verständnis der Entwicklungseffekte von Kapitalbildung nach so argumentiert,

*“...dass Länder mit einer unzureichenden Kapitalbildung keinen erfolversprechenden Entwicklungsverlauf einschlagen können. In diesen Ländern stellt sich als Folge der unzureichenden Akkumulationstätigkeit vielmehr ein Kapitalmangel ein, der für eine geringe Arbeitsproduktivität verantwortlich ist.”* (Hemmer, H.-R. (1988), Wirtschaftsprobleme der Entwicklungsländer: Eine Einführung, 1988, S. 141, Hervorhebung von M.B.)

Denn Kapitalbildung ist stets eine Begleiterscheinung der steigenden Ersparnis, welche wiederum aus dem auf Investitionen beruhenden Einkommensbildungsprozess resultiert.

---

<sup>140</sup> Vgl. auch Nitsch, M. (1999), a.a.O., S. 206

Als andere alternative Entwicklungstheorie entbrannte unter den sogenannten Strukturalisten in den späten 60er und 70er Jahren theoretische Diskussionen, in denen der strukturelle Unterschied zwischen Entwicklungsprozessen im „metropolitanen Kapitalismus“ und im sogenannten „peripheren Kapitalismus“ betont wurde.<sup>141</sup> So sollen sich - laut Senghaas (1982) - die IL in ihrer historischen Analyse durch kohärente Reproduktionsstrukturen auszeichnen, was zur einer langfristig unterschiedlichen Entwicklungsdynamik führt. Dagegen werden die Entwicklungshemmnisse des peripheren Kapitalismus *„durch defekte Reproduktionsstrukturen“* gekennzeichnet. Die Betonung der Wirtschaftsstruktur macht folgendes Zitat deutlich: *„Im ersten Falle kam es zur Herausbildung sich intern immer mehr differenzierender, dadurch auch gleichzeitig sich dicht vermaschender Gesellschafts- und Wirtschaftsstrukturen: Grundlage eines sich selbst tragenden Wirtschaftswachstums und einer sich laufend erweiternden Reproduktion. Im anderen Fall führte Wachstum zu einer zunehmenden Reproduktion innere Zerklüftung zwischen produktivitätsmäßig fortgeschrittenen Subsektoren und unterdurchschnittlich produktiven Teilen vor allem des primären und tertiären Sektors, in denen die Masse der Menschen festgehalten bleibt.“* (Senghaas, D. (1982), a.a.O., S.258 und 259)

Wird die Bildung der Wirtschaftsstruktur nicht von der aus dem Zinssatz gesteuerten Profitrate beeinflusst, dann ist der Annahme zuzustimmen, dass eine auf Wertproduktivität basierende Wirtschaftsstruktur zur Einkommensbildung beiträgt. Liegt die wirtschaftliche Unterentwicklung ausschliesslich an diesen Strukturen, fehlt dennoch eine Erklärung zum Einkommens- und Kapitalbildungsprozess. Als Erklärungsnot ist es daher nicht wunderlich, wenn von Senghaas die exportorientierte Wirtschaftsstrategie als zu *„exportlastig“* für die Erschliessung von Binnenmärkten angesehen wird. Der Widerspruch bleibt bestehen, wenn der Autor schreibt:

*“...daß mäßige Ausmaße von Einkommensungleichheit eine der soziostrukturellen Voraussetzungen dafür sind, daß es trotz Exportlastigkeit zu einer Erschließung der Binnenmärkte kommen kann. Die breite Streuung von Exporteinkommen wird zur Grundlage einer wachsenden Nachfrage nach lokal produzierten Konsumgütern und Produktionsgütern – und damit für eine zusätzliche binnenwirtschaftliche Dynamik bei bleibender Exportorientierung, wobei der binnenwirtschaftliche Reifeprozess auch zu einer Diversifizierung und einer qualitativen Weiterentwicklung der Exportstruktur in Richtung auf höher verarbeitete Produkte führt.“* (Senghaas, D. (1982), a.a.O., S. 262, Hervorhebung von M.B.)

Senghaas übersieht hier, dass der Zusammenhang zwischen der Einkommensungleichheit und den (sozio-)strukturellen Problemen keine ausreichende Begründung dafür liefert, warum ein Land den Kapitalbildungsprozess bzw. einen Einkommensbildungsprozess herstellen kann. Die Einkommensungleichheit liefert lediglich ein Marktergebnis, stellt jedoch keine Ursache für die Unterentwicklung dar. Die Fragestellung, warum der Übergangseffekt von Exportwachstum und Binnenmarkterschliessung blockiert ist, ist solange nicht korrekt, wie die Investitionsdynamik hier als ein

---

<sup>141</sup> Als strukturalistische Vertreter gelten zahlreiche Autoren wie Cardoso, F.H., Faletto, E., Palma, G., Prebisch, R, und Rodríguez, O, Senghaas, D. Diese Arbeit konzentriert sich ausschliesslich auf den Aufsatz von Senghaas (1982) „Von Europa lernen“. Zu der Analyse über Strukturalismus, siehe beispielsweise Bethke, K. (1998), Strukturalismus, Neostrealismus und Monetär-Keynesianismus. S. 95ff. und Riese, H. (1986a), Entwicklungsstrategie und ökonomische Theorie..., S. 157ff. sowie Nitsch, M. (1986), Die Fruchtbarkeit des Dependencia-Ansatzes für die Analyse von Entwicklung und Unterentwicklung, S. 229ff.

Bindeglied existiert, das Exportwachstum und Investitionsdynamik in Zusammenhang bringt. Die Beobachtung, dass sich ein unterdurchschnittlicher Anteil des vom Kapitalmarkt abhängigen Arbeitseinkommens am Nationaleinkommen in EL feststellen lässt, bedeutet nichts anderes als die Existenz eines niedrigen Lohnsatzes, was wiederum bei niedrigen Einkommensländern den Charakter des Entwicklungslandes ausmacht, die (zu recht bei Senghaas) die Entfaltung des Binnenmarktes abblockt. Es gibt jedoch (anders als bei Senghaas) keinen Grund der Existenz der sozio-strukturell bedingten niedrigen Lohnquote, geschweige denn die Möglichkeit vorhanden, dass sich das Verhältnis zwischen dem Lohnsatz und der Lohnquote gegenläufig entwickeln kann. Dabei beruft sich Senghaas auf das an den Arbeitskosten der internationalen Wettbewerbsfähigkeit orientierte Strukturwandelsargument und verstrickt sich damit im logischen Dilemma des *paperetto* prinzipis. Denn es gibt hier keinen Ausweg aus der Unterentwicklung, weil sich die Entwicklung im eigenen Land erst durch die hohe Pro-Kopf Einkommensentwicklungen zum Ausdruck bringen lässt. Senghaas' Argumentation der Aufrechterhaltung der Exportorientierung als Bedingung ist somit nicht verwunderlich, wenn er dann schreibt, dass "*...Lohnkostenzunächse durch Rationalisierungsinvestitionen aufgefangen würden.*" (Senghaas, D. (1982), a.a.O., S. 265, Hervorhebung von M.B.) In diesem dualistischen Denkmuster bleibt der Ausweg aus der peripherisierenden Ökonomie unklar, obwohl er so argumentiert, dass "*die langfristige Dialektik kapitalistischer Entwicklungsdynamik*" davon abhängt, "*daß billige Arbeitskraft durch ihre Verknappung auf dem Arbeitsmarkt teuer wird.*" (Ebenda) Denn die Verknappung auf dem Arbeitsmarkt ist nur dann plausibel, wenn der niedrige Lohnsatz eine überschüssige Arbeitsnachfrage verursacht, was jedoch in der realen Welt aufgrund der möglichen Irrelevanz zwischen dem Lohnsatz und des Arbeitsmarktes kaum vorstellbar ist. Daher ist es nicht verwunderlich, wenn er selbst in seiner Fallstudie in Südkorea die Frage stellt und anschliessend die Antwort wiederum im Strukturwandel sucht.<sup>142</sup> Diese Erklärungsnot liegt m.E. an dem von ihm vertretenen Paradigma, in dem zugunsten des Strukturarguments auf ein als Vorbedingung notwendiges vermögensmarktstheoretisches Argument verzichtet wurde.

Der südkoreanische Erfolg bestand (bzw. besteht) jedoch darin, dass diese Entwicklungshemmnisse, also die absoluten Nachteile (jedoch keine komparativen) der niedrigen Löhne, sukzessiv abgebaut wurden bzw. werden.<sup>143</sup> Das entwicklungstheoretische Missverständnis besteht deshalb darin, dass, im Gegensatz zu Senghaas, der steigende Exportanteil innerhalb des BIPs für die Entwicklung keine hemmende, sondern eine fördernde Wirkung aufweist. Das Problem der gehemmten wirtschaftlichen Entwicklung und daraus resultierenden, blockierten Einkommensbildung liegt vielmehr an der noch stärker wachsenden Importsteigerung als an der Exportsteigerung, d.h. an einer Übersteigerung der Verwendungsseite anstatt der Aufbringungsseite. Somit kann Südkorea zwar als Fallbeispiel für eine sich abzeichnende „nachholende Entwicklung unter kapitalistischen Vorzeichen“ angesehen werden,

---

<sup>142</sup> Siehe Senghaas (1982), a.a.O., S. 266

<sup>143</sup> Eine hohe Lohnzielung steht dem realisierbaren Marktmechanismus gegenüber.

allerdings ausgestattet mit der entwicklungstypischen Problematik von dauerhaften Leistungsbilanzdefiziten, die bis zur Währungskrise anhielten.<sup>144</sup>

Ein weiteres Problem in der Argumentation von Senghaas besteht darin, dass er diese Argumentation m.E. nicht angemessen markttheoretisch begründen kann, warum aus der Ressourcenvorgegebenheit (hier Arbeitskräftereservoir) eine gesamtwirtschaftliche Wachstumsdynamik entstehen kann. Die Annahme, dass “die klassische kapitalistische Wachstumsdynamik”, sich bei Verknappung von Arbeitskraft automatisch in Entwicklungsdynamik übersetzt, bedarf in dieser Argumentationskette eines anderen ursprünglichen Begründungszusammenhangs: Erst durch ein Knapphalten der Währung für die Produktion, deren Folge wiederum das Phänomen der Nachfragedefizite nach Arbeitskräften ist, entstehen Profite sowie Massnahmen zur Lohnsicherung. Erst durch die Sicherung der Profite und des stabilen Realeinkommenszuwachses wird dann auch die Logik dieser Behauptung klar und konsistent,

*“daß Arbeitskraft in Südkorea knapp und teuer wird – und damit die Basis für eine den koreanischen Binnenmarkt erschließende zunehmende Massenkaufkraft gelegt wird...”* (Senghaas, D. (1982), a.a.O., S. 264, Hervorhebung von M.B.)

Die Rostow'sche Prägung von Senghaas, in der die Entwicklungsstadien aufgeteilt sind und der Übergang von arbeitsintensiveren automatisch zu kapitalintensiver Industriestruktur führe, so dass eine proportionale Absorption von Arbeitskraft weniger wahrscheinlich wäre, zeigt eine Verwechslung der Peripherisierung durch die Kreditaufnahme in hegemonialer Währung mit kapitalintensiver Industriestruktur. Die logische Verwechslung leitet eher die Bedingung der Wirtschaftskrise ein, was auch in Südkorea Ende 1997 der Fall war. In einem weiteren Erklärungsversuch, wonach Südkorea eine Strategie der “Kapitalausweitung” verfolge, indem es eine ausgeglichene Entwicklungsstrategie zwischen Binnen- und Exportmarkt anstrebe, vergleichbar der japanischen Entwicklungsstrategie in den 20er und 30er Jahren, die sich wiederum als eine Strategie der “Kapitalvertiefung” bezeichnen lässt, herrscht ebenfalls Unklarheit in dem exakten Gebrauch der Termini.<sup>145</sup> Denn in diesem Zusammenhang genügt es m.E, vielmehr die logische Erklärung anzuführen, dass das Kapital den Produktionsmittelwert darstellt, dessen Zuwachsrate durch laufende Wertschöpfung entsteht. Dabei wird Ausstattungskapital als eine monetär vorgegebene Größe aufgefasst, die ein funktionierendes Bankensystem voraussetzt.

---

<sup>144</sup> Die exportorientierten ostasiatischen Tigerländer (Taiwan, Hongkong, Singapur und Südkorea) liefern zwar die Beispiele dafür, dass die These des schwierigen Übergangs von peripherem zu metropolitanem Kapitalismus im entwicklungstheoretischen Kontext zumindest einer Revision unterzogen werden müssen. Der Entwicklungszustand, in dem die Frage vor einer Generation (nach 30 Jahren seiner Publikation) gestellt wurde, ob Südkorea (neben beispielsweise Taiwan) auf der unteren Stufe der OECD-Mitglieder ankomme oder dem Bereich des “peripheren Kapitalismus” zugeordnet wird, gilt aber bis zum jetzigen Zeitpunkt immer noch als aktuell.

<sup>145</sup> Siehe Senghaas, D. (1982), a.a.O., S. 271

Aus klassischer Sicht kann das jeweilige Produktionssystem zwar den Bestimmungsgrund für das wachsende internationale Handelsvolumen eines jeweiligen Landes darstellen, jedoch nicht den Grund für das gegenwärtige Verhältnis zwischen den Nordländern (bzw. den IL) und den Südländern (bzw. den EL oder der Dritte Welt) erklären, geschweige denn fruchtbar zur Ursachenforschung der wirtschaftlichen Krise in den EL beitragen. Der Grund hierfür liegt m.E. nicht nur in dem Paradigma des Ricardo-Theorems selbst, sondern vielmehr am theoretischen und sich daraus ergebenden wirtschaftspolitischen Hintergrund: Der komparative Vorteil unterscheidet sich gegenüber dem absoluten Vorteil dadurch, dass bei ersterem trotz seiner absoluten Nachteile hinsichtlich der Produktionskosten (wie im Fall des Balassa-Samuelson Modells, in dem sich die Produktivität an dem Faktorpreis orientiert) die relativen Wohlfahrtsgewinne durch Handel erzielt werden.

In der klassischen Lösung des Produktionspreissystems wird sowohl der Lohnsatz als auch Kapitaleinsatz vorgegeben. Bei erstere  $w = \bar{w}$  deshalb, weil der Lohnsatz aufgrund der sozialen Gegebenheit bzw. aufgrund der Reproduktionskosten der Arbeitskräfte, wie beispielsweise bei Marx, vorgegeben ist. Bei zweitere  $K = \bar{K}$  deshalb, weil die Lohnempfänger nichts sparen und die Kapitalempfänger ausschliesslich sparen. Dabei drückt ein 'unglücklicher' Umstand aus, dass mit dem Lohnsatz und Kapitaleinsatz zwei strategische Variable in der Ökonomie als exogen vorgegeben sind. Der Widerspruch in einer offenen Wirtschaft bleibt, wenn das niedrige Lohnniveau fälschlicherweise als relativer Vorteil verstanden wird, indem es als Produktionsvorteil auftritt. Die komparativen Vorteile beruhen auf den Unterschieden in den Produktionsbedingungen, nicht jedoch auf den Faktorpreisrelationen der internationalen Arbeitsteilung.<sup>146</sup> Wenn aber die Logik der letzteren Annahme stimmen sollte, dann müsste das Lohnniveau dementsprechend gleich sein, da das Lohnniveau als ein Produktionsfaktor vor allem mit Hilfe des Ausgleichs zwischen den Grenzproduktivitätsrelationen und dem Verhältnis der Faktorpreise, durch den Handel von betroffenen Ländern ausgeglichen werden müsste.<sup>147</sup> Liegt ein Verhältnis der komparativen Kostendifferenzen (jedoch keine absoluten) zwischen den handelnden Ländern vor, erzielen beide Länder über die Spezialisierung bestimmter Produkte zwar Wohlfahrtsgewinne. Die Produktionsstruktur ist in den peripheren Ländern jedoch abhängig von der Produktionsentscheidung in den hegemonialen Ländern, da aufgrund der verschuldeten Lage in der hegemoniale Währung nur noch beschränkte Produktionsmöglichkeiten in den peripheren Ländern zur Verfügung stehen. Die Zinszahlungspflicht in der hegemonialen Währung führt zu erhöhten

---

<sup>146</sup> Hier wird auf das Samuelson'sche Argument vom Faktorpreisausgleich durch Handel nicht weiter eingegangen. In diesem wird das Optimum-Gleichgewicht dadurch erzielt, dass sich Grenzproduktivitätsrelationen der Faktoren - d.h. die Grenzrate der Substitution von einem Produktionsfaktor (wie beispielsweise Arbeit) durch andere Produktionsfaktoren (wie beispielsweise Boden) in der Produktion - dem Verhältnis der Faktorpreise angeglichen haben. Dabei liefert die stärkere Mobilität von Produktionsfaktoren als Garant für die Handelsvorteile komparativen Vorteile. (Zur Samuelson'schen Faktorpreisausgleichstheorie, Samuelson, P. A. (1971), Der Ausgleich der Faktorpreise durch den internationalen Handel, S.69 ff.)

<sup>147</sup> Vgl. dazu Riese, H. (1986a), Entwicklungsstrategie und ökonomische Theorie, S.157ff.

Produktionen, die laut der Annahme der erhöhten Profitraten entsprechen, da ansonsten Rückforderungen drohen.<sup>148</sup>

Die Irrelevanz der Aussenhandelstheorie hinsichtlich der Wirtschaftsentwicklung ergibt sich dabei aus dem Zusammenhang zwischen den differierenden Reallohnländern und den divergierenden physischen Produktivitäten. Die divergierenden physischen Produktivitäten bestimmen zwar die internationale Arbeitsteilung, welche die Standortentscheidung und daher die Wirtschaftsstruktur beeinflusst. Durch diese Unterschiede wird die Peripherisierung eines Landes allerdings nicht begründet. Denn der Marktpreis der Peripherisierung spiegelt sich via einer niedrigen Wertproduktivität in niedrigen Reallöhnen unter dem Gesichtspunkt der Einkommensbildung und in der Schwäche der Währung unter dem Gesichtspunkt der Währungstheorie. Dabei liegt eine Verwechslung zwischen komparativem und absolutem Vorteil vor, wobei sich die lehrbuchmässige Behandlung der niedrigeren Löhne als komparativer Vorteil aus der Verwechslung der Preiskategorie (bzw. Tauschwerte) durch physische Kategorien (bzw. Gebrauchswerten) ergibt: *“Die Existenz von Lohn Differenz drückt den Umstand aus, daß der Marktprozeß nicht die Preise, sondern die Löhne dem Produktivitätsniveau anpaßt.”* (Riese, H. (1986a), a.a.O., S.167) Auch die wohlfahrtstheoretischen Argumente, in denen der Faktorpreisausgleich als Garant für die Anpassung der Güterpreise an die Produktivitäten dient, sind in der logischen Folgerung unzulässig, da die Anpassung der Faktorpreise an die Produktivitätsentwicklung mit den Kapitalimporten aus dem Ausland hier nicht relevant ist.<sup>149</sup> Hinzu kommt die Rolle des internationalen Finanzmarkts, die den Stellenwert der Aussenhandelstheorie innerhalb der internationalen Wirtschaft und der Fixierung der Aufteilung zwischen den Nord- und Südländern im modernen Zeitalter relativiert, da anstelle des Aussenhandels vielmehr die Finanz- und Währungsströme als Erklärungsfaktoren für die Peripherisierung relevant werden, was auch im Fall der Asienkrise zutrifft: *“Schätzungen zufolge werden an den internationalen Kapitalmärkten täglich Transaktionen getätigt, die den Wert des Außenhandels um das 60fache überschreiten. Vor diesem Hintergrund sind es die Portfolioinvestitionen, die in immer stärkerem Ausmaß Wechselkurse und Vermögenspositionen beeinflussen.”* (Amelung, T. (2000), Transmissionsmechanismen zwischen Finanzmarkt und realem Sektor, S. 134)

c)

### *Über die Balassa-Samuelson-Hypothese im Zusammenhang mit dem Einkommensbildungsprozess*

Als bekanntes Beispiel bezüglich der Beurteilung der aktuellen Währungslage dient die aus dem Gedankengut des KKP-Theorems weiterentwickelte sogenannte Balassa-Samuelson-Hypothese. Diese besagt, dass Produktivitätsdifferenzen in den zu vergleichenden Ländern zwischen handelbaren und nichthandelbaren Gütern (bzw. Sektoren) zu Realwechsellkursunterschieden führen, wobei vorausgesetzt wird, dass aufgrund der technischen Entwicklung in den hohen Einkommensländern gegenüber den

---

<sup>148</sup> Die Ableitung des absoluten und relativen Vorteils wird hier ausgelassen.

<sup>149</sup> Siehe Riese, H. (1986a), a.a.O., S. 167

niedrigeren Einkommensländern jeweils der Anteil der handelbaren Güter grösser ist als der Anteil von nichthandelbaren Gütern.<sup>150</sup> Die Balassa-Samuelson-Hypothese basiert dabei neben dem Einpreis-Gesetz (*Law of one Price*) auf die weiteren Annahmen; gleiche Preise der handelbare Gütern in allen vergleichenden Ländern, und ungleiche Preise der nichthandelbaren Güter. Gemäss der Balassa-Samuelson-Hypothese verursacht ein Anstieg der Produktivität im handelbaren Sektor einen Anstieg des Reallohns und führt dann zu einem Preis-Anstieg bei nichthandelbaren Gütern, was wiederum langfristig eine Abweichung von KKP verursache. Somit gilt laut dem Balassa-Samuelson Effekt: *“the greater are productivity differentials in the production of tradable goods, the larger is the gap between PPP (Kaufkraftparität) and the equilibrium exchange rate.”* (Benaroya, F./ D. Janci (1999), a.a.O. S. 223, Klammer von M.B. zugefügt)

Gerade wegen ihrer zahlreichen Schwachpunkte sowohl in Bezug auf letztere Annahmen wie auch hinsichtlich seiner empirischen Validität, ist die Balassa-Samuelson-Hypothese im Zusammenhang mit der südkoreanischen Einkommensbildung einer gesonderten Kritiken würdig:<sup>151</sup> 1) Zunächst ist es in Bezug der hier verwendeten Aufteilungskategorien nicht eindeutig, ob die Güter (bzw. Sektoren) tatsächlich so einfach zwischen den handelbaren und den nichthandelbaren teilbar sind. Hinzu kommt die Schwierigkeit der Gleichbehandlung zwischen den gleichen Gütern. Beispielsweise kann ein bestimmtes Produkt, z. B. Reis, zwischen den handelnden Länder USA und Südkorea nicht gleichermassen ein nichthandelbares Gut sein, da Reis in Südkorea im Sinne der nichthandelbaren Güter fungiert, wohingegen es in den USA als Exportgut im Sinne von handelbaren Gütern fungiert.

2) Noch problematischer ist in diesem Kontext das falsch angenommene Produktivitätsargument, denn eine erhöhte Produktivitätsentwicklung kann sich sowohl in Bezug auf den einen Sektor als auch in Bezug auf einen anderen Sektor preismildernd auswirken (sei es bei sogenannten handelbaren Gütern oder auch bei nichthandelbaren Gütern). Die Behauptung, dass ein verzerrter Preisdruck aus den verteuerten nichthandelbaren Gütern zu einem Abwertungsdruck führe, kann nur dann stimmen, wenn dadurch entweder eine gesamtwirtschaftliche strukturelle Preisverzerrung zwischen den vergleichenden Gütern oder ein gesamtwirtschaftlicher Inflationsprozess verursacht wird. Bei erstere ist dann es zulässig, wenn eine gesamtwirtschaftliche Profitrate durch den relativen Preisausdruck bzw. durch die Preisverzerrung der Güter verändert wird. Die gesamtwirtschaftliche (durchschnittliche) Profitrate wird aber nicht durch die Preisverschiebung, sondern nur durch das Knapphalten der Geld- bzw. der Währung erreicht. Bei zweitere erscheint es ebenfalls wenig plausibel, wenn die Schaukelbeziehung zwischen der Lohn-Preis-Spirale und ein Gewinninflationsdruck unberücksichtigt bleiben. Dabei kann das auf der Produktivität beruhende Argument für die preismildernde bzw. abwertende Wirkung nur dann stimmen, wenn die Profitrate in monetärer Kategorie zugeordnet ist.

---

<sup>150</sup> Siehe dazu Benaroya, F./ D. Janci (1999), *Measuring exchange rate misalignments with purchasing power parity estimates*, S. 223

<sup>151</sup> Siehe dazu Benaroya, F./ D. Janci (1999), a.a.O., S. 225f.

3) Die Behauptung, dass in Südkorea neben Japan unter den vergleichenden (asiatischen) Ländern wie Hongkong, Indonesien, Malaysia, Taiwan, Thailand und VR China der typische Fall des Balassa-Samuelson Effektes auftritt, da ein relativ strenger positiver Zusammenhang zwischen den nichthandelbaren Güterpreisen und der Entwicklung der Realwechsellkurse bestehe, sagt m.E. gar nichts darüber aus, ob es tatsächlich dadurch weiterhin zur einer allgemeingültigen Teuerung der nichthandelbaren Güterpreise kommt. Wenn ausserdem in Singapur zwischen den handelbaren Güterpreisen und den Realwechsellkursen ein positiver Zusammenhang und gleichzeitig ein negativer Zusammenhang zwischen den nichthandelbaren und handelbaren Güterpreise zu beobachten ist, dann betätigt sich der Zweifel um so mehr, weil in Singapur trotz Preisverzerrungen zwischen handelbaren und nichthandelbaren Gütern eine Währungskrise im Jahr 1997 nicht entstanden ist, wenn gleich starke Abwertungen zu verzeichnen waren.<sup>152</sup> Der südkoreanische Fall zeigt sich zwar in dem Umstand, dass eine strukturelle Verzerrung und damit eine relative Preisveränderung zwischen den handelbaren und nichthandelbaren Gütern existiert, eine relative Preisveränderung kann jedoch nicht automatisch zum Inflationsdruck führen, was im währungstheoretischen Kontext bedeutet, dass der von der Preisseite resultierende Abwertungsdruck ausbleibt. Selbst wenn zu dem nichthandelbaren Sektor der Dienstleistungssektor (und damit auch das Bankengewerbe) gehört, kann ein erhöhtes Preisverhältnis das Resultat der Wirtschaftspolitik des eigenen Landes sein: Der Grund für das weniger leistungsfähige Bankengewerbe in Südkorea liegt daran, dass eine am Mengenwachstum der Exportgüter (nicht an hoher Wertschöpfung) orientierte Exportstrategie von einer repressiven Bankenfinanzierung begleitet wird. Denn die vor allem von staatlicher Seite mobilisierte Investitionsfinanzierung (sei es eine subventionierte Form, sei es direkte Hilfe an exportierenden Industrien) kann trotz der relativen Ineffizienz der Bankengewerbe dessen Zwecke erfüllen. Selbstverständlich ruft diese Politik eine duale Zinsstruktur hervor, in der neben dem auf der Niedrigzinspolitik beruhenden Marktzinssatz auch inoffizieller höherer Marktzinssatz (*Curb-Zinssatz*) existiert. Wird der *Curb*-Marktzinssatz innerhalb des südkoreanischen Kapitalmarkts anteilig mitgerechnet, ändert sich aber nicht die Gleichgewichtsbedingung, in der die durchschnittlichen Profite dem gesamten Marktzinssatz entsprechen. Diese duale Zinsstruktur kann jedoch nicht als Ursache der Währungskrise fungieren, da dieser Entwicklungstypus im Rahmen der Industrialisierungspolitik seit Anfang der 60er Jahren ein Spiegelbild der Kreditallokationspolitik Südkoreas darstellt. Dabei zeigt sich der positive Zusammenhang zwischen den Preisen der nichthandelbaren Güter (hier niedrige Produktivität im Bankensektor) und der Aufwertungstendenz als keineswegs ökonomisch zwingende Tatsache. Denn die zweite Komponente (Aufwertungstendenz) beschreibt die wachsende Schwierigkeit der Exportsteigerung, aufgrund dessen es Südkorea von Anfang der 90er Jahre bis zur Währungskrise nicht gelungen war, trotz der dauerhaften Steigerung der Arbeitsproduktivität dauerhafte Exportüberschüsse zu erzielen. Die erste Komponente (Preise der

---

<sup>152</sup> Siehe Ito, T./ P. Isard/ S. Symansky (1999), *Economic Growth and Real Exchange Rate*, S. 120f.

nichthandelbare Gütern) bewirkt dagegen eine strukturelle Verzerrung, die sich lediglich als eine Verzerrung auf die relativen Preise auswirkt.

4) Schliesslich ignoriert die Balassa-Samuelson-Hypothese den währungspolitischen Effekt in den Ländern der *Emerging*-Märkte, deren typischer Charakter darin besteht, dass sie einerseits abhängig von der hegemonialen Währung sind und andererseits die Notwendigkeit besteht, deren Abhängigkeitskonstellationen zu lösen, um die Entperipherisierung und damit eine Wirtschaftsentwicklung der jeweiligen Länder zu ermöglichen.<sup>153</sup>

## 2. *Komponenten des Nominaleinkommens in der Aussenwirtschaft*

Aus der Sicht der Nachfrageseite teilen sich die Komponenten des Nominaleinkommens in drei Aspekte, die sich als einfache Form eines Einkommens-Ausgaben-Modells darstellen lassen und unter Berücksichtigung des Wechselkurses als Vermögenspreis folgende Gesichtspunkte aufweisen: 1) dem Aspekt der Aufbringung und Verwendung, 2) der Aufteilung und 3) der Verteilung.<sup>154</sup> Dabei stellen die drei Aspekte eine Identitätsgleichung gegenüber dem Nominaleinkommen dar. Um Missverständnissen vorzubeugen, stellt der Wechselkurs in der Stromgrösse-Analyse eine von dem Preisniveau unabhängige exogen vorgegebene Grösse dar. Nur unter der restriktiven Annahme, in der beispielsweise die Phillips-Kurve gültig ist, wird der positive Zusammenhang zwischen der Preiskomponente und dem Wechselkurs wahrgenommen.

### a) *Aufbringungs- und Verwendungsseite*

Die Verwendungs- und Aufbringungsseite des Nominaleinkommens im peripheren Land stellt sich formal wie folgt dar:

Gleichung 53 
$$eY^P = e[C^P + I^P + (G - T)^P + (Ex - Im)^P]$$

Die obige Gleichung besagt, dass die Einkommensverwendung und -aufbringung des Nominaleinkommens in einer offenen Volkswirtschaft dem Wert (in heimischer Währung) der Konsum-, Investitionsgüter- und staatlicher Nettonachfrage unter Einbeziehung des Aussenbeitrages entspricht.

---

<sup>153</sup> Dies zeigte sich vor allem in einer starken Abwertungsmassnahme Ende 1993 in der VR China, und hier ab 1994 in der Erzielung von positiven Leistungsbilanzüberschüssen, was geradezu ein krasses Gegenbeispiel zur Währungskrise 1997 in Südkorea darstellt.

<sup>154</sup> Die folgende Argumentation ist an die Darstellung von Schelkle (1992) und Riese (1986a) angelehnt. Vgl. auch Schelkle, 1992, S. 45f. und Riese (1986a), S. 172f.

Dabei zeichnet sich der Unterschied der gesamten Verwendungsseite und Aufbringung dadurch aus, dass der Aussenbeitrag in der Regel nicht ausgeglichen ist. So ist der Dauerzustand der Mehrverwendung durch Handelsdefizite als Aufbringung, die ohne Handel und Kapitalverkehr nur im Inland produziert worden wäre, ein typisches Beispiel für die EL. Als Gegenbeispiel hierfür lässt sich anmerken, dass dieser Prozess in den sich etablierenden und den Schlüsselwährungsländern gerade umgekehrt verläuft, so dass die Aufbringungssumme grösser als die Verwendungssumme ist.<sup>155</sup> Die Einkommensverwendung und -aufbringung ist zwar als gesamtwirtschaftliche Nachfrageseite vor allem vom Zinssatz und Wechselkurs abhängig. Darüber hinaus existieren aber andere Einflussfaktoren hinsichtlich der Bildung des Wechselkurses, wie z.B. die Profitrate, die Liquiditätspräferenz und die Wechselkurerwartung.

Die Konsumausgaben  $C$  bestehen mit Berücksichtigung des Wechselkurses  $e$  aus den autonomen Konsumausgaben  $C_0$  und den von dem verfügbaren Einkommen abhängigen zusätzlichen Konsumausgaben  $C(Y-T)$ . Vereinfacht wird hier angenommen, dass die Konsumneigung  $c$  von dem letzten Teil  $C(Y-T)$  abhängig ist.  $C(Y-T)/Y = c$ . Daraus ergibt sich:

Gleichung 54 
$$eC = e[C_0 + c(Y-T)], \text{ wobei } 0 < c < 1$$

Die Investitionsquote fungiert insofern für die Einkommensentstehung als eine strategische Variable, da sie eine Erhöhung des Einkommens direkt beeinflusst, wobei sich die Nettoinvestition auf die Steigerung der Produktion, der Beschäftigung und demzufolge auch auf die der Exporte entscheidend auswirkt. Bruttoinvestitionen  $I^{Br}$  ergeben sich aus den Nettoinvestitionsausgaben  $I^{Nt}$  und den Wertminderungen der investierten Anlagen (vor allem Abschreibungen)  $Abs$ :

Gleichung 55 
$$eI^{Br} = eI^{Nt} + eAbs$$

Nettoinvestitionsausgaben  $I^{Nt}$  hängen von den erwarteten Gewinnen  $r^e$ , dem Zinssatz  $i$  und der Summe der ausländischen Zinssätze sowie der erwarteten Abwertungsrate  $E(\dot{e})$  ab. Steigen die erwartete Gewinne, erhöhen die privaten und staatlichen Unternehmen die Investitionsausgaben, die ihrerseits eine Zunahme der Beschäftigungs- und Produktionsmenge verursacht. Steigen dagegen der Marktzinssatz und die Summe des ausländischen Zinssatzes und die erwartete Abwertungsrate, reduzieren sie die Investitionsausgaben, da sie aufgrund der Fremdfinanzierung aus der peripheren Währung (im ersten Fall) und aus der hegemonialen Währung (im zweiten Fall) teurer bzw. weniger rentabler werden, was über dem sinkenden Lohnsatz ( $w \downarrow$ ) eine Abnahme der Beschäftigungs- und Produktionsmenge verursacht.

Gleichung 56 
$$eI^{Br} = I^{Nt} (r^e, i, i_H + E(\dot{e})) + eAbs$$

---

<sup>155</sup> Ausgenommen ist dabei das Weltwährungsland USA.

Die Steuereinnahmeseite  $T$  hängt von dem einkommensabhängigen Steueraufkommen  $t(Y)$  und dem nicht-einkommensabhängigen Steueraufkommen  $T_0$  ab, was wiederum als wechselkursabhängige Grösse erfasst wird:

Gleichung 57  $eT = e[T_0 + t(Y)]$

Die staatliche Ausgabenseite wird hier vereinfacht als fest geplante Grösse angenommen, was auch vom Wechselkurs beeinflusst wird:

Gleichung 58  $eG = eG_0$

Im aussenwirtschaftlichen Kontext geht die inländische Aufbringungsseite  $[C^P + I^P + (G - T)^P]$  mit dem aussenwirtschaftlichen Teil der Aufbringungsseite  $[(Ex - Im)^P]$  einher. D.h. nur im Sonderfall, indem die Leistungsbilanzposition (bzw. Handelsbilanzposition) ausgeglichen ist, ist dann die Summe zwischen der gesamten Aufbringungs- und Verwendungsseite identisch. Somit ist die Existenz der Abweichung zwischen inländischer Aufbringung und gesamter Verwendungsseite ein Normalfall, der wiederum Einfluss auf den Wechselkurs ausübt: Das Exportvolumen hängt zwar von dem jetzigen Zinssatz  $i$ , der jetzigen Wechselkurslage  $(e-E(e))$ , dem Lohnsatz  $w$ , der Wertproduktivität  $\lambda$  und dem Nettoinvestitionsvolumen  $I^{Nt}$  ab. Steigen der jetzige Zinssatz  $i$  und der Lohnsatz  $w$ , wirken sich diese aufgrund der Teuerung der exportierenden Güterpreise negativ auf das Exportvolumen aus. Steigen dagegen der jetzige Wechselkurs im Vergleich zum erwarteten Wechselkurs und der Wertproduktivität, bewirken diese umgekehrt eine Verbilligung der Exportgüter. Der spezifisch asiatische Charakter des Exportvolumens weist einen direkten positiven Zusammenhang zwischen dem Nettoinvestitions- und Exportvolumen auf, bei dem es sich um die sowohl vom Staat als auch vom Unternehmen induzierte Investitions- und Exportpolitik handelt.

Gleichung 59  $Ex = Ex(i^-, w^-, e-E(e)^+, \lambda^+, I^{Nt}^+)$

Das gesamte Importvolumen kommt sowohl durch dem autonomen (d.h. einkommensunabhängigen)  $Im_0$  als auch durch dem verfügbaren einkommensabhängigen Importvolumen  $Im(Y-T)$  zustande, welches von der jetzigen Wechselkurslage  $(e-E(e))$  abhängig ist. Steigt das verfügbare Einkommen und/oder sinkt der jetzige Wechselkurs im Vergleich zum erwarteten Wechselkurs, steigt ebenfalls die in hegemonialer Währung ausgedrückte Importsomme. Die Wechselkurslage kommt daher so zustande, dass sich Importeure aufgrund der Überbewertung der eigenen Währung 'wohlhabender' fühlen. Hinzu kommt ein entwicklungsländer-typischer Charakter, indem auch ein Anteil des Importvolumens und somit die Importsomme von der Nettoinvestitionsausgabe abhängig sind. Denn eine Zunahme der

Investitionsausgaben geht mit den dafür notwendigen Zwischengütern aus dem Ausland einher. Permanente südkoreanische Handelsdefizite gegenüber Japan sind dafür ein Beispiel.

Gleichung 60 
$$Im = Im_0 + Im(Y-T) + Im(e - \bar{E}(e), I^{Nr})$$

Insofern existiert zwischen der inländischen Einkommenskomponente und dem Aussenbeitrag eine Verflechtung, wenn die inländische Nachfragekomponente mit dem staatlichen und privaten Konsum und den Investitionen direkt mit der Aussenbeitragskomponente des Imports und Exports verbunden sind.

b) *Die Verteilungsseite bei Einkommensbildung und Beschäftigung*

Mit dem Einschluss des Extraprofites und des Wechselkurses lässt sich dann die Komponente des Nominaleinkommens folgendermassen ausdrücken:

Gleichung 61 
$$eY_p = e [W_p + Q_p + GQ_p]$$

Dabei drückt  $Q_p$  und  $GQ_p$  jeweils eine aus dem Zinssatz bestimmte und deshalb monetär fundierte Profitsumme und Extraprofitsumme im peripheren Land aus. Hieraus ergeben sich normale Profite aus dem monetären Gleichgewicht, wobei die Profitrate als Güterzinssatz dem Geldzinssatz entsprechen muss. Die Extraprofitsumme stellt dagegen die konjunkturbedingten Marktlagengewinne (bzw. -verluste) dar, in denen mit der Zulassung der obengenannten Abweichung zusätzliche Gewinne bzw. Verluste ermöglicht werden.

Die Übereinstimmungsbedingung zwischen Aufbringungs- und Verteilungsseite des Nominaleinkommens ist ein anderer Ausdruck der Input- und Output-Beziehung. Das Nominaleinkommen stellt dann  $e(W_p + Q_p + GQ_p) = eY = e[C_p + I_p + (G - T)_p + (Ex - Im)_p]$  dar, wobei die erste  $W_p + Q_p + GQ_p$  den Input (der somit zur Angebotsseite gehört) und der letztere  $[C_p + I_p + (G - T)_p + (Ex - Im)_p]$  den Output (der somit zur Nachfrageseite gehört) im peripheren Land bildet. Dies zeigt die Identitätsgleichung der Einkommenskomponente an, die sowohl hinsichtlich der Aufbringung (bzw. Verwendung) in Bezug auf die Verteilungsseite gleich sein muss.

c) *Verhältnis zwischen Aufbringungs- und Aufteilungsaspekt*

Aus dem Aufteilungsaspekt unter der Berücksichtigung der staatlichen Seite lässt sich wiederum das Nominaleinkommen im peripheren Land ausdrücken

Gleichung 62

$$eY_p = e[C_p + S_p + T_p]$$

Die obere Gleichung besagt, dass - sieht man von der staatlichen Aufteilungsseite (hier der Steuereinnahme) ab, - das Nominaleinkommen im peripheren Land aufteilbar ist in Konsum und Nicht-Konsum. Unter Berücksichtigung der staatlichen und aussenwirtschaftlichen Aktivitäten stellt das gesamtwirtschaftliche Volkseinkommen als Bindeglied zwischen der Verwendungs- und Aufteilungsseite im peripheren Land eine Identitätsgleichung dar:

Gleichung 63

$$e(C_p + I_p + G_p + Ex_p) = eY^p = e[C_p + S_p + T_p - Im_p]$$

Daraus ergibt sich die Gleichung:

Gleichung 64

$$e[I_p + (G_p - T_p) + (Ex - Im)_p] = eS_p$$

Diese geplante private Ersparnis  $S_p$  in der rechten Seite der Gleichung darf jedoch nicht als Konsumverzicht interpretiert werden, sondern stellt lediglich als Teil  $I_p + (G - T)_p + (Ex - Im)_p$  für die Identität des Volkseinkommens **notwendigen Nicht-Konsum** dar, welche einen Ex Ante-Charakter besitzt, da diese Gleichung eine notwendige Bedingung für den Gleichgewichtszustand eine bedingungsanalytische Konstruktion, jedoch keine Aussagen über den Marktmechanismus der Interaktion zwischen Geld- und Gütersphäre darstellt. Wird dagegen der freiwillige Konsumverzicht  $S'$  im Sinne des Marktergebnisses eingeführt und ist der Wert des freiwilligen privaten Konsumverzichts  $S'$  – also die Ersparnis im engeren Sinne – geringer als der Teil  $I_p + (G - T)_p + (Ex - Im)_p$ , herrscht auf dem Gütermarkt eine Überschussnachfrage, deren Folge steigende Güterpreise (ergo eine reale Abwertung) sind. Ist dagegen der Wert des freiwilligen privaten Konsumverzichts grösser als der Teil  $I_p + (G - T)_p + (Ex - Im)_p$ , herrscht auf dem Gütermarkt ein Überschussangebot, dessen Folge sinkende (bzw. deflationäre) Güterpreise (ergo eine reale Aufwertung) sind. Dies kann somit als eine aus der Gewinninflation resultierende Wechselkurerwartung bezeichnet werden. Unter Einbeziehung der Produktionssphäre (einschliesslich der Unternehmen) und des Wechselkurses entstehen ungeplante Marklagengewinne (bzw. Extraprofit) im peripheren Land  $GQ^p$ :

Gleichung 65

$$eGQ^p = e[(I - S')^p + (G - T)^p + (Ex - Im)^p]$$

Dabei drückt zum einen  $S'$  die Ersparnis im engeren Sinne, den freiwilligen Konsumverzicht der Haushalte im peripheren Land aus. Somit hat hier die Quasirente die identische Grösse, unabhängig davon, ob sie von dem Interaktionsaspekt zwischen der Aufbringungsseite und Verteilungsseite oder von dem Interaktionsaspekt zwischen Aufbringung und Aufteilung her betrachtet wird, wobei eine Zunahme der volkswirtschaftlichen Gesamtersparnis eine vom Markt bewertete Zunahme des

Einkommenszuwachs bedeutet.<sup>156</sup> Ist zum anderen der Extraprofit  $GQ$  grösser (kleiner) als Null, dann zeigt sich eine aus den Angebotsbeschränkungen der Unternehmen resultierende Gewinnlage (Verlustlage), die bei gegebenen Faktorkosten das Preisniveau steigen (sinken) lässt und damit den Gewinn (Verlust) erhöht. Dabei spielt es keine Rolle, ob es sich bei den produzierenden Gütern um staatliche oder private bzw. um konsumtive oder produktive Güter handelt. Gemäss der obigen Gleichung genügt es, wenn der rechte Teil  $(I-S)_p + (G-T)_p + (Ex-Im)_p$  grösser (kleiner) als Null ist.

Um die Wirkung der staatlichen Aktivität auf die Einkommensbildung zu analysieren, ändert sich die gesamte Ersparnis unter Berücksichtigung der staatlichen Ersparnis auf der rechten Seite der Gleichung von obiger Gleichung (69) und verändert sich die Gleichung in:

Gleichung 66 
$$e[S_p + (T - G_c - G_I)] = e[I + (Ex-Im)]$$

$S_p$ ,  $G_c$  und  $G_I$  drücken jeweils die private Ersparnis, die staatlichen Konsum- und Investitionsausgaben aus, wobei sich im Teil  $(T - G_c - G_I)$  der staatliche Budgetausgleich zeigt. So ergeben sich die staatlichen Budgetdefizite entweder aus den geringeren Steuereinnahmen oder aus der erhöhten Ausgabenseite, wobei sich die staatliche Ausgabenseite wiederum entweder durch die staatlichen Konsumausgaben  $G_c$  oder durch die staatlichen Investitionsausgaben  $G_I$  beschreiben lassen. In Bezug auf die substituierende Beziehung zwischen privaten und staatlichen Ersparnissen geht man davon aus, dass staatliche Budgetdefizite sich gegenüber der privaten Ersparnis mildernd auswirken. Lässt man dabei das Haavelmo-Theorem zu, ändert sich sowohl die gesamte Ersparnis als auch das gesamte Einkommen aufgrund der unterschiedlichen Reagibilität zwischen privaten und staatlichen Ersparnissen, und es zeigt sich dann, dass je weniger private Ersparnis auf die Senkung der staatlichen Ersparnis reagiert, desto stärker sinkt das gesamte Volkseinkommen.<sup>157</sup> Sofern steht obiges Argument der Ricardo'schen Äquivalenz-Hypothese gegenüber, welche wiederum besagt, dass die private Konsumententscheidung in Bezug auf die staatliche Seite ausschliesslich auf die Ausgabenseite beschränkt bleibe. Der zweite Effekt, der sich aus der staatlichen Ausgabenseite ergibt, ist der überschüssige Nachfrageeffekt, wobei durch die erhöhten staatlichen Ausgaben (hier  $G_c - G_I$ ) zwar nominal ein erhöhter Einkommenszuwachs erzielt wird, dieser jedoch über die Preis- und Wechselkurseffekte keinen realen Einkommenseffekt zur Folge hat. Dabei spielt es m.E. eher eine sekundäre Rolle, ob die staatlichen Defizite über das Geldmengenwachstum (d.h. Notenemissionen) oder über staatliche Bondemissionen finanziert werden, weil damit die gebundene überschüssige Nachfrage früher oder später entweder zu einer an die Lohn-Preis-Spirale gebundenen Preisniveausteigerung oder zu einer an die Generationsverschiebung gebundene

<sup>156</sup> Aus dem Gesichtspunkt der Bestandsgrösse stellt dies eine Vermögenszunahme dar.

<sup>157</sup> Das Haavelmo-Theorem besagt: Bleibt der gesamte Haushaltssaldo unverändert, ist eine gleich grosse Änderung der Staatsausgaben für Sachgüter, Dienstleistungen und Steuern nicht neutral in Bezug auf das Einkommen. Im Fall der gleichen Ausgaben und Einnahmenänderungen mit beschränkten Annahmen steigt das Einkommen genau um die Zunahme der Ausgaben. Siehe Brümmerhoff, D. (1992), Finanzwissenschaft, S. 392

Finanzlastung der nächsten Generation führen wird.<sup>158</sup> Schliesslich wirkt sich der Marktzinssatz auch über die erhöhten Bondangebote durch die staatliche Finanzierung als Kehrseite der niedrigeren Renditen der Bonds auf den erhöhenden Marktzinssatz aus, was wiederum zu einem verdrängenden Effekt gegenüber der privaten Nachfrageseite führt. (Sprich: *Crowding-out*-Effekt). Im währungstheoretischen Kontext bedeutet dies, dass die Bondemissionen in EL in der Regel durch die hegemoniale Währung auf dem internationalen Kapitalmarkt erfolgen, was wiederum sowohl erhöhte Auslandsschulden in hegemonialer Währung als auch einen verstärkten Druck auf den Wechselkurs ausübt.<sup>159</sup>

Aus den oben genannten Gründen stellen die freiwillige private Ex-post-Ersparnis und demzufolge die private Ersparnisquote nicht nur das Marktergebnis der Einkommensbildung dar, die von der Ex-ante-Gleichgewichtsbedingung abweicht, sondern ebenso die Kapitalstockbildung und ist damit wiederum auch gegenüber der Einkommensbildung aus der Aufteilungsseite als eine wichtige strategische Variable zu betrachten, weil sie über den Transmissionsmechanismus (d.h. über das Banken- und Vermögensmarktsystem) wieder die Investitions- und Exportdynamik ermöglicht.

---

<sup>158</sup> Vgl. auch Ko, Y.-S. (2000), a.a.O., S. 198f.

<sup>159</sup> Es gibt auch eine Reihe anderer ökonomischer Wirkungen wie die der Schuldenverlagerung auf die nächste Generationen, die im Rahmen dieser Arbeit ausser Acht gelassen wird.

Im folgenden Abschnitt wird der Einkommensbildungsprozess eines Landes im allgemeinen Kontext der Währungs- und Produktionstheorie analysiert.

a) *Interaktionsgleichgewichtsbedingung in der totalen Analyse*

Die Interaktion zwischen Währungssphäre und Einkommensbildung im aussenwirtschaftlichen Kontext verlangt sowohl den auf die Gleichgewichtsbedingung beruhende Transmissionsmechanismus, in dem Einkommen durch die Interaktion zwischen der Real- und Währungssphäre im Inland entsteht, als auch ein aussenwirtschaftliches Gleichgewicht, das in die Beziehung zwischen der hegemonialen und peripheren Währung als entscheidender Einflussfaktor für die Einkommensbildung fungiert. Dabei bilden die Liquiditätspräferenzdifferenz zwischen beiden Währungen und der daraus resultierende Wechselkurs eine Schlüsselrolle für die Stabilität des Einkommensbildungsprozesses.<sup>160</sup> Neben der binnenwirtschaftlichen Gleichgewichtsbedingung, in der die inländische Profitrate  $r$  dem Geldzinssatz  $i$  entspricht, was jedoch selbst kein Gleichgewicht darstellt, tritt für die Analyse der Interaktion zwischen Währungssphäre und Einkommensbildung der Begriff des Kapital  $K$  als zentraler Stellenwert in Erscheinung. Das Kapital  $K$  kann insofern im doppelten Sinne verstanden werden, als es einerseits ertragserzielendes Vermögensobjekt ist und damit als eine Form des Vermögensobjektes in der Kategorie der Währungssphäre zugeordnet wird, weil dieses Vermögen eine Form der Aufgabe von Liquidität und damit von Währung ist. Andererseits erhält das Kapital  $K$  seinen spezifischen Charakter dadurch, dass durch seinen Einsatz im Produktionsprozess ein Ertrag (bzw. Profit)  $Q$  ermöglicht wird. In diesem Zusammenhang stellt Kapital als Produktionsmittelwert (bzw. Kapitalstock) eine Input-Komponente für die Einkommensbildung dar, jedoch keine Quelle der Einkommensbildung.<sup>161</sup> Die Profitrate ergibt sich dann aus:<sup>162</sup>

Gleichung 67

$$r = Q/K$$

<sup>160</sup> Um Missverständnisse zu vermeiden, ist zu betonen, dass es sich hierbei um die Distinktion der beiden Sphären handelt, jedoch nicht um eine Dichotomie, da die Distinktion der beiden Sphären lediglich dem analytischen Zweck dient.

<sup>161</sup> Die Quelle der Einkommensbildung stellt dagegen die an Arbeit orientierte Wertschöpfung dar.

<sup>162</sup> Um die neoklassischen Kapitaltheorien abzugrenzen, ist es notwendig, die Gleichung (67) näher zu betrachten. Bei dem Begriff des Kapitals in einer einkommensbildenden Produktionsökonomie handelt es sich um einen Produktionsmittelwert, jedoch nicht um einen Kapitalstock im neoklassischen Sinne.  $K = p_k X_k$ . Dabei stellt  $p_k$  ( $X_k$ ) jeweils den Vektor der Preise (die Kapitalgütermenge) dar. Der Ursprung des Profits hat dabei - gemessen als Kapital in Form der Liquiditätseigenschaft - nichts mit Produktionsmitteleigenschaften zu tun, die sich in Form  $X_k$  ausdrücken lassen. Das Argument der Produktionsmitteleigenschaften ist nicht zu unterschätzen, weil sich der Kapitalimport unabhängig von der Herkunft des Profits bewegt.

Zur weiteren Vereinfachung muss die sich aus den Investitionsausgaben ergebende Rate der Unternehmensgewinne bzw. die Profitrate (unabhängig von der Existenz des Extraprofits) tatsächlich (in der gleichen Periode) durch Verkauf dieser Produkte realisiert werden, wobei die realisierte Profitrate nach dem Marktergebnis wiederum ihrerseits dem pekuniären Zinssatz entspricht. Dies wird formal wie folgt ausgedrückt:

Gleichung 68  $r = r^e (= i)$

Durch die Übereinstimmung der Profitrate mit dem Zinssatz (als Gleichgewichtsbedingung der Interaktion zwischen der Währungssphäre mit der Einkommensbildung im Vermögensmarkt) kann dann die Höhe des Profits durch den vom Vermögensmarkt bestimmten Kapitalwert bestimmt werden.<sup>163</sup>

Somit ergibt sich die Gleichung:

Gleichung 69  $Q/K = r = i$

Der Profit (bzw. Gewinn) lässt sich dann wie folgt darstellen:

Gleichung 70  $Q = rK$

Die besondere Eigenschaft des Kapitals besteht nun darin, dass durch dessen Einsatz sowohl die Profitrate (über den Zinssatz) als auch das Nominaleinkommen  $Y$  bestimmt werden. Die Höhe des Nominaleinkommens ergibt sich aus der Produktionsmitteleigenschaft des Kapitals, dessen Beziehung sich wiederum durch den sogenannten Kapitalkoeffizienten ausdrücken lässt.

Gleichung 71  $K/(eY) = \beta = [(p_k / p) X_k] / X$

Zu bemerken ist hier, dass das Investitionsvolumen **unabhängig** von der Akkumulationsrate, deren Zusammensetzung ja aus dem Kapitalkoeffizienten ( $\beta$ ) und der relativen Kapitalbildung ( $s$ ) und somit von  $s/\beta$  bestimmt werden kann, wobei das Verhältnis zwischen beiden Parametern einkommensmindernd oder einkommenssteigernd wirkt: Dabei zeigt die Akkumulationsrate als ökonomische Effizienz keine ausreichende Bedingung für die stabile Einkommensbildung. Das folgende Zitat macht den Zusammenhang zwischen dem Einkommen und der möglichen Irrelevanz der Akkumulationsrate deutlich: *“Tritt der Einkommenseffekt isoliert auf, so führt ein Sinken des Investitionsvolumens zu einer Reduktion von Einkommen ( $Y \downarrow$ ) und Kapitaleinsatz ( $K \downarrow$ ), ohne dass davon die Akkumulationsrate beruht würde ( $g =$ ). Geht jedoch mit*

---

<sup>163</sup> Diese Gesetzmässigkeit gilt jedoch nicht umgekehrt.

dem Sinken des Investitionsvolumens ein Rückgang der relativen Kapitalbildung ( $s \downarrow$ ) einher, so wirken der Reduktion des Einkommens die expansiven Effekte vermehrten Konsums entgegen ( $Y =, K =$ ), während die Akkumulationsrate sinkt ( $g \downarrow$ ). Steigt demgegenüber im Gefolge des Sinkens des Investitionsvolumens der Kapitalkoeffizient ( $\beta \uparrow$ ), so steht der mit der Reduktion des Einkommens ( $Y \downarrow$ ) einhergehenden Verminderung des Kapitaleinsatzes dessen Vermehrung gegenüber ( $K =$ ), der die Akkumulationsrate senkt ( $g \downarrow$ )” (Riese, H. (1985), Akkumulation und Wachstum in der Krise, in: Grundlegungen eines monetären Keynesianismus (2001), S. 609)

Wie im Kapitel I.A. erläutert wurde, steht die den Faktor *Unsicherheit* darstellende Liquiditätspräferenz  $l$  im peripheren Land (als Ausdruck der Geldaufgabekosten) dem Markzinssatz als Vergleichswert gegenüber. Unter Einbeziehung der Gleichgewichtsbedingung in der Interaktion zwischen der Geldsphäre und der Einkommensbildung ist dann:

Gleichung 72  $l_p = i_p = r = Q/K$

Wird die Gleichgewichtsbedingung im aussenwirtschaftlichen Währungskontext auf die internationale Gleichgewichtsbedingung ( $l_p + i_p = l_H + i_H$ ) ausgedehnt, dann kann die obige inländische Gleichgewichtsbedingung modifiziert werden, indem der nichtpekuniäre Ertrag mit (als Haltungsprämie von ZB-Geld)  $l$  dem pekuniären Ertrag (als Forderungssumme in Form des Marktzinssatzes)  $i$  im peripheren Land gleichgesetzt wird ( $l_p = i_p$ )

Tritt anstatt dieser inländischen Gleichgewichtsbedingung nun der ausländische Part, nämlich die erwartete Änderungsrate des Wechselkurses (bzw. die erwartete Abwertungsrate) dem inländischen Part von der ZB-Geldhaltung und dem Marktzinssatz gegenüber, dann lässt sich die obige internationale Gleichgewichtsbedingung ( $l_p + i_p = l_H + i_H$ ) wie folgt darstellen:

Gleichung 73  $\dot{e} = (i_p - i_H) + (l_H - l_p)$ ,

wobei  $\dot{e} (= \frac{e_2^e - e_1}{e_1})$  und  $(l_H - l_p)$  jeweils die erwartete Abwertungsrate und die Differenz der Liquiditätspräferenz von beiden Ländern bedeuten.<sup>164</sup>

Der Ausdruck der erwarteten Abwertungsrate bedeutet nichts anderes als die Notwendigkeit der Wechselkursstabilität im peripheren Land: 1) Im Fall der unveränderten Differenz der Liquiditätspräferenz von beiden Ländern, d.h.  $\bar{l} = l_H - l_p$  bedeutet dies, dass die erwartete Abwertungsrate von dem linken Part der linken Gleichung ( $i_p - i_H$ ) abhängig ist. Dabei erzwingt der Zinssatz im hegemonialen Land die Bestimmung des Zinssatzes im peripheren Land. Denn die abweichende

<sup>164</sup> Zu dem Zinssatzparitätstheorem, siehe Kapitel I.B.1.a) und b)

Abwertungsrate zwischen dem hegemonialen und dem peripheren Land, etwa durch unveränderte Zinspolitik im peripheren Land - trotz der Veränderung der Zinspolitik im hegemonialen Land - produziert einerseits Druck auf den zukünftigen Wechselkurs, und folglich ergibt sich ein steigender Moment der erwarteten Änderungsrate im Wechselkurs. Andererseits bleibt noch offen, ob die Wechselkursänderungserwartung auch an der Profitentwicklung des peripheren Landes liegt. Denn die Abweichung zwischen der Profitrate und dem Zinssatz kann nur dann den Wechselkurs beeinflussen, wenn eine ungleichgewichtige Konstellation zwischen der Profitrate und dem Zinssatz auch die Veränderung des Wechselkurses hervorruft.

2) Für den Fall der variablen Differenz der Liquiditätspräferenz in beiden Ländern ( $l_H - l_p$ ) ist eine zusätzliche Berücksichtigung der binnenwirtschaftlichen Konstellation notwendig, in der der pekuniäre Zinssatz auf die Haltungsprämie von ZB-Geld  $l$  im peripheren Land und hegemonialen Land gleichgesetzt wird ( $l_p = i_p, l_H = i_H$ ). Dies deutet auf eine flexible Zinspolitik der ZB hin. Mit Hilfe dieser inländischen Gleichgewichtsbedingung kann die erwartete Abwertungsrate dann umgeformt werden in:

$$\text{Gleichung 74} \qquad \dot{e} = (i_p - l_p) + (l_H - i_H)$$

Dabei zeigt sich ebenfalls die Determiniertheit der inländischen Komponente ( $i_p - l_p$ ) durch die ausländische Komponente ( $l_H - i_H$ ), um die Stabilität der erwarteten Wechselkursänderungsrate zu garantieren, obwohl sich die periphere ZB darum bemüht, die Zinspolitik auf die Veränderung der Liquiditätspräferenz anzupassen. Somit stellt im Fall der variablen Differenz der Liquiditätspräferenz von beiden Ländern die Gleichsetzung der Form ( $l_H = i_H$ ) eine notwendige Bedingung dar, was auch als eine Politik der peripheren Wechselkursbindung an die hegemoniale Ankerwährung verstanden wird. Dabei zeigt sich durch Einbeziehen der Gleichgewichtsbedingung in der Interaktion zwischen der Währungssphäre mit der Einkommensbildung ( $l_p = i_p = r = Q/K$ ) die Determinierung der Profitrate  $r$  und des Profits in peripherem Land ( $Q = r \bar{K}$ ).<sup>165</sup>

3) Scheitert jedoch die stabile Wechselkurspolitik (sei es in Form eines flexiblen Wechselkurssystems, sei es in Form eines festen Wechselkurssystems) an der Stabilisierung der erwarteten Abwertungsrate, d.h. wenn die Fälle von 1) und 2) nicht mehr gelten, was in der Regel durch die dauerhafte Fehlentwicklung in Form der dauerhaften Leistungsbilanzdefizite mit den dauerhaften Kapitalverkehrsbilanzüberschüssen zustande kommt, beginnt dieses System zu bröckeln, so dass durch die Zerstörung der Gleichgewichtsbedingung sowohl eine Erosion der Einkommensbildung als auch eine Vernichtung des einheimischen Vermögenswertes in Gang gesetzt wird. Das Phänomen des *Overinvestment* kann zwar steigende faule Kredite (*Non Performing Loans*) verursachen, wie in den Ostasienländern (inkl. Südkorea) seit Mitte der 80er Jahre zu beobachten war. Dies kann aber nicht als Ursache für die Währungskrise

---

<sup>165</sup> Die Abweichung wird im Rahmen des Windfall Effekts erfassbar.

angesehen werden, da dies lediglich dem temporären instabilen Moment dient, was aus der Abweichung von der Gleichgewichtsbedingung  $r = i$  resultiert, wobei hier die Differenz den Umfang der faulen Kredite bestimmt. Der wesentliche Unterschied der Währungs- und Bankenkrise besteht darin, dass bei letzteren trotz des erhöhten Umfangs des faulen Kredits eine Bedingung, nämlich eine Verschiebung der Währungspräferenzkurve, zum *Bank Run* bzw. *Currency Run* fehlt. Dabei steht den steigenden faulen Kreditvolumina lediglich die steigende Differenz zwischen sinkender Profitrate und steigendem Zinssatz gegenüber. Hingegen spiegelt sich bei ersterer immer ein Zustand der Geld- bzw. Währungsilliquidität wider.<sup>166</sup>

b) *Interaktionsgleichgewicht zwischen inländischer Währung und Einkommensbildung*

Hierbei geht es um die angebotsorientierte monetäre Produktionstheorie, welche die Struktur des Interaktionsgleichgewichts zwischen Währungssphäre und Einkommensbildung sowohl in ihrer Beziehung zwischen dem Wechselkurs und dem Lohnsatz (sprich: Wechselkurseffekt) sowie zwischen der Kapitalgütermenge  $K$  und der Beschäftigungsmenge  $L$  (sprich: Mengeneffekt) darstellt. Zur Analyse des Einkommens- und Kapitalbildungsprozesses ist es zweckmässig, die Einkommenskomponente weiter aufzudifferenzieren, um so die Mengen- und Wechselkurseffekte isoliert untersuchen zu können.<sup>167</sup>

(1) *Bildung der Wechselkurservartung während der Einkommensbildung*

Unter Akzeptanz des Liquiditätspräferenztheorems beruht der Wechselkurseffekt auf der Beziehung zwischen der vom Zinssatz bestimmten Profitrate und dem Wechselkurs als Vermögenspreis einerseits sowie auf der Beziehung zwischen dem Wechselkurs und dem Lohnsatz unter Berücksichtigung der Realsphäre andererseits. Wird zur Vereinfachung der Zinseffekt ausgelassen, ermöglicht dabei der Wechselkurs als strategische Variable die Interaktion von Währungssphäre und Einkommensbildung: Das Nominaleinkommen in einem peripheren Land  $Y_p$  wird als produzierte Menge in heimischer Währung  $P_p$  bewertet. Da der in heimischer Währung notierte Preisausdruck formal in hegemonialer Währung darstellbar und der möglichen Wechselkursinstabilität ausgesetzt ist, lässt sich das allgemeine Preisniveau  $P$  in  $P_p e$  umformen, wobei  $P_p$ ,  $y_p$  und  $e$  jeweils das Preisniveau in der peripheren Währung, das Realeinkommen und den nominalen Wechselkurs symbolisiert.<sup>168 169</sup>

---

<sup>166</sup> Zur Währungskrisentheorie, siehe Kapitel I.E.

<sup>167</sup> Über die Preis- und Mengeneffekte, siehe Riese, H. (1986b), Theorie der Inflation, S. 47f.

<sup>168</sup> Dabei ist zu beachten, dass die einheimische periphere Währung nicht jederzeit in hegemoniale Währung umgetauscht werden kann. Gerade in Krisenzeiten wird vom hegemonialen Währungshalter ein derartiger Tausch verweigert.

Gleichung 75

$$eY_p = e(P y_p) = (P_p e) y^p$$

Unter der Annahme eines exogen vorgegebenen Wechselkurses  $\bar{e}$  erfordert die Analyse der Bildung der instabilen Wechselkurserwartung die Aufteilung der Nominaleinkommens-Komponente, in der die Aufbringungsseite (bzw. Verwendungsseite) dem der Verteilungsseite entspricht. Da sich die Lohnsumme  $W$  aus dem Lohnsatz  $w$  und der eingesetzten Arbeitsmenge  $L$  ergibt, lässt sich die Lohnsumme in  $W = w L$  ausdrücken. Da sich die normalen Profite  $Q$  aus der allgemeinen Profitrate  $r$  und aus dem eingesetzten Kapitalwert  $K$  ergeben, lassen sich die normalen Profite ebenfalls als  $Q = r K$  ausdrücken. Das Nominaleinkommen  $Y = P y$  ohne Quasirente (bzw. Extraprofit) lässt sich nun folgendermassen ausdrücken:

Gleichung 76

$$\bar{e}Y = \bar{e}P y = (W + Q)$$

Das Preisniveau  $P$  und der konstante Wechselkurs  $\bar{e}$  können jetzt durch folgende Gleichung dargestellt werden:

Gleichung 77

$$\bar{e}P = [(W + Q)/y] = \{[(wL) + (rK)]/y\} = \{w(L/y) + Q/y\}$$

Dabei drücken  $w$ ,  $L$ ,  $r$  und  $K$  jeweils den Nominallohnsatz, die eingesetzte Arbeitsmenge, die nominale Profitrate und den Geldvorschuss für Produktionsmittel aus.<sup>170</sup>

Wird die obige Gleichung ( $\bar{e}Y = \bar{e}P y = (W + Q) = (wL) + (rK)$ ) in den Lohnsatz  $w$  umgeformt, so ergibt sich aus  $w = [(\bar{e}Y) - (rK)]/L = (\bar{e}Y/L) - (rK)/L = \bar{e}\lambda - [(rK)/Y]/[L/Y] = \bar{e}\lambda - [r\beta]\lambda = \lambda(1/\bar{e} - r\beta)$ , wobei  $\beta$  den reziproken Wert der Kapitalproduktivität den Kapitalkoeffizient (=  $K/Y$ ) darstellt.

Gleichung 78

$$w = \lambda(\bar{e} - r\beta)$$

Für die Lohnquote  $LQ = W/Y = (wL)/Y = w(1/(Y/L)) = w/\lambda$  ergibt sich dann:

Gleichung 79

$$LQ = \bar{e} - r\beta$$

<sup>169</sup> Die Einführung des Wechselkurses und des Preisniveaus darf nicht mit dem KKP-Theorem verwechselt werden. Gemäss dem KKP-Theorem garantiert das Gütermarktgleichgewicht sowohl das Geldmarkt- als auch das Devisenmarktgleichgewicht. Dagegen stellt der Wechselkurs eine exogene Variable dar, welche sich aus dem Vermögensmarkt ergibt.

<sup>170</sup> Das Argument, dass sich Preise (unabhängig von der Produktionstechnik und den Präferenzen der Konsumenten und Produzenten) durch die Liquiditätsprämie ändern - um sich hier noch einmal gegenüber dem neoklassischen Postulat deutlich abzugrenzen -, besitzt somit keinen haltbaren Boden. Denn den Komponenten der Preise fehlt gerade die Liquiditätsprämie. (Vgl. dazu Heinsohn/ Steiger (1988), Warum Zins?..., a.a.O., S. 339)

Die obige Gleichung (79) besagt, dass die Lohnquote im peripheren Land durch Wechselkurs, Profitrate und Kapitalkoeffizient bestimmt wird. Um die Differenz zwischen Nominal- und Reallohn aufzufangen, ist es notwendig, den tatsächlich realisierten Lohn als Effektivlohn (folglich dessen Lohnsatz  $w'$ ) und den von Preiswirkung neutralen Lohns als Gleichgewichtslohn (und dessen Lohnsatz  $w$ ) aufzuteilen. Daraus ergibt sich das Preisniveau als

Gleichung 80 
$$P = \frac{w'}{w} = \frac{w'}{\lambda(e - r\beta)}$$

und der Effektivlohn entsprechend als  $w' = P \lambda (\bar{e} - r \beta)$ . Somit wird das Niveau des Effektivlohns bestimmt, und zwar positiv abhängig von Preisniveau, Arbeits- und Kapitalproduktivität und Aufwertungserwartung des Wechselkurses, und negativ abhängig von Profitrate und Abwertungserwartung des Wechselkurses, wobei die Wechselkurserwartung in dem Modell zunächst einen exogenen Charakter aufweist. Zu bemerken ist auch, dass sich die Kapitalproduktivität nicht aus dem importierten Kapital sondern aus dem im Produktionsprozess eingesetzten Geldvorschuss für Produktionsmittel ergibt, was somit eine Investitionsdynamik verlangt.

Werden in der Einkommenskomponente die Marklagengewinne eingeschlossen, dann muss die Preisniveaubestimmung umformuliert werden. Die Nominaleinkommenskomponente erweitert sich um den zusätzlichen Marklagengewinne:

Gleichung 81 
$$\bar{e} Y = \bar{e} (P y + P' y) = (P' \bar{e}) y = (W + Q + GQ) = (Y_f + GQ)$$

wobei  $P' y$  den Teil der Gewinnkomponente des Preisniveaus als Marklagengewinne ( $GQ$ ) und  $Y_f$  ( $=W + Q$ ) das Faktoreinkommen bezeichnen.

Das gesamte Preisniveau unter Einbeziehung der staatlichen Aktivität und der Aussenwirtschaft lässt sich nun folgendermassen ausdrücken:

Gleichung 82 
$$\bar{e} (P + P') = \bar{e} ((W+Q)/y + GQ/y) = \bar{e} \{w [\lambda + (Q/W)] + (I-S') + (G-T) + (Ex-Im)/y\}$$

Die obige Gleichung lautet dann umgeformt:

Gleichung 83 
$$P + P' = \bar{e} \{(w/\lambda)[1 + (Q/W)]\} + \bar{e} \{[(I-S') + (G-T) + (Ex-Im)]/y\}$$

Die erste Komponente  $\{(w/\lambda)[1 + (Q/W)]\} \bar{e}$  drückt das "Einkommenspreisniveau"  $P_y$  im aussenwirtschaftlichen Kontext aus, welches aus dem Nominallohnsatz  $w$ , der Arbeitsproduktivität  $\lambda$ , der

unternehmerischen Aufschlagskalkulation (“*Mark-up-pricing*”)  $m$  und dem Wechselkurs  $\bar{e}$  besteht: Das *Mark-up*  $m$ ,  $m = (Q/W) \bar{e} = [(r K)/W] \bar{e}$  ergibt sich dabei aus dem Knapphalten von inländischen Geldvorschüssen und ist folglich von der durch den Produktionsprozess bestimmten Profitrate abhängig, wenn sich der Wechselkurs auf das *Mark-up* neutral auswirkt. Andererseits spiegelt sich darin die Preisfestsetzungspolitik der Unternehmer im Sinne der unternehmerischen Aufschlagskalkulation wider, die eine von Geldvorschüssen finanzierten Gewinnsicherung erlaubt.<sup>171</sup> Somit drückt ein *Mark-up-Pricing*  $m$  aus, “...das den Güterzinssatz des Gleichgewichts wiederherstellt, indem es einen über dem Gleichgewichtsniveau liegenden Zinssatz kompensiert” (Riese, H. (1986b), Theorie der Inflation, S. 89, Hervorhebung von M.B.)

Setzt man den Nominallohnsatz durch den Zinssatz (und folglich über der Profitrate) und auch den konstanten Wechselkurs als exogen vorgegebenen Variablen fest, dann ist der auf der Arbeitsproduktivität  $\lambda$  beruhende Preisdruck die einzige strategische Variable, welche im preislichen Kontext deflationär und folglich in Richtung auf eine reale Aufwertung wirkt:

Gleichung 84  $P_y = \frac{\bar{w}}{\lambda} \bar{e}$

Weicht dagegen die Nominallohnentwicklung von dem Nominallohnsatz  $w$  ab, wird im Fall der erhöhten (gesunkenen) Nominallohnentwicklung die Einkommensabwertungserwartung (Einkommensaufwertungserwartung) induziert, was in eine offene Inflation (Deflation) und schliesslich über der gegebenen Phillips-Kurve in eine Abwertungsspirale (Aufwertungsspirale) mündet. Zu bemerken ist, dass eine Politik des festen Wechselkurses auf Dauer keine Garantie für die stabile Wechselkursenerwartung liefert. Denn existiert eine Abweichung zwischen Nominallohnentwicklung, Nominallohnsatz und Profitrate, entsteht eine differierende Tendenz zwischen dem aktuellen Wechselkurs und dem Vertrauen auf das jetzige Wechselkurssystem, was einen Druck auf den aktuellen Wechselkurs ausübt. Somit ergibt sich die Einkommensabwertungsrate  $\dot{e}_y$  im Lohn-Wechselkurs-Mechanismus aus der Differenz zwischen der Änderungsrate des Lohnsatzes  $\dot{w}$  und derjenigen der Arbeitsproduktivität  $\dot{\lambda}$ , was formal wie folgt dargestellt wird:

Gleichung 85  $E(\dot{e}) = \dot{e}_y = (\dot{w} - \dot{\lambda})e$

Dabei bezeichnet  $E(\dot{e})$  die Abwertungserwartung. Werden Lohnstückkosten  $LS/K$  seitens der Unternehmer als das Verhältnis zwischen Lohnsatz ( $w = W/L$ ) und Arbeitsproduktivität ( $\lambda = Y/L$ ) bezeichnet, dann zeigt die Änderungsrate von  $LS/K$  somit laut der oberen Gleichung eine

<sup>171</sup> Siehe Riese, (1986b), Hajo, Theorie der Inflation, S. 89

Abwertungserwartung in peripherer Währung an, obwohl der aktuelle Wechselkurs konstant bleibt, da  $LStK = \bar{e} (W/L)/(Y/L) = \bar{e} w / \lambda$  ist.

Gleichung 86

$$L\dot{St}K = E(\dot{e}) = \dot{e}_y = \bar{e} (\dot{w} - \dot{\lambda})$$

Dabei werden im Falle der Steigerung der Arbeitsproduktivität ( $\lambda$ ) wiederum die Exportpreise niedriger, wobei die Importpreise unverändert bleiben. Dies hat eine reale Unterbewertung der einheimischen Währung zur Folge, welche die Bedingung der positiven Leistungsbilanzuberschuss darstellt. Somit ist die Strategie der steigenden Arbeitsproduktivität aufgrund des endogen vorbestimmten Lohnsatzes notwendigerweise eine Unterbewertungsstrategie, um die Leistungsbilanzposition zu verbessern. Dieses Ergebnis steht der neoklassischen Entwicklungsstrategie entgegen, in der die Senkung der Nominallöhne (und demzufolge der Reallöhne) zur Exporterhohung in einer Verbindung gesehen wird. So schreibt diese neoklassische Erklarungsstrategie den Status von Niedriglohnländern fest.

Die zweite Komponente  $\{[(1-S)+(G-T)+(Ex-Im)]/y\}\bar{e}$  drückt eine Gewinn-Wechselkurs-Wirkung  $e_Q$  im aussenwirtschaftlichen Kontext aus, welche lediglich als verstärkender jedoch nicht als auslösender Moment gegenüber der plötzlichen Abwertung agiert.<sup>172</sup> Denn die Unternehmen besitzen in der Regel die Möglichkeit, die erhöheten Kosten an den Abnehmer bzw. Konsumenten weiterzugeben.<sup>173</sup> Unter Aussetzung der Windfall-Gewinne (bzw. Windfall-Verluste) ist dabei die Komponente der Gewinn-Wechselkurs-Wirkung für die Erklärung der Wechselkursinstabilität insofern irrelevant, als sie lediglich den konjunkturellen Schwankungen unterliegt. Wird aber die Einkommenskomponente auf die Faktoreinkommen  $Y_F$  und die Extragewinne  $GQ$  aufgeteilt, dann drückt die Gewinn-Wechselkurs-Wirkung  $e_Q$  das Verhältnis zwischen dem Nominaleinkommen und Faktoreinkommen aus:<sup>174</sup>

Gleichung 87

$$\bar{e}P_Q = \bar{e} \frac{Y}{Y_F} = \bar{e} \left( \frac{Y_F + GQ}{Y_F} \right) = \bar{e} \left( 1 + \frac{GQ}{Y_F} \right)$$

Wird der Teil  $\frac{GQ}{Y_F}$  im Sinne der Änderungsrate aus der Gewinn-Wechselkurs-Wirkung als Gewinn-

Aufwertungserwartung  $E(\dot{e}_Q)$  bezeichnet, dann drückt sich die Gewinn-Aufwertungserwartung so aus:

<sup>172</sup> Im Binnenmarkt steht dem Abwertungsdrucks ein Inflationsdruck gegenüber, wenn der Inflationsprozess zur monetären Kategorie zugeordnet wird.

<sup>173</sup> Damit wird (anders als bei der neoklassischen Mainstream-Annahme, in der die unbeschränkte vollkommene Konkurrenz als ein Normalfall angesehen wird) die monopolistische- bzw. oligopolistische Position der Unternehmen einen Normalfall eingeschlossen.

<sup>174</sup> Siehe Riese, H. (1985a), Akkumulation, Inflation und Stagnation in der Bundesrepublik Deutschland, S. 6f.

Gleichung 88

$$E(\dot{e}_Q) = E\left(\frac{GQ}{Y_F}\right)\bar{e}$$

Auch aus  $I = S + G_Q$  ergibt sich  $I = s Y_F + E(\dot{e}_Q)$ , da  $Y = [Y_F(1+E(\dot{e}_Q))]$  ist.<sup>175</sup> Dann ist

Gleichung 89

$$Y = \frac{I(1+E(\dot{e}_g))}{s+E(\dot{e}_g)}$$

Bei exogen vorgegebenem Wechselkurs kann in der oberen Gleichung die Einkommensabwertungsrate  $E(\dot{e}_y) = \frac{w}{w_0}$  isoliert werden, die die aus der Nominallohnpolitik der Gewerkschaften resultierenden Angebotsbeschränkungen auf dem Arbeitsmarkt und gleichzeitig die gewinnsichernde Preispolitik der Unternehmer darstellt.<sup>176</sup> Dabei stehen  $E(\dot{e}_Q)$  und  $w_0$  jeweils für die aus Angebotsbeschränkungen resultierende Aufwertungserwartung und den Lohnsatz der Basisperiode. Bildet dabei das reale (um den Einkommensabwertungseffekt bereinigte) Investitionsvolumen  $I_r = \frac{I}{\dot{e}_y}$  neben dem Nominallohnsatz  $w$  eine autonome Kategorie der Einkommensbildung, dann lässt sich die obere Gleichung so umformen:

Gleichung 90

$$Y = \left[ \frac{\bar{I}(1+E(\dot{e}_Q))}{s+E(\dot{e}_Q)} \right] \left( \frac{w}{w_0} \right)$$

Diese Gleichung besagt nun, dass sich die Einkommensbildung aus dem Investitionsprozess ergibt, wobei sich die von einer Angebotsbeschränkung ausgehende Gewinn-Aufwertung positiv und die Einkommensabwertung negativ auf das Einkommensniveau auswirkt. Dabei wird zum einen der temporäre Charakter eingeschlossen, in dem sich die Einkommensverteilung im Ungleichgewicht befinden kann. Zum anderen bedeutet dies auch, dass der Kapitalwert (bzw. Produktionsmittelwert) lediglich das durch die Produktionsbedingungen bestimmte Korrelat der Einkommenshöhe  $K = \beta y$  bildet, da der Kapitalwert keinen eigenständigen Stellenwert aufweist, weil er sich entweder durch den Kapitalkoeffizienten  $\beta$  oder durch das Realeinkommen  $y$  bestimmt ergibt.<sup>177</sup>

<sup>175</sup> Zur folgenden Darstellung, vgl. auch. Riese, H. (1985b), Akkumulation und Wachstum in der Krise, S. 613ff.

<sup>176</sup> Lässt sich dabei das Realeinkommen ohne Wechselkurs auf die Preise der Basisperiode beziehen, dann ist  $y = w_0 + Q_0$  und  $W_0 = w_0 L$ . Damit ist  $y = w_0 L(1+m)$ , wobei  $m$  als  $(Q/W)$  den konstanten Aufschlag auf die Faktorkosten darstellt. Daraus ergibt sich der faktorbezogene Preisniveaueffekt  $P_y = \frac{Y_f}{y} = \frac{w}{w_0}$ . (Siehe Riese, H. (1985b), a.a.O., S. 613)

<sup>177</sup> Hajo Riese, H. (1985b), a.a.O., S. 615

Die Gleichung  $P = (P^P / \bar{e}) = \{w [1 + (Q/W)]\} \bar{e}$  stellt auch eine mögliche Verbindung zwischen dem Preisniveau und der künftigen Wechselkursentwicklung dar: Denn die Stabilität des Wechselkurses  $E(\bar{e})$  bildet gleichzeitig aufgrund der vorgegebenen Phillips-Kurve auch einen Teil der Stabilität des inländischen Preisniveaus. Steigt dabei entweder aufgrund der Lohnpolitik oder aufgrund von einer unerwarteten, negativen Gewinnentwicklung der erwartete Wechselkurs unerwartet hoch an, wirkt sich dies trotz der Konstanz der Variablen  $w$ ,  $\alpha$  und  $m$  auch auf das steigende Preisniveau aus, was sich wiederum in Form einer importierten Inflation bemerkbar macht. Wird anstelle des Effekts vom Preisniveau allein der Effekt vom Wechselkurs betrachtet, d.h. bleibt im betrachteten Land das inländische Preisniveau stabil, lässt sich die obige Gleichung  $P = (P^P / \bar{e}) = \{w [1 + (Q/W)]\}$  durch die Komponente des Wechselkurses wie folgt umschreiben:  $\bar{e} = \frac{P}{P^P} = \{w [1 + (Q/W)]\}$ . Unter Ausschaltung des Preiseffektes wirken sich dann die Komponenten der rechten Seite der zweiten Gleichung als Steigerung der Arbeitsproduktivität  $\lambda (=1/l)$  und der Nominallöhne  $W$  abwertend aus. Dagegen wirken sich die Steigerung des Lohnsatzes  $w$  und des *Mark-up*  $m = (Q/W)$  nur temporär aufwertend aus, weil Lohnsatz und *Mark-up* vom Vermögensmarkt her bestimmt werden.

## (2) *Auswirkung des Wechselkurses auf die Einkommensbildung*

Auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene kann die Rolle der Wechselkursstabilität für die Einkommensbildung im Rahmen der Rückwirkung des Wechselkurses auf die Einkommensbildung erfasst werden. Seit Mitte der 80er Jahre wurde zwar im *Mainstream*-Lager ein auf dem Mundell-Fleming-Modell beruhendes und weiter entwickeltes Branson-Love-Modell (1986,1987,1988)<sup>178</sup> für Schlüsselwährungsländer wie beispielsweise Japan und USA verwendet, mit Hilfe dessen die Wirkungen der Wechselkursschwankungen auf die Produktions- und Beschäftigungsänderungen untersucht wurden. Dabei wurde jedoch nicht zwischen dem Begriff des aktuellen Wechselkurses und der überbewerteten (bzw. unterbewerteten) einheimischen Währungslage unterschieden, was dazu führte, dass auf der statistischen Ebene lediglich die auf dem Policy-Mix und folglich auf den aktuellen Schwankungen beruhenden Wechselkursänderungen in Relation zu den Produktions- und Beschäftigungsänderungen untersucht wurden, jedoch nicht deren Ursachen. Somit ist einerseits das Branson-Love-Modell mit Vorsicht zu betrachten, um dadurch zu Aussagen über die wirtschaftspolitische Strategie in den peripheren Ländern zu gelangen, denn dies wird erst durch die mit der Leistungsbilanz (bzw. mit der Kapitalverkehrsbilanz) verbundene Wechselkurslage in den Wechselkurseffekten erreicht.

<sup>178</sup> Siehe dazu Branson, W. H./ J. P. Love (1986), Dollar Appreciation and Manufacturing Employment and Output, Branson, — (1987), The Real Exchange Rate, Employment in U.S. Manufacturing: State and Regional Results und — (1988), The Real Exchange Rate, Employment and Output in Manufacturing in the U.S. and Japan

So wird hier anstatt des Branson-Love-Modells auf die Analyse von bisher entwickelten Ansätzen zur Einkommensbildung zurückgegriffen. Auf der gesamtwirtschaftlichen Nachfrageseite geht es um die Nachfrage nach inländischen Produkten (d.h. die Investitions-, Konsumtions- und Exportnachfrage, sowohl die private als auch die staatliche), die vor allem mit den Einkommenskomponenten der Aufbringungsseite verbunden sind und sich auf den aktuellen Wechselkurs  $e$  und die Wechselkursänderungserwartungen  $E(\dot{e})$  auswirken. Die Wechselkursänderungserwartungen  $E(\dot{e})$  werden dabei ihrerseits auch durch unterschiedliche Parameter wie Einkommensabwertungserwartung und Gewinn-Aufwertungserwartung, was im vorigen Abschnitt dargestellt wurde.

Gleichung 91 
$$Y^D = I + C + I^G + C^G + Ex = Y^D(e, E(\dot{e}))$$

Dabei wird durch das Superskript G die staatliche Nachfrageseite ausgedrückt. Auf der gesamtwirtschaftlichen Angebotsseite geht es um die das Angebot beeinflussenden Wirtschaftsfaktoren, bei denen neben den herkömmlichen Produktionsfaktoren wie Arbeit A, Kapitalstock K und Boden B auch die aktuelle und erwartete Wechselkursänderung ( $e, E(\dot{e})$ ) relevant ist. Dabei werden wiederum die Arbeit A durch den von der Einkommensbildung determinierten Arbeitsmarkt, der Kapitalstock K vom realisierten Gewinn vergangener Perioden sowie der erwartete Wechselkurs  $E(e)$  von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrageseite bestimmt. Formal kann dies wie folgt dargestellt werden:

Gleichung 92 
$$Y^S = yP = Y^S(A, K, B, e, E(\dot{e}))$$

Hier wird ausschliesslich die Auswirkung des Wechselkurses auf die Investitionstätigkeit betrachtet, wobei die Tatsache mitberücksichtigt wird, dass die Investitionstätigkeit sowohl für die Einkommensbildung einen Kernpunkt als auch die Investitionsentscheidung in der Regel eine mit *Sunk Costs* verbundene Irreversibilität der Investitionsprojekte ausmacht, um so die Wichtigkeit der Wechselkursvolatilität deutlich zu machen. Denn ein stabiler erwarteter Wechselkurs bedeutet, dass die mit dem Wechselkurs verbundene Unsicherheit insofern reduziert wird, als die Investitionsträger (seien es staatliche oder unternehmerische) sich allein an der von Wechselkursinstabilität bereinigten Gewinnerwartung orientieren können. Dies bedeutet wiederum, dass die Differenzen der Liquiditätspräferenz von beiden Währungen  $l^H - l^P$  stabil bleiben. Bleiben dabei die übrigen relevanten Einflussfaktoren innerhalb der aktuellen Wechselkurse aufgrund der Gleichgewichtsbedingung zwischen den Zinssatz- und erwarteten Profitdifferenzen zwar stabil, ändert sich jedoch der erwartete Wechselkurs aufgrund der Verschiebung der Differenzen der Liquiditätspräferenzen, oder beispielsweise aufgrund von Veränderungen der Arbeitsproduktivität resultierenden dauerhaften Leistungsbilanzdefiziten (bzw. den dauerhaften Kapitalimporten im peripheren Land), dann wirkt sich die Verschiebung der Liquiditätspräferenz auf die Investitionsentscheidung aus, da die Unternehmen

möglichst die damit verbundenen Kosten zu reduzieren versuchen.<sup>179</sup> Dabei kann die einzelwirtschaftliche Entscheidung der Unternehmen jedoch nicht die Liquiditätspräferenz der einheimischen Währung beeinflussen, da die grossen Schwankungen des Wechselkurses (hier ist nicht die einmalige Abwertung gemeint) aufgrund der gestiegenen Unsicherheit zu einer geminderten Investitionstätigkeit führen.<sup>180</sup>

Zwar gibt es eine Reihe von Möglichkeiten, mit denen die Unternehmen auf die steigende Wechselkursersparung reagieren, beispielsweise mit erhöhtem Exportvolumen bzw. mit der Verlagerung von Produktionsstätten in den verbilligten Währungsraum (sog. *location effect*) und mit der Zunahme von Direktinvestitionen aus dem Ausland. Diese einzelnen unternehmerischen Massnahmen sind nicht nur gegen die später erhöhten Einfuhrpreise wirkungslos, sondern sie beschleunigen auch den vorgezogenen Importboom, da der jetzige Kauf billiger ist. Die Drosselung der Einfuhr führt dagegen dank einer einheimischen Produktionsausstattung, die vom Ausland abhängig ist, zur Reduzierung des Investitionsvolumens. Darüber hinaus zwingt die starke Abwertungswartung die in hegemonialer Währung verschuldeten Unternehmen aufgrund des Anstiegs der Verschuldungssumme zu einer Reduzierung ihrer Investitionstätigkeit.

Ebenfalls zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang, dass aufgrund des existierenden unternehmerischen *Mark-up* der Wechselkurs die Relation zwischen den Konsumtions- und Investitionsausgaben festschreibt. Dank der Weitergabe der erhöhten Importkosten auf die Konsumenten beeinflusst dieses zwar zunächst die Unternehmergewinne nicht sofort, aufgrund des Aufschlagspreises. So besteht zunächst aufgrund der Überwertungslage seitens der Konsumenten bzw. Produzenten Nachfrage nach den verbilligten Importgütern, was dann zu erhöhten Investitionsausgaben und so zu erhöhten Gewinnen führt. Diese Ungleichgewichte innerhalb der steigenden Unternehmensgewinne basieren jedoch auf einer Verschlechterung der Leistungsbilanz, was wiederum den Druck auf den steigenden Wechselkurs erhöht.

### (3) *Mengeneffekte und Wechselkursersparung*

Im folgenden Abschnitt geht es darum zu untersuchen, inwieweit sich die Einkommensverwendung auf die Einkommensbildung und dadurch als eventuelle Störung des aktuellen Wechselkurssystems auswirkt. Dabei wird der Preiseffekt ausgeblendet, d.h. innerhalb der Mengeneffekte bleibt die (faktor-)preisneutrale Wirkung aus. Lässt sich die Einkommensverteilung ohne Extraprofit, d.h. als

<sup>179</sup> Zur Vereinfachung wird vorausgesetzt, dass die Preisniveaudifferenzen von beiden zu betrachtenden Ländern als stabil (bzw. konstant) angenommen wurden.

<sup>180</sup> In Bezug auf die Rolle der Liquiditätspräferenz von beiden Währungen ändert die aus der Profit-, Zins- und Preisniveauseite hervorgerufenen Nachfrage- und Angebotschwankungen den Sachverhalt nicht, wenn anstatt des nominal erwarteten Wechselkurses die

Preisniveauschwankung des real erwarteten Wechselkurses eingeschlossen ist. Formal wird dies folgendermassen dargestellt:  $E(\dot{e}) = P$

$$\frac{E(\dot{e})}{P} = P \text{ (Real } E(\dot{e}) \text{)}.$$

Faktoreinkommen, in Lohnsumme  $W$  und den normalen Profit  $Q$  aufteilen, bildet darin als Unterkomponente das Produkt aus dem Lohnsatz  $w$  und der eingesetzten Arbeitsmenge (bzw. Beschäftigungsmenge)  $L$  wiederum den Mengeneffekt. Da der Lohnsatz  $w$  - gemäss der Annahme, dass ein faktorkosten- und profitbezogener Preisniveauanstieg als zusätzliche Variable eliminiert wird, - als konstanter Faktor  $\bar{w}$  unterstellt wird, wird die Lohnsumme als  $W = \bar{w}L$  bezeichnet. Der Mengenstrang drückt dabei die Beziehung zwischen der Kapitalgütermenge und der Beschäftigungsmenge aus: d.h. bei dem Mengenstrang orientiert sich die Einkommensverwendung  $e(C + I + (G-T) + (Ex-Im))$  an dem einkommensbildenden Kapital  $\bar{K}$ , welches unter dem produktionstheoretischen Aspekt als Kapitalgütermenge und unter verteilungstheoretischem Aspekt als Produktionsmittelwert zu verzeichnen ist. Die primäre Aussage des Interaktionsgleichgewichts besteht darin, dass die Profitrate  $r$  und demzufolge die Kapitalgütermenge  $\bar{K}$  via Einkommensbildung den Lohnsatz  $w$  und die Beschäftigungsmenge  $L$  darstellt. So verläuft die Bestimmung von Lohnsatz  $w$  und Beschäftigungsmenge  $L$  **unabhängig** von der Arbeitsmarktfunktion. Daher ist die Annahme abzulehnen, dass Lohnsatz  $w$  und die Beschäftigungsmenge  $L$  in einer Wechselbeziehung zueinander stünden. Denn eine hierarchische Marktlage, in der innerhalb der Gleichgewichtskonstellation die Währungssphäre und demzufolge die Vermögenssphäre die agierende Funktion ausübt, führt dazu, dass der Arbeitsmarkt lediglich als residualer Teilmarkt der Gütersphäre fungiert. Der Mengenstrang ergibt sich dabei aus der Relation zwischen Beschäftigungsmenge  $L$ , Arbeitskoeffizienten  $\alpha = L/Y$ , und Kapitalkoeffizienten  $\beta$ . Wenn das Nominaleinkommen  $Y$  mit der Formel  $K/\beta$  bezeichnet wird, ergibt sich daraus folgende Gleichung:

Gleichung 93

$$L = \alpha \bar{K} / \beta$$

Diese Gleichung besagt, dass bei gegebener Kapitalmenge  $\bar{K}$  ein Steigen des Arbeitskoeffizienten und somit eine Senkung der Arbeitsproduktivität (nicht eine Steigung) zur erhöhten Nachfrage nach Arbeit führt, wobei das Ergebnis aufgrund des Doppelcharakters des Kapitals offen ist, die Frage also, ob ein Steigen des Kapitalkoeffizienten die Nachfrage nach Arbeit notwendigerweise vermindert: Bleibt innerhalb des beschäftigungstheoretischen Kontextes das Nominaleinkommen im peripheren Land  $Y_p$  (zunächst ohne Berücksichtigung der hegemonialen Währung) auf den Gütermarkt beschränkt, wobei sich die Summe der mit den  $n$  Güterpreisen im peripheren Land  $p_p$  bewerteten (bzw. produzierten) Güter  $x$  Vektoren als  $eY_p = p_p x$  ausdrücken lässt, lässt sich die Beschäftigungstheorie (und die Arbeitsmarkttheorie) im untersuchten Land aus der Einkommensbildung ableiten, in der die Nachfrage nach Arbeit  $N_p$  von der nominalen Einkommensbildung abhängt.

Gleichung 94

$$N_p = \alpha Y_p$$

Der Parameter  $\alpha$  ( $= N_p/Y_p$ ) bezeichnet dabei den Arbeitskoeffizienten im peripheren Land, welcher das Wertverhältnis zwischen dem Nominaleinkommen und der Arbeitsaufwendung ausdrückt. Somit kann nun als reziproker Wert  $Y_p/N_p$  die Arbeitsproduktivität im peripheren Land  $\lambda$  ( $= (1/\alpha) = Y_p/N_p$ ) angegeben werden, in der die Wertaufbringung für das Nominaleinkommen als Mengeneinheit der Arbeit aufgewendet wird. Dabei stellen beide Faktoren von Arbeit und Kapital nicht Preiskategorien, sondern die aus der Investitionsdynamik resultierenden Wertschöpfungskategorien dar. Mit anderen Worten ist die einzelwirtschaftliche, betriebliche Sichtweise nicht einfach auf den gesamtwirtschaftlichen Aspekt übertragbar, da Arbeit und Kapital hier lediglich als Kostenfaktor angesehen werden und die Übertragbarkeit eines bestimmten homogenen Gutes implizieren würde.

Unter der Annahme des konstanten Lohnsatzes bedeutet der Zusammenhang zwischen Arbeitskoeffizienten und Beschäftigungsmenge, dass die Nachfrage nach Arbeit nur dann zum Anstieg (der Senkung) des Nominaleinkommens beiträgt, wenn der Arbeitskoeffizient im peripheren Land  $\alpha$  ( $= N^p/Y^p$ ) steigt (sinkt), was wiederum als Kehrseite einen Rückgang (eine Steigerung) der Arbeitsproduktivität nach sich zieht. Dies führt dazu, dass unter dem gegebenen Lohnsatz eine Erhöhung der eingesetzten Arbeitsmenge auf die Lohnsumme positiv beeinflusst, wobei die Relation zwischen der eingesetzten Arbeitsmenge und der Beschäftigungsmenge davon abhängt, ob die steigende Arbeitsmenge zur niedrigen Arbeitsproduktivität beiträgt. Lässt man nun die Veränderung der modellexogenen Variablen zu, bedeutet dies auch, dass die Beschäftigungsmenge nur dann stabil gehalten wird, wenn die hohe Steigerung der Arbeitsproduktivität durch die hohe Profitrate und ergo durch die hohe Kapitalwertschöpfung überkompensiert wird. Somit folgt im Fall des gleichzeitigen Anstiegs von Arbeitsproduktivität und Nominaleinkommen und ohne Substitutionsverhältnis zwischen der Arbeits- und Kapitalproduktivität dann, dass eine hohe Beschäftigungslage nur dann erhalten bleiben kann, wenn sich (ausgehend vom Beschäftigungsaspekt) das Gleichgewicht des Arbeitsmarktes in der Hinsicht verschiebt, dass die Freisetzung von Arbeitskräften (als Folge der gesunkenen Arbeitsnachfrage) nur noch durch den erhöhten Kapitalstock abgefangen wird, der als modellexogene Variante wie beispielsweise vom technischen Fortschritt abhängt. Eine erfolgreiche Beschäftigungssituation kann dann dadurch gesichert werden, dass diese Konstellation (hohe Arbeitsproduktivität und hohes Nominaleinkommen mit hoher Freisetzung der Arbeitskräfte) durch eine mit weniger arbeitssubstitutive Technikwahl (sprich: Expansionsinvestition) eingehende Erhöhung des Kapitalstocks zustande kommt, in dem trotz der starken Freisetzung von Arbeitskräften durch den von der Investitionsdynamik neu geschaffenen Beschäftigungseffekt überkompensiert wird. Allerdings kann sich solche erfolgreiche Beschäftigungspolitik nicht auf die Wechselkurserwartung neutral auswirken. Denn stellt sich dabei eine dauerhafte Diskrepanz zwischen der Aufbringungs- und Verwendungsseite mit hohem Beschäftigungsniveau ein, wirkt diese erfolgreiche Beschäftigungspolitik als Abwertungsdruck, da dieser künstlich geschaffenen Beschäftigungsunterstützung zum Zweck der Konjunktur ein steigender

Schuldenaufbau in hegemonialer Währung gegenübersteht. (Siehe dazu den empirischen Teil über Südkorea)

Hinsichtlich der Änderung der Lagerbestände als eine Mengenänderung ergibt sich die effektive Nachfrage aus der Diskrepanz zwischen dem geplanten Nominaleinkommen und dem tatsächlichen Nominaleinkommen. Formal lässt sich das wie folgt ausdrücken:

Ungleichung 5

$$Y \begin{matrix} < \\ > \end{matrix} C+I$$

Die obige Ungleichung besagt, dass sich die Güter- bzw. Produktionsmenge jeweils aus der exogenen Änderung der Konsum- und Investitionsquote ergibt. Dabei spielt eine Diskrepanz zwischen der Einkommensverwendung und –aufteilung als treibende Kraft die entscheidende Rolle für die Lagerbestandsanderung.<sup>181</sup> Wird die erste Nominalkomponente Y in  $Y = C + S$  aufgeteilt, lässt sich dann die obige Ungleichung wie folgt formal darstellen:

Ungleichung 6

$$S \begin{matrix} < \\ > \end{matrix} I.$$

Der Fall  $S < I$  beschreibt dabei die Situation, in der (laut Annahme keine Angebotsbeschränkungen, die zu einer Steigung des Preisniveaus führen und damit keinen profitsichernden steigenden Druck auf das Preisniveau) Unternehmen durch diesen Mechanismus das Signal für eine Revision der Produktionspläne erhalten – und zwar ausschliesslich durch den Abbau der Lagerbestände und folglich auch durch mehr Freisetzung von Arbeitskräften. Im Fall  $S > I$  zeichnet sich dagegen ohne den Preisniveaueffekt analog des umgekehrten oberen Falles die Aufbauphase der Lagerbestände und mehr Beschäftigung ab. Im Zusammenhang mit der Wechselkurserwartung ist zu erwähnen, dass die Veränderung der Lagerbestände nur dann für die Wechselkurserwartung relevant ist, wenn sie direkt mit einer Veränderung der Leistungsbilanz einhergeht. Nur dann existiert eine Verbindung zwischen Lagerbestände und Wechselkursänderung: Geht beispielsweise die dauerhafte Leistungsbilanz mit der kontinuierlichen Steigerung der Lagerbestände einher, wobei die gesamte Einkommenszuwachsrate stabil bleibt, bedeutet dies, dass Lagerbestände im peripheren Land auf dem aus der Verschuldung in hegemonialer Währung finanzierten Produktionssystem beruhen. Dies kann für die Kreditgeber in hegemonialer Währung als Signal interpretiert werden, so dass trotz der stabilen Einkommenszuwachsrate Skepsis für die künftige Einkommensbildung hervorgerufen wird. Somit sind die reduzierten

---

<sup>181</sup> Hingegen basiert der Kahn'sche Multiplikatoreffekt zwar auch auf der exogenen autonomen Änderung der Konsum- und Investitionsquote, dennoch ist das Verhältnis zwischen dem autonomen Investitionsvolumen und dem Multiplikator  $1/s$  – ein entscheidender Faktor zur Erhöhung der effektiven Nachfrage. Dabei ist die Voraussetzung eines Multiplikatorprozesses gerade die Existenz der stabiler Verhalten zwischen der Einkommensverwendung und der Einkommensaufteilung.

Lagerbestände bei stabiler Produktionsmenge zur Minderung der Skepsis seitens Kreditgeber in hegemonialer Währung ein wichtiger Indikator für die weitere Verlängerung der bisherigen Kredite.

(4) *Das gesamtwirtschaftliche Interaktionsgleichgewicht in einer offenen Volkswirtschaft*

Hier wird im Rahmen des gesamtwirtschaftlichen Interaktionsgleichgewichts die Entwicklung der Quasirente auf den Einkommensbildungsprozess in einer offenen Volkswirtschaft untersucht. Hinsichtlich des Windfall-Effektes beeinflussen der Zinssatz und die Produktionsbedingungen über den Gewinn-Investitionsmechanismus die Einkommensverteilung, da  $w = \lambda (\bar{e} - r \beta)$  ist. Dabei sind zusätzliche Gewinne (bzw. Verluste) erlaubt, je nachdem, ob der Geldzinssatz den Güterzinssatz übersteigt, was eine Investitions- und Exportdynamik schafft. 1) Zum  $i < r$ : Im Falle der Unterbeschäftigung ist es möglich, dass eine Erhöhung der Investitionsquote nicht zu einer Exportsteigerung und ergo nicht zu einer entsprechenden Erhöhung des Einkommens führt, wenn z.B. Angebotsbeschränkungen auftreten, die eine Steigung des Preisniveaus und/oder des Wechselkurses bewirken, die sich in entsprechenden Gewinnen niederschlägt und damit die Profitrate über das Zinsniveau hebt. Dieses Ungleichgewicht besitzt insofern einen temporären Charakter, weil eine Erhöhung der Produktion und der Exporte und folglich des Einkommens über Kapazitäts- und Beschäftigungseffekte die Angebotsbeschränkungen wieder aufgelöst, was dann dazu führt, dass die Profitrate auf den Gleichgewichtszins zurückgedrängt wird.<sup>182</sup> Das bedeutet, dass bis zur Wiederherstellung der Gleichgewichtsbedingung eine auf Unterbewertungsstrategie beruhende Aufwertungstendenz vorliegt. Im Falle einer Senkung der Investitionsausgaben und des Exportvolumens tritt dieser Effekt dann in umgekehrter Folge auf. Tritt dagegen trotz der Angebotsbeschränkungen keine Steigerung sowohl des Preisniveaus als auch des Wechselkurses (z.B. aufgrund der Ankerung der hegemonialen Währung) ein, führt dies zwar zu einer Erhöhung des Einkommens, aber nur, wenn eine Erhöhung der Arbeitsproduktivität mit positiven Leistungsbilanzüberschüssen einhergeht. Bleibt die Unterbewertungsstrategie jedoch aufgrund der Leistungsbilanzdefizite blockiert, kann der positive Einkommenseffekt aufgrund der ungleichen temporären Natur nicht von Dauer sein.

Im Falle der Vollbeschäftigung heisst dies, dass die Knappheit des Faktors Arbeit keine Produktivitätserhöhungen auslöst. Folglich stellen Angebotsbeschränkungen kein temporäres Phänomen dar. Eine Erhöhung der Investitions- und Exportquote führt dabei zu einer entsprechenden Erhöhung der Gewinnquote, so dass die gestiegene Profitrate wiederum die Investitionstätigkeit anregt, so dass eine

---

<sup>182</sup> Siehe Riese, H. (1981), Theorie der Produktion und Einkommensverteilung, S. 525

gegenseitige Stimulation von Investitions- und Exportdynamik und Gewinnen eintreten kann. (Sprich: Krug der Witwe in der Vollbeschäftigungssituation)<sup>183</sup>

“Der steigenden Profitrate kann sogar ein sinkender Zinssatz entsprechen, zumindest insoweit, als der Zinssatz die Liquiditätsprämie ausdrückt, da die hohe Profitrate das Halten von Geld unattraktiv macht und damit die Liquiditätsprämie senkt.” (Riese, H. (1981), Theorie der Produktion und Einkommensverteilung, In: Ausgewählte Schriften (2001), S. 525)

Dabei erweist sich eine auf den unterbewerteten Wechselkurs beruhende Exportförderung ebenfalls als ein Garant für die Gewinn-Investitionsdynamik. Ist dies nicht der Fall, dann wäre eine niedrige Investitionsquote mit niedriger Gewinn- und Exportquote möglich, wobei die sinkende Profitrate dem steigenden Zinssatz entspricht. Dies lässt sich aufgrund der steigenden Skepsis gegenüber dem jetzigen Wechselkurssystem als rapide Senkung der Liquiditätsprämie der peripheren Währung darstellen, wobei sich dieser sinkende Einkommensbildungsprozess -(als Kehrseite des Geldzinssatzes) in einer sinkenden Bereitschaft der Geldaufgabe in peripherer Währung widerspiegelt. Es ist in diesem Zusammenhang jedoch nicht ausgeschlossen, dass der o.g. kumulative Prozess in steigende Deflationsraten mündet, was dann das Vertrauen auf die einheimische Währung weiterhin schmälert. Für die Gleichgewichtsbestimmung besteht daher die Notwendigkeit eines Doppelgleichgewichts, in dem einerseits die Gleichsetzung zwischen Zinssatz und Profitrate eine Übereinstimmung von Investition und Ersparnis verlangt. Andererseits verlangt diese Gleichsetzung eine Identität zwischen der Einkommensbildung und der Einkommensverwendung auf einem hohen Level, da die Gleichgewichtsbedingung  $i = r$  die Einkommensverteilung  $m = (e - r \beta)$  determiniert.<sup>184</sup> Der sogenannte “Krug der Witwe” stellt dabei eine Vorgabe für die Einkommensverteilung dar, in der eine sinkende Sparquote des Lohnempfängers und eine steigende Sparquote des Profitempfängers positiv zur Investitions- und Exportdynamik und damit zur positiven Einkommensbildung beitragen. Dabei drücken  $s_Q$ ,  $s_W$  jeweils die Sparquote von Profit- und Lohnempfänger aus.<sup>185</sup>

Gleichung 95

$$I + Ex = [s_Q - m(s_Q - s_W)]Y$$

In einem stationären Gleichgewicht gilt zwar, dass die aus den Bruttoinvestitionsausgaben resultierenden Kapitalstocks keine Bestandsänderung des Kapitalstockwertes erlauben, da die Nettoinvestitionen im stationären Gleichgewicht gleich Null ( $I^{Nt} \equiv \Delta K = 0$ ) sind. Im dynamischen Kontext bedeutet dies aber, “... solange es eine positive Differenz zwischen erwarteten Erträgen und

<sup>183</sup> Die Vollbeschäftigungspolitik in Südkorea macht somit durchaus wirtschaftspolitischen Sinn, obwohl gleichzeitig aufgrund der Mehr-Verwendung als Aufbringung ein dauerhafter Druck auf den Wechselkurseffekt in Kauf genommen wurde.

<sup>184</sup> Die Kaldor’sche Verteilungstheorie stellt dagegen im Fall der Vollbeschäftigung kein langfristiges Gleichgewicht dar. (Vgl. Riese, H. (1981), Theorie der Produktion und Einkommensverteilung, S. 525f.)

<sup>185</sup> Beim neoklassischen Pendant wird dies umgedreht, so dass “... die Produktion den Einsatz an Arbeit, nicht aber das Angebot an Arbeit die Produktion steuert...” (Riese, H. (1981), Theorie der Produktion und Einkommensverteilung, S. 527)

*Finanzierungskosten gibt, existieren Anreize, die Nettoinvestitionen zu erhöhen und den Kapitalstock auszuweiten, im Falle einer negativen Differenz existieren Anreize, den Kapitalstock zu reduzieren.”* (Fritsche, U. (2002), Stabilisierungs- und Strukturanpassungsprogramme..., S. 169)

Dabei ist zu erwähnen, dass das Verhältnis zwischen der Investitions- und Exportdynamik nur dann auf Dauer stabil bleibt, wenn sich die unterbewertete Wechselkurspolitik gegenüber der drohenden Überwertung erfolgreich durchsetzt. Denn eine erfolgreiche Unterbewertungspolitik verlangt dauerhafte Leistungsbilanzüberschüsse. Das Exportvolumen kann hingegen trotz der Mehr-Importe eine Zeit lang von den Entwicklungen der Investitionsvolumina variieren, die dann eine Überbewertung im Sinne der dauerhaften Leistungsbilanzdefizite indizieren, was sich auch in den von den Asienkrisen betroffenen Ländern zeigte.

(5) *Marktphasen in einer offener Volkswirtschaft*

Im Unterschied zur traditionellen Konjunkturzyklustheorie, in der ein regelmässig wiederkehrender Zeitpfad stattfindet, zeichnet sich die Einkommensbildung in einer offener Volkswirtschaft dadurch aus, dass der Einkommensbildungsprozess in einer Schaukelbeziehung zwischen der Gewinn- und der Einkommensinflationskomponente steht, in der sich Gewinnaufwertungs- und Einkommensabwertungsdruck prozyklisch auswirken.<sup>186</sup> In Bezug auf die Investitions- und Exporttätigkeit sind die folgenden Fälle 1), 2), 3) und 4) jeweils durch eine steigende, stabile, sinkende und niedrige Investitions- und Exportquote gekennzeichnet, die sich auf die Einkommensbildung entscheidend auswirken.<sup>187188</sup> Es ist zwar möglich, dass sich die Investitions- und die Exporttätigkeit gegenläufig entwickeln. Um die Sachlage aber nicht zu erschweren, bleibt dieser Fall unberührt. Der Marktprozess ist dann in folgende vier Phasen aufteilbar: 1) Zunächst geht in der Akkumulationsphase die Gewinninflation mit einer Einkommensdeflation einher, was tendenziell eine Preisstabilität bewirkt. Wird dabei die Gewinnaufwertungserwartung durch die Einkommenserhöhung verstärkt, handelt es sich um die Akkumulationsphase mit der Aufwertungs-tendenz, die zwei Voraussetzungen verlangt: sowohl eine Einkommensdeflation als auch solide Leistungsbilanzüberschüsse. Bei Einkommensdeflation spiegelt sich die Marktconstellation wider, dass die Lohnempfänger eine Nominalloohnerhöhung trotz des stabilen Anstiegs über den Produktivitätsanstieg nicht durchsetzen. Dies kann man auch als eine mit Export- und Investitionsdynamik verbundene Boomphase bezeichnen, in der die Kapitalbildung (s) mit dauerhaften Leistungsbilanzüberschüssen einhergeht.

---

<sup>186</sup> Hierzu siehe Riese, H. (1985a), a.a.O., S. 10f.

<sup>187</sup> Es ist hier nicht beabsichtigt, die Investitionsfunktion zu untersuchen, sondern das Investitionsverhalten, das die Mengen- und Gewinneffekte hervorruft.

<sup>188</sup> Siehe dazu Riese, H. (1985a), a.a.O., S. 15

2) In der Inflationsphase geht die Gewinninflation mit einer Einkommensinflation einher, wobei (in der Regel) das *Spillover* von der ersten auf die zweite einen kumulativen Prozess darstellt. In dieser Phase ist einerseits die Lohn-Preis-Spirale ein typisches Phänomen, in dem die Lohnsteigerungsrate jenseits des Produktivitätszuwachses liegt. Andererseits korrespondiert das Wirtschaftswachstum mit der hohen Inflationsrate, so dass der Inflationsprozess den realen Zuwachs der Einkommensbildung verzerrt. Bleibt dabei mit Hilfe der festen Bindung an die hegemoniale Ankerwährung die offene Inflationsrate unterdrückt, entsteht ein steigender Druck auf den aktuellen Wechselkurs und folglich wächst die Skepsis über die Beibehaltung des (quasi-) festen Wechselkurssystems, was dann wiederum Anlass zur spekulativen Attacke auf die periphere Währung gibt.

3) In der Stagnationsphase geht die Gewinndeflation mit einer Einkommensinflation einher, was ein rückwirkendes *Spillover* auf den Rückgang der Inflationsrate bewirkt und schliesslich zu einem Stillstand der Einkommensinflation führt. Dabei kann die Investitions- und Exporttätigkeit auf einem niedrigen Niveau liegen, indem die Profitrate unter dem Marktzinssatz läuft. In diesem Fall entsteht ebenfalls ein Abwertungsdruck auf den aktuellen Wechselkurs, wobei es hier keine Rolle spielt, ob es sich beim jetzigen Wechselkurssystem um einen festen oder um einen flexiblen handelt. Denn allein der wachsende Zweifel an die Zahlungsfähigkeit der in hegemonialer Währung verschuldeten Ökonomie trägt zu einer Währungsspekulation bei, was auch im Fall des vollständig flexiblen Wechselkurssystems nicht verhindert wird. Liegt dagegen die Investitions- und Exporttätigkeit auf einem hohen Niveau vor, wird dies als Erholungsphase bezeichnet, in der die Profitrate gleich bzw. oberhalb des Marktzinssatzes läuft. Dies kann ein Ausweg aus der Abwertungsspirale sein. Allerdings werden dabei solide Leistungsbilanzüberschüsse vorausgesetzt. Ist dies nicht der Fall, bleibt ein Erfolg gegen die Abwertungsspirale aus.

4) In einer Rezessionsphase geht die Gewinndeflation mit einer Einkommensdeflation einher, dessen kumulativer Prozess auf der sukzessiven Wertsteigerung der Geldhaltung beruht. Ein entscheidender Unterschied zu 3) besteht darin, dass der Fall 3) auf den "reinen" Marktprozess und der Fall 4) sowohl auf den Marktprozess als auch auf eine fehlerhafte Wirtschaftspolitik in der Vergangenheit zurückzuführen ist.<sup>189</sup> Überträgt diese Konstellation auf die offene Volkswirtschaft, befindet sich die betroffene verschuldete Ökonomie in einer Wirtschaftskrise, wenn schrumpfende Devisenreserven nicht mehr zu vermeiden sind.

---

<sup>189</sup> Zur Untersuchung der Wirtschaftskrise, siehe Kapitel I.E.3. und II.C.

Bei den Wirkungen durch den Kapitalimport aus dem Ausland in hegemonialer Währung handelt es sich zwar unmittelbar (d.h. kurzfristig) um verstärkende prozyklische Effekte, die jedoch auf Dauer zu Lasten der einheimischen Währungsqualität gehen. Dabei lassen sich vier Effekte unterscheiden:<sup>190</sup> 1) Der unmittelbare Effekt des Nettokapitalimportüberschusses ist der aufwertende Druck in kurzer Frist, in dem ein Fremdwährungsangebot in hegemonialer Währung einer Überschussnachfrage nach heimischen peripheren Währungsvermögenstiteln gegenübersteht. Sinkt der Marktwechsellkurs nicht sofort, befindet er sich oberhalb des gleichgewichtigen Wechselkurses. Man kann hier auch von einer unterdrückten Abwertungslage sprechen. Somit entsteht zunächst beim Empfängerland eine Aufwertung als Folge des Drucks auf den Wechselkurs. Diese Aufwertung führt ohne eine Sterilisierungspolitik der monetären Behörde zur Ausweitung der (umlaufenden) Geldmenge. Dies hat einen weiteren Preiseffekt zur Folge. Eine damit gebundene reale Aufwertung führt wiederum aufgrund der Verteuerung der Güterpreise an den international konkurrierenden Gütermärkten zum Rückgang des Exportvolumens, was wiederum zu einer dauerhaften negativen Leistungsbilanz führt. (sprich: Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Exportgüterindustrie) Beim Ausfall des Preiseffektes der ausländischen Geldmengenauswirkung (trotz einer 'erfolgreichen' Sterilisierungspolitik in Bezug auf die ausländischen Geldkomponenten), handelt es sich immer noch um eine überbewertete Währungslage, da der jetzige Wechselkurs niedriger als der 'gleichgewichtige' Wechselkurs ist, der im Fall eines ausbleibenden Kapitalimports höher ausgefallen wäre. Dieser niedrige Wechselkurs wirkt sich wiederum negativ auf die Leistungsbilanz aus. Somit kann ohne realwirtschaftliche Absicherung, d.h. ohne steigende Wertschöpfung (bzw. Produktivität), die vorhandene Währungslage mit dem niedrigen Wechselkurs auf Dauer nicht gehalten werden.

2) Selbst wenn die einheimische monetäre Geldbasis unberührt bleibt, indem ein Währungswechsel verhindert wird, löst der Kapitalimport auch über das inländische Bankensystem einen Mengeneffekt aus, in dem er durch den sogenannten „Absorptionseffekt“ zum Importüberschuss führt. Dabei ist das Missverständnis des *Mainstreams* deutlich. Zwar kann vorläufig die sogenannte Absorptionsfähigkeit über die gestiegene Konsum- und Investitionsnachfrage durch Kapitalimporte erhöht werden, jedoch müssen dazu zwei weitere wichtige Bedingungen erfüllt sein: (a) Zum einen wird ein Vollbeschäftigungszustand bzw. eine überschüssige Arbeitsnachfrage des betroffenen Landes vorausgesetzt.<sup>191</sup> Denn das importierte Kapital (bzw. Auslandsschulden in hegemonialer Währung) kann durch den vermehrten Vermögenseffekt sowohl zu erhöhten Investitionsausgaben (sei es Bauanlagen, Maschinenanlagen oder Infrastruktur) als

---

<sup>190</sup> Diese Effekte gehen auf die Analyse von Hausrecht (1999) zurück und werden anhand der darzustellenden Arbeit erweitert.

<sup>191</sup> Für diesen Hinweis danke ich Manfred Nitsch.

auch zu erhöhten Konsumtionsausgaben (aufgrund der erhöhten Vermögenseffekte) führen. Der vermehrte Vermögenseffekt kommt nur dann zustande, wenn die jeweiligen Vermögensbesitzer durch Kapitalimport mehr inländische Vermögensbestände nachfragen und sich somit „reicher“ fühlen als ohne Kapitalimport. Dies führt zur kurzfristigen Einkommenserhöhung (sprich: *Bubble Economy*).<sup>192</sup> Denn nur in einer Vollbeschäftigungssituation (bzw. unter den Bedingungen einer überschüssigen Arbeitsnachfrage) kann das erhöhte Produktionsvolumen über die Ausgaben der Lohnempfänger eine erhöhte Nachfrage stimulieren, was insgesamt zur Erhöhung des Volkseinkommens führt. Dabei wird jedoch einerseits eine Festigung (bzw. ein Dauerzustand) des Leistungsbilanzdefizits in Kauf genommen, die auch als Aufbringungsproblem, gebunden mit der Mehrverwendung, genannt wird. Andererseits ist die Rückwirkungsmöglichkeit wieder offen, in der zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits Kapitalimport verwendet wird. Während des Einkommensbildungsprozesses der betroffenen Volkswirtschaft scheint zwar unmittelbar aufgrund der erhöhten gesamtwirtschaftlichen Verwendungsseite das Volkseinkommen zuzunehmen, da die erhöhte Konsum- und Investitionsnachfrage mit Kapitalimport finanziert wird und somit die binnenwirtschaftliche Komponente die negative Leistungsbilanzseite übersteigt. Diese Quasi-Boomphase kann aber nicht auf Dauer gehalten werden. Denn, wird die erhöhte Produktionsmenge nicht sowohl im Inland als auch im Ausland dementsprechend abgesetzt, steigen die Lagerbestände, obwohl dadurch ein positiver Beschäftigungseffekt erzielt wird. Somit sind die steigenden Lagerbestände ein Indiz für eine versteckte Rezession, welche im Fall einer offenen Bewegung zum anderen Gleichgewicht dem reduzierten volkswirtschaftlichen Einkommensniveau entspricht. (b) Zum anderen verlangt diese Politik, die sich an der Nachfrage orientiert, eine erfolgreiche Eindämmung des Preiseffektes. Der erhöhte Preiseffekt kommt dadurch zustande, wenn eine Gefahr durch ständige Wechselbeziehung zwischen Lohn- und Preiserhöhungen droht. Zusätzlich kann eine monetär gestützte Niedrigzinspolitik den Preiseffekt erhöhen, wodurch eine effektive Nachfrage stimuliert wird. Diese Absicherungspolitik wird jedoch keinesfalls gewährleistet. Denn die Wirtschaftspolitik zur Schaffung einer quasi permanent boomenden Phase senkt mit der Zeit das Vertrauen in die betroffene periphere Währung.<sup>193</sup>

3) Der weitere Effekt aus dem Kapitalimport löst Einschränkungen auf wirtschaftspolitischen Steuerungsmöglichkeiten des Empfängerlandes aus. Denn, wird unter der Steuerungsmöglichkeit eine Fiskal-, Geld- (bzw. Währungspolitik) sowie Institutionsbildungspolitik verstanden, besteht der Kapitalimport in einem zwingenden konstitutionellen Element für das Auftreten der Peripherisierung, entweder über den Weg des schleichenden Dollarisierungsprozesses oder über einen akuten Ausbruch der Wirtschaftskrise (vor allem Währungskrise). Dies macht den Argumentationsunterschied zwischen der lehrbuchmässigen und krisenanalytischen Sichtweise aus, da der Kapitalimport im ersten Fall einen enger werdenden Handlungsspielraum des Empfängerlandes nicht zwingend zur Folge hat: Bei der Fiskalpolitik

---

<sup>192</sup> Allerdings ignoriert diese Politik die aus Leistungsbilanzdefiziten resultierenden Vermögenseffekte.

<sup>193</sup> Zu dem Fall einer solchen Überbewertungspolitik in Südkorea vom Anfang der 90er Jahre und bis zum Währungskrisenjahr Ende 1997 beschreibt, siehe den empirischen Teil.

besteht die Gefahr, dass die Haushaltskonsolidierung, die in der Regel für die Stabilität der Landeswährung unentbehrlich ist, durch die erhöhte staatliche Verwendung des Kapitalimports zerbröckelt. Dies ist ein Motiv der Währungsattacke, wie es beispielsweise im ersten Generationsmodell bezüglich der Währungskrise der 80er Jahre in lateinamerikanischen Ländern dargestellt wurde.<sup>194</sup> Daher ist eine disziplinierte Konsolidierungspolitik während der Phase des Kapitalimportes in EL eine alternativlose Politikwahl, um die sich beschleunigende Währungsattacke zu vermeiden.<sup>195</sup> Bei der Währungspolitik wird die Möglichkeit der Sterilisierungs- und Neutralisierungspolitik als Folge der wegen des Kapitalimportes vergrösserten Geldmenge der ZB im Empfängerland zugeschrieben. Dabei gilt: Je stärker die hegemoniale Währung als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel im einheimischen Vermögenmarkt eingebunden ist, desto mehr wird der Handlungsspielraum der monetären Seite eingengt. Hinzu kommt die Tatsache, dass eine vollständige Sterilisierungspolitik in EL aufgrund des Nicht-Vorhandenseins eines gutfunktionierenden Devisen- und Sekundärmarktes in der Regel schwer umzusetzen ist.

4) Ebenso beeinflussen die auf Kapitalimporte beruhenden Kapitalzuflüsse die Wirtschaftsstrukturen, da einerseits aufgrund ihrer Währungsstärke die Geberländer neben der Zinszahlungs- und Tilgungsforderung bestimmen können, welche Güter importiert und exportiert werden dürfen und somit die Verhandlungsposition der Geberländer innerhalb des Aussenhandels stärken.<sup>196</sup> Andererseits zwingen die Geberländer die EL, den Aussenhandel so zu organisieren, dass die Höhe der binnenwirtschaftlichen Produktionsmenge der Summe der Zins- und Tilgungszahlungen entspricht. Dem liegt vor allem zugrunde, dass die kapitalimportierenden Länder in der Regel entweder als Rohstoffanbieter gegenüber den Geberländern auftreten oder, wie im Falle Südkorea, als Kompensation für Exportproduktion auf dem binnenwirtschaftlichen Sektor Opfer bringen müssen. Beispielsweise wird seit Ende der 80er Jahre der südkoreanische Markt für billigere landwirtschaftliche Produkte aus den USA geöffnet. Aus diesem Grund wurden die auf Exportstrategie basierenden EL gezwungen, neue exportfähige Güter zu suchen.<sup>197</sup>

5) In Bezug auf die Effekte auf die Vermögensumschichtungen wirkt sich eine aus der hegemonialen Währung importierte Währungszunahme auf Dauer kontraproduktiv auf die inländischen Währungsvermögensbestände aus, wobei die Schwäche des peripheren Währungsvermögens sowohl

---

<sup>194</sup> In dieser Arbeit wird der aus dem Steuersatz resultierende Effekt auf die Einnahme- und Ausgabeseite nicht untersucht. Die Staatsquote ist dagegen eine relevante Grösse, da dabei die staatliche Aktivität während der Einkommensbildung als ein wichtiger Institutionsteilnehmer für die Einkommensstabilität fungiert. Nitsch hat dabei auf die erhöhte Korruptionsmöglichkeit im Zusammenhang mit der steigenden staatlichen Ausgabenseite in EL hingewiesen. (Nitsch, M. (1986), "Tödliche Hilfe?" Zur Modifikation der Außenwirtschafts- und Entwicklungstheorie durch die Einbeziehung des Verhalten von Entwicklungsbürokraten, S. 69ff)

<sup>195</sup> Die Konsolidierungsnotwendigkeit darf jedoch nicht als allmächtige Norm verstanden werden. M.E. genügt es, wenn die Defizitquote in der Krisenzeit durch staatliche Budgetüberschüsse in der Boomphase kompensiert wird, ohne dass sich dabei die Erwartungen der Kapitalflucht erhöhen.

<sup>196</sup> Zu dem schwierigen Verhandlungsablauf während der *US Aid*-Periode, siehe Chung, I.-Y., (1987), Über den Charakter der US-Hilfe nach dem Koreakrieg und deren wirtschaftspolitische Implikationen (koreanisch), S. 98f.

<sup>197</sup> Während der *US Aid*-Periode zeigen sich die Entwicklung und Entstehung der südkoreanischen Bekleidungsindustrien und der Konflikt mit den Landwirten als ein typisches Beispiel dafür. Vgl. Chung, I.-Y., (1987), a.a.O., S., S. 99f.

zugunsten der ausländischen hegemonialen Währungsvermögen als auch zugunsten der in einheimischer peripherer Währung verbundenen Sachvermögen kompensiert wird. Dabei wirkt sich dieser Verdrängungseffekt durch die inländische Zinspolitik verstärkt auf die Vermögenspreisschwankungen der einzelnen Vermögensarten aus. Und zwar (zur Vereinfachung unter Ausschaltung des Preiseffektes) produziert dieser Verdrängungseffekt in der Phase der Niedrigzinspolitik durch die einheimische ZB sowohl einen starken Anstieg des inoffiziellen Marktzinssatzes als auch eine starke Nachfrage nach den als sicher angesehene Vermögensarten wie beispielsweise Immobilien und Unternehmereigentumsrechte (Aktien). Eine damit verbundene Zunahme der inländischen Nachfrage muss wiederum aufgrund des Aufbringungsproblems durch Handelsdefizite geschlossen werden. Dadurch wird eine Situation der Überwertungslage der einheimischen Währung manifestiert. Somit ist die Niedrigzinspolitik für die permanente Überwertungslage der einheimischen Währung kein Allheilmittel. Sie kann lediglich eine konjunkturstützende Wirkung erzeugen. Die Hochzinspolitik erweist sich auch nicht als erfolgreiches Instrument gegen die Überbewertungslage der einheimischen Währung, da sie sich aufgrund der steigenden Schuldenbelastung der Unternehmen von Anfang an kontraktiv auf die Investitionsausgaben auswirkt. Somit verstärkt die Zinspolitik zwar die Veränderung der einzelnen Vermögenspreise, die Ursache dafür liegt jedoch in dem Ursprung der Kapitalzuflüsse bzw. des Kapitalimportes.

## E. Erklärungsversuch der entwicklungsländer-typischen Währungskrise

Der Zweck des folgenden Unterkapitels besteht darin, die Ursache der Währungskrise im Fall Südkoreas als ein entwicklungsländer-typisches Krisenphänomen zu erfassen, um daraus eine wirtschaftspolitische Implikation herauszubilden. Das später folgende empirische Kapitel II.C., das sich mit der südkoreanischen Wirtschaftskrise im Kontext der Asienkrise befasst, überprüft die theoretische Gültigkeit dieses Kapitels. Dabei wird die Analyse der bisher entwickelten, am Vermögensmarkt orientierten Wechselkursinstabilität auf die Währungskrisentheorie angewandt. Der Schwerpunkt liegt nicht auf der Wiedergabe der traditionellen und bisher entwickelten Währungskrisentheorien, da sie an sich mit Mehr-Aufwand verbunden sind. Sondern sie beschränken sich auf die Kernaussagen der jeweiligen Währungskrisentheorien und deren Schwachstellen für die Erklärung der Asienkrise im südkoreanischen Fall. Anschliessend wird eine eigene Währungskrisenerklärung im Rahmen des monetär-keynesianischen Ansatzes unternommen.

### 1. *Charakterisierung der entwicklungsländer-typischen Währungskrise*

Der folgende Abschnitt befasst sich mit der Charakterisierung der entwicklungsländer-typischen Währungskrise, für deren Ursachenerklärung neben dem Unterschied zwischen Solvenz und Liquidität auch der Stellenwert der hegemoniale Währung die entscheidende Rolle spielen.

#### a) *Gemeinsamkeiten und Unterschiede von Banken- und Währungskrise*

Betrachtet man die angelsächsischen Begriffe bezüglich der Wirtschaftskrise, so wurden sie vor der allgemeinen Verwendung des Begriffs der Banken- und Währungskrise (*Banking and currency Crisis*) dem spezifischen Erklärungsansatz des jeweiligen Autors angepasst verwendet. Entsprechend vielfältig sind die verwendeten Begriffe: von *Fragility*, *Manias*, *Vulnerability* über *Panic*, bis hin zu *Crash*.<sup>198</sup> Der Begriff der Banken- und Währungskrise ist dabei für die theoretische Erfassung der Wirtschaftskrise dann relevant, wenn die Form der Währung (bzw. des Geldes) durch das vorhandene in- und ausländische Bankensystem das Spezifikum des Banken- und Währungscharakters für die Krisenerklärung hervorruft.

---

<sup>198</sup> Zur begrifflichen Verwendung von *Fragility*, siehe Krugman P. (1999), Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises, S. 470; von *Manias, Panics, Crashes*, siehe Kindleberger, C. P.(1989), *Manias, Panics, and Crashes, A History of Financial Crises*, S. 10ff; von *Panic*,

Werden die mit der Währungskrise relevanten Begriffe betrachtet, wird sie wie beispielsweise laut Chang und Velasco (1999) als eine internationale Illiquidität des betroffenen Landes so definiert: „*a situation in which a country's consolidated financial system has potential short-term obligations in foreign currency that exceed the amount of foreign currency it can have access to on short notice*“ (Chang, R. / A. Velasco (1999), *Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy*, S. 1)

Auch Dornbusch (1998) bezeichnet den Begriff der internationalen Illiquidität in ähnlichem Zusammenhang als „*balance sheet vulnerability*“.<sup>199</sup>

Beschränkt sich nun die Betrachtung auf den Begriff der Bankenkrise, treten zwar im Bankensektor wie in jedem anderen Wirtschaftszweig sowohl Solvenz- als auch Liquiditätsprobleme auf, die entweder auf branchenspezifische oder auf gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen oder auf beide Faktoren zurückzuführen sind. Spricht man von einer Bankenkrise, muss sie aber ausschliesslich als eine mit den Dominoeffekten der GB zusammenhängende Liquiditätskrise verstanden werden, die als Status-quo aus Zahlungsschwierigkeiten des gesamten Bankensystems folgt, aber nicht die finanziellen Schwierigkeiten einzelner Banken (bzw. Bankengruppen), die auf dem Missmanagement der Bankengeschäfte beruhen. Der Zustand des *Bank Runs* im Zuge des Dominoeffektes unterscheidet sich dadurch, dass der Konkurs nicht auf eine einzelne Bank oder eine bestimmte Bankengruppe begrenzt bleibt, sondern sich auf das gesamte Bankensystem ausweitet. Hingegen sind die GB im Fall einer Solvenzproblematik als Kreditgeber im Aktiv und als Depositensammler im Passiv im Laufe ihrer Geschäfte Mitverursacher und somit mitverantwortlich, da es sich in diesem Fall auf ein finanzielles Missmanagement handelt. Diese Unterscheidung ist im Kontext der Krisen deshalb relevant, weil das Insolvenzrisiko, das sich entweder auf eine Fehleinschätzung des Nehmerverhaltens im Sinne der *Moral-Hazard*-Problematik oder auf das Misswirtschaftsrisiko des Gebers bezieht: Bei ersterer wird in der Regel bereits bei der Entscheidung der Kreditvergabe mitberücksichtigt wird, und muss sogar mitberücksichtigt werden, um die Unternehmensrentabilität stabil zu halten. Bei letzter werden die Unternehmen angewiesen, die Misskalkulation nach der Bewirtschaftungsperiode im Vergleich zu den früheren Perioden als Abschreibungen und/oder Wertminderungsposten zu verrechnen. Insofern spielen die Einschätzung des moralischen Risikos (*Moral-Hazard*) und das Insolvenzrisiko seitens der Kreditinstitute (sei es in Form der Kreditüberwachungsinstitutionen oder in Form eigenständiger Vereinbarungen der Kreditinstitute) auch eine Rolle. Durch verschiedene Auffanginstrumente, wie beispielsweise das Einlagensicherungssystem, wird versucht, solche Risiken entweder - möglichst früh - bereits bei den Geschäftsabwicklungen oder bei der Abschreibungskorrektur im Laufe der Geschäfte zu berücksichtigen.

---

siehe beispielsweise Bagehot, W.(1904), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, S. 52f und Mishkin, S. (1990), *Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective*, S. 7

<sup>199</sup> Dornbusch, R. (1999), *After Asia: New Directions for the International Financial System*, S. 289

Hingegen liegt bei der Bankenkrise eine allgemeine Unsicherheit beim vorhandenen Bankensystem vor, deren Einschätzung und die ausreichende Liquiditätsvorsorgung bei den GB unzureichend sind. Dabei wird unter einer Bankenkrise ein End- und Dauerzustand der Illiquidität des gesamten Bankensystems verstanden, so dass die GB trotz gesunder Geschäftslage aufgrund des Ausfalls sicher geglaubter Forderungssummen durch den *Bank Run* ausserhalb ihrer Zahlungsfähigkeit belastet werden. Dabei nimmt im Falle einer Liquiditätskrise die betroffene ZB bei der einheimischen Währung die Funktion des *Lender of Last Resort* wahr, wenn diese Währung nicht – wie das in der sich aushöhlenden Währungsökonomie der Fall ist - durch die hegemoniale Währung als Zahlungsmittel vollständig verdrängt worden ist. Denn ohne einen Eingriff der ZB würde die Panik des Publikums so steigen, dass auch die bisher auf gesunden Geschäften aufgebauten Beziehungen zwischen Gläubigern und Schuldern von der sich verbreitenden Konkursituation betroffen wären, was dann die Flucht aus der inländischen Währung weiterhin verstärken würde. Bei der generellen Problematik der Illiquiditätskrise spielt die Fristenkongruenz, die sich aufgrund der allgemeinen Geschäftslage von GB aus der Fristenproblematik ergibt, zwar auch eine Rolle, da die nur kurzfristig erworbenen Einlagen den langfristigen Krediten gegenüberstehen müssen, wie beispielsweise im Modell von Diamond und Dybvig (1983) dargestellt wurde.<sup>200</sup> Diese Erklärung führt aber nicht zu einer angemessenen Erfassung der Bankenkrise, da man bei Bankgeschäften von Anfang an mit der Problematik der Fristenkongruenz konfrontiert ist und Banken die Fähigkeit besitzen, solche Fristeninkongruenz in ihren Geschäften angemessen zu berücksichtigen. Die Illiquiditätslage wird aber nur dann zu einer Illiquiditätskrise, wenn das gesamte Bankensystem über die einzelne geschäftliche Problematik und somit über die Problematik der Fristenkongruenz hinaus - welche auf das Missmanagement der einzelnen Banken zurückzuführen ist - unter dem Generalverdacht von Zahlungsschwierigkeiten steht. Aus diesem Grund übernimmt in dem modernen Bankensystem (wie beispielsweise in der Bundesrepublik Deutschland oder in EU) die ZB in der Regel den Part des Garanten in einer Illiquiditätskrise.<sup>201</sup> Dagegen übernimmt das Bankenaufsichtsamt den Part der Überwachung, um eine sich aus der Rentabilitätsproblematik ergebende Bankenkrise zu vermeiden. Das Einlagenschutzsystem, welches unter der Bankenaufsicht im Fall eines Bankenkonzurs in bestimmten Umfang eingreifen soll, dient zwar als ein gewisser Schutz vor einem *Bank Run*.<sup>202</sup> Diese Massnahmen sind einerseits jedoch gegen die Dominoeffekte des gesamten Bankensystems machtlos. Denn die strenge

---

<sup>200</sup> Für die Erklärung der Bankenkrise bauten beide Autoren auf ein multiples gleichgewichtiges Modell auf, welches sich vor allem aus der Fristenkongruenz ergibt: Bei dem ersten Gleichgewicht handelt es sich um die Situation der Aktiv- und Passivgeschäfte, die den stabilen Erwartungen entsprechen, so dass bei den Aktivgeschäften (vor allem bei den Kreditgeschäften) die Einleger von der sicheren Zurückzahlung und daher vom sicheren Kalkül dieser Einlagen ausgehen. Ein anderes Gleichgewicht existiert, wenn die Erwartung besteht, dass sich die Einleger aufgrund von Zweifeln im Hinblick auf die Zahlungsfähigkeit aus bisherigen Einlagen zurückziehen. Hier greift trotz der sauberen formal-logischen Erklärung eine analytische Erklärung über die Bankenkrise zu kurz, denn dieses Modell macht nur dann eine die Illiquiditätskrise involvierende Krisenerklärung aus, wenn das Übergreifen der einzelnen Illiquidität, die sich aus der Problematik der Kreditwürdigkeit von einzelnen Unternehmen ergibt, auf die Illiquidität des gesamten Bankensystems übergreift. So bleibt bei dem Modell unklar, warum sich in einer peripheren Währungsökonomie solche Illiquiditätskrisen in hegemonialen Währungen häufen. (Vgl. Diamond/ Dybvig (1983), *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, S. 401ff.)

<sup>201</sup> Die Diskussion über die Arbeitsteilung zwischen Europäischer Zentralbank und Bundesbank bezüglich der Bankenaufsicht als Garant des Zahlungsverkehrs zeigt sich dafür als ein relevantes Beispiel, was jedoch hier nicht behandelt wird.

<sup>202</sup> Die Herstatt-Bankenkrise Anfang der 80er Jahre in Deutschland ist ein typisches Beispiel für eine Solvenzkrise.

Massnahme der Eigenkapitalerfordernisse (vor allem nach dem Kriterium der *Baseler Kommission*) liefert lediglich eine ergänzende Funktion für den Schutz einzelner Bankhäuser bzw. Bankengruppen.<sup>203</sup> Andererseits können sich die GB zu grosse Liquiditätsreserven vom Eigenkapital (zum Beispiel über 12%) nicht erlauben, da ihre Geschäfte in der Weitergabe der Einlagen an den Kreditnehmer bestehen und damit ihre Geschäftsgrundlage beeinträchtigt würde. So wiesen beispielsweise die Studien bei Körnert (1998, 1999)<sup>204</sup> und Chang und Velasco (1999)<sup>205</sup> darauf hin, dass die Massnahmen des Einlagensicherungssystems und der verstärkten Regulierungsmassnahmen gegen den drohenden und sich verbreitenden Dominoeffekt der Bankenilliquidität funktionslos bleiben können: In einer bankenhistorischen Analyse resümiert Körnert (1998), dass im Gegensatz zu der damaligen *Bank of England* bei den häufig aufgetretenen Bankenkrisen während der amerikanischen National-Banking-Ära, die auf die National-Currency-Acts in den Jahren 1863 und 1865 zurückzuführen ist, das Federal Reserve System (FRS) keineswegs die Rolle des *Lender of Last Resort* erfüllt hatte. An dieser Stelle muss daher auch im modernen Bankensystem die ZB als die Geldfunktion wahrnehmende *Lender of Last Resort* auftreten. Bei den Ansätzen der Bankenregulierungen bzw. Bankenaufsicht gibt es verschiedene Versuche, in denen eine Regulierung dafür sorgt, dass das 'egoistische' Verhalten der GB sanktioniert wird, in dem GB ihr Kreditausfallsrisiko mit der gesellschaftlich tolerierenden Grenze gleich zu setzen versuchen. Bei den mit Dominoeffekten verbundenen Risikoaufteilungen - wie beispielsweise Risiko der Einlegerverhalten ( $\alpha$ -Effekt), sonstige Teilnehmerrisiko ( $\beta$ -Effekt), kumulierte Liquidierungsdiagnose ( $\gamma$ -Effekt) und Folgekonkurse ( $\lambda$ -Effekt) - übersieht Körner (1999) jedoch die Rolle der Währung als fungierendes Bindeglied innerhalb der Übertragungsmechanismen, in der gegen die Bankenkrise nicht eine innerhalb des Bankensektors beschränkte einzelwirtschaftliche sondern gesamtwirtschaftliche Massnahmen erforderlich sind.<sup>206</sup>

Angesichts der drohenden Bankenkrise geht es bei der Wirtschaftspolitik in dieser Phase um den Schutz von anderen GB und deren Gläubigern (vor allem Depositenbesitzer). Im modernen, zweistufigen Bankensystem übernimmt die ZB die Schutzfunktion für den gesunden Zahlungsverkehr, indem sie einerseits das Diskontfenster offen lässt und andererseits darüber hinaus das flexible Geldmengenangebot mit dem Tausch von anderen substituierbaren Vermögensaktiva (sprich Pensionsgeschäfte) zulässt. Bei dem Konzept temporärer Retter als *Lender of Last Resort* handelt es sich nicht um die verbilligten Vermögenstitel und eine daraus resultierende inflationäre Geldmengenexpansion, sondern letzten Endes um die mit verteuertem Knapphalten konsistente Geldmenge und folglich um die Einhaltung Postulates

---

<sup>203</sup> Um Missverständnissen bezüglich der Bankenaufsicht vorzubeugen, ist in dieser Arbeit nicht gemeint, dass die Bankenaufsicht im modernen Geld- und Bankensystem nicht notwendig sei. Es wird hier vielmehr betont, dass die Verstärkung der Bankenaufsicht keine hinreichende Bedingung für die Vermeidung der Bankenkrise ist. (Über Schutz durch Bankenaufsicht vs. Schutz durch staatliche Garantien, Vgl. auch Terberger-Stoy, E.(2000), Bankenaufsicht und Asienkrise, S. 94ff.)

<sup>204</sup> Körnert, J. (1998), Liquiditäts- und Solvabilitätsprobleme in den Bankenkrisen der National-Banking-Ära der USA, S. 11f sowie — (1999), Theorien über Dominoeffekte im Bankensystem und Regulierungsansätzen, S. 2f.

<sup>205</sup> Chang, R./ A. Velasco (1999), Liquidity Crises in Emerging Markets, S. 1ff.

<sup>206</sup> Vgl. dazu Körnert, J. (1999), a.a.O., S. 23f.

vom Knapphalten des ZB-Geldes.<sup>207</sup> Denn in der Krisenzeit geht eine Zunahme der Passivposten von ZB als Geldbasis, die mit dem offenen Diskontfenster verbunden ist, mit einer noch stärkeren Zunahme der Aktivposten als Forderung der ZB gegenüber den GB einher. Dies wirkt sich trotz der Abrechnung zwischen Aktiva und Passiva aufgrund der Nettozunahme der Passiva auf die konsolidierten Bilanzposten des gesamten Bankensystems kontraktiv aus. Dabei führen auf der Passivseite die Schutzaktionen für die Bewahrung des gesunden Zahlungsverkehrs seitens der ZB zwar zum temporären Anstieg des ZB-Geldmengenangebots. Aufgrund des verteuerten Zinssatzes (wie hier durch erhöhten Diskontsatz) sind aber dank der verteuerten und verstärkten Zunahme der Forderungsseite nur diejenigen zur Aufnahme der ZB-Geldmenge bereit, für die dies zwingend notwendig ist. Diese Funktion der ZB macht ihren Charakter als Marktteilnehmerin während der Bankenkrise aus.<sup>208</sup>

Die wichtigste Voraussetzung für die ZB als marktteilnehmender Garanten gegen die drohende Bankenkrise ist eine funktionierende Währungsqualität, bei der es sich wiederum um den wenig dollarisierten Währungsraum oder um das funktionierende inländische Bankensystem handelt. Denn ohne diese Währungsqualität, die in EL typischerweise nicht vorhanden ist, bleiben die krisenrettenden Massnahmen durch die einheimische ZB aufgrund des Verdrängungsmechanismus durch andere fremde Währungen bzw. andere Vermögensaktiva blockiert. Aus diesem Grund kann die ZB der betroffenen EL nicht als *Lender of Last Resort* fungieren. Auch die BIZ (Bank for International Settlements) verwechselt beispielsweise in ihrem Jahresbericht 1998 die Problematik des Rendite-Risiko-Verhältnisses mit der Problematik der entwicklungsländer-typischen Währungs- und Bankenkrisenanfälligkeiten: „Die BIZ argumentiert, daß im Vergleich zu einer Ausgangslage, in der die Banken das Rendite-Risiko-Verhältnis angemessen bewerten, nun das Kreditwachstum zunimmt. Wenn sich an der Gesamtmenge potentieller Projekte nichts geändert hat, müssen jetzt „ungünstigere“ Projekte finanziert werden. Wenn die Bank nicht weniger riskante Projekte mit geringerer Rendite finanzieren will, muß sie auf riskantere Projekte ausweichen, bei denen auf sie ein größeres Risiko fällt, sie aber die erwartete Rendite beibehalten kann.“ (Menkhoff, L. (2000), Die Rolle (inter)nationaler Finanzmärkte in der Asienkrise, S. 54)

Dabei übersieht die BIZ den für entwicklungsländer-typischen Währungscharakter, bei dem zwar die entstandenen faulen Kredite für die Funktionsstörung einzelner Bankengruppen verantwortlich sind. Der Zusammenhang zwischen den hohen faulen Kreditvolumina und der Banken- bzw. Währungskrise bedarf aber einer marktlogischen Erklärung zur Illiquiditätskrise in jeweiliger Währung. So tritt das Phänomen der Schwäche des Bankensystems aufgrund fauler Kredite nicht nur in den „grossen“ asiatischen Nachbarländern (Japan und China) auf, die von der Bankenkrise während der asiatischen Krisenperiode Ende 1997 verschont blieben.<sup>209</sup> In den währungsstarken IL zeigt sich ebenfalls die auf die Konjunkturschwäche beruhende Problematik der beeinträchtigten Solvenz des Bankgewerbes, die zur

---

<sup>207</sup> Dies unterscheidet sich wiederum von dem Konzept der Currency-Schule, in dem bestimmte Aktiva (wie Gold) der festgebundenen Regel der Passiva unterliegen. (Siehe auch Riese, H. (1993), Bagehot versus Goodhart, S. 23f.)

<sup>208</sup> Zur Funktionsfähigkeit der ZB als Marktteilnehmer siehe Bagehot, W. (1904), Lombard Street: A Description of the Money Market, S. 57f. sowie Riese, H. (1993), a.a.O., S. 47f.

<sup>209</sup> Siehe Terberger-Stoy, E. (2000), a.a.O., S. 93

Wertberichtigung ihrer laufenden Geschäfte zwingt. Die Auswirkungen der beeinträchtigten Solvenz auf das gesamte Kreditwesen und die Gesamtwirtschaft halten sich aber in Grenzen, da die Gläubiger- und Schuldner-Beziehungen aufgrund der soliden Währungsstärke und demzufolge aufgrund der inländischen und internationalen *Lender of Last Resort*-Funktion seitens der zuständigen ZB gewährleistet bleiben.

Aus den oben genannten Gründen muss die Währungskrise durch den Währungszustand charakterisiert werden, in dem die fälligen Geldschulden in fremder Währung auf einem Mangel an Zahlungsmitteln beruhen und ohne Liquiditätshilfe von ausländischen Gläubigern nicht behoben werden kann. Somit setzt die Währungskrise einen Schuldenaufbau in fremder Währung aus früheren Perioden voraus. Das Krisenmoment macht dabei wie bei der Bankenkrise den akuten Zustand einer Illiquidität aus. Der Unterschied liegt jedoch in der Illiquidität der zu zahlenden fremden Währung: D.h. der Krisenausbruch beruht auf der Schaukelbeziehung zwischen dem dramatischen Rückgang der verfügbaren Devisenbestände und der abrupten Bewegung des Wechselkurses. Dabei ist zu bemerken, dass dieser abrupte Abwertungsprozess lediglich ein auslösendes Phänomen für die Währungskrise, jedoch keine Ursache dafür ist. Denn die Ursache der Krise bedarf einer krisenanalytischen Erklärung, in der marktanalytisch der Zusammenhang zwischen Folge und Wirkung dargestellt wird: Bei der Lage der Zahlungsfähigkeit in abhängiger hegemonialer Währung wird einerseits als eine konstitutive Bedingung für die Währungskrise der Marktprozess der Währungskonkurrenz zwischen einheimischer und fremder Währung vorausgesetzt. Andererseits ist für das Geschehen der Währungskrise ein bedingtes auslösendes Moment notwendig, welches sich entweder aus dem *Stop* (bzw. aus der Verweigerung der weiteren Kreditgewährung seitens des Kreditgebers in fremder Währung) oder aus der Erschöpfung der fremden Währung am Zahltag seitens des Kreditnehmers (bzw. Kreditnehmerlandes) ergibt. Die Währungskrise betrifft – anders als bei einer Bankenkrise - nicht die Zahlungsschwierigkeit in der einheimischen Währung, sondern die Zahlungsschwierigkeit in der hegemonialen Währung. So zeigte sich die Verweigerungswelle der weiteren *Rollover*-Kredite als ein wichtiges auslösendes Moment für die südkoreanische Währungskrise im Jahr 1997. (Siehe Tab. 46) Die Funktionsbedingung für den immer wieder auftretenden Ausbruch der Währungskrise ist deshalb die fehlende Funktion eines internationalen *Lender of Last Resort* in der hegemonialen Währung im betroffenen illiquiden Land. Diese Illiquidität kann letzten Endes nur durch die als ZB in hegemonialer Währung fungierende Institution aufgehoben werden, jedoch nicht durch die Fondseinlagen von Gläubigerinstitutionen.<sup>210</sup> Denn die Fonds können je nach Geschäftslage erschöpft sein, wie beispielsweise beim Ausfall der Forderungssumme seitens des Schuldners. Hingegen zeigt sich die Stärke der als internationaler *Lender of Last Resort* dienenden Institution (wie FRB in USA) gerade dadurch, dass sie die Währung im Sinne des internationalen Zahlungsmittels in vollem Umfang emittieren kann. Entscheidend ist somit bei der Währungskrise die Tatsache, dass hier ein Reflex der Illiquidität der fremden Währung in Hinblick auf einen rapiden Anstieg

---

<sup>210</sup> Dies impliziert wiederum die Grenze der Hilfeleistungen von den internationalen Gläubiger-Organisationen (wie beispielsweise IWF, Weltbank usw.), die im Fall der Ausschöpfung ihrer Mittel machtlos dastehen müssen.

des Wechselkurses vorliegt, deren Erfüllung des liquiden Bedarfs nicht die inländische ZB sondern die als internationaler *Lender of Last Resort* fungierende ZB entscheidet. Der rapide Anstieg des Wechselkurses ist seinerseits ein anderer Ausdruck für die sinkende Liquiditätspräferenz der betroffenen Währung, worin sich wiederum der akute Vertrauensschwund in Bezug auf die betreffende Währung widerspiegelt.<sup>211</sup>

Lässt ein Bankensystem zu, dass die einheimischen GB in ihren Depositen- und Kreditgeschäfte in fremder bzw. hegemonialer Währung aufnehmen, dann wird der Weg zur sogenannten Zwillingskrise (Twin Crisis) frei: Ein doppelter Charakter sowohl hinsichtlich der Banken- als auch hinsichtlich der Währungskrise kommt dann zustande, wenn ein Phänomen existiert, in dem entweder eine aus der Währungsilliquidität resultierende Währungskrise über die Problematik der Fristenkongruenz zwischen Aktiva und Passiva hinaus auf das gesamte Bankensystem übergreift und damit einen weiteren *Bank Run* verursacht. Oder sie bedeutet umgekehrt, dass ein *Bank Run* innerhalb eines inländischen Bankensystems ein weiteres Zurückziehen der internationalen Kapitalgeber in hegemonialer Währung, beispielsweise eine Verweigerungswelle der weiteren *Rollover*-Kredite, nach sich zieht. Dann ist die Zwillingskrise ohne Rückgriff auf die Solvenzproblematik zu erfassen.<sup>212</sup>

b) *Kritik am Modell des asymmetrischen Informationsverhaltens zur Charakterisierung der südkoreanischen Wirtschaftskrise*

Zur Erklärung der Krise der Ostasienländer in den Jahren 1997/98 ist Kritik an dem *Mainstream*-Argument im Sinne der auf der asymmetrischen Informationsverteilung beruhenden *Moral-Hazard*-Problematik notwendig: Laut dem Konzept der Asymmetrischen Information geht es um die Verhaltensunsicherheit des Vertragspartners zwischen dem Vertragspartner, die grundsätzlich mit einer Schwierigkeit der Monetarisierung bzw. Einschätzung in Bezug auf das Kreditnehmerrisiko verbunden ist. Mishkin argumentiert in seinen verschiedenen Ansätzen<sup>213</sup>, dass die instabile Finanzmarktlage ein Marktergebnis der auf der asymmetrischen Information beruhenden *Adverse Selection*-, *Moral-Hazard*- und *Free-Rider*-Problematik ist, in der Finanzinstitutionen eine zentrale Rolle spielen.<sup>214</sup> *Adverse Selection*,

---

<sup>211</sup> Das seit den Wirtschaftskrisen in den lateinamerikanischen und asiatischen Ländern beobachtete Phänomen der Krisenansteckungen (*Contagion*) bedarf einer Erklärung der Transmissionskanäle, in denen innerhalb der bestimmten Währungsunterordnung der regionalübergreifende Effekt dargestellt wird. Zur Vereinfachung wird dies in dieser Arbeit ausgelassen.

<sup>212</sup> Zur Analyse über die Zwillingskrise, siehe beispielsweise Joebges, H. (2000), Ursachen für Häufigkeit von „Zwillingskrisen“ in Schwellenländern, S. 38ff. und Marion, N. P. (1999), Some Parallels Between Currency and Banking Crises, S. 473ff. sowie Chang, R./ A. Velasco (1999), Liquidity Crises in Emerging Markets, S. 1ff.

<sup>213</sup> Zur allgemeinen Problematik zwischen dem Finanzsystem und asymmetrischer Informationsverteilung, siehe beispielsweise Mishkin, F. S. (1990), Asymmetric Information and Financial Crises, — (1991), Anatomy of A Financial Crises, — (1994), Preventing Financial Crises: An International Perspective, — (1998), International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability, — (2000), Prudential Supervision: Why is it important and what are the issues?: Zu den Finanzkrisen in EL, siehe — (1996), Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective, — (1999), Lessons From the Asian Crisis, sowie Hahn, J.-H./ F. S. Mishkin (2000), Causes of The Korean Financial Crisis

<sup>214</sup> Siehe Mishkin, F. S.(1998), a.a.O., S. 4f.

welche Akerlof (1970) als Charakter des „*Lemons*“-Problems erstmals beschrieben hat, kommt zustande, wenn sich vor Abschluss der Transaktion ein mit dem potentiell „schlechten“ Kreditrisiko behafteter Kreditnehmer aktiv um eine Kreditaufnahme bemüht, was eben eine unerwünschte (*undesirable* bzw. *adverse*) Kreditvergabe zur Folge hat. Dabei gilt laut Ansatz der Adversen Selektion, je grösser die Kreditrisiken sind, desto grösser und häufiger wird die Bereitschaft, Kredite aufzunehmen. Denn der „schlechte“ Kreditnehmer weiss, dass er aufgrund des Konkurses bzw. der Zahlungsunfähigkeit möglicherweise nicht zurückzahlen kann. Demgegenüber beruht die *Moral-Hazard*-Problematik auf dem Einschätzungsproblem nach der Entscheidung über die Kreditvergabe, das heisst auf der Frage, ob der Kreditnehmer tatsächlich alles unternimmt, um damit verbundene Projekte zum Erfolg zu führen, oder ob er im Sinne des unerwünschten „*Immoral*“-Verhaltens bei „zu riskanten“ Projekten nicht angemessen handelt. Für die Vermeidung solcher Risiken sind dann zusätzliche Restriktionen (*restrictive covenants*) notwendig, bei denen der Kreditnehmer im Falle von Fehlverhalten durch Sanktionen bestraft werden soll. Das *Free-Rider*-Problem tritt dann auf, wenn ein Vertragspartner die von einem anderen Vertragspartner mit Kostenaufwand gesammelten Informationen ohne angemessene Kostenbeteiligung bzw. gratis (*free ride*) verwenden kann und will. Die Folge ist dann die Schwächung des Anreizes, „korrekte“ Informationen zu sammeln, was das Kreditssystem insgesamt schwächt.<sup>215</sup>

Die oben genannte asymmetrische Informationsverteilung soll laut Mishkin ein instabiles Finanzsystem zur Folge haben, das durch einen Anstieg der Zinssätze, der Unsicherheit und der Auswirkungen des Vermögensmarktes auf die Bilanzseite der Wirtschaftsakteure sowie durch Probleme des Bankensektors gekennzeichnet ist: Ein Anstieg der Zinssätze kommt dadurch zustande, dass sich die Kreditnehmer immer stärker in riskanten Projekten engagieren, was sowohl aus der Kreditrationierung als auch aus der Durchführung riskanter und grosser Projekte resultiert. Dabei soll im Fall der Selektionsschwierigkeit seitens des Kreditgebers zwischen dem Zinssatz und Adverser Selektion eine Wechselbeziehung bestehen, denn höhere Zinssätze aufgrund gesteigerter Risikobereitschaft des Kreditnehmers verursachen keine Reduzierung der riskanten Projekte, sondern ihre Vermehrung, was schliesslich zum Kollaps des Kreditmarktes führt. Eine Zunahme der Unsicherheit im Finanzmarkt kommt nach Mishkin zustande, wenn der unerwartete Konkurs renommierter Finanzinstitute eine Rezession, politische Instabilität oder einen Aktienmarkt-*Crash* hervorruft, wobei diese Unsicherheit wiederum das Adverse Selection-Problem verstärkt, da die Kreditgeber bzw. Geberinstitute aufgrund des Fehlverhaltens des Kreditnehmers nicht in der Lage sind, eine „korrekte“ Information zu erhalten.

Effekte des Vermögensmarktes im Fall der Vernichtung der einzelnen Vermögenskomponenten sollen sich auf der Bilanzseite des Unternehmens und Bankensektors widerspiegeln, dessen Ursprung wiederum auf die asymmetrische Informationsverteilung zurückzuführen ist. Als Ausweg eines solchen Teufelskreises plädiert Mishkin für eine begleitende („*collateral*“) Absicherung, die im Fall der Vernichtung

---

<sup>215</sup> Siehe Mishkin, F. S. (1998), a.a.O., S. 2f.

der Forderung als Ersatz fungieren soll und beispielsweise in Passivgeschäften des Bankengewerbes Einlagensicherungssystem genannt wird. Oder ein erhöhter Nettovermögenswert des Unternehmens soll die drohende Vermögensvernichtung auffangen, indem die kollateralen Kosten von Anfang an gegen das Risiko ausreichend absichert werden, was sich dann wiederum mässigend auf das Fehlverhalten der Unternehmen auswirkt.

Das Problem des Bankensektors ergibt sich aus den faulen Krediten (*Non Performing Loans*), die aus einem der oben genannten Gründe (*Adverse Selection*-, *Moral-Hazard*- und *Free-Rider*-Problematik) entstanden sind und die sich dann auf die Bilanzposition der Banken schwächend auswirken. Angesichts des drohenden Konkurses des Bankensektors stellt Mishkin zwei alternative Auswege in Aussicht: Entweder 1) Aufstockung des Eigenkapitals oder 2) Reduzierung solcher Kredite, um wieder eine gewünschte Eigenkapitalquote zu erreichen, wobei der Fall 2) wiederum eine Investitionsdrosselung nach sich zieht.

Die Kritik am Ansatz der asymmetrischen Informationsverteilung setzt sowohl an der Erklärungslogik dieser Theorie als auch an der aus ihr abgeleiteten Wirtschaftspolitik an: Es ist zwar nicht zu bezweifeln, dass im ökonomischen Prozess Fehlverhalten existiert, dass das gesamte System gefährden kann. Das Katz-und-Maus-Spiel, in dem sich einerseits wirtschaftliche Akteure durch Fehlverhalten Vorteile verschaffen und andererseits Ordnungsinstitutionen solches Fehlverhalten einzudämmen bzw. zu bestrafen versuchen, ist aber in jeder Gesellschaft und somit auch im Bankensektor vorhanden. Dass dennoch für die Erklärung der Krisenursache allein solches Fehlverhalten von Kreditnehmern und die schwierige Informationsbeschaffung auf seiten der Kreditgeber verantwortlich gemacht wird, fasst m.E. das auf die Unsicherheit in der Währungspräferenz beruhende endogene Krisenmoment zu kurz. Dafür sind noch andere konstitutive Bedingungen erforderlich, um eine Banken- und Währungskrise auszulösen. Dazu gehören vor allem der Druck auf den Wechselkurs und der Dollarisierungsgrad. Wenn Mishkin schreibt, die meisten Finanzkrisen im 19. und Anfang des 20. Jahrhunderts seien mit einem rapiden Anstieg der Zinssätze am Kapitalmarkt (wie beispielsweise am Londoner Markt) einhergegangen und die mexikanische Finanzkrise von 1994/95 sei als Folge der restriktiven amerikanischen Geldpolitik im Februar 1994 direkt mit dem Zinssteigerungsdruck verbunden gewesen, stellt er selbst die Gegenthese zu seinem bisherigen Argument auf, da er so argumentiert, dass dieser Druck wiederum eine *Adverse Selection* und ein *Moral-Hazard*-Problem im einheimischen Kreditmarkt verstärkt haben soll: Laut seinem Argument schlage sich dann einerseits ein verringerter *Cash Flow* auf der Bilanzseite der Unternehmen nieder. Andererseits wäre die Fristenkongruenz der Bankenbilanz ebenfalls betroffen.<sup>216</sup> Doch ein Zinsanstieg belastet zwar die Schuldnerposition, begünstigt aber gleichzeitig die Gläubigerposition, die früher in hegemonialer Währung für die Aufgabe der liquiden Mittel in Kauf genommen wurde. Es ist zwar nachvollziehbar, dass sich die Schuldensumme des Schuldners durch den Zinsanstieg erhöht und

---

<sup>216</sup> Vgl. Mishkin, F. S. (1998), a.a.O., S. 19

dass sich somit die als Schuldner fungierende Unternehmensbilanzposition verschlechtert. Dann müssen dafür gewonnene Gewinnempfänger seitens der Gläubiger (bzw. seitens der Spekulanten) vorhanden sein, was auch bei den Gläubiger-Banken (bzw. Gläubigern) der Fall sein muss. Somit fehlt hier als ein entscheidender Faktor für die Auslösung solcher Krise, nämlich die aus der Verschuldung in fremder Währung resultierende steigende Unsicherheit in abhängiger Währung. Mishkin bestätigt diesen Zusammenhang auch indirekt, wenn er behauptet: „*In the recent Mexican episode, the source of these weakened balance sheets was financial liberalization that led to a rapid acceleration of banking lending, in which bank credit to the private nonfinancial business sector rose from 10% to GDP in 1988 to over 40% in 1994.*“ (Mishkin, F. S. (1998), a.a.O., S. 19)

So wurde laut Mishkin die Krise sowohl aus der Verschuldung in fremder Währung als auch aus dem damit verbundenen Dollarisierungsprozess (welcher wiederum mit einem „*Lending Boom*“ verbunden war) gefolgert. Dann sind die logischen Konflikte zwischen seiner auf der *Moral-Hazard*-Problematik beruhenden Krisenerklärung und der tatsächlichen Krisenerscheinung unvermeidlich. Denn durch den Liberalisierungsprozess, wie beispielsweise auf dem japanischen und auch auf dem südkoreanischen Finanzmarkt, verstärkt sich, - unter den Bedingungen eines Aktienmarkt-*Crash* -, die Zunahme der faulen Kredite. Durch die Zunahme der faulen Kredite verschlechtert sich die Bilanzposition der Banken weiter. Der Liberalisierungsprozess sollte dagegen das Gegenteil bezwecken, nämlich solches Fehlverhalten eindämmen. Der Widerspruch im Zusammenhang mit der Kapitalmarktliberalisierung bleibt, wenn sich im Fall Südkoreas nach der Währungskrise die schnelle Finanzliberalisierung gerade die Möglichkeit des fragilen Finanzsystems offen lässt, obwohl – zu recht – ein eindeutiger positiver Zusammenhang zwischen der Zuwachsrate der Kreditmenge und der Kapitalmarktliberalisierung fehlt.<sup>217</sup> Denn es gibt weiterhin eine Krisensituation, die nicht allein auf das Fehlverhalten und damit verbundene Informationsmängel zurückzuführen ist, nämlich die Währungskrise, die schlicht und einfach einen Notbedarf an fremder Währung und die Unfähigkeit solcher Finanzierung zum Ausdruck bringt.

In Bezug auf die Absicherungsinstrumente, die Fehlverhalten begrenzen sollen, zeigt sich deutlich die Grenze ihrer Fungibilität, denn „zu hohe“ Absicherung des Einlagensystems führt zu verstärktem Fehlverhalten bei der Verwendung der Einlagen, da der Kreditnehmer auf das System baut, in dem der grösste Teil der Kreditsumme aus den Einlagen und aus dem damit verbundenen Einlagensystem entstanden ist (sei es von gesamtwirtschaftlichen Kosten, sei es innerhalb des aufgestockten Fonds). Umgekehrt kann eine „zu niedrige“ Absicherung das Risiko des Fehlverhaltens des Kreditnehmers nicht herabsetzen. Die Absicherungspolitik bestätigt lediglich die Machtlosigkeit im Fall von Illiquidität fremder hegemonialer Währung in EL.

Der Versuch, eine hohe Inflationsrate allein für den rapiden Abgang des *Emerging*-Marktes verantwortlich zu machen, scheint mir ebenfalls nicht plausibel genug zu sein.<sup>218</sup> Denn die von der Krise

---

<sup>217</sup> Siehe dazu, Hahn, J.-H./ F. S. Mishin (2000), a.a.O., S. 29

<sup>218</sup> Vgl. Mishkin, F. S. (1998), a.a.O., S. 21f.

der Jahre 1997/98 betroffenen Asienländer (einschliesslich Südkorea) zeigten im Vergleich zu früheren Perioden keineswegs eine höhere Inflationsrate, was Hahm und Mishkin (2000) selbst bestätigten.<sup>219</sup>

Auch als an der Rettungsaktion des IWF mit anderen ausländischen Gläubiger-Banken (bzw. Gläubigerländern) nach der Währungskrise kritisiert wurde, dass die Geschäfte der Kreditempfänger durch die Rettungsaktion in Zukunft weiterhin auf die Hilfe der internationalen Geberländerorganisationen angewiesen sein und folglich noch verstärkte *Moral-Hazard*-Probleme verursacht werden, ist insofern kurzsichtig, als es den flexiblen Geldanbietern der ZB (und der internationalen *Lender of Last Resort*) nicht um den Schutz des Kreditnehmers, sondern um den Schutz des gesamten Zahlungsverkehrs geht. Somit wird der Kritik der Boden entzogen, da erst durch die Hilfe des IWF letzten Endes die Gläubiger geschützt würden. Im Fall eines Ausbruchs einer Währungskrise kann es auch keine Hilfe sein, dass gerade der nötige Zahlungsverkehr verhindert bzw. gestoppt wird.

Auch die Massnahmen für die Vermeidung von Wirtschaftskrisen in Südkorea, zu denen die strikte Einhaltung der BIZ-Eigenkapitalquote der Banken in Höhe von 8%, Reduzierung der fremden Finanzierung von Unternehmen, die verstärkte Überwachung der Bankengewerbe sowie die Sanierung des Bankensektors gehören, bilden ein wichtiges Strukturanpassungsprogramm, das auch als Banken- und Industriesektor-Reform bezeichnet wurde. Dabei machen wiederum Massnahmen, die darauf abzielen, das im vergangenen Wirtschaftsprozess entstandene Fehlverhalten zu korrigieren, den Kernpunkt der Reformen aus. Darüber hinaus ist nicht zu bezweifeln, dass durch solche Massnahmen das Vertrauen gegenüber den internationalen Gläubigern gestärkt wird. Das Problem ist und bleibt, ob sich dies in Verbindung mit einer eventuell weiteren Verschuldung (bzw. stagnierenden Verschuldungslage) in fremder Währung tatsächlich auf die peripherisierte Ökonomie auswirkt. Es ist jedoch plausibel anzunehmen, dass ohne eine grundlegende Korrektur der verschuldeten Ökonomie in fremder Währung allein durch die oben genannten Massnahmen eine Wiederholung solcher Krisen nicht ausgeschlossen werden kann.

---

<sup>219</sup> Siehe Hahm, J.-H./ F. S. Mishin (2000), a.a.O., S. 29

Der folgende Abschnitt befasst sich mit den Kernpunkten der Währungskrisenmodelle, die vor allem als Generationsmodelle bekannt sind. Der Schwerpunkt liegt dabei nicht auf der erneuten Darstellung der bekannten Modelle, sondern auf der Analyse, die als Kritik an der seit dem KKP-Theorem existierenden inkonsistenten Erklärung und deren wirtschaftspolitischen Implikationen zu verstehen ist. Zur Vereinfachung wurde kein Unterschied zwischen deterministischen und stochastischen Modellen unternommen. Stattdessen genügt es, in der folgenden Arbeit anhand der Tab. 47 den Überblick der Generationsmodelle zu bieten.

Die Studien über die Ursachen der Verschuldungs- und Währungskrise reichen bis in die Mitte der 70er Jahre zurück.<sup>220</sup> Dabei beruht das Verhalten der Spekulanten auf Abweichungen zwischen dem aktuellen Güterpreis und dem erwarteten gewinnerzielenden Schattenpreis („*shadow price*“). Dieser Schattenpreis ergibt sich wiederum aus dem oberhalb des „*Hotelling*“-Pfades liegenden Mehrbesitz an Gütern. Dieser „*Hotelling*“-Pfad ist also der Preispfad, der ohne Kommentierung der zuständigen staatlichen Behörde (wie beispielsweise bei Salant (1978) der *International Finance Section* der FRB), ergo ohne Einfluss auf das Verhalten der Spekulanten entstanden wäre. Somit kann bei der Preisfestsetzungspolitik staatlicher Behörden die Stabilisierung des betroffenen Güterpreises nicht gelingen, solange die Preisabweichung, die weiterhin ein Motiv für den spekulativen Kauf abgibt, zwischen dem aktuellen Güterpreis und dem von Spekulanten erwarteten Schattenpreis existiert.<sup>221</sup>

Bei dem von Krugman (1979) veröffentlichten und später von Flood und Garber (1984) weiterentwickelten sogenannten ersten Generationsmodell, in dem das „*canonical*“-Modell auf Währungskrisen angewendet wurde, handelt es sich um die Ursachenuntersuchung, in der sich die Währungsattacke aus der wachsenden Diskrepanz zwischen den „fundamentalen“ makroökonomischen Schwächen und den verfolgten wirtschaftspolitischen Zielen ergibt.<sup>222</sup> Im Kern geht es um die Frage, in welchen wirtschaftlichen Konstellationen ein Land Gegenstand einer Währungsattacke wird und wie der sich daraus ergebende Zeitpunkt ermittelt werden kann. Dabei wird die Aufgabe des vorhandenen festen Wechselkurssystems eine vom Markt erzwungene notwendige Folge, da die nicht miteinander zu vereinbarenden Politikziele dazu zwingen: Die expansive Fiskalpolitik wird entweder durch den Bondmarkt oder durch die zusätzlichen Banknotenemissionen finanziert, die zum einheimischen

---

<sup>220</sup> Das erste bekannte Modell ist das sogenannte „*canonical*“ Krisenmodell. Bei dem als Ursprung geltenden Modell von Salant (1978) handelt es sich jedoch nicht um die Modellierung der Währungskrisen, sondern um eine Untersuchung zur Stabilisierung von Güterpreisen, für deren Schwankungen im wesentlichen spekulative Attacken verantwortlich sind. (Siehe Salant, S. /D. Henderson (1978), *Market anticipation of government policy and the price of gold*, S. 627ff.)

<sup>221</sup> Siehe Krugman, P. (1998), *Currency Crises*, S. 2 f.

<sup>222</sup> Krugman, P. (1979), *A Model of Balance-of-Payments Crises*, S. 311ff. und Flood, R. /P. Garber (1984), *Collapsing Exchange Rate Regimes*, S. 1ff.

Geldmengenwachstum führen. Dies hat dann entweder über den Einkommensinflationenmechanismus die Inflation zur Folge, die wiederum eine reale Abwertung gegenüber der bezogenen ausländischen Währung bedeutet, oder die ZB hält das Geldmengenwachstum auf einem konstanten Level, um der Inflationsgefahr entgegenzuwirken, so dass die Veränderung innerhalb der vorhandenen Geldmenge stattfindet, was in einer Zunahme der inländischen Geldmengenkomponente und einer Abnahme der Devisenbestände zu erkennen ist. Diese Erosion der Devisenbestände ist der Gegenstand der Währungsangriff, denn die rational handelnden Wirtschaftssubjekte wissen, dass das feste Wechselkursystem, das auf bestimmten Devisenbeständen basiert, nicht haltbar ist. Somit übt der Unterschied zwischen dem aktuellen Wechselkurs und dem gleichgewichtigen höheren Schattenwechselkurs („*shadow exchange rate*“), der sich aus dem wirtschaftspolitischen Fehler ergibt, zugunsten eines Wechsels Druck auf das bisherige Wechselkursregime (hier festes Wechselkursystem) aus.

Der zweite Aspekt des ersten Generationsmodells besteht darin, dass die Währungsangriff weit vor dem Zeitpunkt auftritt, in dem die natürlichen Devisenbestände erschöpft sind. Auch hier liegt der Grund im Verhalten der Wirtschaftssubjekte, die durch die Währungsangriff einen Gewinn erzielen, der sich aus der Differenz zwischen festem Wechselkurs und Schattenwechselkurs (als flexiblem Wechselkurs) ergibt. Dabei resultiert der Schattenwechselkurs aus der Aufgabe des bisherigen festen Wechselkursystems.

Dieses „*canonical*“-Währungskrisenmodell erklärt die Krise als Resultat der fundamentalen Inkonsistenz zwischen der einheimischen Wirtschaftspolitik (wie beispielsweise der Finanzierung der Staatsdefizite durch Seigniorage-Gewinne) einerseits und dem festgesetzten überbewerteten Wechselkurs andererseits. Dabei spielt auch die Menge der Devisenbestände eine Rolle, da die zu geringe Menge der Devisenbestände den spekulativen Verkauf der ausländischen Währungsvermögen weiter verstärkt. Eine grosse Devisenreserve ist jedoch keine hinreichende Bedingung für die Eindämmung spekulativer Angriffe, da es so lange Gewinnchancen für die Währungsvermögensspekulanten gibt, wie die Wechselkursabweichungen zwischen aktuellem und Schattenwechselkurs existieren, und die Devisenreserven ausgeschöpft werden können.<sup>223</sup> Somit resultiert die Währungskrise im ersten Generationsmodell aus der Folge der wirtschaftlichen Inkonsistenz zwischen der binnenwirtschaftlichen Geld- und Fiskalpolitik einerseits und der stabilen Wechselkurspolitik andererseits.

Als Antwort auf die Kritik am ersten Generationsmodell, das im Wesentlichen gegen die mangelnde Funktion der ZB gerichtet war, wurden die sogenannten zweiten Generationsmodelle entwickelt. Bei dem vor allem von Obstfeld (1994) entwickelten Modell<sup>224</sup> steht die Interaktion zwischen dem privaten Sektor und der Regierung im Mittelpunkt für die Erklärung der Währungskrisen. Die Regierung entscheidet sich

---

<sup>223</sup> Siehe Krugman, P. (1998), a.a.O., S. 2f.

<sup>224</sup> Obstfeld, M. (1994), *The Logic of Currency Crises*, S. 1ff.

opportun in Abhängigkeit von den jeweiligen Wirtschaftsbedingungen; je nach für und gegen das vorhandene feste Wechselkursystem, was als sogenannte *Escape-Clause*-Modellen bezeichnet wird. Dabei besteht das Optimierungsproblem der Regierung in der Minimierung einer Zielfunktion, die die Motive für die Verteidigung bzw. Aufgabe des vorhandenen festen Wechselkursystems abgibt. So stehen die Ziele der Regierungspolitik mit der stabilen Geldpolitik in einer *Trade-off*-Beziehung, in der vor allem die Beschäftigungspolitik mit der Preisniveaustabilität in einen Zielkonflikt gerät. Das politische Ziel kann einerseits ein beschäftigungspolitisches Motiv sein, in dem über eine expansive bzw. restriktive Geldpolitik ein positiver Beschäftigungseffekt zu erzielen versucht wird, was dann die Transmission geldpolitischer Impulse erfolgt. Das politische Ziel kann andererseits auch das Erreichen der monetären Regierungsziele sein, in denen sich entweder als Reaktion einer hohen Staatsverschuldung die Seignorageeinnahmen erhöhen. Oder sie können auch die häufigen Verwendungen der *Lenderof-Last-Resort*-Kredite sein, um den Zusammenbruch des inländischen Bankensystems zu vermeiden, was dann zur Aufgabe der Wechselkursfixierung führt.<sup>225</sup> Bei dem zweiten Generationsmodell geht es als Einwand gegen das erste Generationsmodell um die folgenden Fragen: 1) warum der betroffene Staat das vorhandene feste Wechselkursystem aufgeben muss, 2) warum der betroffene Staat gewillt ist, den vorhandenen Wechselkurs zu verteidigen, und schliesslich 3) müssen, um eine Krise auszulösen, die aus der Verteidigung des vorhandenen Wechselkursystems resultierenden Kosten höher liegen als die Kosten im Fall der Aufgabe des Wechselkursystems.

Zu 1): Der Grund, warum der betroffene Staat den vorhandenen festen Wechselkurs aufgeben muss, liegt in der Existenz der multiplen gleichgewichtigen Wechselkurse. Bei einem gleichgewichtigen nominalen Wechselkurs handelt es sich um den Wechselkurs, dessen Abwertungsdruck bei hoher Schuldenbelastung der einheimischen Währung nicht beseitigt wird. Die betroffene Regierung möchte dabei durch die inflationäre Methode die Belastung beseitigen, und zwar so lange, bis der durch die monetäre Behörde kommentierte feste Wechselkurs nicht von dem künftig erwarteten Wechselkurs abweicht. Als Beispiel wird die Währungsattacke auf den französischen Franc in den 20er Jahren genannt, die vor allem aus der Skepsis gegenüber der damaligen Regierungspolitik hervorgerufen wurde, wobei die Regierung die Schulden aus dem Ersten Weltkrieg inflationär beseitigen wollte. Der andere gleichgewichtige nominale Wechselkurs, der beim betroffenen Land mit dem aus der expansiven Geldpolitik resultierenden Wechselkurs vereinbar ist, ergibt sich vor allem aus der geldpolitischen Notwendigkeit, der hohen Arbeitslosigkeit entgegenzuwirken. Dies geschieht jedoch so lange nicht, wie der feste Wechselkurs nicht aufgegeben wird. Als Beispiele werden die Aufgabe des britischen Goldwährungsstandards im Jahr 1931 oder der britische Austritt aus dem EWS im Jahr 1992 genannt.<sup>226</sup>

---

<sup>225</sup> Sieh auch Berger, Wolfram (2002), Die Entstehung und Ausbreitung von Währungskrisen, S. 65ff.

<sup>226</sup> Siehe Krugman, P. (1998), a.a.O., S. 3

Zu 2): Die Antwort liegt darin, dass die gesamtwirtschaftlichen Kosten niedriger sind als die Kosten zur Aufgabe des vorhandenen festen Wechselkurssystems, wobei als eine mögliche Variante die Rolle des internationalen Handels und der Investitionen ein wichtiges Motiv für deren Verteidigung darstellt. Andererseits kann die Ankerung an die starke Währung in der betroffenen Ökonomie als eine Massnahme gegen die hohe Inflation auftreten, wobei das feste Wechselkurssystem einen Schutz vor der Geldentwertung darstellt. Und schliesslich soll durch den festen Wechselkurs das Vertrauen in die einheimische Währung gestärkt werden, das vor allem mit Reputation bzw. „Nationalstolz“ zu tun hat und für die internationale Kooperation relevant ist. Dennoch nutzt die Regierung die Austrittsoption, sobald die Kosten die Verteidigung des festen Wechselkurssystems, die als von der Regierung zu tragende Reputationsverluste exogen vorgegeben sind, die Austrittskosten übersteigen

Zu 3): Bei der Frage, warum das mangelnde Vertrauen des Publikums in das feste Wechselkurssystem Schwierigkeiten für die Verteidigung des vorhandenen Wechselkurssystems bereitet, geht es vor allem um zwei Ansätze: Eine Richtung, die vor allem von Obstfeld (1994) vertreten wird, betont die höheren gesamtwirtschaftlichen Kosten für die Verteidigung des vorhandenen festen Wechselkurses, der vom Publikum in der Vergangenheit erwartet wurde, jedoch mit dem künftigen abgewerteten Wechselkurs nicht in Einklang steht. Die Beispiele dafür sind: (a) Die Schuldner können beim Schuldenaufbau den hohen Zinssatz gegenüber der antizipierten Abwertung bevorzugen, so dass sich die Steigerung der Schulden letzten Endes nur durch die Abwertung in Grenzen halten soll. (b) Gewerkschaften, die eine Abwertung erwarten, versuchen das Lohnniveau stabil zu halten, was jedoch die Wettbewerbsfähigkeit des betroffenen Landes beeinträchtigen kann. Eine andere Richtung, die von Jeffery Sachs und Radelet (1998) vertreten wird, bezieht sich auf das feste Wechselkurssystem, das für die Verteidigung deshalb zu teuer wird, weil das Publikum in der aktuellen Periode die Abwertung in der nächsten Periode erwartet.<sup>227</sup> Die kurzfristigen Zinssätze, die hoch genug sein müssen, um den erwarteten künftigen Wechselkurs einzudämmen, stehen nun mit dem aktuellen Wechselkurs in Konflikt, da sie entweder eine Verschlechterung des *Cash Flow* von Unternehmen und Regierung oder einen Rückgang des Outputs und des Beschäftigungsniveaus verursachen.

Die authentische ökonomische Botschaft der zweiten Generationsmodelle ist die Möglichkeit der selbsterfüllenden Wirtschaftskrisen („*Self-Fulfilling Crises*“), und zwar unabhängig von der fundamentalen Wirtschaftslage des betroffenen Landes. Mit Hilfe der rationalen Erwartung, aus der ein Nash-Gleichgewicht herausgebildet wird, liegt ein optimales Kalkül der Marktakteure vor, wenn der kritische Stellenwert des Schocks seitens des privaten Sektors mit dem staatlichen optimalen Stellenwert übereinstimmt. Aus der in der jeweiligen Periode gebildeten konditionierten Wechselkurserwartung ergibt sich dann ein Lageparameter, der gegenüber den Fundamentalvariable eine verschiebende Funktion ausübt. Bleibt die Fundamentalvariable innerhalb des Lageparameters, welcher wiederum als Reflex des

---

<sup>227</sup> Sachs, J./ S. Radelet (1998), *The Onset of the East Asian Financial Crisis*, S. 1ff.

jeweiligen Gleichgewichts entweder eine haltbare Obergrenze oder eine Untergrenze darstellt, ist die Wahrscheinlichkeit einer Währungskrise nicht eindeutig definiert, so dass der Ausbruch der Währungskrise - unabhängig von den fundamentalen Wirtschaftslage - allein von den Markterwartungen abhängig ist. Liegen die Fundamentalvariablen ausserhalb des Lageparameters, wenn beispielsweise die verträglichen Werte der Fundamentaldaten niedriger sind als der Lageparameter, verursachen diese schlechte Fundamentaldaten dann - annahmegemäss – erst recht eine Währungskrise. So geht es bei den definierten Zonen entweder um das übertrieben pessimistische Verhalten des Publikums, das allein von Erwartungen leiten lässt, da beispielsweise die kreditgebende Bereitschaft in diesem Modell den Schwankungen unterliegt, die sich aus der Erwartung gegenüber dem vorhandenen Wechselkursregime ergeben. Oder die Empfängerländer (bzw. Schuldnerländer) werden im Fall einer übertrieben optimistischen Einschätzung seitens des Kreditgebers durch eine mehr als ausreichende Liquidität versorgt. Im Fall der übertrieben pessimistischen Einschätzung ziehen die Gläubiger bisher investiertes Kapital zurück, was dann eine Krise zur Folge hat. Somit hängt die stabile Lage des betroffenen Landes innerhalb der definierten Zone allein von der Einschätzung der Kreditgeber ab, deren Handeln aus der Selbstbestätigung („*self-confirming*“) resultiert und Zufallscharakter besitzt (Bewegungen der Sonnenflecken, „*sunspots dynamics*“). So mag die fundamentale Lage des betroffenen Landes gut oder schlecht sein, eine krisenverursachende Wirkung hat es in diesem Fall nicht.<sup>228</sup>

Bei der Ursachenforschung in Bezug auf die Asienkrise im Jahr 1997 geht es im Wesentlichen um die Diskussion, inwieweit sie den ersten und zweiten Generationsmodellen der Währungsattacke entspricht. Dabei geht es vor allem darum, ob die Ursache auf eine fundamentale wirtschaftliche Schwäche zurückzuführen ist, wie vor allem im ersten Generationsmodell angenommen, oder ob die Ursache auf der selbsterfüllenden Attacke bzw. auf Panikverhalten beruht, obwohl die fundamentalen Daten relativ robust sind, wie es die zweiten Generationsmodelle beschreiben. Mit solchen Fragen beschäftigt sich vor allem Paul Krugman (1999), der selbst ein sogenanntes „drittes“ Generationsmodell entwickelt hat, das eine Modifikation des ersten Generationsmodells darstellt. Bei dem zuerst im Internet und später in einer Fachzeitschrift veröffentlichten Artikel „*Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises*“<sup>229</sup> wird die hohe Verschuldung der Unternehmer in fremder Währung (in Südkorea *Chaebol*) für die Anfälligkeit für eine Währungsattacke bzw. die Verweigerung der weiteren Kreditvergabe verantwortlich gemacht wird: Laut Krugmans Modell ist der Umfang, in dem die einheimischen Unternehmen die Investitionstätigkeit mit Hilfe einer Kreditaufnahme im Ausland finanzieren, von ihrem Unternehmenswert (*wealth*) abhängig. Das bedeutet, dass der einzelne Unternehmenswert und dementsprechend die Kreditaufnahme aus dem Ausland auch auf die gesamtwirtschaftliche Ebene übertragbar ist, da der Unternehmenswert in seiner Gesamtheit vom Niveau der Kreditverfügbarkeit im betroffenen Land abhängt. Dabei beeinflusst der Umfang des Kapitalzuflusses den Wechselkurs. Der Unternehmenswert hängt *ceteris paribus* vom realen

---

<sup>228</sup> Vgl. Krugman, P. (1998), a.a.O., S. 4f.

<sup>229</sup> Siehe Krugman, P. (1999), *Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises*, S.459ff.

Wechselkurs ab, und der reale Wechselkurs wiederum ist vom tatsächlich durchgeführten Investitionsvolumen  $I$  abhängig. Definiert man  $I_f$  als das Niveau der „finanzierbaren“ (*financeable*) Investitionen, ist der Investitionsumfang mit der Budgetbeschränkungsgleichung vom Unternehmenswert determiniert.

Ist  $dI_f/dI$  kleiner als 1, ist dieses Verhalten in diesem Modell uninteressant, da die sich in einer hochprofitablen Phase befindende Ökonomie und die mit dem Kapitalstock verbundene Investitionstätigkeit durch die *financial constraints* gehemmt werden. Ist  $dI_f/dI$  dagegen grösser als 1, existieren mehrere Gleichgewichte (*multiple equilibria*). Auf dem hohen Niveau der erwarteten  $I$  ist zwar die Finanzierungsbeschränkung nicht mehr gültig, der Investitionsumfang jedoch durch die Rendite im Inland determiniert. Dabei ergibt sich ein hohes Einkommensniveau  $H$  aus der hohen Investitionstätigkeit, die einerseits den hohen einheimischen Profitraten entspricht und andererseits durch ausreichende Kredite versorgt ist. Ein niedriges Einkommensniveau  $L$  kommt dagegen dadurch zustande, wenn die Kapitalgeber die Leistungsfähigkeit der einheimischen Unternehmen im Vergleich mit der Leistungsfähigkeit der Unternehmen im Ausland bezweifeln. Die Verweigerung der Kreditvergabe bedeutet eine reale Abwertung des Wechselkurses im peripheren Land. Der abgewertete Wechselkurs wiederum schlägt sich in der negativen Bilanzposition in hegemonialer Währung nieder, was zu guter Letzt die Meinung des Kapitalgebers bestätigt. Krugman betrachtet die Hochzinspolitik während einer Währungskrise als alternativlose Politikwahl, die die geringer gewordene Bereitschaft der Kapitalgeber in harter Währung kompensieren und dadurch die Stabilität des realen Wechselkurses erreichen soll, da bei konstantem Wechselkurs und sinkenden Kapitalzuflüssen aufgrund der zurückgehenden Importe der Output schrumpft. Damit steckt das Programm der IWF-Strategie in einem Dilemma, weil anstelle der Währungskrise ein neues Problem auftritt, nämlich eine „*decapitation of the entrepreneurial class*“.<sup>230</sup>

Krugman-Modell bietet insofern eine Erklärung der Asienkrise, als diese vor allem aus einer Störung der Investitions- und Einkommenseffekte entstand. Das Modell hat folgende wirtschaftlichen Implikationen: Als präventive Massnahme weisen die in hegemonialer Währung denominierten Schulden ein antiprophyktisches Ausmass auf. Das Rezept lautet dann, den Umfang der Kredite, durch die die inländischen Unternehmen mit hegemonialer Währung versorgt werden, zu vermindern.<sup>231</sup> Die krisenbewältigende Massnahme ist die Bestimmung des kritischen Kreditlimits (*emergency lines of credit*), wobei die betroffenen Unternehmen über die bilanzielle Finanzierung und über die *Lender of Last Resort* hinaus ausreichend versorgt werden sollten. Denn damit wird zunächst der Anreiz geschaffen, den Kapitalgebern in hegemonialer Währung bei der Kreditentscheidung zu helfen. Als weitere Massnahme schlägt Krugman vor, durch Kapitalverkehrskontrollen die Kapitalflucht zu verhindern. Nach dem Ausbruch der Krise bleibt laut Krugman-Modell der einzige Ausweg, die Investitions- und

---

<sup>230</sup> Krugman, P. (1999), a.a.o., S. 469

<sup>231</sup> Siehe Krugman, P. (1999), a.a.O., S. 470

Einkommensdynamik so weit zu steigern, dass sie grösser ist als die Zuwachsrates des Schuldenstands in hegemonialer Währung. Dabei spielen die Reformen des Finanzsektors eine wichtige Rolle, obwohl sie in keiner direkten Verbindung zu dem Modell stehen. Damit schlagt Krugman eine Art von „*private sector Brady Plan*“ vor, nach welchem neue Unternehmensgruppen, einschliesslich Direktinvestitionen aus dem Ausland, die Dynamik verstärken sollen.

Nach dem dritten Generationsmodell von Krugman ist die Ursache der Asienkrise wie folgt zu erklären: Herrscht unter den Kapitalgebern aus dem Ausland Pessimismus über die Leistungsfähigkeit der Unternehmenswerte im Inland vor, resultiert ein Kollaps vom hohen Einkommensniveau  $H$  zum niedrigen Einkommensniveau  $L$ .<sup>232</sup> Dabei bedeutet der Kollaps jedoch nicht, dass die frühere Investitionstätigkeit grundsätzlich fehlerhaft (*unsound*) war, entscheidend ist vielmehr, dass sie finanziell brüchig (*fragile*) war.<sup>233</sup> Der finanzielle Kollaps wurde laut Krugman verursacht 1) durch hohes *Leverage*, 2) durch hohe marginale Importneigung und 3) durch relativ hohe ausländische Schulden in harter Währung im Vergleich zum Exportvolumen. Denn diese Faktoren beeinflussen nach Krugman den Zyklus, in dem die Investitionstätigkeit über die Bilanzseite der Unternehmen zum realen Wechselkurs mit eingeschlossen ist.

Die hier vorgebrachte Kritik an den bisherigen Generationsmodellen betrifft vor allem um folgende Punkte: 1) Beim ersten „*canonical*“ Generationsmodell sind die sogenannten „*fundamentals*“ nicht klar definiert. Je nach Standpunkt und Definition ist der Zeitpunkt der Währungsattacke vorhersehbar oder nicht. Werden beispielsweise Wirtschaftswachstum, Staatsdefizit oder Entwicklung der Inflationsrate als „*fundamentals*“ angenommen, dann trifft das erste Generationsmodell weder auf die Asienkrise noch auf die südkoreanische Wirtschaftskrise zu. Werden hingegen die Leistungsbilanzdefizite und die verfügbaren Devisenbestände vor der Krisenzeit als fundamental angenommen, kann die Asienkrise im Jahr 1997 (und damit auch die südkoreanische Krise) als auf der Schwäche der „*fundamentalen*“ konomischen Daten beruhende Währungsattacke betrachtet werden. Somit sind für die jeweiligen „*fundamentalen*“ Daten Modifikationen nötig, will man die Währungsattacke in das Modell integrieren. Deshalb wurden, um die Vorhersehbarkeit von Wahrungsattacken und somit die Frhwarnmglichkeit zu erhöhen, weitere Formen des ersten Modells entwickelt, indem neben den bereits genannten fundamentalen Daten die reale Abwertungsrate und Leistungsbilanzdefizitquoten (wie beispielsweise 5% vom BIP beim IWF-Modell von Kaminsky, Lizondo und Reinhart (1998)<sup>234</sup>) miteinbezogen wurden. Erst dadurch konnte das Modell aufgrund eines steigenden Wertes den steigenden Druck auf die betroffenen Währung nachweisen - allerdings nicht allgemeingültig. So lautet denn auch beim modifizierten Modell das Resümee in Bezug

---

<sup>232</sup> In dieser Arbeit wurden die Begriffe von Anleger, Investoren sowie Kapital- und Kreditgeber identisch verwendet.

<sup>233</sup> Siehe Krugman P. (1999), a.a.O., S. 470f.

<sup>234</sup> Kaminsky, G./ S. Lizondo / C. Reinhart (1998), Leading Indicators of Currency Crises, S. 1ff.

auf die Vorhersehbarkeit „yes, but not very well“.<sup>235</sup> Andererseits lässt sich aus der klassischen Theorie der spekulativen Attacken zwar der Verlauf einer Währungskrise erklären, die Ursache der Währungskrise bleibt aber aufgrund der exogenen vorgegebenen wirtschaftspolitischen Aktion ungeklärt.

Zusätzlich sind innerhalb der fundamentalen Daten die Entwicklungen der realen Abwertungen in den krisenbetroffenen Asienländern zu erwähnen. Im ersten Generationsmodell und in späteren erweiterten Modellen (wie bei Kaminsky, Lizondo und Reinhart (1998) und beim sogenannten dritten Generationsmodell von Krugman (1999)) dient die reale Abwertung als Massstab dafür, ob der aktuelle Wechselkurs über- oder unterbewertet ist. Dies wird jedoch dann problematisch, wenn aufgrund der Tatsache, dass in den betroffenen Asienländern die Inflationsraten nicht höher waren als in früheren Perioden, die real abgewerteten Wechselkurse nicht so hoch gewesen ist, wie dies das Modell annimmt. So kann man im südkoreanischen Fall hinsichtlich der Wechselkurslage keineswegs von einer erhöhten realen Abwertungsentwicklung in der Zeit vor der Währungskrise sprechen.<sup>236</sup> Um diese Problematik zu umgehen, resultiert die Währungslage der betroffenen Währung nicht aus der realen Abwertungslage, sondern allein aus der Leistungsbilanzposition, wobei diese aussenwirtschaftliche Position direkt mit der Vermögensposition in den eigenen Währungstiteln verknüpft ist.

2) Bei der selbsterfüllenden Währungskrise im Sinne des zweiten Modells sind vor allem die Motive des selbsterfüllenden Verhaltens zu erwähnen, die für die marktendogene Krisenerklärung problematisch sind. Der Auslöser der spontanen Änderung der Markterwartung besitzt einen modellexogenen Charakter, der dem Zufallsprinzip gemäss auch als „*Sunspot*“-Phänomen bezeichnet wird. Trotz der fundamental schwachen Ökonomie bedingt innerhalb der begrenzten Zone allein die vom Anleger gehegte Erwartung den Übergang vom ‚guten‘ zum ‚schlechten‘ Gleichgewicht. Solche exogenen Variablen verhindern jedoch (wie bei einer Naturkatastrophe) eine marktkonforme Erklärung der Krisenursache. Eine vom Panikverhalten der Anleger ausgelöste Währungs- bzw. Bankenkrise ist nicht plausibel zu erklären, denn warum haben sich die Anleger ausgerechnet zu diesem Zeitpunkt anders verhalten als in normalen Zeiten. Eine marktkonforme Reaktion ist der Verhaltenswandel nur dann, wenn er als Schutzverhalten der Anleger zur Vermeidung einer Wertverlustsituation erklärbar ist. Bei einer marktkonformen Erklärung für die Währungsattacke ist m.E. anstelle der Politikoption die vom Markt gezwungenen Wertverlustsituation erforderlich, die dann die Verweigerung der weiteren Kreditvergaben in den krisenbetroffenen Ländern oder Kapitalflucht aus ihnen auslöst. Dies kann allein am drohenden oder schon vorhandenen Liquiditätsmangel der hegemonialen Währung liegen, der aus der Abwirtschaftung der in früheren Perioden aufgenommenen Kredite in hegemonialer Währung folgt. Abwirtschaftung deshalb, weil durch die dauerhaften Leistungsbilanzdefizite mehr Konsum bzw. mehr Investitionen ermöglicht wurden.

---

<sup>235</sup> Berg, A. / C. Pattillo (1999), Are Currency Crises Predictable? A Test, S. 128

<sup>236</sup> Vgl. auch Baig T./ I. Goldfajn (1998), Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises S. 21

Auch kann der Grund für die Aufgabe des bisher praktizierten (quasi-)festen Wechselkurssystems nicht ausschliesslich in der Kostenfrage liegen, das heisst darin, dass die Kosten des festen Wechselkurssystems höher als diejenigen seiner Aufgabe und Ersetzung durch das vollständig freie Wechselkurssystem sind. Er liegt vielmehr darin, dass die in Gang gekommene Kapitalflucht aus dem betroffenen Land ohne Aufgabe des bisherigen festen Wechselkurssystems nicht gestoppt werden kann. Obwohl man damit die freie Marktvolatilität der Wechselkurse in Kauf nimmt, ist es das einzig mögliche Instrument, um das verlorene Vertrauen in die eigene periphere Währung wiederzugewinnen. Somit ist die Aufgabe des bisherigen Wechselkurssystems eine Frage eines vom Währungsmarkt erzwungenen und aus der Funktionsstörung des bisherigen festen Wechselkurssystems resultierenden Politikwechsels. Es gibt keine andere Möglichkeit, da Devisenreserven für die Verteidigung des festen Wechselkurssystems in der Krisenzeit nicht vorhanden sind.

3) Als Kritik am Modell der dritten Generation ist zu erwähnen, dass der Stimmungsumschwung der Kapitalgeber in hegemonialer Währung vom Optimismus zum Pessimismus ebenfalls einen exogenen Charakter aufweist. Krugman schildert zwar, auf welchen Transmissionswegen die exogenen Schocks einen finanziellen Kollaps bzw. eine Währungskrise hervorrufen. Der Ursprung der Störungen, der im modelltheoretischen Kontext entweder aus den Störungen am Vermögensmarkt oder aus den der Einkommensbildung her stammen muss, bleibt aber ungeklärt. Die Grenze des logischen Aufbaus beim sogenannten dritten Generationsmodell besteht darin, dass der Begriff des gleichgewichtigen Zustandes nicht konsequent angewendet wird. Denn entweder befindet sich die hohe Investitionslage der betroffenen Ökonomie im Ungleichgewicht, in dem die aufgeblasenen Vermögenspreise auf der Abweichung vom gleichgewichtigen Zustand beruhen, oder die niedrige Investitionslage befindet sich im Gleichgewicht, was eine Rückkehr zu den geplatzten Vermögenspreisen der einzelnen Vermögenskomponenten bedeutet.<sup>237</sup> Das Modell ist nur dann konsequent für die Erklärung des Umschwungs zum anderen Gleichgewicht, wenn anstelle der strukturellen Budgetbeschränkung, die als das Niveau der „finanzierbaren“ Investitionen auf dem hohen *Leverage*-Effekt beruht, eine allgemeine Vorgabe der Währungshierarchie auftritt, so dass anstelle der Unternehmensverschuldungsquote ein in hegemonialer Währung finanzierter Schuldenaufbau als Lageparameter auftaucht. Denn eine hohe Investitionslage als höheres Gleichgewicht, deren Verschuldungslage zwar aus der Finanzierung in fremder Währung resultiert, kann zu keiner Abweichung von diesem Gleichgewicht, ergo zu keinem

---

<sup>237</sup> Der Ausdruck „*Bubble Economy*“ (Blasen-Ökonomie) betont den aufgeblasenen Wirtschaftszustand, der zurückzuführen ist auf das aufgrund des Versagens der staatlichen Wirtschaftspolitik („*governmental failures*“) vorhandene überschüssige Investitionsvolumen und auf die damit einhergehende Rückkehr zum gleichgewichtigen Zustand. Da eine theoretische Unvereinbarkeit zwischen der Blasen-Ökonomie und der rationalen Erwartungsbildung existiert, wird das Argument der Blasen-Ökonomie in den zweiten Generationsmodellen aufgrund einer Verletzung der Transversalitätsbedingung als Ursache der Währungskrise ausgeschlossen. (Vgl. Berger, W. (2002), a.a.O., S. 37) Es widerspricht somit den kapitalmarkteffizienten Mainstream-Ansätzen, die es nur innerhalb eines unendlichen Zeithorizonts zulassen, dass die einzelnen Marktteilnehmer das betroffene Aktivum gleich bewerten. Unter den Liquiditätsrestriktionen eines endlichen Zeithorizonts ist jedoch ein vom fundamentalen Wert abweichender einzelner Vermögenspreis zulässig, der beim Kapitalmarkteffizienzmodell ausgeschlossen bleibt (Vgl. Schelkle, W. (2001), a.a.O., S. 104) Demgegenüber wird in dieser Arbeit das Argument der Blasen-Ökonomie als Ursache der Währungskrise deshalb abgelehnt, weil der aufgeblasene Wirtschaftszustand lediglich das ungleichgewichtige Moment seitens der Stromgrössen zwischen dem Investitions- und Produktionsmechanismus auffängt, jedoch keine Konsistenz mit den Gleichgewichtsmodell aufweist.

forcierenden Erwartungsdrang zum nächst niedrigeren Gleichgewicht führen, da sich die betroffene Ökonomie lediglich in struktureller Verzerrung jedoch nicht in gesamtwirtschaftlichen Störungen befindet. Dieses versteckte Argument der Blasenökonomie ist dann für die Erklärung der Wirtschaftskrise in Ostasien nicht schlüssig.<sup>238</sup> Erst durch die Einführung von aus dauerhaften Leistungsbilanzdefiziten resultierenden Liquiditätsrestriktionen können solche multiplen Gleichgewichte marktkonform integriert werden.

4) Bei allen Generationsmodellen signalisiert die Expansion der Kreditmenge ein Motiv für die Währungsspekulationen, da der Kreditprozess als treibende Kraft für die Zerstörung des inländischen Bankensystems und Devisenspekulation angesehen wird. Es gibt jedoch ein Problem für die Erklärung der Währungskrise. Denn das Phänomen der Kreditexpansion ist kein besonderes Merkmal zumindest im Fall Südkoreas im Zuge der Währungskrise 1997. Es ist zwar dem zuzustimmen, dass der Anteil der dollarisierten Kreditvolumina sehr hoch gewesen ist. Aber die Rolle der Kreditexpansion im Vergleich zu den Devisenspekulationen ist umstritten. Dies liegt m.E. daran, dass die Veränderung der Liquiditätspräferenzkurve zwischen den hegemonialen und der verschuldeten, peripheren Währung nicht allein am prozentigen Wachstum der Kreditvolumen gemessen werden kann. Stattdessen wies im Fall Südkoreas der Umfang des tatsächlich dollarisierten Anteils einen versteckten Charakter auf, der anhand der konsolidierten gesamten Bankenbilanz überprüft werden muss. (Siehe dazu empirischen Teil III.C.1)

5) Schliesslich stellt sich die Frage, ob der Wechsel vom (quasi-)festen Wechselkurssystem zum (vollständig) flexiblen Wechselkurssystem die garantierte bzw. unentbehrliche Voraussetzung gegen die Währungsangriffe bildet, wie es in den Generationsmodellen angenommen wird. Denn die Unvereinbarkeit zwischen dem von der peripheren monetären Behörde verteidigten festen Wechselkurs einerseits und den geringen vorhandenen Devisenbeständen andererseits liefert den Grund, aus dem die einheimische Währung zum Gegenstand einer Währungsangriffe wird. Die Frage lautet dennoch, ob das vollständig flexible Wechselkurssystem, wie es die Asienländer Ende 1997 auf Anraten des IWF einführten, einen ausreichenden Schutz gegen etwaige weitere Währungsangriffe darstellt. Dies kann nach dem bisher Gesagten eindeutig mit Nein beantwortet werden: Das vollständig flexible Wechselkurssystem, dessen Wechselkurs als Schattenwechselkurs zum Massstab der aktuellen Lage des Wechselkurses dient, bedeutet, dass sich der aktuelle Wechselkurs aus dem aktuellen Devisenmarkt ergibt, und zwar ohne direkte Deviseninterventionspolitik aus der peripheren monetären Behörde. Dabei wird aber bereits auf Dauer das unpraktikable Wechselkurssystem vorausgesetzt. Denn ohne eine Interventionspolitik drücken die Kapitalimporte (sei es als Finanzierungszweck für die Leistungsbilanzdefizite oder als sogenannte Investitionszwecke für den Erwerb der peripheren Vermögenstitel) den einheimischen Wechselkurs auf ein so niedriges Niveau, dass einerseits wiederum

---

<sup>238</sup> Zu dem „Bubble Economy“-Argument für die Erklärung der Wirtschaftskrisen in Ostasienländern siehe beispielsweise auch, Ohnishi, H. (1998), An Analysis of the Asian Crisis by a Capital-Linked Multicountry Model, S. 1ff.

der Zustand der dauerhaften Leistungsbilanzdefizite erreicht wird, da dank des niedrigen Wechselkurses die exportierten Güter teurer und die importierten Güter billiger werden. Andererseits führt es zu einem weiteren Anstieg der Aussenwährungskomponenten innerhalb der gesamten Kreditmenge, was wiederum den Dollarisierungsprozess verstärkt. Deshalb kann auch vom vollständig flexiblen Wechselkurssystem vollständig ohne Devisenmarktintervention keine Rede sein, da die Devisenmarktintervention den einheimischen peripheren monetären Behörden (sei es direkt durch die ZB<sup>239</sup> oder indirekt durch die Sterilisierungspolitik<sup>240</sup>) neben der Zinssatzpolitik auch als wichtigstes Instrument für die Aufrechterhaltung der Leistungsbilanzüberschüsse und somit für die Aufrechterhaltung der eigenen Währungsqualität dient, es sei denn, sie haben ihre währungspolitische Souveränität bereits aufgegeben.

Zudem bilden hohe aktuelle Devisenbestände im vollständig flexiblen Wechselkurssystem keine Garantie dafür, dass das periphere Land von Währungsattacken verschont bleibt. Denn es ist bei den peripheren Ländern ungeklärt, woher die aktuellen Devisenbestände stammen und ob die Lage weiterhin stabil bleibt. Kommen die hohen Devisenbestände nicht durch dauerhafte Leistungsbilanzüberschüsse, sondern durch dauerhafte Kapitalimporte zustande, verstärkt dies eher die begründete Erwartung, die Währungsqualität und somit der aktuelle Wechselkurs seien nicht haltbar. Zwar kann aufgrund des früheren festen Wechselkurssystems die *Overshooting* des Wechselkurses verstärkt werden, aber dieses Phänomen kann auch im vollständig flexiblen Wechselkurssystem auftreten, wenn beispielsweise die starren Güterpreise in Kauf genommen werden, wie dies im Dornbusch-Modell der Fall ist. Darüber hinaus kann trotz des vollständig flexiblen Wechselkurssystems allein durch die Verschiebung der Liquiditätspräferenz (wie beispielsweise durch den Vertrauensverlust gegenüber der betroffenen peripheren Währung) eine Kapitalflucht ausgelöst werden.

### 3. *Ursachenanalyse der Währungskrise*

Im folgenden Abschnitt wird untersucht, über welche Wege und inwiefern die Währungskrise innerhalb des Bankensystems hervorgerufen wird. Im Vergleich zu dem vorangegangenen Kapitel I.C., in dem eine aus den Störungen vom Vermögensmarkt resultierende gesamtwirtschaftliche Währungsinstabilität geschildert wurde, wird hier für die Erklärung der Zwillingskrise in EL ein Aufsatz von Chang und Velasco (1999) als Grundlage verwendet.<sup>241</sup> Zusätzlich wird dann - anders als das Modell

---

<sup>239</sup> Dafür findet sich auch bei den währungstarken Ländern wie zwischen EURO, US Dollar und Yen ein Beispiel, deren monetäre Behörden trotz ihres vollständig flexiblen Wechselkurssystems die Möglichkeit der Deviseninterventionsmöglichkeit offen lassen.

<sup>240</sup> Für das Indiz der Sterilisierungspolitik liefert der enge positive Zusammenhang zwischen der durch Leistungsbilanzüberschüsse bzw. durch Kapitalimporte bedingten enormen Zunahme von Kapitalzuflüsse einerseits und der Zunahme der *Monetary Stabilization Bonds* in Südkorea nach der Post-IWF-Epoche andererseits ein typisches Beispiel. (Siehe den empirischen Teil)

<sup>241</sup> Chang, R./ A. Velasco (1999), a.a.O., S. 1ff.

von Chang und Velasco (1999) - das Moment der Illiquidität in fremder Währung zugefügt, so dass die Zunahme der Verschuldung in hegemonialer Währung den Umfang der Auslandsfinanzierung ersetzt, um damit den Verdrängungseffekt der hegemonialen Währung zu betonen. Nach der Schilderung des modifizierten Modells von Chang und Velasco wird dann ein Modell von Weymark (1995)<sup>242</sup> dargestellt, welches die Unhaltbarkeit zwischen der Währungs- und Geldpolitik einerseits und dem Druck auf den Wechselkurs im vorhandenen Wechselkurssystem andererseits für die Erklärung der Währungskrise besonders geeignet erscheint.

a) *Anwendung des Chang und Velasco-Modells im Fall der Illiquidität in hegemonialer Währung*

Das Modell von Chang und Velasco (1999) umfasst drei Perioden:  $t = 0$  (Planungsperiode), 1 (kurzfristige Periode) und 2 (langfristige Periode). Dabei wird angenommen, dass eine einzige vorhandene singuläre Gütersorte international frei handelbar ist und deren Handelspreis sich ausschliesslich in internationaler hegemonialer Währung ausdrücken lässt. Der Bankensektor ist als vermögensverwaltender Akteur integriert. D. h., auf der Passivseite der Bankenbilanz fungieren die Depositenbesitzer als Finanzierungsquelle, die im Umfang  $a \geq 0$  als Anfangsbestand in peripherer Währung und ausschliesslich aus der Auslandsverschuldung in hegemonialer Währung in vollem Umfang  $\Delta f > 0$  finanziert wird.<sup>243</sup> In der betroffenen Volkswirtschaft (nicht pro Individuum) ist dann der gesamtwirtschaftliche Finanzierungsumfang aufteilbar, in dem die Anfangsvermögenssumme  $w_0$  aus den inländischen Depositen und ausländischen Nettoverschuldung in hegemonialer Währung  $-\Delta f$  besteht:

Gleichung 96

$$w_0 = a - \Delta f.$$

Auf dem freien internationalen Kapitalmarkt verhält sich der Gläubiger bzw. Kreditgeber in hegemonialer Währung risikoneutral. Sein ökonomisches Verhalten ist dabei die Suche nach sicherem Rückfluss des nominalen Vermögenswertes in der erwarteten Periode 2, wobei der Kreditnehmers lediglich auf das Verhalten des Kreditgebers reagiert. Als Ausgangspunkt stellt der Gläubiger in hegemonialer Währung nur dann dem inländischen Bankensektor die hegemoniale Währung zur

---

<sup>242</sup> Weymark, D. N. (1995), Estimating Exchange Market Pressure and the Degree of Exchange Market Intervention for Canada, S. 273ff.

<sup>243</sup> Anders als das Modell von Chang und Velasco (1999) wird hier der Umfang der Auslandsfinanzierung durch die Zunahme der Verschuldung in hegemonialer Währung  $-\Delta f > 0$  ersetzt, um damit den Verdrängungseffekt der hegemonialen Währung zu betonen.

Verfügung, wenn der angebotene Vermögenstitel in peripherer Währung mindestens eine erwartete Nettovermögenszunahme gleich Null hat.

Der einheimische Depositenbesitzer investiert bei der Auswahl der Vermögenstitel von Depositen dann in langfristige Vermögenstitel in peripherer Währung (d. h. in Periode 2), wenn sich die durchschnittliche Einheit der in Periode 0 investierten Güterproduktion mit Sicherheit in  $R$  Einheiten von Periode 2 umwandeln lässt. In der mit Unsicherheit behafteten Welt, existiert jedoch eine Wahrscheinlichkeit  $\lambda$ , die den Einfluss externer Faktoren („*bad shock*“) auf den zukünftigen Vermögenswert ausdrückt. Dabei bedarf es weiterhin einer zusätzlichen Finanzierung in der folgenden Periode 1, um in Periode 2 überhaupt einen bestimmten Umfang der Güterproduktion realisieren zu können. Der Umfang der zusätzlichen finanziellen Infusion  $i$  ergibt sich aus der Bedingung  $i < a - \Delta f$ , d.h., der Umfang der zusätzlichen finanziellen Infusion bzw. der zusätzlichen finanziellen Investition muss kleiner als die von Verschuldungssumme abgezogene ursprüngliche Depositensumme sein, da ansonsten die zusätzliche Infusion ökonomisch nicht vernünftig ist. So wird einerseits ein exogener Schock unverzüglich das langfristige illiquide Investitionsvolumen  $\kappa$  beeinflusst. Andererseits wird der Output in Periode 2 in Höhe von  $R\kappa$  betragen, wenn eine zusätzliche finanzielle Hilfe in Periode 1 getätigt wird: Ist  $R(1-\lambda) \geq 1$ , dann wird trotz der unsicheren Realisierungschance die erwartete Profite der langfristigen Vermögenstitel grösser oder gleich wie der hegemoniale Zinssatz. Und bei  $R(1-\lambda) < 1$  ist der Fall umgekehrt.

Es gibt jedoch seitens des Depositenbesitzers aufgrund der Befürchtung des *Bank Run* die Möglichkeit, langfristige Vermögenstitel  $\kappa$  frühzeitig (d. h. in Periode 1) in Höhe von  $r\kappa$  Einheiten zu liquidieren, wobei  $r$  die Wahrscheinlichkeit ( $0 < r \leq 1$ ) ist. Der Zweck dieses eingeschränkten Verhaltensmusters besteht darin, eine illiquide Situation zu verdeutlichen, in der zwar langfristige Vermögenstitel sehr rentabel, aber mit (kurzfristiger) hoher Unsicherheit behaftet sind. Eine unglückliche („*unlucky*“) Situation liegt dann vor, wenn der betroffene Wirtschaftsteilnehmer („*agent*“) allein beobachten kann, ob der langfristige Vermögenswert von einem konjunkturbedingten Schock betroffen ist.<sup>244</sup> Bei Abwesenheit von aussenwirtschaftlichen Schocks (jedoch keine konjunkturbedingte Schocks) kann der jeweilige inländische Schuldner bis zum Limit  $\Delta f$  Kredit aufnehmen und diese Mittel vollständig in illiquide Vermögenstitel investieren. Falls jedoch der finanzielle Investor rechtzeitig, d. h. in Periode 1, einkalkuliert, dass er aufgrund der konjunkturell bedingten ‚*unlucky*‘ Situation in Zukunft für seinen Vermögenswert einen Verlust erwarten muss, wird er - in Periode 1 - ausreichend zusätzliche liquide Mittel zur Verfügung stellen. Liegt dagegen eine Situation vor, in der der Investor in Periode 1 einkalkuliert, dass er aufgrund

---

<sup>244</sup> Anders als im Modell von Velasco und Chang, in dem  $\lambda$  ein mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit auftretender Risikofaktor ist, ergibt sich der Unsicherheitsfaktor  $\lambda$  hier aus der unsicheren Lage des gesamtwirtschaftlichen Währungs- und Bankensystems (Liquiditätspräferenzdifferenz), die aus den dauerhaften Fehlentwicklungen der Leistungsbilanzdefizite bzw. der Kapitalverkehrsüberschüsse hervorgerufen wurde.

der aussenwirtschaftlichen Fehlentwicklungen Verluste der bisher investierten Summe befürchtet, zieht er sich aus den bisherigen Vermögensinvestitionen in hegemonialer Währung zurück.<sup>245 246</sup>

Werden nun sowohl die konjunkturellen Schwankungen als auch ein fiktiver autarker illiquider Vermögenswert (d.h. ohne Vorhandensein der Verschuldungsokonomie)  $\tilde{\kappa}$  und deren liquider Vermögenswert  $\tilde{b}$  berücksichtigt, wird im Fall der „*lucky*“-Situation (d.h. konjunkturellen positiven Q-Gewinnsituation) der gesamte Vermögenswert  $R \tilde{\kappa} + \tilde{b} - \Delta f$  und im Fall der „*unlucky*“-Situation (d.h. negativen Q-Gewinnsituation)  $R \tilde{\kappa} - \Delta f$ , so dass sich zwar der gesamte Vermögenswert nach den konjunkturellen Schwankungen ändert, aber an dem Abzug der Verschuldungssumme in hegemonialer Währung nichts ändert. Unter Berücksichtigung der beiden Situationen („*lucky*“ und „*unlucky*“ Situationen) und ohne Vorhandensein einer Verschiebung der Liquiditätspräferenzkurve) beträgt der erwartete Vermögenswert in Periode 2 dann  $w_2$ :

Gleichung 97 
$$w_2 = \lambda(R \tilde{\kappa} - \Delta f) + (1 - \lambda)(R \tilde{\kappa} + \tilde{b} - \Delta f) = R(w_0 - i) + (1 + \lambda)i - \Delta f$$

Die obige Gleichung besagt, dass die Konjunkturschwankungen ein *Trade-off*-Verhältnis schaffen, in dem der zunehmende künftige Vermögenswert der sich aus der zusätzlichen Bereitstellung ergebenden Vermögensminderung gegenübersteht.

Im Fall des kreditaren Zuruckziehens in Periode 1 aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Fehlentwicklungen gibt es jedoch keine zusätzliche finanzielle Infusion, und somit beträgt der erwartete Vermögenswert in Periode 2 dann  $w_2$  wie folgt:

Gleichung 98 
$$w_2 = \lambda(R \tilde{\kappa} + \tilde{b} - \Delta f) + (1 - \lambda)(R \tilde{\kappa} + \tilde{b} - \Delta f) - r\kappa = R(w_0) - r\kappa - \lambda r - \Delta f$$

Die obige Gleichung besagt, dass die Unsicherheit einen viel stärkeren Verlust des gesamten Vermögenswertes in Periode 2 als alleinige Konjunkturschwankungen zur Folge hat, so dass die zunehmende Wahrungshaltungspremie in hegemonialer Währung eine Vermögensminderung des peripheren Landes verursacht, weil die Kreditgeber die bisher vergebenen Kredite kündigen.

<sup>245</sup> Im Gegensatz zu dem Chang-Velasco-Modell, in dem ausschliesslich ein auf eine „*unlucky*“ Situation bedingter exogener Schock auftritt, gibt es in meiner Arbeit zwei Störungen, einmal die konjunkturbedingte *unlucky* Situation und einmal den aus den aussenwirtschaftlich dauerhaften Leistungsdefiziten resultierenden exogenen Schock.

<sup>246</sup> Es ist weiterhin anzunehmen, dass in Periode 0 das Anfangsvolumen ausreichend in liquide Vermögenstitel investiert wird. Das bedeutet, dass die folgende Bedingung erfüllt sein muss:  $\lambda(R-r)w_0 \geq [R-(1-\lambda)]i$ . Im Fall  $R > 1$  wird der Depositenbesitzer von der unbedingt notwendigen Geldhaltungsprferenz in hegemonialer Währung (genau genommen aus hegemonialer Währung resultierende und ins periphere Bankensystem gesickerte Depositen) nachteilig beeinflusst. Wird dagegen der autarke liquidierte Vermögenswert  $\tilde{b}$  als eine fiktive Situation ohne hegemoniale Wahrungsdositen und ergo ohne Unsicherheit definiert, ergibt sich der autarke aktuelle Vermögenswert  $\tilde{\kappa} = w_0 - i$ , wobei  $\tilde{b}$  gleich wie  $i$  ist. (Siehe Chang und Velasco (1999), a.a.O., Appendix, S. 51).

Wird nun das Verhalten der GB berücksichtigt, besteht die Aufgabe der GB darin, dass sie das Problem umgeht, in dem sie im Laufe der Geschäfte den Investitionsumfang in liquiden  $b$  und illiquiden Vermögenstiteln  $\kappa$  geringer halten als die aktuellen Vermögenswerte  $w$ , um die erwarteten Vermögenswerte zu realisieren. Dadurch wird die Budgetrestriktion in Bankengeschäften wie folgt:

Ungleichung 7

$$\kappa + b \leq w$$

In Periode 1 entscheiden die Banken darüber, ob sich die weitere Kreditvergabe  $i$  unter der mit 'bad shock'  $\lambda$  behafteten Kalkulation lohnt. In Periode 2 sammeln die Banken die Investitionsergebnisse und zahlen die externen Schulden in hegemonialer Währung  $\Delta f$  und die Depositenschulden in peripherer Währung  $w_0$  zurück, wenn der Faktor Unsicherheit sich nicht ändert und folglich der Wechselkurs zwischen hegemonialer und peripherer Währung stabil bleibt. Ferner muss das Auswahlverfahren die Bedingung erfüllen, dass die zusätzliche finanzielle Bereitstellung als Anfangsbedingung ('incentive compatibility constraint') nicht die bisherige Depositensumme übersteigt:  $i \leq c$ . Diese Verhaltensrestriktion besteht im Verhalten des Vermögenseigentümers (hier Depositenbesitzer). Denn der Vermögensbesitzer (bzw. Depositenbesitzer) nimmt die Möglichkeit wahr, anstatt der Bereitstellung des zusätzlichen Mittels  $i$  die bisher investierten Mittel  $c$  von den inländischen GB zurückzufordern, wenn er um den gesamten Verlust der bisher investierten Summe fürchtet.<sup>247</sup> Um dies zu berücksichtigen, darf der künftige Vermögenswert  $\hat{w}_2$  ebenfalls nicht kleiner sein als die zusätzliche finanzielle Bereitstellung  $i$ , was  $i \leq (c = \hat{w}_2)$ .

Ohne 'Incentive' Beschränkung sorgen die GB für eine ausreichend liquide Geldmenge  $\hat{b}$ , um die bisherigen 'bad' Investitionen abzudecken, was sich wie folgt darstellt:

Gleichung 99

$$\hat{b} = \lambda i$$

In diesem Fall ergeben die erwartete Vermögenswerte in Periode 2:

Gleichung 100

$$\hat{w}_2 = R\hat{\kappa} + (\hat{b} - \lambda i) - \Delta f = R(w_0 - i) - \Delta f$$

Im Fall der obigen 'Incentive'-Beschränkung ( $i \leq w_2$ ) müssen dagegen die zusätzlich bereitzustellenden Mittel  $i$  folgende Bedingung erfüllen:

<sup>247</sup> In diesem Fall ist allerdings die Forderungssumme an Banken in Periode 2 kleiner, was die Summe des Zinssatzunterschieds zwischen Periode 1 und Periode 2 und der Liquiditätspräferenzdifferenz zwischen beiden Währungen ausmacht.

$$i \leq \frac{Rw_0 - \Delta f}{1 + R\lambda}$$

Da hier die Leistungsbilanzdefizite in Periode 0 durch  $\kappa a$  gegeben sind und der Umfang der illiquiden Vermögenstiteln  $\kappa$  durch das Bankensystem zu langfristigen Investitionsprojekten transponiert wird, vergrößern sich die Finanzdefizite der GB in hegemonialer Währung dementsprechend. Das bedeutet, dass sich die Nettoschuldnerposition in hegemonialer Währung ändert. In Periode 1 ist die Nettoschuldnerposition in hegemonialer Währung gegeben durch  $b - \Delta f$ , da die GB den Umfang der liquiden Mittel  $b$  auf die Schuldzunahme in hegemonialer Währung reduzieren können, was die Nettovermögensposition in peripherer Währung schwächer als die in der autarken Situation (d. h. ohne Kreditaufnahme in hegemonialer Währung) beeinflusst.

Wird nun eine aus dem vorhandenen Bankensystem hervorgerufene Illiquidität in hegemonialer Währung, ergo eine Zwillingskrise betrachtet, stellt sie folgenden Mechanismus dar: Die GB vergeben anhand des obigen Verhaltens die Auslandsforderungen in hegemonialer Währung in Periode 0 in Form von Krediten, was wiederum bedeutet, dass sie den Teil  $\hat{\kappa}$  in langfristige Vermögenstitel und den Teil  $\hat{b}$  in liquide hegemoniale Währungsvermögenstitel investieren. Sind die ausländischen Schulden in hegemonialer Währung aufgrund vertraglicher Vereinbarungen in Periode 2 zurückzuzahlen, wobei zur Vereinfachung der Zinssatz in Periode 0 keine Zinsen beträgt, und finanzieren dabei die Banken durch die liquiden Mittel  $\hat{b} = \lambda i$  den Anteil der Depositen in Periode 1, betragen die in Periode 2 zurückgezählten Auslandsschulden  $R\hat{\kappa} = R(w_0 - \lambda i)$ .

Da die GB in Periode 1 der Forderung von Depositenbesitzer nach der Regel „*first come, first served*“ nachkommen, wobei das Verlangen der Depositenbesitzer in zufälliger *random order* erfolgt, beträgt der zurückgezogene Umfang nun  $i$ . Um der Forderung nachzukommen, liquidieren die GB zunächst die einfach zu liquidierenden Vermögenstitel  $\hat{b}$ , dann die schwer zu liquidierenden Vermögenstitel  $\hat{\kappa}$ , die im Einkommensbildungsprozess (d. h. in langfristigen Investitionsprojekten) verwendet wurden: (a) Eine aus hegemonialen Währungsdepositen resultierende Bankenkrise passiert dann, wenn die Depositenbesitzer in hegemonialer Währung sich im gesamten Bankensystem trotz der vollständigen Liquidierung sämtlicher Vermögenstitel (was der Nettoschuldensumme in hegemonialer Währung entspricht) aus den Depositen zurückziehen versuchen. (b) Wären hingegen die Banken in Periode 1 nicht in Konkurs gegangen, würden sämtliche Ergebnisse in Periode 2 gesammelt und an die Depositenbesitzer (bzw. Gläubiger) in hegemonialer Währung verteilt werden, wobei die Differenz zwischen Fall (b) und Fall (a) die gesamte Verlustsumme beträgt.

Das Problem dieses Systems besteht somit darin, dass trotz der Existenz des Einlagensicherungssystems (des sogenannten *demand deposit system*) und der konjunkturellen

Schwankungen ein destabilisierendes Moment existiert, auch wenn sich der Depositenbesitzer ehrlich verhält. Denn zum einen existiert trotz des ehrlichen Verhaltens der Depositenbesitzer eine mit der Unsicherheit behafteten Liquiditätsverschiebung, was in obiger Gleichung (98) bereits darstellt wurde. Zum anderen können gerade die zu ausreichenden Depositeneinlagen zur teuren Haltung liquider Mittel (hier vor allem der hegemonialen Währung) führen, was bereits in einer illiquiden Situation in Periode 1 geschieht. Diese Bedingung lässt sich wie folgt ausdrücken:

Ungleichung 9

$$\hat{b} + r\hat{\kappa} < i$$

Nehmen wir nun an, dass obige Bedingung von Nr. (9) nicht erfüllt ist, dann werden die GB die verfügbaren gesamten Mittel nicht liquidieren, obwohl die Depositenbesitzer in Periode 1 die liquiden und erforderlichen Finanzmittel  $i$  sammeln. Dies bedeutet, dass die gutgläubigen 'lucky'-Depositenbesitzer bis Ende der Periode 2 abwarten, um mindestens die im Vertrag vorgesehene bestimmte Summe  $\hat{y}$  von den GB zu erhalten. Dies wird jedoch der vernünftige Depositenbesitzer nicht tun, weil er im Fall des *Bank Run* nicht nur der versprochene Summe  $\hat{y}$  sondern auch die bisher investierte Gesamtsumme (Anfangssumme  $r\hat{\kappa}$  zuzüglich der liquiden Mittel  $\hat{b}$ ) zu verlieren droht.

Dabei liegt das Krisenmoment auf der Hand: Bei einem *Bank Run*, d. h. wenn alle Depositenbesitzer ihre Depositen  $i$  zurückziehen, sind die GB gezwungen, sämtliche Vermögenstitel (inkl. Auslandswährungsvermögenstitel) zu liquidieren und dann zu schliessen. Die Folge ist, dass die Depositenbesitzer in Periode 2 von der ursprünglich vorgeschossenen hegemonialen Währung nichts zurückbekommen. Diese Befürchtung führt wiederum dazu, dass der *Bank Run* in der hegemonialen Währung verstärkt wird ("*self-fulfilling bank run*"). Schliesslich greift dieses Verhalten auf das gesamte Bankensystem des peripheren Landes über, so dass eine gesamt Paniksituation (*Bank Run* im gesamten Bankensystem) entsteht.<sup>248</sup> Die formale Bedingung des *Bank Run* ist dann wie folgt:

Ungleichung 10

$$r \leq \frac{(1 - \lambda i)}{w} - \bar{l}$$

So hängt die Wahrscheinlichkeit des *Bank Run* positiv mit den Fluktuationen zwischen *bad shocks* und zusätzlichen Finanzhilfen in hegemonialer Währung und mit der Liquiditätsverschiebung zuungunsten der peripheren Währung sowie negativ mit dem Umfang der laufenden Vermögenbestände zusammen.

---

<sup>248</sup> Vgl. Chang, R./ A. Velasco (1999), a.a.O. S. 10ff.

Die Ursache der steigenden Wechselkursvolatilität kann auch auf eine gestörte Geldpolitik zurückgeführt werden und ist demnach eine Folge von Vermögensumschichtungen.<sup>249</sup> Diese Überlegung passt zu dem Modell von Weymark, in dem unter der Annahme eines relativ kleinen Landes mit offener Volkswirtschaft der Druck auf den Devisenmarkt und der Interventionsgrad der monetären Behörde gemessen wird.<sup>250</sup> Anders als im Weymark-Modell dargestellt, in dem die monetären Schocks zu einer permanenten ungleichgewichtigen Situation führen, verursachen sie in der folgenden Arbeit als eine endogenisierende Marktkraft ein anderes Gleichgewicht, ergo eine Währungskrise.

Nach Weymark ist der Druck auf den Devisenmarkt (*Exchange Market Pressure*, im folgenden EMP) wie folgt definiert: „*Exchange market pressure measures the total excess demand for a currency in international markets as the exchange rate change that would have been required to remove this excess demand in the absence of exchange market intervention, given the expectation generated by the exchange policy actually implemented.*“ (Weymark, D. N. (1995), a.a.O., S.278)

Diese Definition gibt eine ausreichende Erklärung für den Druck auf den Wechselkurs, da sie einen Effekt aus der ZB-Deviseninterventionspolitik besonders sichtbar macht. Die Definition von Weymark betont dabei die Rolle der Wechselkurs- und Geldpolitik seitens der ZB und damit die stärkenden Effekte auf den Wechselkurs. Es bleibt dennoch offen, woher der Ursprung des Drucks auf den Wechselkurs kommt, der in der bisherigen Arbeit als Effekt aus dem Kapitalimport bereits diskutiert wurde. Trotz solcher Einschränkung wird hier ohne eine zusätzliche Definition der Druck auf den Wechselkurs eingeführt.

Weymark hat unter der Annahme rationaler Erwartungen eine Reihe von Definitions- und Verhaltensgleichungen aufgestellt. Hier werden diese Gleichungen stark gekürzt und auf die relevanten Inhalte beschränkt wiedergegeben. Einheimischer Output und ausländisches Preisniveau sind exogene Variable. Es wird weiterhin angenommen, dass die Finanzmärkte (bzw. Kapitalmärkte) im betroffenen relativ kleinen Land gut entwickelt und die einheimischen und ausländischen Vermögensbestände perfekt substituierbar sind.<sup>251</sup>

Betrachtet man den Geldmarkt, ist das Modell in Periode  $t$  so definiert:

Gleichung 101    Geldnachfragefunktion

$$m_t^d = p_t + b_1 y_t - b_2 i_t + v_t$$

<sup>249</sup> Siehe auch den Kapitel I.C.b)

<sup>250</sup> Weymark, D. N. (1995), a.a.O., S. 273ff.

<sup>251</sup> In dieser Arbeit werden die Begriffe Finanzmärkte und Kapitalmärkte identisch verwendet.

Gleichung 102	Kaufkraftparität	$p_t = a_0 + a_1 p_t^H + a_2 e_t$
Gleichung 103	Ungedechte Zinsparität	$i_t = i_{Ht} + E[e_{t+1}   t] - e_t$
Gleichung 104	Geldangebotfunktion	$m_t^s = m_{t-1}^s + \Delta d_t + \Delta r_t$
Gleichung 105	Devisenmarktgleichgewicht	$\Delta r_t = -\bar{\varrho}_t + \Delta e_t$

Dabei steht  $m_t$  für die logarithmierte Geldmenge in Periode  $t$  (wobei die Superskripte  $s$  und  $d$  eine Angebots- und Nachfragekategorie kennzeichnen),  $p_t$  für denjenigen des einheimischen Preisniveaus in Periode  $t$ ,  $y_t$  für denjenigen des realen einheimischen Outputs in Periode  $t$ ,  $i_t$  für denjenigen des einheimischen Zinsniveaus in Periode  $t$ ,  $v_t$  für denjenigen der stochastischen Turbulenz der Geldnachfrage (somit für den unsystematischen Fehler in Periode  $t$ );  $e_t$  steht für den Wechselkurs in Periode  $t$  (der in einheimischer P-Währung pro Einheit in hegemonialer Währung notiert wird),  $\Delta d_t$  für  $[h_t D_t - h_{t-1} D_{t-1}] / M_{t-1}$  (wobei  $h_t$  den Geldmultiplikator in Periode  $t$ ,  $D_t$  das Volumen der einheimischen Kredite und  $M_{t-1}$  den Geldstock in einer früheren Periode darstellen),  $\Delta r_t$  für  $[h_t R_t - h_{t-1} R_{t-1}] / M_{t-1}$  (wobei  $R_t$  und  $R_{t-1}$  jeweils den Stock der Währungsreserve bzw. Währungsreservebestände in Periode  $t$  und  $t-1$  und damit eine Veränderungsrate der Devisenbestände in der Relation zur Geldbasis darstellen), und  $\bar{\varrho}_t$  für den (als *Time-lag*) *time-variant* Koeffizienten.

Das Suffix H kennzeichnet die ausländische hegemoniale Variable.  $E[e_{t+1} | t]$  stellt den Wert dar, den die rational agierenden Wirtschaftssubjekte für die Variable  $e$  in Periode  $t+1$  erwarten. In Bezug auf die Geldfunktionen von Weymark ist zu bemerken, dass die Gleichung (101) zwar vollständigen freien Handel mit substituierbaren Vermögenstiteln voraussetzt. Hinsichtlich der Wechselkursbestimmung existieren aber zwei unglückliche doppelte Bedingungen sowohl als ZP als auch als KKP, wie die beiden Gleichungen (102 und 103) darstellen. Dabei stehen sowohl die Zinssatzdifferenz als auch die Preisunterschiede zwischen einheimischen in Relation zum Wechselkurs.<sup>252</sup>

Anhand der obigen Definition des EMP wird der Druck auf den Devisenmarkt in Periode  $t$  formal wie folgt ausgedrückt:

Gleichung 106	$EMP_t = \Delta e_t + \eta \Delta r_t$
---------------	--

Dabei lassen sich  $\Delta e_t$  als eine Veränderungsrate des Wechselkurses in natürlichem Logarithmus,  $\eta$  ( $= -\delta \Delta e_t / \delta \Delta r_t$ ) als Elastizität der Devisenreserve auf die Wechselkursveränderung ausdrücken.

---

<sup>252</sup> Es ist zu erwähnen, dass hinsichtlich der Wechselkursbestimmung eine Inkompatabilität zwischen der ZP und KKP existiert, wie bereits im frühen Kapitel I.B.1. definiert wurde. Da die Definition des EMP hinsichtlich der steigenden Wechselkursinstabilität daran nichts ändert, wird in dieser Arbeit keine weitere Korrektur unternommen.

Berücksichtigt man das einheimische Kreditvolumen, wird die obige Gleichung erweitert zu:

Gleichung 107 
$$EMP_t = \Delta e_t + \eta [\Delta r_t + \lambda \Delta r_t]$$

Unter dem EMP auf den gleichgewichtigen Wechselkurs in der obigen Gleichung wird dabei im Sinne von Weymark ein vollständig flexibler Wechselkurs verstanden, auf den keine Sterilisierungs- und Interventionspolitik einwirkt.

Was die Sterilisierungspolitik der ZB angeht, so leitet sich diese Politik von der Differenz zwischen den Bedingungen im Geldmarktgleichgewicht und den damit verbundenen Bedingungen im Devisenmarktgleichgewicht ab. Dabei ist der Effekt der Bedingungen im einheimischen Geldmarkt auf den Devisenmarkt determiniert durch:

Gleichung 108 
$$\Delta m_t^s - \Delta d_t^s = \Delta m_t^d$$

Dabei stellen  $\Delta d_t^s$  die Veränderungsgröße des Kreditvolumens durch die Sterilisierungspolitik dar. Berücksichtigt man die Sterilisierungswirkung auf der Geldangebotsseite, ergibt sich folgende Gleichung:

Gleichung 109 
$$\Delta m_t^s = \Delta d_t + \Delta d_t^s + \Delta r_t$$

Dabei bezeichnen  $\Delta d_t$  die Veränderungsgröße des autonomen einheimischen Kreditvolumens. Ersetzt man die Gleichung (108) durch die obige Gleichung (109), ergibt sich folgende markträumende Gleichgewichtsbedingung:

Gleichung 110 
$$\Delta d_t + \Delta r_t = \Delta m_t^d$$

Um die Interventionspolitik der monetären Behörde zu messen, hat Weymark einen Interventionsindex eingeführt. Der Interventionsindex  $\omega_t$  ist „...an index of exchange market intervention that measures the intervention activity of the authority in terms of the proportion of exchange market pressure relieved by exchange market intervention“ (Weymark, D. N. (1995), a.a.O., S.281; Hervorhebung M.B.)

Formal wird diese Definition ausgedrückt als

Gleichung 111 
$$\omega_t = \frac{\eta \Delta r_t}{EMP_t} = \frac{\Delta r_t}{(1/\eta)\Delta e_t + \Delta r_t}$$

Berücksichtigt man die Veränderungsrate des einheimischen Kreditvolumens, wird der Interventionsindex gemessen als:<sup>253</sup>

$$\text{Gleichung 112} \quad \omega(\lambda)_t = [\Delta r_t + \lambda \Delta d_t] / \{\Delta e_t + \eta[\Delta r_t + \lambda \Delta d_t]\}$$

Dabei bezeichnet  $\lambda$  einen Anteil der Veränderungsrate des beobachteten einheimischen Kreditvolumens. Reicht die Skala des Interventionsindex von unendlich negativ bis unendlich positiv, d. h.  $-\infty < \omega_t < +\infty$ , besitzt sie jedoch keinen ökonomischen Gehalt. Findet keine Interventionspolitik von seiten der monetären Behörde statt, ist dies gleichbedeutend mit dem vollständig flexiblen Wechselkurssystem. Dann sind  $\Delta r_t = 0$  und  $\omega_t = 0$ . Unter dem vollständig festen Wechselkurssystem sind in diesem Modell  $\Delta e_t = 0$  und  $\omega_t = 1$ . Der Index durch die intermediäre Interventionspolitik beträgt,  $0 < \omega_t < 1$ , oder anders ausgedrückt  $[0,1]$ .

Ist der Index  $\omega_t$  kleiner als 0, bedeutet dies, dass die ZB die Schlüsselwährung (hier hegemoniale Währung) verkauft (abkauft), wenn die periphere Währung in Aufwertungsdruck (Abwertungsdruck) gerät. Durch die Intervention wird dabei die einheimische Währung im Vergleich zum gleichgewichtigen Wechselkurssystem im Sinne von Weymark abgewertet (aufgewertet), wobei auf dem Devisenmarkt ein Überschussangebot an (eine Überschussnachfrage nach) einheimischer Währung herrscht. Das heisst, dass sich die Interventionspolitik parallel mit den Marktkräften bewegt (eine Politik „*leaning with the wind*“). Ist der Index  $\omega_t$  grösser als 1, bedeutet dies genau das Gegenteil (eine Politik „*leaning against the wind*“): Bezüglich der Devisenbestandsveränderungen bedeutet  $\omega_t > 1$ , dass sich durch die Interventionspolitik  $\Delta r_t > EMP_t$  ( $\Delta r_t < EMP_t$ ) ergibt, wenn  $EMP_t > 0$  ( $EMP_t < 0$ ) ist.

Die Bedeutung des Modells von Weymark stellt sich hinsichtlich des zunehmenden Drucks auf die südkoreanische Währungsqualität und somit auf den Wechselkurs wie folgt dar: Angenommen, das periphere Land weist ein Leistungsbilanzdefizit und gleichzeitig einen Kapitalverkehrsbilanzüberschuss auf, dann bedeutet dies, dass ein Teil des Überschusses für die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizites verwendet wird. Ein anderer Teil wird dazu verwendet, dass die Kapitalgeber in Periode  $t$  aufgrund steigender Gewinnerwartungen die peripheren Währungstitel zu kaufen beginnen. Dies bedeutet, dass der Kapitalimport im peripheren Land zunimmt und demzufolge die Devisenbestände im peripheren Land wachsen. Damit entsteht eine Aufwertungstendenz. In dieser Situation ist der Wechselkurs deshalb entsprechend dem Kapitalimport überbewertet, da im peripheren Land ohne Kapitalimport kein Abwertungsdruck entstanden wäre. Mit anderen Worten, es wachsen die Kräfte, die die Märkte zu einem gleichgewichtigen Wechselkurs drängen.

Hinsichtlich der Verwendung des Modells von Weymark für die Messung der steigenden Währungskrisenindikatoren sind folgende Beschränkungen relevant: Erstens muss – anders als im

---

<sup>253</sup> Siehe Weymark, D. A. (1995), a.a.O., S. 281 F.N.

Weymark-Modell – der Kapitalimport für die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizites als Auslandschuld in hegemonialer Währung erscheinen, die mit einer Zahlungsfrist vereinbar ist.

Zweitens kommt es zu Kapitalimporten, bis die Zinssatzdifferenz bzw. die Profitratendifferenz zwischen beiden Ländern verschwindet. Ist eine der beiden Bedingungen nicht erfüllt. Ist beispielsweise die Profitrate (bzw. die erwartete Profitrate) im peripheren Land gegenüber dem hegemonialen Land (und/oder dem Drittland) zu gering, beginnen die Kapitalgeber in hegemoniale Währung ihr Kapital aus dem peripheren Land zurückzuziehen. Dies zeigt, dass der EMP negativ ist. Gerät der Index bereits in diese Konstellation, besitzt die ZB im peripheren Land einen geringeren Spielraum: Aufgrund der zugenommenen Devisenbestände nimmt die gesamte Geldmenge zu. Für Sterilisierungsmassnahmen ist dann eine restriktive Geldpolitik erforderlich. Somit erklärt der Ansatz von Weymark zwar, in welchem Zeitpunkt und Umfang die südkoreanische ZB auf dem Devisenmarkt zugleich eine Interventionspolitik und eine Sterilisierungspolitik betrieben hat. Dabei wies die Interventions- und Sterilisierungspolitik jedoch ausschliesslich einen kurzfristig orientierten Charakter auf. Denn diese Politik erfordert aussenhandelstheoretische Kenntnisse. Das heisst, dass die Zielsetzung des konstanten nominalen Wechselkurses mit dem gleichzeitigen Auftreten von der Erwartungsabweichung überbewertet sein kann. Demzufolge ist eine definitorische Unterscheidung zwischen dem Druck auf den Devisenmarkt einerseits und dem Druck auf den Wechselkurs andererseits notwendig. Da der Druck auf den Wechselkurs als differierender Preis zwischen dem Leistungsbilanz- bzw. Kapitalverkehrsbilanz orientierten gleichgewichtigen Wechselkurs und dem aktuellen Wechselkurs bereits im Kapitel I.C.1.) konzipiert wurde, wird nicht weiter darauf eingegangen. Zu bemerken ist auch, dass der Wendepunkt vom negativen zum positiven EMP und gleichzeitige Erscheinung der Deviseninterventionsgrösse  $\omega_t > 1$  als ein Versagen der Deviseninterventionspolitik interpretiert werden kann, was dann eine abrupte Wechselkurssteigerung nach sich zieht, die nicht mehr im Rahmen der Interventionspolitik haltbar bleibt. (Siehe dazu wechselnde Grösse von EMP in Südkorea zwischen zweitem und drittem Quartal 1997 in Tab. 44)

c) *Störungen aus dem Güter- bzw. Arbeitsmarkt und Auswirkung auf die Einkommensbildung*

In diesem Abschnitt werden die Effekte, die sich aus den Störungen seitens des Güter- und Arbeitsmarktes ergeben, untersucht. Die Störungen aus dem Güter- bzw. Arbeitsmarkt beruhen auf der Überschussnachfrage nach (Überschussangebot an) Gütern. Wie bereits bei der Behandlung des *Krugman-*Modells untersucht wurde, handelt es sich dabei vor allem um die nicht finanzierbare Investitionstätigkeit: Wirkt der Mengeneffekt preisneutral, d. h. bleibt der Lohnsatz  $w$  nach der Bereinigung der schwankenden

Faktorkosten und der Profite konstant, bedeutet dies binnenwirtschaftlich, dass die Diskrepanz zwischen der einkommensbildenden Produktion  $P_p y$  und der Einkommensverwendung  $(C + I + (G-T))$  entweder durch eine Änderung des Arbeitsmarktes oder durch eine Änderung von Lagerbeständen beseitigt werden muss. Die Fehlkalkulation der Unternehmer (bezüglich der effektiven Nachfrage) ist dabei auf die Diskrepanz zwischen der Profitrate und dem Zinssatz des peripheren Landes zurückzuführen. Aussenwirtschaftlich kommt die Komponente der Leistungsbilanzseite  $[(Ex-Im) + Transferzahlung]$  hinzu.

Im ursprünglichen gleichgewichtigen Zustand gibt es eine Übereinstimmung zwischen dem Güterzinssatz (sprich: der Profitrate) und dem Geldzinssatz (sprich: dem langfristigen Zinssatz auf dem Geldmarkt). Nach einer Investitionstätigkeit, die vor der Gewinnrealisierungsperiode geschehen muss, werden dann die Profite nach dem Ende der bewirtschafteten Periode realisiert. Um eine Investition attraktiv zu gestalten, muss die erwartete Profitrate mindestens gleich dem oder höher als der Kreditzinssatz sein, der wiederum durch die Zinssatzpolitik der ZB beeinflusst wird. Somit schliesst die Zinssatzpolitik der ZB durch Einflussnahme auf den Kreditzinssatz die zeitliche Lücke zwischen realisierter und erwarteter Profitrate. Darüber hinaus ist die folgende Gleichung zu beachten, die den heimischen Angebotspreis des peripheren Landes angibt;  $P = w/l(1+m)$ . Der Angebotspreis ist abhängig von der Arbeitsproduktivität  $1/l$ , dem Nominallohn  $W$  und dem *Mark-up*  $m (=Q/W)$ <sup>254</sup>.

Bezüglich der Profitrate (dabei wird vorausgesetzt, dass Zinssatz und Profitrate im hegemonialen Land sowie das Preisniveau im peripheren und hegemonialen Land konstant sind): Steigt die Investitionstätigkeit mit der steigenden (realisierten) Profitrate, befindet sich die inländische Wirtschaft in der Boomphase. Weicht dabei die realisierte Profitrate von der Investitionstätigkeit ab, sind die Störungen der Einkommensbildungsdynamik davon abhängig, (a) ob Investitionsausgaben und Bruttoinlandsprodukt weiter steigen. Sinkt dabei die realisierte Profitrate dauerhaft, ist die Entwicklung von Marktzinssatz und Liquiditätsprämie in peripherer Währung wiederum davon abhängig, ob es eine Differenz zwischen Marktzinssatz und Liquiditätsprämie in peripherer Währung gibt. Trifft dieser Fall zu, ist die Zinssatzpolitik der ZB für den Misserfolg der konjunkturellen Entwicklung des peripheren Landes verantwortlich, da sie diese prozyklisch beeinflusst hat. Bleiben die Gefälle dagegen unverändert, ist zu klären, wie sich die Lagerbestände entwickeln: Steigen die Lagerbestände kontinuierlich, bedeutet dies, dass sich das periphere Land in einer versteckten Rezessionsphase befindet. Denn die unrealisierten Umsätze sind allein für die momentane Einkommenssteigerung verantwortlich.

(b) Steigt die realisierte Profitrate, während Investitionsausgaben und Bruttoinlandsprodukt sinken, und geht die Differenz zwischen Marktzinssatz und Liquiditätsprämie in peripherer Währung auseinander, ist wiederum die Zinssatzpolitik der ZB für den Misserfolg der konjunkturellen Entwicklung des peripheren Landes verantwortlich. Bleibt die Differenz dagegen konstant, ist auch hier die Frage, wie

---

<sup>254</sup> Siehe Lüken gen. Kläßen, M.. (1993), Währungskonkurrenz und Protektion, S. 143

sich Beschäftigungsmenge und Lagerbestände entwickeln; sinken Beschäftigungsmenge und Lagerbestände kontinuierlich, bedeutet dies, dass sich das periphere Land am Anfang einer offenen Rezessionsphase befindet. Denn dass die Profitrate steigt, ist allein dem Abbau von Beschäftigungsmenge und Lagerbeständen ist es zu verdanken.

(c) Aussenwirtschaftlich ist darüber hinaus zu überprüfen, inwiefern sich die Investitionstätigkeit auf die Leistungsbilanz auswirkt. Erwirtschaftet das periphere Land gleichzeitig einen Leistungsbilanzüberschuss wie im Fall (a), ist dies auf einen Abbau der Lagerbestände und/oder auf eine aggressive Absatzstrategie auf den internationalen Märkten (sprich: Dumpingpreis) zurückzuführen. Somit befindet sich das periphere Land in einem Aufwertungsdruck mit Unterbewertungsverdacht, wenn auf der negativen Kapitalverkehrsbilanz (als Kehrseite des Leistungsbilanzüberschusses) nicht gleichzeitig ein Kapitalexport in peripherer Währung erfolgt. Weist Fall (a) dagegen ein Leistungsbilanzdefizit auf, entsteht ein Abwertungsdruck mit Überbewertungsverdacht, wenn die positive Kapitalverkehrsbilanz durch den Kapitalimport in hegemonialer Währung die Leistungsbilanzdefizite aufweist.

Auf dem Arbeitsmarkt sind die Störungsfaktoren für die Einkommensbildung davon abhängig, ob und inwieweit sich die Arbeitsproduktivität ( $\lambda=1/l$ ) und der Nominallohn  $W$  auf das Preisniveau auswirken: (a) Steigen bei hohem Beschäftigungsniveau die Arbeitsproduktivität  $\lambda$ , das *Mark-up*  $m$  und auch der Nominallohn  $W$ , erlaubt diese Entwicklung dem Unternehmer, den Angebotspreis zu senken, indem er die Profitrate konstant hält, weil sich der Preisniveauschub neutral verhält. (b) Aussenwirtschaftlich entsteht ein weiterer Spielraum, der einer auf die dauerhaften Leistungsbilanzüberschüsse beruhende Unterbewertungsstrategie entspricht. Dann wächst die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem hegemonialen Land, die dem Abwertungseffekt der ZB-Politik ähnelt.<sup>255</sup> Dies hängt jedoch davon ab, inwieweit es den Gewerkschaften gelingt, die Nominallöhne zu sichern. Sollte die Lohnpolitik eine Basiskalkulation für eine bestimmte Gewinnsicherung der Unternehmung darstellen, werde ich hier anstatt von einem preisniveauneutralen Lohnabschluss eher von einem wechselkursneutralen Lohnabschluss sprechen. Gelingt es dem Lohnempfänger dagegen beim Lohnabschluss über die Produktivität  $\lambda$  hinaus einen höheren Tarif abzuschliessen, hängt die Wirkung auf den Wechselkurs davon ab, wie die Produkte auf dem Weltmarkt (hier im hegemonialen Land) abgesetzt werden. Dabei bleibt das *Mark-up-Pricing*  $m$  unverändert, da in der Regel im Unternehmen eine weitere Abwälzung der Produktionspreise stattfindet. Werden die Produkte im hegemonialen Land tatsächlich zu dem auf dem Weltmarkt zu erzielenden erhöhten Angebotspreis abgesetzt, hat dies positive Auswirkungen sowohl auf das Einkommen für die Lohnempfänger als auch auf die Leistungsbilanz, was sich wiederum aufwertend auf die periphere Währung auswirkt. Geht aufgrund erhöhter Preise der Absatz der Produkte im hegemonialen Land zurück, hat dies negative Auswirkungen auf die Lohnabschlüsse, da sich Einkommenserhöhungen sowohl inflationär als auch abwertend auswirken. Das bedeutet, dass die

---

<sup>255</sup> Siehe Lükens gen. Klaffen, M.. (1993), a.a.O., S. 143

Übertragung des Abwertungsdrucks auf den Wechselkurs hinsichtlich der Einkommensbildung über eine Transformation der Angebotspreissteigerung in eine Abwertungsrate erfolgt. Formal wird dies so ausgedrückt:

Gleichung 113

$$LB(\dot{P}_y) = LB(\dot{w} - \dot{\lambda}) \rightarrow LB(E(\dot{\epsilon}))$$

wobei sich  $P_y$ ,  $w$ ,  $\lambda$  und  $E(\dot{\epsilon})$  die Angebotspreissteigerungsrate, die Nominallohnsteigerungsrate, die Steigerungsrate der Arbeitsproduktivität und die erwartete Änderungsrate des Wechselkurses bezeichnen.<sup>256</sup>

Gelingt es den Produzenten einen über den Normalprofit hinausgehenden Extraprofit zu realisieren und dabei die Nominallohnsteigerungsrate konstant zu halten, hängt die Wirkung auf den Wechselkurs wiederum davon ab, wie die Produkte zwischen hegemonialem und peripherem Land abgesetzt werden. Wird im hegemonialen Land aufgrund der wettbewerbsfähigen Angebotspreise mehr abgesetzt, ist ein Leistungsüberschuss gegeben. Dies wiederum wirkt sich aufwertend aus. Wird dagegen im hegemonialen Land weniger abgesetzt, bedeutet dies, dass das periphere Land ein Handelsdefizit aufweist und die Steigerung des Gesamtprofits allein dem Binnenmarkt zu verdanken ist. Dies bedeutet, dass der Binnenmarkt konjunkturell eine Quasi-Boomphase erlebt. Diese Quasi-Boomphase basiert auf einem Handelsdefizit. Somit verstärkt sich die Aufwertung unter Abwertungsverdacht.

Anhand der Störungen der Gleichgewichtsbedingungen im Ausland sind folgende Anpassungsprozesse zwischen Güter-, Geld- und Währungsmarkt erforderlich: (a) Durch den Anstieg der ausländischen Profitrate in hegemonialer Währung ist die Diskrepanz der erwarteten Profitrate zwischen beiden Ländern geringer, wenn in der Anfangsperiode die inländisch erwartete Profitrate im peripheren Land höher ist als die im hegemonialen Land. Damit steigt der Kapital- bzw. Geldvorschuss im hegemonialen Land. Führt dies zur Kapitalbewegung vom peripheren zum hegemonialen Land, stellt diese Kapitalbewegung eine Abwertung dar. Dies führt dazu, dass die ZB gezwungen ist, Devisenverkäufe in hegemonialen Währungsvermögenstiteln zu tätigen, um den Wechselkurs konstant zu halten. Bleibt jedoch die Kapitalbewegung vom hegemonialen zum peripheren Land konstant, gerät die periphere Währung unter Abwertungsdruck, weil der Druck der Kapitalbewegung vom peripheren zum hegemonialen Land wächst. Der Druck kann nur dann aufgehoben werden, wenn die inländische Profitrate mindestens gleich oder grösser als die im hegemonialen Land ist.

(b) Durch den Anstieg des ausländischen Zinssatzes in hegemonialer Währung ist die Rendite in hegemonialen Währungsvermögenstiteln attraktiver als früher geworden. Führt dies zur Kapitalbewegung

---

<sup>256</sup> Über den Zusammenhang zwischen Preissteigerungsrate, Produktivität und Nominalsteigerungsrate, siehe auch Riese, H. (1986), Theorie der Inflation, S. 87f.

vom peripheren zum hegemonialen Land, stellt diese Kapitalbewegung eine Abwertung dar, die wiederum die ZB dazu zwingt, Devisenverkäufe in hegemonialen Währungsvermögenstiteln zu tätigen, um den Wechselkurs konstant zu halten. Um die Zinssatzdifferenz zu verringern, wird die ZB im peripheren Land gezwungen, den inländischen Zinssatz ebenfalls zu erhöhen. Die Folge ist eine binnenwirtschaftliche Rezession, da die verringerte Profiterwartung und Investitionstätigkeit eine Senkung des inländischen Bruttoinlandsproduktes zur Folge hat.

(c) Ist ein dauerhafter Leistungsüberschuss im peripheren Land gegeben, hängt der Abwertungsdruck davon ab, inwiefern die hegemonialen und peripheren Währungen innerhalb der Währungshierarchie die Funktion des Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittels übernehmen. Übernimmt die hegemoniale Währung weiterhin die Funktion des Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittels, gibt es eine zeitliche Spanne, in der sich die Kapitalbewegung vom peripheren zum hegemonialen Land fortsetzt. Übernimmt die periphere Währung dagegen als Substitut der hegemonialen Währung die Funktion des Zahlungsmittel- und Wertaufbewahrungsmittels, führt dies zu einer hierarchischen Umdrehung innerhalb der Währungskonkurrenz. Ist jedoch ein dauerhaftes Leistungsbilanzdefizit im peripheren Land gegeben, verstärkt dies den Abwertungsdruck, weil die Leistungsbilanzdefizite durch den Kapitalimport in hegemonialer Währung finanziert werden.

(d) Bleibt die Kapitalbewegung vom hegemonialen zum peripheren Land konstant, gerät die periphere Währung ebenfalls unter Abwertungsdruck, weil der Druck der Kapitalbewegung vom peripheren zum hegemonialen Land wächst. Dieser Abwertungsdruck kann nur dann aufgehoben werden, wenn der inländische Zinssatz und die inländische Profitrate gegenüber dem Zinssatz und der Profitrate im hegemonialen Land stärker steigen.

Die dauerhafte Situation, in der im betroffenen Land weniger aufgebracht und mehr verwendet wird, befestigt aufgrund des Kapitalimports (ob nun zu Investitionszwecken oder zu Konsumzwecken) eine überbewertete einheimische Währungslage mit dem steigenden Abwertungsverdacht. Im kritischen Zeitpunkt (bei Ausbruch der Krise) bricht das bisherige Währungssystem dann zusammen. Dabei muss unterschieden werden, ob es sich um eine Akkumulationskrise oder eine Wachstumskrise handelt. Letztere kommt dann zustande, wenn die Steigerungsrate der Produktivität erheblich und dadurch die gesamtwirtschaftliche Effizienz sinkt, wobei die Steigerungsrate des Outputs darunter leidet. Erstere entsteht dann, wenn die Einkommens- und Kapitalbildung gestört ist und somit stagnierenden bzw. sinkenden Kapitalstock zur Folge hat. Dies zieht in der Regel den Mengeneffekt nach sich, d. h. die Freisetzung von Arbeitskräften und/oder Steigerung der Lagerbestände. Dabei wirkt sich die Akkumulationskrise auf den Wachstumsprozess aus, wenn die Veränderung von Produktionsumfang und -struktur wieder die Produktivität beeinflusst. Das Resultat ist dann eine Verminderung der Sparquote und folglich eine Erhöhung des Kapitalkoeffizienten oder eine aus der Freisetzung von Arbeitskräften resultierende Erhöhung der Arbeitsproduktivität (demzufolge eine Senkung des Arbeitskoeffizienten).

Der Beschäftigungseffekt ist somit der Akkumulationskategorie (und folglich der Einkommenskategorie) zuzuordnen, jedoch nicht der auf dem Akkumulationsprozess beruhenden Wachstumskategorie.<sup>257</sup> Dieser Folgeeffekt der Währungskrise in Südkorea zeigt sich vor allem nach dem Währungskrisenjahr 1998. (Siehe dazu den empirischen Teil nach der Währungskrise in Südkorea)

---

<sup>257</sup> Siehe auch Riese, H. (1985b), Akkumulation und Wachstum in der Krise, a.a.O. S. 625

Der Abwertungsverdacht bei Überbewertung bedeutet, dass der Druck auf den Wechselkurs steigt. Führt der dauerhafte Einsatz der Devisenintervention zu keiner nennenswerten Verbesserung der Leistungsbilanzseite und damit zu keiner Verbesserung der Nettoschuldnerposition, verstärkt sich der Abwertungsdruck auf die inländische Währung. Der Abwertungsdruck lässt nur dann nach, wenn frühzeitig eine Abwertung erfolgt und damit der Wechselkurs in den gleichgewichtigen Bereich gebracht wird. Lässt der Abwertungsdruck nicht nach, sondern bleibt die überbewertete periphere Währung unter dem Abwertungsverdacht unkorrigiert, steigt der Druck bis zum nächsten Nachlass explosionsartig an.

In der Explosionsphase des inländischen Währungswertes ist die Handlungsmöglichkeit der inländischen ZB äusserst gering, da in dieser Phase ausschliesslich die ausländische hegemoniale Währung als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel gefragt ist (auf der Währungsnachfrageseite). Dies bedeutet wiederum, dass die inländische *Lender-of-Last-Resort*-Funktion durch die ZB gegenüber der Zahlungsunfähigkeit in hegemonialer Währung machtlos bleibt. Ohne Hilfe von aussen, nämlich ohne Liquiditätshilfe in hegemonialer Währung von ausserhalb des peripheren Währungsraums verstärkt sich die Erosion des inländischen Währungswertes weiter: Da der Kreditgeber in hegemonialer Währung nun seine Skepsis hinsichtlich der Zahlungsfähigkeit des Kreditnehmers in peripherer Währung als bestätigt ansieht, verweigert er eine weitere Kreditvergabe (auf der Währungsangebotsseite).<sup>258</sup> Somit steckt die Befriedigung des Währungsbedarfs in einer Zwickmühle, was wiederum zum weiteren Anstieg des Wechselkurses führt (Währungskrise). Durch die begleitende spekulative Attacke verschwindet die verfügbare Devisenreserve, was schliesslich zur Aufgabe des vorhandenen Wechselkursystems zwingt. Das Problem der Währungskrise besteht dabei nicht in der Aufgabe des bisherigen Wechselkursystems, sondern in der Auswirkung sowohl auf die Einkommensbildung als auch auf den Vermögensmarkt. Bei ersterer führt die hohe Zinspolitik wiederum über Importbeschränkungen zu inländischen Produktionskontraktionen, die dann einen gesamtwirtschaftlichen Rückgang der Einkommensbildung nach sich ziehen. So verfällt der nominale Betrag des Pro-Kopf-Einkommens aufgrund des abrupten Wechselkurses, gemessen in hegemonialer Währung, auf das Niveau früherer Jahre zurück. Bei letzterer ruft die Währungskrise eine Situation am Vermögensmarkt hervor, in der jeder nach hegemonialer Währung schreit, sie aber für keinen verfügbar ist. Noch schlimmer: Zwar wird die akute Währungskrise abgewendet mit Hilfe der „glücklichen“ finanziellen Unterstützung in hegemonialer Währung von Gläubigerinstitutionen, doch die Schuldensumme wächst, wobei dann eine Zerstörung des inländischen Vermögensmarktes droht. Dies ist eben eine Währungskrise.