

Nur eine politische Wende kann dem Dollar helfen

Plaza- und Louvre-Abkommen eignen sich nicht als Vorbild für heutige Währungspolitik – Taten statt Worte

Von Barry Eichengreen

Die Dollarabwertung nimmt kein Ende. Bald hat sie einen Punkt erreicht, an dem die Weltwirtschaft in arge Bedrängnis gerät. In Europa, vor allem in Deutschland, fällt das Wachstum ohnehin nur geringfügig aus; eine weitere Einbusse in den Exporten kann sich die Region jetzt nicht leisten. Japan ringt noch immer mit der Deflation. Der fallende Greenback und der daraus resultierende Rückgang der Importpreise sind dort alles andere als hilfreich.

Nur in den USA wird die Dollarschwäche mit Nachsicht beurteilt. Damit dürfte es aber bald vorbei sein. Bislang hat die Abwertung das lokale Wirtschaftswachstum gestützt, hat weder einen nennenswerten Anstieg der Inflation noch Zinserhöhungen hervorgerufen. Doch je mehr der Kurs des Greenbacks nachgibt, desto mehr Verlust fahren die ausländischen Notenbanken mit den von ihnen gehaltenen US-Schatzanleihen (Treasury bonds) ein. Bereits deutet vieles darauf hin, dass sie ihren Bestand an den US-Papieren nur noch zögerlich aufstocken und einen Teil der Reserven in Euro- und Yenanlagen verlagern. Umschichtungen grösseren Ausmasses würden die Rendite von US-Treasurybonds in die Höhe treiben. Der Dollar würde einbrechen und die Blase am amerikanischen Immobilienmarkt platzen. Die Auswirkungen auf die Finanzmärkte wären verheerend.

In der Hand der Märkte

Kein Wunder, wird der Ruf nach einer koordinierten Intervention an den Devisenmärkten laut. Experten fordern eine Übereinkunft nach dem Vorbild des Plaza-Abkommens aus dem Jahr 1985, als sich die wichtigsten Wirtschaftsmächte zu einem Krisengipfel im New Yorker Plaza-Hotel trafen. Allerdings sind die Umstände von damals nicht mit denen heute zu vergleichen: Kopfzerbrechen bereitete 1985 die ausserordentliche Stärke des Dollars, nicht seine Schwäche. In der Tat korrigierte die US-Valuta auf ein normales Niveau, nachdem die Finanzminister in New York ihre Absicht erklärt hatten, gemeinsam eine Aufwertung der wichtigsten Währungen zum Dollar herbeizuführen.

Der Rückgriff auf das Plaza-Abkommen erscheint verlockend, weil er glauben macht, der Dollar könne ohne bedeutende Änderungen in der Wirtschaftspolitik der beteiligten Länder stabilisiert werden. 1985 verpflichteten sich die USA nicht, ihr riesiges Haushaltsdefizit zu reduzieren. Asien hatte sein Budget nicht nennenswert ausgeweitet. Die Geldpolitik stand gar nicht zur Diskussion. Keine der beteiligten Notenbanken passte ihren Leitzins an. Mit anderen Worten: Nicht einer der involvierten Staaten musste sich damals zu Massnahmen bereit erklären, die sich im Inland ausgewirkt hätten. Paul Volcker, ehemaliger Chef der US-Zentralbank (Fed), erklärte: «Soweit ich weiss, hat das Plaza-Abkommen weder in der Haushalt- noch in der Handels- oder der Strukturpolitik Änderungen nach sich gezogen.» In der Geldpolitik ebenso wenig. Zu mehr als Devisenmarktinterventionen rang man sich nicht durch.

In Tat und Wahrheit hatte der Dollarkurs die Wende schon ein halbes Jahr vor dem Plaza-Krisengipfel vollzogen und begann zu fallen, weil die anderen Länder nicht mehr bereit waren, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Das Problem des zu starken Dollars erledigte sich somit von selbst. Das Plaza-Abkommen bot den Politikern nur Gelegenheit, die Lorbeeren für sich zu beanspruchen, obwohl ihnen kein Verdienst zukommt.

Wenn der Gedanke, mit etwas Devisenmarktinterventionen liessen sich die Finanzmärkte steuern, schon im Jahre 1985 wenig einleuchtend erschien, so ist er das heute noch weniger. Die bereits damals beträchtliche Liquidität an den internationalen Finanzmärkten hat sogar noch zugenommen. Wie viel Geld Notenbanken und Regierungen für Interventionen auch immer bereitstellen können: Es ist nichts im Vergleich zu den Ressourcen der Marktteilnehmer. Wenn die Märkte mit fallenden US-Staatsanleihen und einem schwächeren Dollar rechnen, dann lässt sich selbst mit konzertierten Massnahmen wenig dagegen ausrichten.



ILLUSTRATION: NICOLAS BISCHOF

Wie gering die Chancen sind, hat eine andere gross angelegte Aktion gezeigt: das Louvre-Abkommen. 1985 schwächte sich der Dollar stetig ab, bis zwei Jahre später die Befürchtung aufkam, ein weiterer Rückgang würde destabilisierend wirken. Erneut wurde eine Intervention gefordert und ein Krisentreffen einberufen, diesmal im Louvre, wo damals das französische Finanzministerium untergebracht war. Die Teilnehmer einigten sich auf eine Handels-spanne für den Dollar zur D-Mark und zum Yen und verpflichteten sich, sie mit Devisenmarktaktionen zu verteidigen.

Leere Versprechungen

In Sachen nationale Wirtschaftspolitik geschah wiederum nur wenig. Die Bank of Japan senkte den Diskontsatz um gerade mal 50 Basispunkte, die Deutsche Bundesbank unternahm trotz Aufforderungen der Amerikaner überhaupt nichts. US-Finanzminister James Baker versprach, das Haushaltsdefizit zu verringern, ähnlich wie die Bush-Regierung heute. Allerdings fehlten sowohl der politische Wille dazu als auch die Unterstützung durch den Kongress, sodass die versprochene Grenze schliesslich weit überschritten wurde. Deutschland und Japan hatten sich zu einer expansiven Politik bereit erklärt, um das weltweite Wirtschaftswachstum in Gang zu halten, sahen sich aber mit politischem Widerstand im Inland konfrontiert, dem sie angesichts des Unwillens der USA, ihren Teil der Abmachung einzuhalten, wenig entgegenzusetzen hatten. Die deutsche Regierung setzte nur bescheidene fiskalische Anreize durch. In Japan war es nicht besser.

Zu allem Übel zeigte sich der Dollar selbst diesmal nicht «entgegenkommend». Er machte keine Anstalten, kurz vor dem Krisengipfel zu einer Wende anzusetzen. Da signifikante wirtschaftspolitische Massnahmen ausblieben, gab es keinen Grund, warum sich die Wechselkurse hätten stabilisieren sollen, von einem Richtungswechsel ganz zu schweigen.

Nur zwei Monate nach Abschluss des Louvre-Treffens brach der Kurs der japanischen Valuta aus dem verabredeten Zielband aus und setzte seine Aufwertung fort. Der Dollar gab trotz massiver Interventionen am Devisenmarkt weiter nach. Erst im Spätsommer, als das Fed wegen der Situation im Inland die Zinsen erhöhte – seine Politik also korrigierte –, stabilisierte er sich endlich.

Die Ereignisse belegen, dass einzig eine Änderung in der Wirtschaftspolitik der USA eine Stabilisierung des Dollarkurses zu bewirken vermag. Die amerikanische Währung ist schwach, weil die Sparquote in den Vereinigten Staaten, sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor nicht angemessen hoch ist und weil die übrigen Staaten je länger, je weniger geneigt sind, die Lücke zu kompensieren. Es wäre zwar angenehm, liesse sich die private Sparquote erhöhen. Aber es gibt kein Instrument, das eine Feinsteuerung in diesem Bereich erlaubt, schon gar nicht auf kurze Frist. Der Dollarschwäche ist also nur mit einer Reduktion der Staatsausgaben beizukommen. Mit anderen Worten: Das Haushaltsdefizit muss abgebaut werden.

Das Louvre-Abkommen lehrt jedoch, dass Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen in den USA das Wachstum der globalen Nachfrage bremsen. Das beeinträchtigt die Ertragsaussichten und kann eine scharfe Abwärtskorrektur an den hoch bewerteten globalen Aktienmärkten auslösen. So ist es 1987 denn auch geschehen: Das Fed setzte die Leitzinsen herauf, und die Börse brach ein.

Unterstützung aus dem Ausland

Gehen die USA ihr Defizit an, müssen also die übrigen Staaten dafür sorgen, dass die globale Nachfrage nicht zum Erliegen kommt. In Europa, wo sich die Gemeinschaftswährung immer weiter aufwertet und bald die Inflation hinabdrücken wird, besteht genug Spielraum für Zinssenkungen durch die Europäische Zentralbank (EZB). Die asiatischen Länder, die eine geringe Verschuldung und ein tiefes Haushaltsdefizit aufweisen, können die Steuern zurückfahren. Südkoreas Defizit beläuft sich auf gerade mal 1% des Bruttoinlandsprodukts. Die bereits zugesagten fiskalischen Anreize könnten aber noch intensiviert werden.

Japan, das weit höher verschuldet ist und in dessen Budget eine grössere Lücke klafft, zieht eine Steuererhöhung in Erwägung. Früher oder später wird es seinen Haushalt konsolidieren müssen, vorerst sind solche Massnahmen aber nicht angebracht. Asien kann Europa ferner entlasten, wenn es zulässt, dass seine Währungen sich zum Dollar aufwerten. Das allerdings wird seine Volkswirtschaften beeinträchtigen, womit ein expansiver fiskalpolitischer Kurs erst recht unabdingbar erscheint.

Dieses Quid pro quo – eine Konsolidierung des Haushalts in den USA, expansive Budgetpolitik in Asien und geldpolitische Impulse in Europa – lohnt sich für alle Beteiligten. Eine Straffung des US-Haushalts stärkt den Dollar und bringt das Land auf einen soliden Budgetkurs zurück. Ein Zinsschritt der EZB setzt der Euroaufwertung ein Ende und fördert die dringend benötigten Investitionen. Eine konjunkturorientierte Politik in Asien stützt das Weltwirtschaftswachstum und hilft der Region, die Folgen der Flutkatastrophe zu bewältigen.

Leider sind aber weder die USA noch Asien oder Europa bereit, ihren Beitrag zu leisten. Die EZB konzentriert sich auf das Schreckgespenst einer Inflation, obwohl Europa eher eine Deflation zu fürchten hat. Schliesslich verbilligt sich nicht nur der Import aus China, sondern werden nun auch die Einfuhren aus den USA günstiger. Die Zinsen will sie erst senken, wenn die Mitgliedländer ihre enormen Budgetdefizite im Griff haben. Doch der Stabilitätspakt ist am Ende, die Haushaltsdisziplin in Frankreich und Deutschland erweist sich als mangelhaft. Ein Ausweg aus der verfahrenen Situation ist nicht in Sicht.

Die Regierungen Asiens scheuen vor einem expansiven Kurs zurück. Zu frisch sind die Erinnerungen an vergangene Defizite 1997 und 1998. Damals brach die asiatische Finanzkrise aus, versanken die Devisenmärkte in Chaos und kam das Wirtschaftswachstum zum Erliegen. Nur wechseln die Verantwortlichen Ursache und Folgen: Die Krise zog die Defizite nach sich, nicht umgekehrt. Nach dem verheerenden Seebeben bleibt Ländern wie Indonesien, Thailand und Malaysia ohnehin nichts anderes übrig, als sich weiter zu verschulden, um den Wiederaufbau der verwüsteten Gebiete zu ermöglichen. Doch solange grössere Volkswirtschaften wie Korea und Japan nicht mitziehen, vermag die Erhöhung der öffentlichen Ausgaben den Rückgang des privaten Konsums bestenfalls zu neutralisieren.

Gefährliche US-Budgetpolitik

Weitaus gravierender ist jedoch, dass die USA angesichts ihres Haushaltproblems untätig bleiben. Präsident Bushs Plan, das Defizit bis 2009 zu halbieren, basiert einzig auf der Hoffnung, die Einnahmen würden sich allein dieses Jahr um rekordhohe 200 Mrd. \$ verbessern. Wenn die immer rasantere Dollarabwertung die Aktienmärkte schwächt, wird sich das nicht bewahrheiten. Der Budgetvoranschlag der Regierung umfasst keine nennenswerten Ausgabenkürzungen. Hierbei sind die Kosten des Krieges im Irak noch gar nicht berücksichtigt, ebenso wenig die der «Reform» des Rentensystems. Sie sieht vor, dass die Bürger einen Teil der staatlichen Rentenabzüge vom Lohn einhalten und privat anlegen. Die laufenden Rentenzahlungen sollen nicht gekürzt werden. In den nächsten zehn Jahren dürfte die Umstellung mit neuen Staatsschulden von bis zu 2 Bio. \$ zu Buche schlagen.

Als ernsthafte Bemühungen, das Defizit abzubauen, werden die Märkte das kaum bewerten. Auch ausländische Regierungen dürften ihre Zweifel haben. Lassen die Amerikaner den Worten keine Taten folgen, gibt es aber kein Quid pro quo. Europa und Asien unternehmen nichts, um die globale Nachfrage zu stützen, solange sie nicht erkennen, dass die USA ihr Budget in Ordnung bringen. Weil es dafür keine Anzeichen gibt, wird der Dollar weiter nachgeben. Beschleunigt sich die Abwertung und setzt sie die Finanzmärkte unter Druck, stehen der Weltwirtschaft in der Tat düstere Zeiten bevor.

Wenn es so weit ist, werden die Finanzminister wohl wieder einmal ein Krisentreffen einberufen, konzertierte Interventionen ankündigen und in Erinnerungen an den «Erfolg» des Plaza- und des Louvre-Abkommens schwelgen. Wenn sie sich jedoch richtig erinnern, erkennen, sie die Wahrheit: Nur mit entschiedenen Anpassungen in der Geld- und der Haushaltspolitik lassen sich die Wechselkurse und damit die Weltwirtschaft stabilisieren. Darauf ist aber in keiner der drei bedeutendsten Weltregionen zu hoffen.