

Riese, Hajo

**Article — Digitized Version**

## Japans Krise und der Dollar

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Riese, Hajo (1999) : Japans Krise und der Dollar, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 0340-1707, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 68, Iss. 1, pp. 51-56

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/141220>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Japans Krise und der Dollar

Von Hajo Riese\*

## Zusammenfassung

*Japans Krise bettet sich insofern in die Krise der ostasiatischen Tiger ein, als es ihnen gegenüber (zumindest zeitweise) zum Dollargläubiger wurde und nun deren Zahlungsunfähigkeit auf die eigene Ökonomie zurückwirkt: auf das Bankenwesen im besonderen, auf die Makrokonstellation im allgemeinen. Darin spiegelt sich Japans nun schon seit Jahrzehnten andauernder, auf einen Exportüberschuß setzender Merkantilismus wider, an dessen Konsequenz einer Gläubigerposition in Fremdwährung seine Ökonomie zu ersticken droht. Bezogen auf den Yen, ist ein Ausweg aus dem Dilemma zwischen dem sich aus der Krise ergebenden Abwertungsverdacht und einer der Logik der Unterbewertung folgenden Aufwertungstendenz nicht sichtbar.*

## 1. Die Einbettung in die Ostasienkrise

Es ist hier nicht der Ort, im einzelnen der Frage nachzugehen, was die scientific community des ausgehenden 20. Jahrhunderts zur Inkonsistenz der Argumentation veranlaßt, wenn es um die Frage der Funktionsbedingungen der Weltwirtschaft (und mit ihnen des Weltwährungssystems geht): auf der einen Seite wie selbstverständlich die Zweiteilung der Welt in eine Erste und Dritte Welt (und der tendenziellen Orientierung der sich auflösenden Zweiten Welt in letztere) zu akzeptieren, auf der anderen Seite ebenso selbstverständlich auf eine theoretische Begründung dieser Zweiteilung zu verzichten, indem sie ihr das universalistische Konzept einer Weltökonomie von im Prinzip gleichgestellten Volkswirtschaften entgegensetzt.

Natürlich läßt sich diese Inkonsistenz phänomenologisch deuten: Auf der einen Seite findet sich eine Realität, die die Zweiteilung der Welt dadurch abbildet, daß der industrialisierte Nordgürtel der Welt den bevölkerungsmäßig dominanten nichtindustrialisierten Teil der Welt alimentiert, sei es marktinduziert oder nicht; auf der anderen Seite versteht sich die die scientific community beherrschende ökonomische Theorie aufgrund ihres liberalen Grundmusters universalistisch, basierend auf den beiden Säulen eines durch die Ressourcenausstattung spezifizierten Gütermarktes und eines über das Preisniveau (bzw. den Wechselkurs) homogenisierten Vermögensmarktes (alias einer Disposition über Geld).<sup>1</sup>

Es leuchtet unmittelbar ein, daß diese Marktlösung die theoretische Fundierung einer Zweiteilung der Welt ausschließt. Der Grund ist simpel. So impliziert eine Abwei-

chung von der Gleichgewichtslösung, gleichgültig, ob sie vom Gütermarkt oder vom Vermögensmarkt ausgeht, eine Verletzung der Marktlösung, die im Prinzip lediglich temporärer Natur ist. Dadurch genügt sie dem universalistischen Anspruch der liberalen Ökonomie — die damit eine kontinuierliche Marktverletzung als Ergebnis einer exogenen, letztlich politisch bestimmten Schlamperei faßt.

Das aber heißt, in eine volkswirtschaftliche Perspektive gestellt, daß die liberale Ökonomie einer *National*ökonomie verhaftet bleibt, die Gleichgewichtskonstellation und Marktlösung dadurch verzahnt, daß sie eine Abweichung von der Gleichgewichtskonstellation als eine (im Prinzip temporäre) Verletzung der Marktlösung interpretiert. Demgegenüber zeigt die Zweiteilung der Welt die Marktlösung eines Ungleichgewichts an, die ihren formalen Ausdruck durch einen fehlenden Faktorpreisausgleich, sprich: stabilen Lohndifferenzen zwischen den Ökonomien, erhält.<sup>2</sup> Das aber heißt, daß die Zweiteilung der Welt die Stabilität einer gestörten *Welt*ökonomie anzeigt.

---

\* Institut für Theorie der Wirtschaftspolitik, Freie Universität Berlin, Boltzmannstr. 20, 14195 Berlin.

<sup>1</sup> Das unterstellt, der klassischen Dichotomie von Güterallokation und Geldmengenregulierung folgend, einen monetär gesteuerten Vermögensmarkt.

<sup>2</sup> Die Tendenz zum Faktorpreisausgleich (für homogene Faktoren, bezogen auf die Kosten ihrer Qualifikation) ist in der liberalen Ökonomie angelegt. Sie wird auch nicht durch die gängige Vorstellung, die Lohndifferenzen reflektierten entsprechende Produktivitätsdifferenzen, außer Kraft gesetzt. Denn die Logik der Allokation verlangt, daß sich Produktivitätsdifferenzen in relativen Güterprei-

Damit ist zugleich die oben apostrophierte Inkonsistenz der Argumentation auf den Punkt gebracht: Die scientific community versucht, mit dem Instrumentarium der liberalen Ökonomie das Phänomen einer Störung der Weltwirtschaft zu erklären, das sich, eine Zweiteilung der Welt indizierend, gerade diesem Instrumentarium entzieht. Dieses Verdikt trifft im übrigen beide herrschende Schulen der liberalen Ökonomie. Denn die Funktionsbedingungen einer zweigeteilten Welt widersprechen sowohl den allokatstheoretischen als auch den beschäftigungstheoretischen Aspekten der liberalen Ökonomie — was sich am nachdrücklichsten daran zeigt, daß weder neoklassische noch keynesianische Remeduren die Zweiteilung der Welt zu überwinden vermochten. Vielmehr bestätigt das Versagen der scientific community, für die mutmaßlich gewichtigste Fragestellung der Weltwirtschaft keine Erklärung liefern zu können (und sich dessen nicht einmal bewußt zu sein), die Methodologie der Erfahrungswissenschaft, daß erst ein alternativer Theorienentwurf die Schwächen der überkommenen Theorie offenbart.

Manches spricht dafür, daß die Ostasienkrise des Jahres 1997 dazu den Schlüssel liefert.<sup>3</sup> Denn die liberale Ökonomie vermag nicht zu erfassen, daß sich mit der Ostasienkrise ostasiatische Tiger wie Indonesien, Malaysia, Südkorea, Thailand und die Philippinen in die Dritte Welt reetablieren, obwohl sie Wissenschaft, Politik und öffentliche Meinung auf dem Sprung in die Erste Welt wähten, bisweilen sogar zum Vorbild für die verkrusteten Strukturen der Alten Welt stilisierten. Den markttheoretischen Nukleus dieser Reetablierung bildet der Umstand, daß diese Volkswirtschaften trotz einer zeitweiligen Investitions- und Exportdynamik einen Kapitalimportüberschuß aufweisen, der ein Leistungsbilanzdefizit entstehen läßt.

Damit aber bleiben diese ostasiatischen Tiger in die Zweiteilung der Welt eingebettet. Sie bilden ein Symbol der Dritten Welt, indem deren Währungen, in eine vermögensmarkttheoretische Perspektive gestellt, unter prinzipiellem Abwertungsverdacht stehen und aus einer gütermarkttheoretischen Perspektive als prinzipiell überbewertete Währungen zu billig importieren und zu teuer exportieren. Diese Marktconstellation liefert als Gegenpol eine Erste Welt, deren Währungen unter prinzipiellem Aufwertungsverdacht stehen (entweder als Schlüsselwährungen bzw. sich an diese über einen festen Wechselkurs anpassende Währungen) und zugleich einen tendenziellen Exportüberschuß aufweisen.<sup>4</sup> Im Fall der Dritten Welt bildet somit ein Kapitalimportüberschuß, im Fall der Ersten Welt ein Kapitalexportüberschuß den saldenmechanischen Ausdruck der Marktconstellation.<sup>5</sup> Und gewährleistet seit nun schon einem halben Jahrhundert die Stabilität eines Weltwährungssystems, dessen zugrundeliegende markttheoretische Störung, über keinen Ausgleichsmechanismus für den Finanzierungssaldo zu verfügen, von einem breiten Spektrum von Institutionen, die der Finanzierung dieses Saldos dienen (an deren Spitze steht der Internationale Währungsfonds), abgefedert wird.

Man sieht, daß ein Aufwertungsverdacht, der das Zinsniveau senkt, und eine Unterbewertung der Währung, die Exportüberschuß und Investitionsdynamik verbindet,<sup>6</sup> die Marktconstellation der Ersten Welt definieren — wie als Gegenpol ein Abwertungsverdacht, den ein steigendes Zinsniveau nicht zu kompensieren vermag, und eine Überbewertung der Währung die Marktconstellation der Dritten Welt definieren. Man wird sehen, wie unter diesen Auspizien die gegenwärtige Krise Japans zu beurteilen ist. In jedem Fall zeigt sich bereits hier, daß die herrschende liberale Ökonomie die Ostasienkrise analytisch nicht zu erfassen vermag. Denn sie bleibt, wie es ihrer methodischen Anlage entspricht, einem nationalwirtschaftlichen Rahmen verpflichtet, der sie dazu nötigt, Symptome für Ursachen zu halten: konjunkturelle Überhitzung und Bindung der Währung an einen steigenden Dollar sollen die Krise erklären, obwohl es für die Volkswirtschaften der Dritten Welt aus einer überbewerteten Währung, die das Leistungsbilanzdefizit stabilisiert, angesichts des Gegenpols der Ersten Welt kein Entrinnen gibt; ebenso soll eine unzureichende Kreditaufsicht (mit der Implikation eines moral hazard) die Krise erklären, obwohl diese jene überhaupt erst virulent gemacht hat. Man sieht, daß der nationalwirtschaftliche Rahmen, in dem dieses Ergebnis abgeleitet wird, die Krisenerklärung unbefriedigend läßt, weil er das Spezifikum der Ostasienkrise, die Zweiteilung der Welt zu reflektieren, unterschlagen muß. Denn unter diesen Vorzeichen hätte die Krise ebenso gut wie die ostasiatischen Tiger Deutschland oder Frankreich treffen können.

---

sen niederschlagen, wobei der Faktorpreisausgleich das Gut niedrigerer Produktivität relativ teurer werden läßt. Ebenso wissen wir seit Ricardo, daß die internationale Arbeitsteilung über den Faktorpreisausgleich den komparativen Vorteil durchsetzt. Damit aber widersprechen den Produktivitätsdifferenzen entsprechende Lohnunterschiede dem universalistischen Anspruch der liberalen Ökonomie und indizieren mithin eine Teilung der Welt, in unserem Fall in die Erste und Dritte Welt.

<sup>3</sup> Siehe die Versuche Riese (1998a), (1998b) und (1998c); siehe ferner Fratianni und Hauskrecht (1999).

<sup>4</sup> Hauskrecht wird nicht müde, den Aspekt eines Kapitalexportüberschusses, der sich aus der markttheoretischen Notwendigkeit einer Verknüpfung der Leitwährungsfunktion einer Währung mit einem Exportüberschuß ergibt, zu betonen. Man wird sehen, ob diese Verknüpfung dem sich konstituierenden Euro gegenüber einem Dollar, dessen Dominanz im bisherigen Weltwährungssystem es der us-amerikanischen Volkswirtschaft erlaubte, die Leitwährungsfunktion mit einem Importüberschuß zu verbinden, einen Vorteil bringt. Siehe in diesem Zusammenhang Fratianni und Hauskrecht (1999).

<sup>5</sup> Der saldenmechanische Reflex drückt hier die Marktconstellation aus, läßt jedoch offen, ob der Kapitalimportüberschuß (bzw. Kapitalexportüberschuß) die entsprechende Marktconstellation initiiert.

<sup>6</sup> Bei mit fehlender Investitionsdynamik einhergehendem Exportüberschuß spricht man besser von einer unterdrückten Überbewertung. Der Thatcherismus Großbritanniens liefert dafür ein instruktives Beispiel.

## 2. Das Besondere des Falles Japan

Die gegenwärtige Krise Japans bildet einen Härte-test für die Validität des hier präsentierten Weltmodells. Denn auf den ersten Blick scheint sich diese Krise einem Entwurf zu verweigern, der die Stabilität einer zweigeteilten Welt unterstellt (und theoretisch zu fundieren sucht): Japan gehört zu den führenden Industrienationen der Welt, weist eine unterbewertete Währung (mit hohem Exportüberschuß) auf, die bis zur Auslösung der Krise unter einem tendenziellen Aufwertungsverdacht stand. Das machte das Japan vor der Krise quasi zum Idealtyp der Marktkonstellation der Ersten Welt.

Es kann nicht verwundern, daß die *scientific community* angesichts eines solchen Befundes ihr nationalwirtschaftliches Credo pflegt, indem sie spezifische, allen voran in der oligarchischen Struktur der japanischen Ökonomie (und hier vor allem des Bankenwesens) liegende Gründe für die Krise verantwortlich macht. Aber wenn schon ein unzureichend strukturiertes Bankenwesen im Fall der ostasiatischen Tiger keine befriedigende Krisenerklärung liefert, so gilt dies erst recht bei einer Erste-Welt-Ökonomie wie Japan. Meinungsbildend für die Kritik an solchen Erklärungsversuchen ist Krugman gewesen, der ihnen die Notwendigkeit einer „gemanagten“ Inflation entgegensetzt — und damit in das Fahrwasser der traditionellen Fiskalpolitik zurückfindet.<sup>7</sup>

Aber Krugman vertritt mit diesem Gegenentwurf zum mainstream lediglich die nationalwirtschaftliche Argumentation der liberalen Ökonomie unter keynesianischem Vorzeichen. So liefert er keinen Ansatz zu einer Krisenerklärung, sondern benutzt das Instrumentarium der postkeynesianischen Liquiditätsfalle, um die spezifische Therapie eines negativen Realzinssatzes zu begründen. Warum die Rückwirkungen der Krise der ostasiatischen Tiger gerade eine dynamische Volkswirtschaft der Ersten Welt wie Japan erfaßt haben, läßt Krugman wie generell die *scientific community* offen. Diese neigt deshalb dazu, auf ein sukzessives Überschwappen der Krise auf andere Industrienationen zu spekulieren — und damit die Gefahr einer Weltwirtschaftskrise an die Wand zu malen. Dann bleibt zwar, dem liberalen Credo getreu, der nationalwirtschaftliche Rahmen der Argumentation gewahrt. Zu überzeugen vermögen derartige Spekulationen jedoch allein deshalb nicht, weil das Instrumentarium der liberalen Ökonomie es gar nicht erlaubt, jenseits des traditionellen Argumentationsmusters von Wirkungen der Krise auf die Außenwirtschaft der Ersten Welt (allen voran auf deren Exporte in die ostasiatischen Länder) die sich in der Krise manifestierenden Änderungen der Marktkonstellation, wie sie auch Japan erfaßt haben, herauszuarbeiten.

Akzeptiert man jedoch die Logik einer Zweiteilung einer Welt, bei der die unter Aufwertungsverdacht stehenden unterbewerteten Währungen der Ersten Welt den unter Abwertungsverdacht stehenden überbewerteten Währungen der Dritten Welt gegenüberstehen, so läßt sich die Krise Japans dergestalt interpretieren, daß sich abwei-

chend von diesem Muster eine Marktkonstellation herausbildete, in der eine unterbewertete Währung mit einem Abwertungsverdacht entstand, in der einerseits als Folge der Krise der Yen unter Abwertungsverdacht geriet, sich jedoch andererseits dank seiner Unterbewertung der Aufwertungsverdacht fortsetzte. Diese für eine Schlüsselwährung ungewöhnliche Instabilität — weder für Dollar, Deutsche Mark oder Schweizer Franken läßt sich ähnliches registrieren — ist zu erklären und nicht, wie es der national-ökonomische Kontext der liberalen Ökonomie nahelegt, auf ein spill-over einer Krise von Volkswirtschaft zu Volkswirtschaft zu spekulieren.

Bestenfalls könnte man davon sprechen, daß der Yen mit der Verbindung von Unterbewertung und Abwertungsverdacht das Spiegelbild einer Marktkonstellation der Verbindung von Überbewertung und Aufwertungsverdacht der Währung bildet, die ebenfalls aus dem Muster einer Korrespondenz von Erster und Dritter Welt herausfällt. Wir haben gesehen, daß gegenwärtig die USA mit ihrer Tendenz, die Leitwährungsfunktion des Dollars an einen Importüberschuß zu koppeln, diese Marktkonstellation aufweist. Eine derartige Marktkonstellation des Schuldnerstatus ist deshalb instabil, weil eine an einen Importüberschuß gebundene Schlüsselwährung über kurz oder lang unter einen Abwertungsverdacht gerät. Das hat seinen Grund darin, daß ein Importüberschuß zu einem Angebotsdruck der einheimischen Währung auf den Weltfinanzmärkten führt und damit, wie die historische Erfahrung bezeugt, ihren Charakter als Schlüsselwährung auszuhöhlen droht.<sup>8</sup>

Dennoch unterstreicht diese Marktkonstellation, die für den Dollar angesichts seiner derzeitigen Dominanz im Weltwährungssystem bestenfalls eine künftige Gefahr darstellt, nurmehr das Besondere des Falles Japan. Denn in die Krise gerät eine Schlüsselwährung, die auf einem ausgesprochenen Gläubigerstatus beruht. Aber es ist ein spezifischer Gläubigerstatus, in dem sie sich manifestiert. Denn auch wenn im allgemeinen der Gläubigerstatus die Stabilität einer Schlüsselwährung bestimmt (und dies mutmaßlich sogar für den Dollar gelten wird), so bildet er desungeachtet nicht den markttheoretischen Nukleus dessen, was eine Schlüsselwährung ausmacht. Deren Spezifikum besteht vielmehr aus der *Vermögensqualität der eigenen Währung*, die sich darin manifestiert, daß sie von Ausländern, allen voran von ausländischen Zentralbanken, gehalten wird und damit als deren Devisen figuriert.

Diese Vermögensqualität macht die Marktfähigkeit einer Schlüsselwährung aus. Sie zeigt sich mithin an einem Kapitalimport, bezogen auf die eigene Währung, dem dann ein korrespondierender Kapitalexport Dauer verleiht. Das markttheoretische Indiz bildet dabei die Leitwährungsfunktion, da sie signalisiert, daß Zentralbanken bereit sind, Kapital zu exportieren, um eine Währung zu halten.

<sup>7</sup> Siehe Krugman (1998).

<sup>8</sup> Der Fall wird in der Literatur als Triffin-Paradoxon behandelt.

### 3. Japans Antinomie von Gläubigerstatus und Schlüsselwährung

Dies gilt für alle stabilen Schlüsselwährungen wie Dollar, Deutsche Mark, Schweizer Franken und wird auch auf den Euro zutreffen. Aber es gilt nicht für den Yen. Denn dessen Aufstieg zu einer Schlüsselwährung des Weltwährungssystems in den vergangenen Jahrzehnten wurde nicht von einer sukzessiven Etablierung als Leitwährung begleitet, sondern folgte dem tradierten Nachkriegsmuster einer Exportorientierung der Volkswirtschaft, die den Gläubigerstatus bekräftigte und die Aufwertungstendenzen bestätigte. Während sich somit stabile Schlüsselwährungen dadurch auszeichnen, daß der *Kapitalimport in eigener Währung* sukzessive deren Überbewertung durchsetzt (oder sich zumindest eine Unterbewertung abschwächt) und ein Kapitalexport lediglich der Stabilisierung der Marktconstellation dient, begründet im Fall Japan der *Kapitalexport* die Strategie einer (aus dem Export gespeisten) Akkumulation von *Fremdwährungen*, sprich: von Dollar.

Das bringt jedoch Japans Ökonomie in ein Dilemma, aus dem es kein Entrinnen gibt. Denn die aus dem Gläubigerstatus resultierende Aufwertungstendenz des Yen entwertet den Devisenbestand wie generell die Dollarforderungen (und verschlechtert entsprechend die Vermögensposition der Dollarhalter). Damit ist der Boden für die Krise bereitet, die sich monetär aus verschlechterten Kreditbedingungen der Investoren und real aus verminderten Ertragsaussichten des Exportsektors speist. Im Gefolge der Krise gerät dann der Yen unter Abwertungsdruck. Die Aufwertungstendenz verkehrt sich in eine Abwertungstendenz. Aber Japans gegenwärtige Krise demonstriert zugleich, daß auch eine Abwertungstendenz der Währung, die prima vista einem konjunkturellem Muster zu folgen scheint,<sup>9</sup> das Dilemma der betroffenen Volkswirtschaft lediglich offenbart, nicht aber löst. Denn eine Abwertung des Yen bedeutet zwar eine Aufwertung der Dollarbestände Japans, stärkt aber wiederum dessen Gläubigerposition. Der Umstand, daß die japanische Administration derzeit, um die Krise nicht durch einen Exporteinbruch zu verschärfen, mit allen Mitteln eine Aufwertung des Yen zu verhindern sucht, illustriert augenfällig, wie weit sie sich bereits in den Widersprüchen ihrer Marktconstellation verfangen hat.

Es zeigt sich, daß Japan als Dollarexporteur in die Ostasienkrise eingebettet ist. Japan wurde, allgemein ausgedrückt, zu einem Finanzier des Liquiditätsbedarfs der Dritten Welt, des Importüberschusses wie mutmaßlich auch des Kapitalexports, gemeinhin als Kapitalflucht bezeichnet. Fraglos charakterisiert eine derartige *Strategie* des Kapitalexports Japan als Volkswirtschaft der Ersten Welt — und zwar allein deshalb, weil sich in ihr die Unterbewertung der Währung ausdrückt. Analog zu anderen Schlüsselwährungen fungiert daher ebenfalls der Yen als internationale Anlagewährung. Aber anders als diese vermochte sich der Yen nur rudimentär als Leitwährung zu plazieren, d.h. als eine Währung, die von anderen Volkswirtschaften

als Devisen gehalten wird. Gerade für die ostasiatischen Tiger (wie generell für die ostasiatischen Volkswirtschaften) bildet grundsätzlich der Dollar die Devisenwährung.

Damit aber hat sich der Yen einer Eigenschaft begeben, die konstitutiv für Schlüsselwährungen mit Leitwährungsfunktion ist: den Aufwertungsverdacht. Denn der Aufwertungsverdacht einer Währung drückt das vermögensmarkttheoretische Argument aus, daß eine Währung den Wertstandard setzt, dieser ihr aber nicht gesetzt wird — sei es wie der Dollar an der Spitze einer Hierarchie der Währungen der Welt, sei es wie die Deutsche Mark partiell als Leitwährung des Europäischen Währungssystems. Deshalb nützt dem Yen auch eine bloße Aufwertungstendenz nichts. Denn daß deren Stabilität einen Aufwertungsverdacht begründet, verlangt eine Leitwährung, die allein die Vermögensqualität der einheimischen Währung gewährleistet. Deshalb kann, allen Aufwertungstendenzen zum Trotz, der Yen lediglich als eine unter Abwertungsverdacht stehende unterbewertete Währung interpretiert werden. Dieser prinzipielle Unterschied zwischen Leitwährungen und bloßen Anlagewährungen verdeutlicht noch einmal, daß bei ersteren ein Kapitalimport (als Transfer einheimischer Währung ins Ausland), dessen Reflex dann unter Berücksichtigung eines Exportüberschusses einen Kapitalexport ergibt, die monetäre Strategie bestimmt, während bei letzteren die monetäre Strategie aus einem Kapitalexport besteht, deren Reflex ein Exportüberschuß bildet. Mit der Strategie eines Kapitalexports demonstrierte Japan (und demonstriert Japan bis heute), daß es sich immer nur für den Dollar, niemals für den Yen interessierte.<sup>10</sup>

Deshalb kann die Krise der ostasiatischen Tiger die japanische Ökonomie nicht unberührt lassen. Denn anders als bei Leitwährungen weist der Yen auch als unterbewertete Währung keine immanente vermögensmarkttheoretische Qualität auf. Zwar ist so viel richtig, daß in der Wachstumsphase der Nachkriegsära die Verbindung von Exportüberschuß und Investitionsdynamik, in der sich die Unterbewertung einer Währung manifestiert, auch den Yen in die typische vermögensmarkttheoretische Constellation eines Aufwertungsverdachts rückte — in gleicher Weise wie die Deutsche Mark. Lediglich unter einer derartigen Constellation der Verbindung von Exportüberschuß und Aufwertungsverdacht konnten Deutsche Mark und Yen zu Weltwährungen heranreifen. Aber während die Deutsche Mark (wenn auch nur dank des sanften Drucks des Europäischen Währungssystems<sup>11</sup>) sukzessive die Position einer

<sup>9</sup> Diesem Muster entspringt Krugmans Therapie eines negativen Realzinssatzes.

<sup>10</sup> Der Schweizer Franken wiederum erhält seine spezifische Vermögensqualität dadurch, daß er sich, obwohl im eigentlichen Sinne keine Leitwährung, auf einen Kapitalimport und nicht wie der Yen auf einen Exportüberschuß stützt.

<sup>11</sup> So zeigen einschlägige Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, daß sie die Gefahr einer Verletzung der internen Preisniveaustabilität sehr hoch eingeschätzt hat. Siehe z.B. Deutsche Bundesbank (1984) und (1988).

Leitwährung einnahm, hat Japan die tradierte Strategie eines Kapitalexports bis zum heutigen Tage beibehalten.

Aber Japans aggressive Außenwirtschaftspolitik rächt sich heute. Denn mit der Dollarakkumulation wuchs es in die Position eines Gläubigers, dessen spezifisches Risiko darin besteht, sich auf Vermögenspositionen in fremder Währung zu beziehen. Deshalb wirkt die Zahlungsunfähigkeit der Schuldner in Dollar auf Japans Ökonomie zurück: unmittelbar auf die Vermögensposition der kreditgebenden Institutionen, allen voran des Bankenwesens, indem deren Forderungen (ungeachtet der Aufwertung der in Yen gemessenen Dollarbestände) uneinbringlich werden, mittelbar über diesen Mechanismus auf den Yen, indem sie dessen Glaubwürdigkeit zerstört. Die Labilität einer Währung, die unter Abwertungsverdacht gerät, jedoch dank ihrer Unterbewertung einem wiederholten Aufwertungsdruck ausgesetzt ist, zeigt sich hier deutlich. Unter diesen Umständen nützt Japan weder eine Gläubigerposition noch eine Zahlungsfähigkeit in Dollar. Die binnenwirtschaftlichen Konsequenzen des Zyklus von Abwertung und Aufwertungsdruck als Ausfluß einer Verbindung von krisenauslösendem Abwertungsverdacht und krisenerzeugender Unterbewertung des Yen bestimmen das Bild.

In gewisser Weise hat Japan mit dieser Verbindung die Schlimmste aller Welten gewählt: gegenüber einer eine Leitwährung charakterisierenden Verbindung von Unterbewertung und Aufwertungsverdacht sowieso, jedoch auch gegenüber der instabileren Verbindung von Aufwertungsverdacht und Überbewertung. Denn letztere vermag der Markt zu korrigieren und über einen stabilen Aufwertungsverdacht der Währung die ursprüngliche Marktkonstellation einer unterbewerteten Währung wiederherzustellen. Einen Vorzug scheint es nur gegenüber der Marktkonstellation der Dritten Welt mit ihrer Verbindung von Überbewertung und Abwertungsverdacht zu geben. Denn diese zementiert dank ihres immanenten Entwicklungshandikaps den Status der betroffenen Volkswirtschaften als Dritte Welt, auch wenn sie, falls der erforderliche Kapitalimport finanziert wird, stabil bleibt.

Aber mutmaßlich wird die Marktkonstellation der Dritten Welt die Instabilität der japanischen Volkswirtschaft einholen. So beabsichtigt deren Administration, angesichts der offensichtlichen Fragwürdigkeit, den Marktkräften zum Trotz auf die Stabilisierung eines unterbewerteten Yen zu setzen, um die vom Exportsektor ausgehenden konjunkturellen Impulse zu erhalten, ein umfangreiches Fiskalprogramm zu realisieren. Aber ein derartiges, der postkeynesianischen Einkommenstheorie entlehntes Therapiemuster der Stimulierung der binnenwirtschaftlichen Nachfrage deckt einmal mehr den vermögensmarkttheoretischen Bezug der Krise auf. Denn ein solches Programm zielt unmittelbar auf einen Verlust der Vermögensqualität des Yen, indem der Mengeneffekt eines Importsogs, die Unterbewertung des Yen sukzessive abschwächend, langfristig in dessen Überbewertung mündet und dadurch den Abwertungsverdacht stabilisiert. Die Marktkonstellation einer Dritten Welt taucht am Horizont auf.

Diese Perspektive bestätigt, daß allein die Logik einer Leitwährung mit ihrer Verbindung von Überbewertung (oder abgeschwächter Unterbewertung) und Aufwertungsverdacht die Vermögensqualität einer Währung gewährleistet. Damit bestätigt sich zugleich, daß sich Japan in die Krise der ostasiatischen Tiger einbettet, indem sich seine Vermögensposition ebenfalls verschlechtert, wenn auch, saldenmechanisch gesehen, gerade umgekehrt zu deren Vermögensposition mit ihrer Abwertungstendenz der Forderungen in einheimischer Währung und einer unveränderten Schuldnerposition in Dollar. Darüber hinaus trifft Japan unmittelbar die Krise der ostasiatischen Tiger, insoweit es aufgrund seines Gläubigerstatus Dollarkredite vergeben hat. Denn Japan hat insoweit den Kapitalexport in die USA in Form einer Devisenakkumulation durch einen Kapitalexport in die ostasiatischen Länder (wie generell in Länder der Dritten Welt) substituiert und ist nun mit deren Zahlungsunfähigkeit konfrontiert.

Man sieht, daß Japans Bankenkrise nicht hausgemacht ist, allen voran der Krise der japanischen Volkswirtschaft nicht die Ursache, sondern bestenfalls das auslösende Moment liefert. Mit der Krise seiner Volkswirtschaft erhält jedoch Japan die Quittung für eine jahrzehntelange Strategie, die um jeden Preis auf eine Sicherung der Exporte setzte — und zwar insofern *um jeden Preis* darauf setzte, als es unter dem Zeichen einer Aufwertung des Yen auf eine Rentabilität der Produktion von Exportgütern zugunsten der Sicherung des Weltmarktanteils an Exporten verzichtete.<sup>12</sup> Mit dieser Strategie vermochte Japan zwar die Unterbewertung des Yen zu sichern, aber auf Dauer nicht dessen Aufwertungsverdacht zu stabilisieren. Denn die Labilität einer Marktkonstellation, die der herausragende Gläubigerstatus in Dollar bewirkt, zwingt Japan entweder zu Verhandlungen mit dem Hauptschuldner, den USA, zwecks einer Aufwertung des Yen alias eines Abbaus des Leistungsbilanzüberschusses<sup>13</sup> oder dazu, gegenüber anderweitigen Schuldnern deren Zahlungsunfähigkeit zu konstatieren.

#### 4 Zur Aporie des japanischen Merkantilismus

Die gegenwärtige Konfusion der japanischen Wirtschaftspolitik deutet darauf hin, wie tief sich die japanische Ökonomie in das Dilemma verstrickt hat, das ihr die Vernachlässigung der Vermögensqualität des Yen bereitet: weiterhin auf den Status eines Industrielandes pochend, den sie mit tradierten Mitteln, eben dem Instrument einer Unterbewertung, zu sichern beabsichtigt, versucht sie desungeachtet, mit einer Stimulierung der effektiven Nachfrage den binnenwirtschaftlichen Konsequenzen des zusammengebrochenen Vermögensmarktes zu entgehen. Strategie der Unterbewertung versus Strategie der Überbewertung — eine Alternative, die ihr, was auch immer sie

<sup>12</sup> Siehe dazu Schulz (1998).

<sup>13</sup> Das Plaza-Agreement 1985 liefert dafür ein Beispiel. Siehe dazu Schulz (1998), S. 40.

unternimmt, das Zurück zu einer unter prinzipiellem Aufwertungsverdacht stehenden Währung versperrt.

Dieses Zurück aber erfordern die Funktionsbedingungen des Vermögensmarktes. Daß Japan dieser Weg versperrt ist, zeigt, daß seine Krise, ausgelöst als Folge der Krise der ostasiatischen Tiger, den Endpunkt einer Entwicklung markiert, die in seiner Ökonomie angelegt ist, seitdem es sich weigert, den Status einer reifen Volkswirtschaft zu akzeptieren — und mit ihm die Inthronisierung des Yen als Leitwährung zu stützen und zu fördern. Japans Krise, in ihrem vermögensmarkttheoretischen Kern ein

Verlust des Aufwertungsverdachts des Yen, stellt, so gesehen, die Rache des Marktes für das Versagen einer Gesellschaft dar, der das Bewußtsein dafür fehlt, daß sich der Merkantilismus eines auf einen Kapitalexport gründenden Exportüberschusses nicht auf Dauer praktizieren läßt. Und der Markt rächt sich für dieses Versagen, indem er dem Yen den Status einer Leitwährung verweigert. Der Preis, den Japan für dieses Versagen zahlen muß, ist hoch: er führt, vergleichbar nur mit der Entwicklung Großbritanniens seit dem Ersten Weltkrieg, zu einer allmählichen Reintegration der Ökonomie in die Dritte Welt.

### Literaturverzeichnis

*Fratianni, M., A. Hauskrecht (1999): From the Gold Standard to a Bipolar Monetary System. In: open economies review, special issue 1/99 (forthcoming).*

*Krugman, P. (1999): Japan: Still Trapped. URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap2.html>*

*Deutsche Bundesbank (1984): Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Vol. 36, Nr. 1.*

*Deutsche Bundesbank (1988): Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Vol. 40, Nr. 5.*

*Riese, H. (1998a): Sieben Thesen zur Ostasienkrise und der Rolle des Internationalen Währungsfonds. Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin. Volkswirtschaftliche Reihe, Nr. 16.*

*Riese, H. (1998b): Ostasien und der Internationale Währungsfonds — Reflexionen zur gegenwärtigen Weltwährungskrise. Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin. Volkswirtschaftliche Reihe, Nr. 25.*

*Riese, H. (1998c): Geldfunktion und Währungsstandard: Der Fall der Ostasienkrise — Anmerkungen zur Funktionsstörung des gegenwärtigen Weltwährungssystems. Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin. Volkswirtschaftliche Reihe, Nr. 43.*

*Schulz, M. (1998): Monetäre Wirtschaftspolitik und gesamtwirtschaftliche Finanzierung in Japan. Marburg.*

### Summary

#### The Crisis of Japan and the Dollar

*The Japanese crisis is linked to the crisis of the Asian tigers, because Japan has become one of the creditors of their dollar denominated debt. As the tigers default on their debt, Japan is hit by the consequences of the crisis, which affect its banking system in particular and the macro economic conditions in general. This outcome is due to the Japanese type of mercantilism, which consists of a combination of current account surpluses and capital exports in dollar, and which now holds the Japanese economy in a strangle hold. The yen is stuck in a dilemma since the apparent need for restoring the internal equilibrium feeds depreciation expectations, whereas Japans policy of undervaluation results in a tendency for the currency to appreciate. To this dilemma no solution seems to be at hand.*