

Fischer, Bernhard; Reisen, Helmut

Article — Digitized Version

Volle Währungskonvertibilität in Osteuropa? Währungs-, geld- und finanzpolitische Voraussetzungen

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Fischer, Bernhard; Reisen, Helmut (1992) : Volle Währungskonvertibilität in Osteuropa? Währungs-, geld- und finanzpolitische Voraussetzungen, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 72, Iss. 7, pp. 381-388

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/136904>

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.

Bernhard Fischer, Helmut Reisen*

Volle Währungskonvertibilität in Osteuropa?

Währungs-, geld- und finanzpolitische Voraussetzungen

Die volle Währungskonvertibilität in den osteuropäischen Reformländern CSFR, Polen und Ungarn ist nur noch eine Frage der Zeit. Welche währungs-, geld- und finanzpolitischen Voraussetzungen sind dabei zu beachten?

Fred Bergsten und John Williamson empfehlen den osteuropäischen Reformländern, „ihre Bemühungen auf die Herstellung der Leistungsbilanz-Konvertibilität zu konzentrieren, dagegen die volle Währungskonvertibilität als Luxusgut zu behandeln, das bis zur Vollendung des Wiederaufbaus aufgeschoben werden sollte“¹. Die überwältigende Mehrheit der Ökonomen teilt die Empfehlung einer späten Öffnung der Kapitalverkehrsbilanz im Reformprozeß.

Die verantwortlichen Wirtschaftspolitiker der Reformländer neigen in dieser Frage zu weit größerer Ungeduld als die ratgebenden Volkswirte. Dies betrifft insbesondere die Politiker der CSFR, Polens und Ungarns, die ihre Länder so schnell wie möglich in die Europäische Gemeinschaft (EG) und in die OECD integrieren wollen. Der Gemeinsame Markt innerhalb der EG erfordert von ihren Mitgliedern den völlig freien Kapitalverkehr; der Liberalisierungs-Kodex der OECD verpflichtet zur Beseitigung von Kontrollen im Dienstleistungs- und Kapitalverkehr. So verwundert es nicht, daß die ungarische Notenbank neulich erklärte, die volle Konvertibilität des Forint sei nur noch eine Frage von Monaten². Der tschechische Finanzminister Václav Klaus hielt den Volkswirten entgegen, „das einzige Problem mit der Konvertibilität ist es, sie zu erklären“³.

Dieser Aufsatz bemüht sich, den währungs-, geld- und finanzpolitischen Handlungsbedarf aufzuzeigen, den

eine rasche Kapitalverkehrsliberalisierung der integrationsfähigen und -willigen Reformländer – CSFR, Polen und Ungarn – erfordert. Die mangelnde Wirksamkeit der in diesen Ländern noch praktizierten Kapitalverkehrskontrollen erübrigt in der Tat die übliche Diskussion über die beste zeitliche Abfolge der Kapitalverkehrsliberalisierung im Transformationsprozeß Osteuropas.

Liberalisierungserfahrungen

Die mangelnde Popularität, welche eine rasche Öffnung des Kapitalverkehrs in den Augen der meisten Volkswirte genießt, beruht auf Erfahrungen, wie sie in Chile und Neuseeland gemacht wurden (vgl. Tabelle).

Nach der Kapitalverkehrsliberalisierung in Chile (1978) und Neuseeland (1984) reagierten die Preise der Vermögenswerte, wie etwa die Aktienkurse, zunächst euphorisch. Obwohl vor der Systemtransformation der ehemals sozialistischen Länder Chile und Neuseeland als Länder mit den bis dahin umfassendsten Wirtschaftsreformen galten, führte ihre finanzielle Öffnung zu erheblichen Problemen: In Chile endete die Liberalisierung mit Kapitalflucht, verbreiteten Kreditausfällen, Bankenkrisen, einem Rückgang der Güterproduktion und massiver Arbeitslosigkeit. Die Kapitalverkehrskontrollen wurden schließlich wieder eingeführt. Das Liberalisierungsdesa-

* Die Verfasser danken Dr. Peter Dittus für wertvolle Anregungen.

¹ Vgl. F. Bergsten, J. Williamson: Currency Convertibility in Eastern Europe, in: The Federal Reserve Bank of Kansas City (Hrsg.): Central Banking Issues in Emerging Market-Oriented Economies, 1990, S. 35-49.

² Vgl. „Der Forint ist bald konvertierbar“. Gespräch mit dem Vizepräsidenten der ungarischen Nationalbank, Dr. Frigyes Hárshegyi, in: Die Wirtschaft, Berlin, 42/91.

³ Zitiert nach M. J. Fry, D. M. Nuti: Monetary and Exchange-Rate Policies During Eastern Europe's Transition: Some Lessons From Further East, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 8, 1992, Nr. 1, S. 40.

Dr. Bernhard Fischer, 41, leitet die Abteilung „Entwicklungsländer und Nord-Süd-Wirtschaftsbeziehungen“ des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg, Dr. Helmut Reisen, 41, ist Programmchef am Entwicklungszentrum der OECD, Paris. Die Verfasser geben ihre persönliche Meinung wieder.

Kapitalverkehrsliberalisierung in Chile und Neuseeland

	Jahr	Währung ¹	Zinssatz ²	Wachstum ³	Aktienkurse ⁴
Chile	1978	100,0	22,0	8,2	100,0
	1979	101,1	10,3	8,3	190,3
	1980	118,4	14,9	7,8	283,6
	1981	143,9	38,3	5,5	196,4
	1982	130,0	16,2	-14,1	140,2
	1983	106,0	2,9	-0,7	95,2
Neuseeland	1984	100,0	8,5	5,0	100,0
	1985	101,8	8,0	1,2	101,9
	1986	103,0	4,9	2,5	153,1
	1987	118,9	5,2	0,5	154,2
	1988	126,9	9,1	-1,4	91,4
	1989	120,4	5,6	1,3	96,2
	1990	116,8	5,3	-1,3	78,3

¹Realer gewogener Außenwert; ²preisbereinigte Einlagenzinsen in Chile, preisbereinigte Schatzbriefverzinsung in Neuseeland; ³preisbereinigtes Bruttosozialprodukt; ⁴preisbereinigter Index.

Quelle: IWF: International Financial Statistics, Washington, D.C., verschiedene Jahrgänge.

ster wurde geprägt durch anhaltende Zinsdifferenzen, die zu übermäßig hohen Kapitalzuflüssen führten, durch überbewertete Wechselkurse mit der Folge schrumpfender Gewinnmargen in der Industrie und Landwirtschaft sowie durch weitverbreitete Zusammenbrüche von Finanzinstituten. Neuseeland, das eine abrupte Öffnung seines Kapitalverkehrs mit einem reinen Floaten seiner Währung verband, teilt Chiles Erfahrung überschießender Wechselkurse als Reaktion auf geldpolitische Impulse. In beiden Ländern waren trotz hoher Fiskaldisziplin die Stabilisierungskosten aufgrund überbewerteter Wechselkurse, die den Außenhandel dauerhaft belasteten, überdurchschnittlich hoch⁴.

Mangelnde Zinskonvergenz

Das Beispiel Chiles hat die Haltung der Volkswirte gegenüber dem Abbau von Kapitalverkehrskontrollen wohl am meisten geprägt. Dort blieben die Realzinssätze auch nach der finanziellen Öffnung extrem hoch. Nach der Zinsparitätentheorie hätte man erwarten können, daß sich die inländischen Zinssätze dem Weltmarktniveau annäherten. Verschiedene mikro- und makroökonomische Erklärungen sind für die mangelnde Zinskonvergenz angeboten worden:

Erstens gab es einen drastischen Anstieg der Kreditnachfrage, der durch einen vermeintlichen Vermögenszuwachs aufgrund der allgemeinen Liberalisierung und

der verbesserten privaten Eigentumsrechte ausgelöst wurde.

Zweitens verhinderte die Segmentierung der inländischen Kreditmärkte die Zinsarbitrage zwischen spezialisierten Kreditinstituten und sektoralen Verwendungen der Finanzmittel. Die Marge zwischen Einlagen- und Kreditzinsen ging wegen oligopolistischer Preisfestsetzung nicht zurück.

Drittens führten mangelnde Aufsicht über das Kreditwesen sowie übermäßige Besitzverflechtungen zwischen Unternehmen und Banken zu einer Anhäufung notleidender Kredite. In der Folge erhöhten die Banken die Zinssätze auf gute Kreditnehmer, um die Verluste aus Kreditausfällen zu kompensieren.

Viertens verursachten notleidende Kredite eine weitere Notverschuldung („distress borrowing“) und sorgten für zusätzliche Kreditnachfrage.

Fünftens nahmen ausländische Kreditgeber und Inländer aufgrund der zunehmend überbewerteten Währungen das gestiegene Währungsrisiko wahr und forderten höhere Erträge.

Substantielle Währungsaufwertung

Ausgelöst durch die massiven Kapitalzuflüsse aufgrund der anhaltenden Zinsdifferenzen folgte der finanziellen Öffnung eine substantielle reale Währungsaufwertung. Der Versuch, die Inflationserwartungen durch die Vorankündigung künftiger Abwertungsraten, die unter den laufenden Inflationsraten lagen, zu stabilisieren (aktiver „crawling peg“), endete in der Überbewertung der realen Wechselkurse. Das Verankern inflationärer Erwar-

⁴ Eine Auswertung der Liberalisierungserfahrungen in OECD-Ländern, Lateinamerika und Asien befindet sich in B. Fischer, H. Reisen: Zum Abbau von Kapitalverkehrskontrollen: Ein Liberalisierungsfahrplan, Verlag Weltarchiv, Hamburg 1992. I. Joumard, H. Reisen: Real Exchange Rate Overshooting and Persistent Trade Effects: The Case of New Zealand, in: The World Economy, Juni 1992, untersuchen die Interaktion von Finanzöffnung, Wechselkursreaktion und Außenhandelseffekten.

tungen am Wechselkurs versagte: Exzessive Kapitalzuflüsse überstiegen die Sterilisierungskapazität der Zentralbank und schwächten die Haushalts- und Lohndisziplin. Sie unterhöhlten damit das zentrale Fundament, auf dem der Ankeransatz aufbaut.

Die Übertragbarkeit der chilenischen Erfahrung auf Osteuropa ist freilich stark begrenzt. Die Öffnung des chilenischen Kapitalverkehrs erfolgte zu einem Zeitpunkt, in dem die westlichen Geschäftsbanken zum Recycling der OPEC-Überschüsse fast verzweifelt Ausschau nach Kreditvergabemöglichkeiten hielten. Das Problem der Kreditrationierung hatte damals für Chile noch keine Relevanz, ist aber heute für die osteuropäischen Unternehmen und Banken eine wichtige Tatsache. Folglich erfaßt die Konvertibilität der osteuropäischen Währungen bisher nur die realwirtschaftlichen (sichtbaren) Transaktionen der Leistungsbilanz, während die Kapitalbilanz insbesondere zur Vermeidung von Kapitalausfuhren noch stark reguliert wird.

Kapitalverkehrskontrollen

Die neuen Währungsgesetze in der CSFR (seit Anfang 1991) und in Polen (seit Ende 1989) folgen dem Grundsatz, daß alle Währungstransaktionen, soweit nicht spezifiziert, frei sind. Ungarn dagegen stützt sich noch auf einen restriktiven Erlaß aus dem Jahre 1974. Die drei Länder haben die Leistungsbilanz-Konvertibilität erstaunlich rasch hergestellt. Die rasche Liberalisierung der Handelsbilanz war für die ehemaligen sozialistischen Länder schlechthin geboten: Sie stellt Konsumentensouveränität her, macht ausländische Vorprodukte für die industrielle Verarbeitung verfügbar, intensiviert den Auslandswettbewerb, sorgt für den Import von Knappheitspreisen, und sie kann Auslandskapital anlocken⁵. Die wichtigste Einschränkung für einen vollkommen freien Leistungsbilanzverkehr liegt, außer in Polen, in der knappen Zuteilung von Devisen für private Auslandsreisen (vgl. Übersicht). Dieser Einschränkung liegt seitens der Regierungen in der CSFR und Ungarn die Befürchtung zugrunde, daß eine großzügige Regelung für Reisedevisen ein Vehikel für Kapitalflucht und Einkäufe im benachbarten Ausland schafft.

Ein ähnliches Anliegen, nämlich die Sicherung adäquater Devisenreserven und die „Einschließung“ des inländischen Sparaufkommens, prägten auch die Ausrichtung der Kapitalverkehrskontrollen. Während Kapitaleinfuhren verhältnismäßig liberal gehandhabt werden, sind die gesetzlichen Ausfuhrkontrollen sehr restriktiv. Zwar

folgt die ungehinderte Repatriierung der Gewinne aus Direktinvestitionen dem Bestreben, den Ruf von „Mausefallewährungen“ zu vermeiden, doch sind Kredite an das Ausland sowie Direkt- und Portfolioinvestitionen im Ausland weitgehend verboten. Damit folgen die osteuropäischen Länder der von den meisten Volkswirten für richtig gehaltenen Abfolge innerhalb des Liberalisierungsprozesses: Zunächst Preis- und Außenhandelsliberalisierung, dann Öffnung für Kapitalimporte und erst zuletzt Liberalisierung der Kapitalexporte⁶. Dies wirft aber die Frage auf, ob den Wirtschaftspolitikern in Osteuropa das Instrument der Kapitalverkehrskontrollen überhaupt zur Verfügung steht. Mit anderen Worten: Können Kapitalverkehrskontrollen in Osteuropa wirksam sein?

Mangelnde Wirksamkeit der Kontrollen

Kontrollen auf Kapitalausfuhren sind in der Regel nur dann (zumindest beschränkt) wirksam, wenn langfristige institutionelle Ersparnisse vorhanden sind. Hier ist insbesondere an die Ersparnisse der öffentlichen Sozialversicherungen, der betrieblichen Pensionsfonds und öffentlicher Unternehmen zu denken. So ist es Korea und Taiwan bis heute gelungen, sich weitgehend vom internationalen Zinstrend abzukoppeln und damit eine Basis für monetäre Autonomie und Zinssubventionen für industriepolitische Zwecke zu sichern. Dies gilt auch für Länder wie Singapur, Malaysia und Indonesien, die trotz der Beseitigung der gesetzlichen Kapitalverkehrskontrollen durch fallweise Verfügungen hinsichtlich des Sparaufkommens von Sozialversicherungen und öffentlichen Unternehmen eine relativ autonome Geldpolitik betreiben⁷. Institutionell gebundene langfristige Ersparnisse, deren „Einschließung“ das wichtigste Motiv für Kapitalausfuhrkontrollen sind, sind jedoch in Osteuropa noch kaum vorhanden.

Hinweise dafür, daß die Kapitalausfuhrkontrollen in der CSFR, Polen und Ungarn kaum wirken, sind:

□ die praktisch völlige Eliminierung der Differenz des offiziellen Wechselkurses zu dem Kurs auf dem unkontrollierten Schwarz- oder Parallelmarkt. In allen drei Ländern verlaufen seit der Tilgung der Schwarzmarktpremie beide Kurse weitgehend übereinstimmend;

□ starke statistische Diskrepanzen zwischen den Außenhandelsstatistiken der drei osteuropäischen Länder

⁶ Vgl. z.B. J. Williamson: Capital Account Convertibility: A Cost-Benefit Analysis for Developing Countries, in: H. Reisen, B. Fischer (Hrsg.): Financial Opening. Developing Country Policy Issues and Experiences, OECD, Paris 1992 (erscheint demnächst).

⁷ Vgl. B. Fischer, H. Reisen: Capital Account Opening: Pitfalls, Prerequisites and Perspectives, OECD Development Centre Studies, Paris 1992 (erscheint demnächst). Siehe auch H. Reisen, H. Yehes: Time-Varying Estimates on the Openness of the Capital Account in Korea and Taiwan, in: Journal of Development Economics (erscheint demnächst).

⁵ Vgl. H.-P. Fröhlich: Währungspolitische Reformen in Osteuropa, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik, Nr. 197, Institut der Deutschen Wirtschaft, Köln 1992.

Stand der Devisenbewirtschaftung in Osteuropa im Frühjahr 1992¹

	CSFR	Polen	Ungarn
I. Leistungsbilanz			
Zahlungsziele			
Abgabepflicht von Exporterlösen	30 Tage	2 Monate	nach Erhalt
Inlandswährung für Importzahlung	verboten	verboten	verboten
Handelskredite	Erlaubnispflicht	Erlaubnispflicht (über 1 Mill. US \$)	Lizenzpflicht
Reiseverkehr	Zuteilung: 250 US \$ jährlich pro Person	frei (2000 US \$ pro Reise)	Zuteilung: 50 US \$ jährlich pro Person
II. Kapitalverkehrsbilanz			
Kredite			
Aufnahme im Ausland	großzügige Bewilligungspraxis	frei für Banken; großzügige Bewilligungspraxis für Nichtbanken	frei für Banken; großzügige Bewilligungspraxis für Nichtbanken
Vergabe an das Ausland	verboten	verboten	verboten
Portfolioinvestition			
Einfuhren	Restriktionen auf Zinsrepatriierung	keine Angaben	Restriktionen auf Zinsrepatriierung
Ausfuhren	verboten	verboten	verboten
Direktinvestitionen			
Einfuhren	unbegrenzte Repatriierung	unbegrenzte Repatriierung	unbegrenzte Repatriierung
Ausfuhren	verboten	verboten	verboten

¹ Die hier aufgeführten Regulierungen betreffen Inländer.

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

und den Außenhandelsdaten ihrer betreffenden Handelspartner; und

□ die gelegentlichen auffällig starken Schwankungen der Fremdwährungseinlagen, die übrigens als Zeitbombe für Geldmengensteuerung und Preisstabilität zu betrachten sind.

Ausweichmöglichkeiten

Die Porösität der bestehenden Kontrollen kann angesichts der jahrzehntelangen Erfahrung der osteuropäischen Bevölkerung mit schwarzen Märkten unter der früheren Kommandowirtschaft kaum verwundern. Darüber hinaus läßt sich die geringe Wirksamkeit der Kapitalverkehrskontrollen wie folgt begründen⁸:

□ Die weitgehende Leistungsbilanz-Konvertibilität hat viele Schlupflöcher auf der Kapitalbilanzseite geöffnet. Da Exporte und Importe in diesen Ländern etwa 25% des BSP ausmachen, führen bereits eine zweimonatige Verzögerung in der Exportfakturierung und ein einmonatiges Vorziehen in der Zahlung von Importen zu einer Kapitalausfuhr in Höhe von etwa 6% des BSP. Dieses Kapitalausfuhrpotential entspricht in seiner Höhe den derzeit

vorhandenen offiziellen Devisenreserven. In Ungarn zum Beispiel führten im Jahr 1991 Abwertungserwartungen zu Verzögerungen in der Repatriierung von Exporterlösen, die auf 600 Mill. US \$ geschätzt wurden⁹. Kapitaltransfers können auch durch Überfakturierung von Importen und Unterfakturierung von Exporten durchgeführt werden, wie die lateinamerikanischen Erfahrungen der achtziger Jahre es reichlich dokumentiert haben.

□ Mangelhafte Verwaltungsressourcen, Buchhaltungs- und Bilanzierungsregeln und eine unterentwickelte elektronische Datenverarbeitung erklären, daß die derzeit bestehenden Kontrollen in der Praxis nicht durchgesetzt werden. Den Banken, denen ein Großteil des für die Devisenbewirtschaftung benötigten Verwaltungsaufwandes übertragen wurde, fehlt es an Erfahrung – und wohl auch an Bereitschaft –, die Kontrollen anzuwenden. Der zweite administrative Pfeiler der Devisenbewirtschaftung, nämlich die Steuer- und Zollverwaltung, ist in allen drei Ländern noch stark unterentwickelt.

□ Die relative Großzügigkeit, welche die neuen Devisengesetze Ausländern einräumen, öffnet zusätzliche Ausweichpfade. Scheinfirmen im gemeinsamen Besitz von Ausländern und Inländern eröffnen Möglichkeiten der Substitution. Die wachsende Zahl multinationaler Un-

⁸ Vgl. P. Poret: Exchange Control Issues in Partners in Transition Countries, in: OECD Observer, Paris (erscheint demnächst).

⁹ Vgl. OECD: Economic Survey, Hungary, Paris, 1991.

ternehmen erhöht des weiteren das Ausfuhrpotential durch konzerninterne Verrechnungsprozesse und andere Techniken.

Faktische Kapitalkonvertibilität

Der starke Integrationswille Osteuropas und die mangelnde Kontrollierbarkeit von Kapitalbewegungen machen einen Großteil der Literatur über das Für und Wider sowie die zeitliche Abfolge der Kapitalverkehrsliberalisierung für diese Länder obsolet. Es geht vielmehr darum, die institutionellen und wirtschaftspolitischen Risiken zu erkennen und zu beseitigen, die in der faktischen Kapitalkonvertibilität Osteuropas angelegt sind.

Den makroökonomischen Rahmen setzen also die *mangelnde Operationalität* der Kapitalausfuhrkontrollen bei gleichzeitiger *Kreditrationierung* seitens ausländischer Geschäftsbanken. Nach der Beseitigung des durch die Kommandowirtschaft gebildeten Geldüberhangs, nach der Einführung eines zweistufigen Bankensystems und nach der Vereinheitlichung der Wechselkurse erfordert dieser spezifische Rahmen in der CSFR, Polen und Ungarn vordringlich:

- die dauerhafte Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zur Vermeidung einheimischer Finanzrepression und zur Befreiung des geld- und währungspolitischen Instrumentariums von der „fiskalischen Dominanz“; und
- die Vertiefung der inländischen Geld- und Finanzmärkte zur Abfederung des Verlustes der monetären Autonomie, der mit der faktischen Offenheit des Kapitalverkehrs einhergeht.

Der gleichzeitigen Vermeidung von Kapitalflucht und Arbeitslosigkeit, von Inflation und überbewerteter Währung wird durch konsolidierte Staatsfinanzen und funktionierende Geldmärkte auf Dauer am besten gedient.

Notwendige Haushaltskonsolidierung

Finanzielle Repression und inflationäre Geldschöpfung sind die unmittelbaren Folgen schwacher Staatsfinanzen. Die Zentralbankgeldmenge stellt eine zinsfreie Verbindlichkeit des öffentlichen Sektors dar, die seine realen Ausgaben in dem Maße finanziert, in dem das inländische Bankensystem bei der Zentralbank gegen seine Einlagenverbindlichkeiten zinsfreie Reserven und der private Sektor inländische Währung hält. Der Abbau von Kapitalverkehrskontrollen verringert die Geldbasis für die Finanzierung der öffentlichen Haushalte. Er erschwert auch die Alimentierung der Staatsschulden, soweit die Kontrollen vom Staat abhängige Käufer (Beamte, Banken, Pensionskassen) zwingen, Staatsschuld-papiere zu niedrigen Zinssätzen zu erwerben. Dies ist be-

sonders in Polen und Ungarn von Bedeutung, deren hohe Auslandsschuld bei gleichzeitiger Auslandskreditrationierung durch staatliche Binnenverschuldung finanziert wird¹⁰.

Die Systemtransformation hat auch in Osteuropa zu einem alarmierenden Rückgang der Steuereinnahmen geführt. Da das Steueraufkommen in der Kommandowirtschaft auf der Aneignung der Überschüsse von Staatsunternehmen basierte, wurde es durch Privatisierung oder sinkende Rentabilität der Staatsunternehmen automatisch reduziert. Daher sind Steuerreformen vordringlich, welche die Einführung der Einkommensbesteuerung und der Mehrwertsteuer beinhalten. Allerdings nehmen der Entwurf und die Durchführung einer Steuerreform Zeit in Anspruch, falls sie ein wirtschaftlicher und fiskalischer Erfolg sein soll. Die Liste fehlgeschlagener Steuerreformen ist lang; häufig war der Zeitraum für deren Vorbereitung und Einführung zu kurz bemessen. Zu rechnen ist mit einer etwa zweijährigen Vorbereitungszeit, um die verwaltungsmäßigen und technischen Voraussetzungen zu schaffen (Aufbau bzw. Modernisierung des Rechnungssystems, Training von Steuerbeamten und Änderungen in den Verwaltungsstrukturen).

Gesunde Staatsfinanzen sind auch eine Voraussetzung für einen aktiveren Einsatz der Fiskalpolitik zur Steuerung der inländischen Nachfrage. Wie die Erfahrung Singapurs und Indonesiens gezeigt hat, befreit der Einsatz staatlicher Überschüsse zur Beeinflussung der Bankenliquidität den inländischen Zinssatz von seiner Funktion als Nachfragesteuerungsinstrument¹¹. Er wird damit frei zur Steuerung des Wechselkurses. Dies vermeidet eine Überinanspruchnahme von wirtschaftspolitischen Instrumenten – nämlich die Aufrechterhaltung von wettbewerbsfähigen Wechselkursen und den Gebrauch von Zinssätzen zur Steuerung der inländischen Nachfrage –, welche ohne Kapitalverkehrskontrollen inkonsistent wäre.

Geld- und Finanzmarktentwicklung

Ein populäres Hemmnis für den Abbau von Kapitalverkehrskontrollen sind in Osteuropa – wie auch in den Entwicklungsländern – das fragile internationale Kreditstadium und die fehlenden Wertpapiermärkte. Dies verschließt die Option, externe Schocks und Finanzkrisen über einen längeren Zeitraum zu absorbieren. Volle Währungskonvertibilität bedarf daher der Gründung und Ver-

¹⁰ Zum Zusammenhang von staatlichen Auslandsschulden und Binnenverschuldung siehe H. Reisen: Public Debt, External Competitiveness, and Fiscal Discipline in Developing Countries, in: Princeton Studies in International Finance, Nr. 66, Princeton N.J., November 1989.

¹¹ Vgl. B. Fischer, H. Reisen: Capital Account Opening, a.a.O.

tiefung von Geld- und Wertpapiermärkten. Andernfalls werden die geldpolitischen Instanzen zwecks Bekämpfung von Kapitalflucht und Rezession immer wieder zu direkten Kreditkontingenten Zuflucht nehmen – mit Maßnahmen, die ohne Kapitalverkehrskontrollen undenkbar sind.

Die Gründung und Vertiefung inländischer Geld- und Wertpapiermärkte scheitert oft an der fortdauernden Repression des Finanzsektors. Beispielsweise bedroht die Zinsliberalisierung – eine unverzichtbare Voraussetzung zur Entwicklung heimischer Finanzmärkte – die Rentabilität und Sicherheit von Banken, welche durch staatliche Kreditallokation mit notleidenden Krediten belastet wurden. Da die Zinsregulierung die Entwicklung von Emissions- und Sekundärmärkten für Anleihen und Aktien behindert, muß die Geldpolitik ohne Offenmarktgeschäfte auskommen. Wenn ferner ein großer Teil der Zentralbankkredite aus der automatischen Rediskontierung subventionierter Bankkredite besteht, kann das Diskontfenster nur eine begrenzte Rolle bei der indirekten Geldmengensteuerung spielen. Schließlich behindert die Unterkapitalisierung einheimischer Banken Änderungen in den Mindestreservesätzen als geldpolitisches Instrument zur Steuerung der inländischen Liquidität.

Zur Absorption spekulativer Schocks auf die inländische Liquidität, die sich in schwankenden Anteilen von Devisenreserven in der Geldbasis niederschlagen, haben kleine offene Länder immer wieder auf Maßnahmen der Kreditrationierung, gestützt auf Kontrollen von kurzfristigen Kapitalströmen, zurückgegriffen. Um der Notwendigkeit solcher Kapitalverkehrskontrollen vorzubeugen, müssen inländische Geldmärkte eingerichtet und vertieft werden, um so die Geldbehörden mit preisorientierten Instrumenten auszustatten. Um beispielsweise Inflation zu vermeiden, die durch eine aufgeblähte Devisenreservekomponente der Geldbasis zustande kommt, und um unerwünschte Aufwertungen des Wechselkurses in Zeiten zu verhindern, in denen ein Land ein bevorzugtes Ziel für Portfolioanlagen darstellt, werden für die Zentralbank sterilisierte Interventionen das wichtigste Instrument für das Management des Wechselkurses sein¹².

Ein sterilisierter Kauf ausländischer Devisen läßt das Geldangebot unverändert, da die Zentralbank in gleicher Höhe inländische Aktiva an den privaten Sektor verkauft. Solange die inländischen Wertpapiermärkte dünn sind, wird der direkte (kontraktive) Angebotseffekt der Sterilisierung schneller spürbar als in OECD-Ländern. Die sektorale Verteilung der inländischen Kreditschrumpfung ist konzentrierter, die Betriebskapitalkosten für nicht bevorzugte Kreditnehmer auf den residualen informellen Märkten steigen schneller, die Liquiditätsposition der Inlandsbanken ist direkter betroffen (soweit die Erträge der für die Sterilisierung verwendeten Papiere nicht marktgerecht sind), und das aus der Kreditkontraktion resultierende „crowding out“ schwächt leichter die dünnen Märkte für Unternehmensanleihen.

Institutionelle Hindernisse

Die Schaffung inländischer Geldmärkte beginnt gewöhnlich mit dem Handel kurzfristiger Staatsanleihen. Die fehlende Bereitschaft der Finanzminister, Marktzinssätze auf Staatsschulden zu zahlen, stellt üblicherweise das größte Hemmnis für die Entwicklung von Geldmärkten dar. Ebenso bewirkt die Abhängigkeit der Staatseinnahmen von international subventionierten Krediten eine Knappheit von Staatspapieren auf dem inländischen Markt.

Die lasche Eintreibung der Körperschaftsteuer stellt ein weiteres Hindernis für die Errichtung privater Wertpapiermärkte dar. Werden Körperschaftsteuern dadurch vermieden, daß sehr niedrige Buchgewinne ausgewiesen werden, ist dies mit der Vertrauensbildung bei potentiellen Investoren in Anleihen und Aktien unvereinbar. Diese Hindernisse können ausgeräumt werden, wenn unabhängige Kreditprüfungsgesellschaften geschaffen werden, um eine solide Marktbeurteilung für private Schuldenpapiere zu erstellen. Subventionierte Bankkredite sind ein weiteres Hindernis, das ausgeräumt werden muß, damit sich inländische Geldmärkte entfalten können. Die für die Errichtung und Vertiefung von Geldmärkten erforderliche Zeit hängt also vor allem entscheidend davon ab, wie schnell die inländische Finanzrepression überwunden wird.

Sektoral und geographisch segmentierte Kreditmärkte, mangelnder Wettbewerb im Bankensystem und unzureichende Bankenaufsicht haben in der Vergangenheit die gewünschten Resultate der finanziellen Öffnung oft in ihr Gegenteil verkehrt. Das gemeinsame Auftreten dieser Merkmale in den osteuropäischen Ländern birgt insbesondere angesichts der vorhandenen makroökonomischen Ungleichgewichte das Risiko hoher finanzieller Instabilität. Falls die finanzielle Öffnung bei solch unvollkommenen Finanzmärkten nicht sorgfältig vorbereitet

¹² Inzwischen betreiben die CSFR, Polen und Ungarn ein „schmutziges“ Floating ihrer Währung mit (passiver) Anbindung an einen Währungskorb. Wir denken, daß sie mit diesem Währungsregime gut beraten sind; siehe auch P. KENNEN: Financial Opening and the Exchange Rate Regime, in: H. REISEN, B. FISCHER (Hrsg.): Financial Opening, a. a. O. Die Verfechter völlig flexibler Wechselkurse sollten wissen, daß die Devisenmärkte in Osteuropa unterentwickelt und monopolistisch dominiert sind; die Bank Handlowy zum Beispiel kontrolliert in Polen rund 70% des Devisenmarktes. Die Verfechter fester (nominaler) Wechselkurse sollten bedenken, daß die Verankerung von Inflationserwartungen durch Währungsanbindung öfter gescheitert als gelungen ist; außerdem brauchen die osteuropäischen Länder ein bestimmtes Maß an Währungsreserven zur Vertrauensbildung und zur Schuldenbedienung.

wird, ist kaum zu erwarten, daß Zinskonvergenz mit dem Weltmarktniveau erreicht wird, daß sich der inländische Wettbewerb im Bankensektor erhöht, daß sich die alloka-tive Effizienz verbessert und daß die Betriebskosten der Banken sinken. Wenn dann noch der neue Eintritt ausländischer Banken die Existenz inländischer Banken be-droht, die mit notleidenden Krediten belastet sind, kann die Stabilität durch Bankenzusammenbrüche rasch ge-fährdet werden.

Die in den osteuropäischen Ländern bereits erfolgte Einführung eines zweistufigen Bankensystems sowie die Bereitstellung einer formalen Struktur für die Entwicklung einer marktorientierten finanziellen Intermediation stel-len erst den Anfang des Prozesses hin zu einem funk-tionierenden Finanzsystem dar. Es wird deshalb Zeit benö-tigt werden, um Marktbeziehungen zu entwickeln, Bank-angestellte aus- und fortzubilden, eine Bankenkultur zu schaffen, neue Anlage- und Finanzierungsinstrumente zu entwickeln und das marktkonforme Verhalten von An-legern und Kreditsuchenden zu fördern. Indessen gibt es zwei Politikbereiche, die keinen zeitlichen Aufschub dul-den, will man negative Liberalisierungserfahrungen ver-meiden: Förderung des Wettbewerbs unter den beste-henden Finanzinstitutionen und die rigorose Ordnung des Kreditwesens sowie die Konsolidierung notleidender Kredite im Bankensystem.

Stärkung des Wettbewerbs

Zu den Maßnahmen, die den Wettbewerb unter den be-stehenden Finanzinstituten fördern können, zählen die Streichung von Zinsobergrenzen, die Abschaffung von subventionierten Krediten und von Kreditkorridoren für prioritäre Sektoren sowie die Privatisierung staatseigener Finanzinstitute. Ein wirksames Mittel, den Wettbe-werb zu intensivieren, ist die Entwicklung von direkten Wertpapiermärkten. Der Erfolg einer Privatisierung hängt davon ab, ob die privatisierten Banken dazu in der Lage sind, unabhängige Entscheidungen über die Kreditver-gabe zu fällen. Banken müssen deshalb in die Lage ver-setzt werden, ihre eigene Kapitalposition gegen Kredit-verluste zu schützen, die ihnen durch staatliche Kredit-allokation aufgebürdet wurden oder werden. Dies kann erst erfolgen, nachdem die bestehenden Bilanzen durch die Abschreibung schlechter Kredite konsolidiert wurden und zusätzliche Kapitalspritzen stattgefunden haben. Dar-über hinaus muß auch eine Lösung für den Überhang an Unternehmensschulden gefunden werden, die aus der Ära der Kommandowirtschaft stammen, da hieraus resul-tierende Firmenzusammenbrüche eine substantielle Be-drohung für die Stabilität des Bankensystems darstellen¹³.

¹³ Vgl. R. P o r t e s : Is There a Better Way?, in: International Economic Insights, Mai/Juni 1992, S. 21 f.

Sind angemessene finanzielle Vorsichtsregeln bereits in Kraft, sollte der Zutritt neuer inländischer und ausländischer Banken erlaubt, ja gefördert werden. Falls der in-ländische Wettbewerb ungenügend ist, wird der Wettbe-werb von außen um so wichtiger. Für einen unverzerrten Wettbewerb zwischen inländischen und ausländischen Banken ist die Beendigung finanzieller Repression un-verzichtbar. So stellen zum Beispiel überhohe Mindestre-serveverfordernisse einen Wettbewerbsvorteil für ausländische Banken dar, da deren Passiva eher aus ausländi-schen Quellen als aus inländischen Einlagen stammen, auf die sich diese Reservevorschriften beziehen.

Ein weiterer offensichtlicher Nachteil entsteht für in-ländische Banken aus der Verpflichtung, Staatspapiere zu kaufen und risikoreiche Kredite zu Zinssätzen zu verge-ben, die unter dem Marktniveau liegen. Fairer Wettbe-werb verlangt auch, daß der von einheimischen Banken gehaltene Bestand an notleidenden Krediten bereits weit-gehend konsolidiert ist, bevor der frische Wind des Wett-bewerbs von außen zu wehen beginnt. Nach deren Kon-solidierung mögen die Behörden die Verschmelzung eini-ger Banken mit ausländischen Investoren erwägen. Dies könnte den inländischen Banken helfen, ihren Reputa-tionsnachteil gegenüber Auslandsbanken zu verringern, und Möglichkeiten eröffnen, über eine breitere Portfolio-palette zu diversifizieren.

Wie die makroökonomische Stabilität ist auch die rigo-rose Ordnung des Kreditwesens und der Bankenaufsicht eine *conditio sine qua non* für eine erfolgreiche finanzielle Öffnung. Diese Rahmenbedingungen sind wichtig, um das Problem von Verhaltensrisiken (einschließlich Kor-ruption, Betrug und übergroße Risikobereitschaft) im Bankensystem möglichst gering zu halten, die Sicherheit und Ertragskraft des Bankensektors zu gewährleisten und die Zinsliberalisierung wirkungsvoller zu machen. Finan-zielle Vorsichtsregeln und Bankenaufsicht dienen dazu, die Stabilität – und öffentliches Vertrauen in die Sta-bilität – des Finanzsektors zu gewährleisten, systema-tische Risiken des Finanzsystems zu überwachen und die Bankkunden vor Verlusten zu bewahren. Die Behör-den müssen deshalb die Bankenaufsicht stärken, die ins-besondere die Einhaltung von Regeln über Kapitalaus-stattung, Risikostreuung und Zahlungsfähigkeit überwa-chen sollte.

Konsolidierung notleidender Kredite

Der Überhang notleidender Kredite im inländischen Bankensystem stellt für die finanzielle Öffnung der osteu-ropeäischen Länder – insbesondere für den freien Zutritt ausländischer Banken – einen besonderen Stolperstein dar. Den Überhang notleidender Kredite im Bankensy-tem dieser Länder zu quantifizieren, ist allerdings ange-sichts der mangelhaften Qualität der vorhandenen Bi-

lanzen und der schwierigen Unterscheidbarkeit von solventen und insolventen Unternehmen derzeit kaum möglich.

Die Erfahrungen in Argentinien, Uruguay und Chile in den frühen achtziger Jahren lassen vermuten, daß das Ausmaß dieses Problems leicht unterschätzt wird und die Kosten von Rettungsaktionen alles andere als vernachlässigbar sind. Für Chile zum Beispiel werden diese Kosten, die zwischen 1982 und 1985 anfielen, auf 44% des Bruttoinlandsproduktes im Jahre 1985 geschätzt¹⁴.

In den osteuropäischen Ländern wie in den meisten Entwicklungsländern sind Finanzinstitute stark unterkapitalisiert, und es fehlen oft aussagekräftige Richtlinien für die Mindestausstattung mit Eigenkapital. In der CSFR zum Beispiel betragen Anfang 1991 die Eigenkapitalquoten der beiden Geschäftsbanken lediglich 1,5%, und die der Sparkassen waren noch geringer¹⁵. Angesichts der beschränkten Anzahl erfolgreicher Sanierungserfahrungen kann kein optimaler Vorschlag zur Lösung des Problems notleidender Kredite angeboten werden. Hinzu kommt, daß in den osteuropäischen Ländern eine Reform des Finanzsektors eng mit der Konsolidierung des Unternehmenssektors verzahnt werden muß.

Reformmodelle

Bei der Reform des Finanzsektors und der Umstrukturierung der Unternehmen könnte man im Prinzip nach zwei Modellen vorgehen, die sich nicht gegenseitig ausschließen müssen. Beim ersten Modell würde man sich zunächst auf die Sanierung und Privatisierung des Unternehmenssektors konzentrieren und das Problem notleidender Kredite erst danach lösen. Der Vorteil dieser graduellen Lösung wäre, daß sich die Belastungen für den

Staatshaushalt über eine größere Zeitspanne verteilen würden. Nachteile bei diesem Modell ergeben sich dadurch, daß der Privatisierungsprozeß staatlicher Unternehmen voraussichtlich langsam verläuft und die Banken weiterhin dazu neigen dürften, notleidende Kredite zu alimentieren. Dadurch würde die Intermediation finanzieller Ersparnisse in neue und vielversprechendere Aktivitäten stark behindert.

Das zweite Modell würde in erster Linie an der Reform des Finanzsektors ansetzen und das Bankensystem als treibende Kraft für die Umstrukturierung des Unternehmenssektors benutzen. Hierzu müßten die Banken rekapitalisiert werden, um Vorsorge für notleidende Kredite treffen und nicht eintreibbare Kredite abschreiben zu können. Voraussetzungen für eine erfolgreiche Sanierung der Banken sind eine ausreichende Rekapitalisierung sowie die Zusicherung, daß es sich um eine außergewöhnliche und einmalige Maßnahme handelt. Der Vorteil dieses Modells ist es, daß mit dem Bankensystem ein Agent geschaffen würde, der ein institutionelles Interesse an der Sanierung des Unternehmenssektors hat. Ein großes Problem dieses Ansatzes sind allerdings die enorme Belastung für den Staatshaushalt und die damit verbundenen makroökonomischen Instabilitätsprobleme. Darüber hinaus besteht die Gefahr, daß es angesichts des Umfangs notleidender Kredite und einer unsicheren wirtschaftlichen Entwicklung in den osteuropäischen Reformländern den Regierungen nicht gelingt, vertrauenswürdig die Möglichkeit künftiger Kapitalinfusionen auszuschließen.

Das Dilemma der osteuropäischen Konvertibilitätspolitik ist es, weder über die administrativen und institutionellen Voraussetzungen für wirksame Kapitalverkehrskontrollen zu verfügen noch die Voraussetzungen für eine störungsfreie Vollkonvertibilität zu erfüllen. Solange weder das eine noch das andere vorhanden ist, bleibt Osteuropa durch schwere Finanzkrisen und Kapitalflucht akut gefährdet.

¹⁴ Vgl. B. Fischer, H. Reisen: Zum Abbau von Kapitalverkehrskontrollen: Ein Liberalisierungs-Fahrplan, a.a.O., S.29.

¹⁵ Vgl. OECD: Economic Survey, Czech and Slovak Federal Republic, Paris 1991, S. 105.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: Prof. Dr. Erhard Kantzenbach, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmahl)
Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:
Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Wiebke Bruderhausen, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Dipl.-Vw. Christoph Kreienbaum, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 3562306/307

VERLAG UND VERTRIEB:
Verlag Weltarchiv GmbH, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 3562500

Bezugspreise: Einzelheft: DM 9,-, Jahresabonnement DM 106,- (Studenten: DM 53,-) zuzüglich Porto

Anzeigenpreisliste: Nr. 13 vom 1. 1. 1983

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: AMS Wunsch Offset-Druck GmbH, 8430 Neumarkt/Opf.

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages Weltarchiv GmbH ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf eine andere Art zu vervielfältigen. Für unverlangt eingereichte Manuskripte und Besprechungsexemplare wird keine Haftung übernommen. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen. Die Redaktion behält sich bei zur Veröffentlichung vorgesehenen Aufsätzen eine Bearbeitung vor. Das Copyright liegt beim Verlag Weltarchiv GmbH.