

Linne, Thomas; Löhnig, Claudia

**Article**

## Zahlungsbilanzkrisen in Transformationsökonomien: Das Beispiel Tschechien

Wirtschaft im Wandel

**Provided in Cooperation with:**

Halle Institute for Economic Research (IWH) – Member of the Leibniz Association

*Suggested Citation:* Linne, Thomas; Löhnig, Claudia (1997) : Zahlungsbilanzkrisen in Transformationsökonomien: Das Beispiel Tschechien, *Wirtschaft im Wandel*, ISSN 2194-2129, Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH), Halle (Saale), Vol. 3, Iss. 9, pp. 15-23

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/142845>

**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.*

Eine Fokussierung der Förderung nur auf die Agglomerationsräume bzw. Industriezentren zu Lasten der strukturschwachen ländlichen Räume wäre dort wiederum mit Blick auf die Gefahr einer weiteren Bevölkerungsabwanderung mit ihren negativen Folgen für Lebensqualität und Versorgungsfunktionen kaum verkraftbar. Eine flächendeckende Investitionsförderung entspricht daher tendenziell dem

Wachstumsanliegen, weil sie die Standortwahl dem marktwirtschaftlichen Allokationsprozeß überläßt, ohne das ausgleichspolitische Anliegen aus dem Auge zu verlieren.

Gerhard Heimpold  
(ghp@iwh.uni-halle.de)

## Zahlungsbilanzkrisen in Transformationsökonomien: Das Beispiel Tschechien

*Die Zahlungsbilanzkrise in Tschechien im Mai 1997 verdeutlicht, wie krisenanfällig und hinderlich die Reformprozesse, selbst in einem Land mit bisher stabilen wirtschaftlichen und politischen Bedingungen, sein können. Ausschlaggebend für die tschechische Zahlungsbilanzkrise war das durch die starke reale Aufwertung der Währung gewachsene Leistungsbilanzdefizit und die dadurch an Glaubwürdigkeit verlierende Wechselkurspolitik. Die Verteidigung des seit Februar 1993 kaum veränderten Wechselkurses durch die Nationalbank wurde durch hohe Kapitalabflüsse und eine wachsende Abwertungsspekulation gegen die Krone zunehmend schwieriger und mußte unter dem Druck des Marktes schließlich aufgegeben werden. Begünstigt wurde der Kapitalabfluß durch eine weitgehende Liberalisierung des Kapitalverkehrs, der teilweise durch die OECD-Mitgliedschaft bedingt ist. Andere Transformationsländer weisen ebenfalls einige dieser Risikomerkmale auf. Insgesamt erscheint es daher für die mittel- und osteuropäischen Länder ratsam, eine größere Flexibilisierung ihrer Wechselkurssysteme zuzulassen, auch im Hinblick auf einen möglichen Beitritt zum EWS II und der Aufrechterhaltung der Kapitalbilanzkonvertibilität.*

### **Verschlechterte Außenposition und schwächeres Wachstum**

In den vergangenen Jahren sind von den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern bereits Tschechien (Dezember 1995), Ungarn (Mai 1996) und Polen (Juli 1996) der OECD beigetreten. Diese Länder haben damit einen wichtigen Schritt

zur Reintegration ihrer Volkswirtschaften in die Weltwirtschaft und auch zur Mitgliedschaft in der Europäischen Union unternommen. Im Zuge des Beitritts zur OECD haben die Länder die *OECD Codes of Liberalisation of Capital Movement and Current Invisible Operations* unterzeichnet. Dabei wurden die OECD-Anforderungen im Bereich Währungskonvertibilität, Direktinvestitionen und Kapitalverkehr in nationales Recht übernommen.<sup>24</sup> Die geänderten gesetzlichen Rahmenbedingungen bieten den Ländern die Möglichkeit, mittels des liberalisierten Zugangs zu ihren Märkten den wirtschaftlichen Strukturwandel zu beschleunigen. Nicht zuletzt durch diese Schritte hatte sich der Eindruck verfestigt, daß diese Länder nach dem transformationsbedingten Einbruch ihrer Wirtschaftsleistung bereits einen langfristig stabilen Wachstumspfad eingeschlagen haben. Unter den Transformationsländern hat Tschechien den Kapitalverkehr mit dem Ausland am weitesten liberalisiert.<sup>25</sup> Dadurch haben sich die Bedingungen für den Kapitalverkehr

---

<sup>24</sup> Vgl. hierzu ausführlicher SEIFERT, M.: Ungarn, Polen und die Tschechische Republik: Geänderte wirtschaftliche Rahmenbedingungen durch den Beitritt zur OECD, in: IWH, Forschungsreihe 6/1996.

<sup>25</sup> Grundsätzlich bestehen für tschechische Staatsbürger keine Beschränkungen für Investitionen im Ausland, allerdings müssen die Transaktionen mittels hierfür autorisierter Banken abgewickelt werden. Polen hat den Kapitalexport für institutionelle Anleger im Ausland Ende des Jahres 1996 vollständig liberalisiert, dagegen sind in Ungarn die Portfolioinvestitionen von Inländern im Ausland auf erstklassige Wertpapiere in OECD-Ländern beschränkt. Alle drei Länder bestehen allerdings auf der vollständigen Repatriierung der Gewinne aus den zugrundeliegenden Investitionen.

verbessert. Dies beinhaltet auch die Möglichkeit eines kurzfristigen Abziehens des investierten Kapitals, die insbesondere dann an Bedeutung gewinnt, wenn Anleger aufgrund einer sich verschlechternden wirtschaftlichen Entwicklung und deutlich zunehmender Leistungsbilanzdefizite das Wechselkursrisiko höher einschätzen und zu anderen Anlagen im In- und Ausland übergehen wollen. Dies war in Tschechien Anfang 1997 der Fall.

Die Außenposition Tschechiens verschlechterte sich bereits 1996 deutlich. Das Leistungsbilanzdefizit wuchs rapide gegenüber dem Vorjahr und erreichte etwa 9 vH des Bruttoinlandsproduktes. Zu dieser Ausweitung kam es zum einen durch die starke reale Aufwertung der Krone, die die Wettbewerbsfähigkeit der tschechischen Unternehmen beeinträchtigte und gleichzeitig die Importe stimulierte, zum anderen durch die nachlassende Nachfrage aus Westeuropa aufgrund der schwächeren

Konjunktur. Das Leistungsbilanzdefizit stieg von 50 Mio. US-Dollar im Jahr 1994 auf 4,5 Mrd. US-Dollar 1996 (vgl. Tabelle 1). Es konnte 1996 erstmals nicht mehr vollständig über Kapitalimporte finanziert werden. Im selben Zeitraum wuchs das Handelsbilanzdefizit von rund 400 Mio. US-Dollar auf 5,9 Mrd. US-Dollar. Währenddessen wertete die tschechische Krone, die seit Februar 1993 an einen Währungskorb fixiert ist, gegenüber dem US-Dollar seit 1994 bis Anfang 1997 real um etwa 20 vH auf (vgl. Abbildung 1). Die Kapitalbilanz verzeichnete 1996 einen Überschuss von rund 4 Mrd. US-Dollar, dies entsprach einer Halbierung des Saldos gegenüber dem Vorjahr. Der Zustrom an ausländischen Direkt- und Portfolioinvestitionen ging 1996 um 50 vH gegenüber 1995 zurück und betrug knapp 1,4 Mrd. US-Dollar bzw. rund 700 Mio. US-Dollar. Dies ist im Zusammenhang mit dem Übergang von einem fixen Wechselkurssystem zu

Tabelle 1:

Ausgewählte Positionen der Zahlungsbilanzen für einige mittel- und osteuropäische Länder  
- in Mio. US-Dollar -

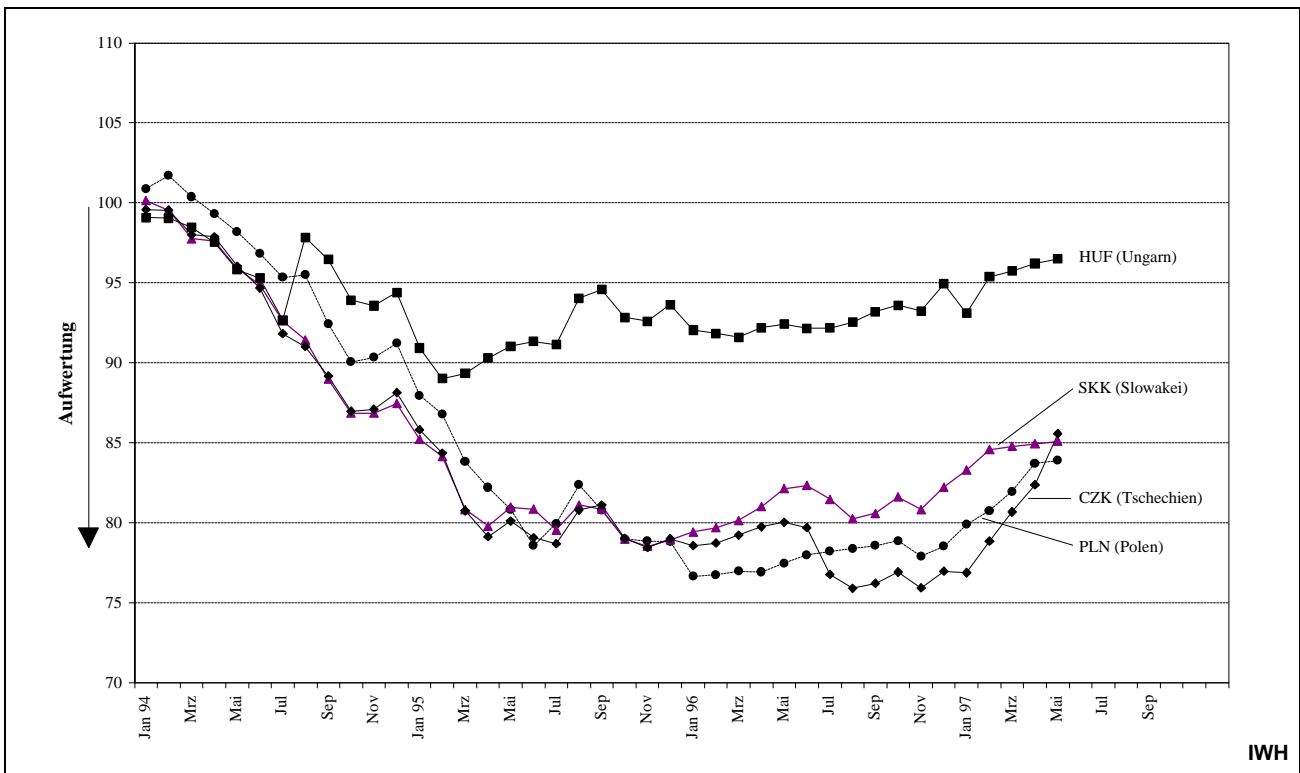
	Tschechien			Polen		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996
Leistungsbilanzsaldo	-50	-1.362	-4.476	(-944) <sup>a</sup>	(-2.299) <sup>a</sup>	-1.352
Handelsbilanzsaldo	-436	-3.823	-5.906	-836	-1.827	-8.154
Kapitalbilanzsaldo	3.371	8.226	4.072	1.812	10.513	4.783
Direktinvestitionen	749	2.526	1.388	542	1.134	2.741
Portfolioinvestitionen	855	1.362	726	-624	1.171	191
Veränderung der Devisenreserven	2.372	7.458	-1.565	1.748	8.935	3.070

	Slowakei			Ungarn		
	1994	1995	1996	1994	1995	1996
Leistungsbilanzsaldo	712	649	-1.941	-3.911	-2.480	-1.678
Handelsbilanzsaldo	105	24	-2.106	-3.635	-2.442	-2.645
Kapitalbilanzsaldo	106	989	2.144	4.401	11.465	-1.645
Direktinvestitionen	170	134	178	1.146	4.453	1.983
Portfolioinvestitionen	272	246	12	960	1.411	-861
Veränderung der Devisenreserven	1.296	1.673	55	-656	4.532	-1.458

<sup>a</sup> Bei Anwendung der bis Ende 1995 geltenden Erfassung der „nicht-klassifizierten Transaktionen“, die insbesondere Einnahmen aus dem Grenztourismus beinhalten, in der Kapitalbilanz und nicht in der Leistungsbilanz.

Quellen: Czech National Bank, Report on Monetary Developments January - September 1996, Monthly Bulletin 3/1997; National Bank of Slovakia, Annual Report 1995, Monetary Survey January 1997; National Bank of Poland, Annual Report 1995, Monthly Bulletin 12/1996; National Bank of Hungary, Annual Report 1995, Monthly Report 1/1997.

Abbildung 1:  
 Reale Wechselkurse ausgewählter mittel- und osteuropäischer Währungen gegenüber dem US-Dollar  
 - Dezember 1993 = 100 -



Quellen: Nationale Zentralbankstatistiken, vorläufige Angaben für Mai, Berechnungen des IWH.

einem Bandbreitensystem mit Schwankungsbreiten von  $\pm 7,5$  vH seit Februar 1996 zu sehen, in Folge dessen sich die Wechselkursunsicherheit für Anleger erhöhte. Dennoch stieg der Anteil der Portfolioinvestitionen an den gesamten Nettokapitalimporten. Das verglichen mit anderen mittel- und osteuropäischen Ländern noch immer relativ geringe Wechselkursrisiko, das attraktive Zinsniveau sowie der hohe Grad an Kapitalbilanzkonvertibilität der Krone begünstigten den Zustrom von kurzfristigem Kapital. Dies hat Tschechien besonders stark dem Risiko einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme ausgesetzt.<sup>26</sup> Kurzfristige Kapitalzuflüsse können im Gegensatz zu Direktinvestitionen und langfristigen Bankkrediten relativ schnell ohne große Vermögensverluste wieder aus dem Zielland abgezogen werden. Die kurzfristige Umkehr der Kapitalströme kann in eine Zahlungsbilanzkrise münden, die hier

als die Aufgabe eines fixen Wechselkursregimes verstanden wird.<sup>27</sup> Im Falle Bulgariens, das 1996 eine Zahlungsbilanzkrise erlebte, war die sich abzeichnende Erschöpfung der Devisenreserven ein Grund für die Aufgabe des fixen Wechselkurses des Lew.<sup>28</sup>

Seit Beginn des Jahres 1997 hat eine deutliche Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Tschechien stattgefunden, wodurch auch die Wirtschaftspolitik der Regierung unter Druck geraten ist. Die Industrieproduktion, die rund ein Drittel zur Bruttowertschöpfung Tschechiens 1996 beitrug, ging im ersten Quartal 1997 im Jahresvergleich um 4,2 vH zurück (vgl. Tabelle 2). Die Exporte sanken im selben Zeitraum um 2,7 vH, während die Importe um 4,3 vH, jeweils in US-Dollar, anstiegen und sich das Handelsbilanzdefizit mit 1,4 Mrd. US-Dollar um 42 vH gegenüber dem

<sup>26</sup> Hinzu kommt, daß die Unterscheidung zwischen Portfolioinvestitionen und Direktinvestitionen bei bestimmten Wertpapieranlagen fließend ist, so daß auch ein Teil der Direktinvestitionen kurzfristig, ohne größeren Vermögensverlust, liquidierbar ist.

<sup>27</sup> Vgl. SACHS, J. B.; LARRAIN, F. B.: *Macroeconomics in the Global Economy*. New York u.a. 1993, S. 327-355.

<sup>28</sup> Vgl. hierzu ausführlicher MEIßNER, T.: *Rückschläge bei der Transformation: Das Beispiel Bulgarien*, in: IWH, *Wirtschaft im Wandel* 8/1997, S. 13-17.

Tabelle 2:  
Indikatoren der wirtschaftlichen Entwicklung Tschechiens

	1993	1994	1995	1996	I./1997	Mai/1997
Bruttoinlandsprodukt, Veränderung in vH gegenüber dem Vorjahr	-0,9	2,6	4,8	4,4		
Industrieproduktion, Veränderung in vH gegenüber dem Vorjahr	-5,3	2,1	8,7	6,8	-4,2	
Bruttoanlageinvestitionen, Veränderung in vH gegenüber dem Vorjahr	8,1	17,3	16,1	17,8		
Privater Verbrauch, Veränderung in vH gegenüber dem Vorjahr	2,9	5,3	6,4	6,0		
Exporte, Mio. US-Dollar, laufende Preise, periodendurchschnittlicher Wechselkurs	13.205	14.295	17.054	21.918 <sup>a</sup>	5.240	
Importe, Mio. US-Dollar, laufende Preise, periodendurchschnittlicher Wechselkurs	12.859	14.731	20.877	27.824 <sup>a</sup>	6.647	
Saldo der Handelsbilanz, Mio. US-Dollar, laufende Preise, periodendurchschnittlicher Wechselkurs	343	-436	-3.823	-5.906 <sup>a</sup>	-1.407	
Saldo der Leistungsbilanz, in Mio. US-Dollar, laufende Preise	115	-50	-1.589	-4.476	-1.069	
Saldo der Kapitalbilanz, in Mio. US-Dollar, laufende Preise	3.025	3.371	8.226	4.072	782	
Nominallöhne in der Industrie, Veränderungen in vH gegenüber Vorjahr, Jahresdurchschnitt	23,8	15,7	17	17,4		
Arbeitsproduktivität in der Industrie, Veränderungen in vH gegenüber Vorjahr	-1,2	5,1	10,5	12,1		
Arbeitslosenquote, in vH, Ende der Periode	3,5	3,2	2,9	3,5	3,9	3,8
Verbraucherpreise, Veränderung in vH gegenüber dem Vorjahr, Periodendurchschnitt	20,8	10,0	9,1	8,8	6,8 <sup>b</sup>	6,3 <sup>b</sup>
Nominaler Wechselkurs CZK/USD, Periodendurchschnitt	29,15	28,78	26,54	27,14	28,31	31,12
Realer Wechselkurs CZK/USD, Index (12/1993 = 100), Periodendurchschnitt	100	93,3	80,5	77,9	78,8	85,6
Diskontsatz <sup>b</sup>	8,0	8,5	9,5	10,5	10,5	13,0
Lombardsatz <sup>b</sup>	11,5	11,5	12,5	14,0	14,0	50,0
Saldo des Staatshaushalts, in vH des Bruttoinlandsprodukts	0,1	1,0	0,6	-0,1		

<sup>a</sup> Veränderte Erfassungsmethode. – <sup>b</sup> Ende der Periode.

Quellen: Tschechische Nationalbank, Nationales Statistisches Amt der Tschechischen Republik, Berechnungen des IWH.

Vorjahresquartal ausweitete. Insgesamt wies die makroökonomische Situation Tschechiens im Frühjahr 1997 starke Gemeinsamkeiten mit der Lage der ungarischen Wirtschaft im Jahr 1994 auf.<sup>29</sup> Vor drei Jahren erreichte das Leistungsbi

lanzdefizit Ungarns 9,4 vH des BIP, die Lohnzuwächse überstiegen bei weitem die Zunahme der Produktivität, die Einkommenszuwächse lösten einen Importsog aus, der 1994 in ein Handelsbilanzdefizit von 3,9 Mrd. US-Dollar mündete.

Im Unterschied zu Tschechien drei Jahre später wertete die ungarische Nationalbank angesichts einer drohenden Zahlungsbilanzkrise den Forint im März 1995 um 9 vH gegenüber dem US-Dollar ab

<sup>29</sup> Vgl. GNÖTH, W.: Ungarn: Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, in: IWH, Forschungsreihe 3/1996, S. 74-83.

und führte ein *crawling peg* Wechselkurssystem ein. Gleichzeitig beschloß die Regierung ein Austeritätsprogramm, das als entscheidende Maßnahmen die Einführung von Importsteuern und Lohnkontrollen sowie Ausgabenkürzungen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte vorsah. Als Folge dieser Roßkur verbesserten sich sowohl die Handels- als auch die Leistungsbilanz; gleichzeitig ging das Wirtschaftswachstum 1995 auf 1,5 vH zurück (1994: 2,9 vH). Dagegen hat sich die Tschechische Nationalbank noch bis Mitte Mai 1997 den Forderungen nach einer Abwertung der Krone mit dem Argument widersetzt, daß dies lediglich zu Rückschlägen bei der Stabilisierung des Preisniveaus führen würde, aber kurz- und mittelfristig keine Verbesserung der Handels- und Leistungsbilanz zu erwarten wäre.<sup>30</sup> Hinzu kam, daß die Minderheitsregierung nicht in der Lage war, frühzeitig fiskal- und einkommenspolitische Maßnahmen zur Verhinderung einer weiteren realen Aufwertung vorzunehmen.

### ***Der Verlauf der Zahlungsbilanzkrise***

Angesichts der schwachen Wirtschaftsentwicklung zu Beginn des Jahres 1997 und der getrübbten Aussichten für den weiteren Jahresverlauf hat die Regierung Mitte April ein erstes Maßnahmenpaket geschnürt, um die wirtschaftliche Entwicklung zu stabilisieren. Zur Konsolidierung des Staatshaushalts, der noch 1996 einen Überschuß zu verzeichnen hatte, wurden Ausgabenkürzungen von etwa 5 vH verhängt. Die Ausgabenkürzungen erfolgten in Reaktion auf voraussichtlich geringere Einnahmen aufgrund des erwarteten schwächeren Wachstums für 1997. Neben Kürzungen bei öffentlichen Investitionsvorhaben sollen die Löhne im öffentlichen Sektor nicht wie ursprünglich vorgesehen um knapp 12 vH, sondern nur um rund 7 vH erhöht werden. Als kurzfristig wirksam werdende Maßnahme zur Verbesserung der Handelsbilanz wurde eine Bardepotpflicht von 20 vH auf Konsumgüterimporte eingeführt.<sup>31</sup> Insgesamt waren diese

Maßnahmen jedoch nicht geeignet, den Abwertungsdruck von der tschechischen Krone zu nehmen (vgl. Abbildung 2), der in heftigen Währungsspekulationen Mitte Mai 1997 gipfelte.

Die spekulativen Angriffe auf den Wechselkurs der Krone wurden einerseits ausgelöst durch Zweifel von Devisenmarktteilnehmern an dem glaubwürdigen Aufrechterhalten des Wechselkurses innerhalb der bestehenden Bandbreiten durch die Zentralbank angesichts des hohen Leistungsbilanzdefizits, andererseits durch die Unsicherheit über die zukünftige Wirtschaftspolitik der unter Druck geratenen Regierung. Als unmittelbare Reaktion auf die Abwertungsspekulation der Marktteilnehmer gegen die Krone intervenierte die Tschechische Nationalbank am Devisenmarkt und erhöhte drastisch die offiziellen Zinssätze. Der Lombardsatz wurde von 14 vH auf 50 vH heraufgesetzt und der Repozinssatz von 12,9 vH auf 75 vH. Zeitweise wurden im Interbankengeschäft Kreditzinsen für Tagesgeld von 500 vH verlangt. Mit den Zinserhöhungen sollte die Kreditaufnahme für Geschäftsbanken verteuert werden, um so die Währungsspekulation unattraktiver zu machen. Neben der Zinspolitik wurde dann als ergänzende Maßnahme am 22. Mai 1997 die Konvertibilität der Krone eingeschränkt und erst vier Wochen später wieder aufgehoben. Ausländischen Investoren, zu denen auch in Tschechien ansässige ausländische Banken zählen, wurde während dieser Zeit der Zugang zum Geldmarkt verwehrt. Damit wurden wichtige Marktteilnehmer vom kurzfristigen Kreditgeschäft ausgeschlossen und die Spekulation gegen die Krone erschwert. Diese drastische Maßnahme der Nationalbank verstößt zwar grundsätzlich gegen die *OECD-Codes* zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs; jedoch sind temporäre Ausnahmeregelungen zulässig, soweit dies aus geldpolitischen Erwägungen notwendig erscheint.

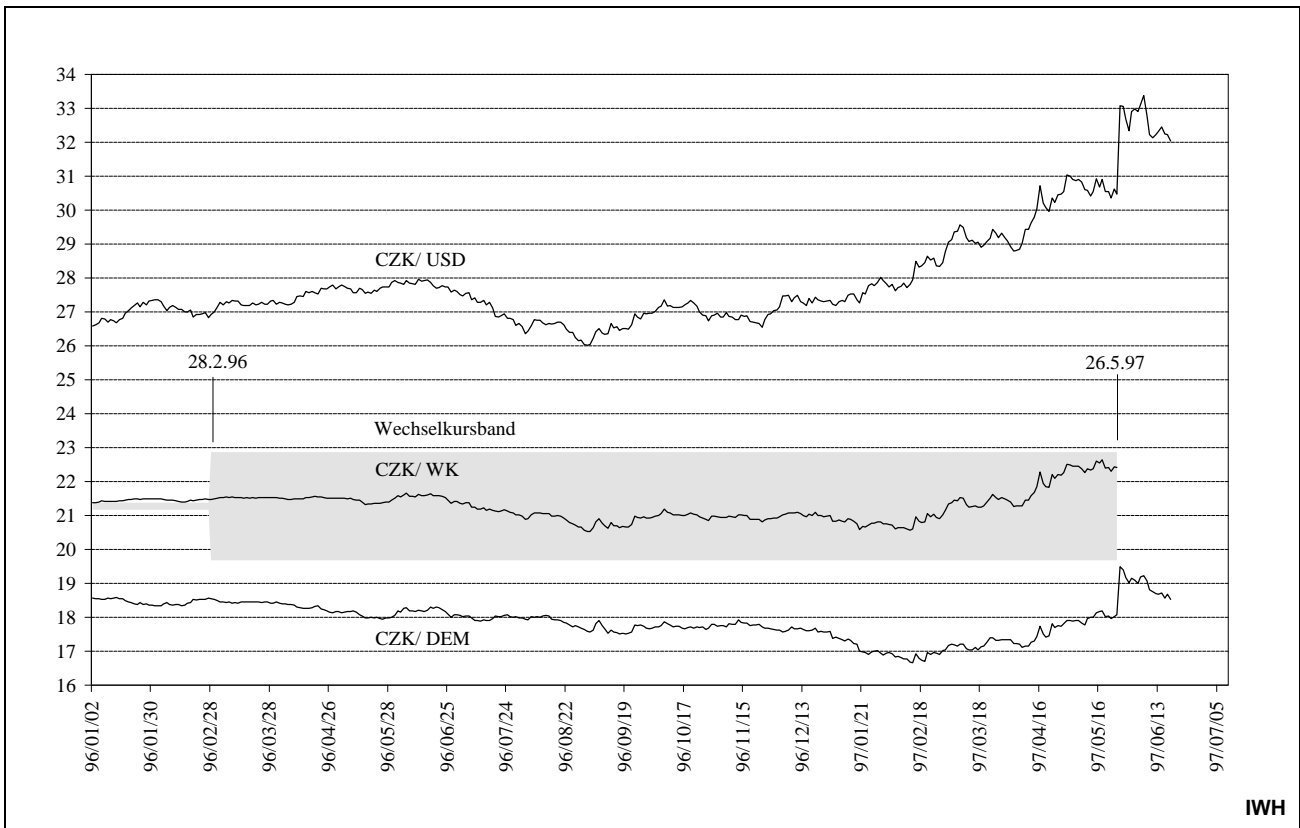
Doch auch diese Maßnahmen konnten die Spekulation auf eine Abwertung der Krone nicht beenden. In der Endphase der Abwertungsspekulation ist es auch zu einer Währungssubstitution von privaten Haushalten gekommen. Ein sichtbares Anzeichen für die Verunsicherung und die Flucht in Devisen waren die langen Menschengängen vor den Banken und Wechselstuben. Schließlich gab die Nationalbank dem Marktdruck nach und hob die Anbindung des Wechselkurses der Krone an den Wäh-

<sup>30</sup> Reuters Meldung vom 22. Mai 1997.

<sup>31</sup> Bei hierfür autorisierten inländischen Banken sind 20 vH des Warenwertes für 180 Tage zinslos zu hinterlegen. Die Bardepotpflicht wirkt wie eine Importsteuer. Die Konsumgüter umfassen auch PKW, LKW und ausgewählte Vorleistungen, damit unterliegen etwa 30 vH der gesamten Einfuhren der Bardepotpflicht.

Abbildung 2:

Wechselkurs der tschechischen Krone gegenüber dem US-Dollar, der Deutschen Mark sowie dem Währungskorb (DM 65 vH, USD 35 vH)  
- in jeweiligen Währungseinheiten -



Quelle: Berechnungen des IWH auf Basis von Angaben der Tschechischen Nationalbank.

rungskorb mit Wirkung vom 27. Mai 1997 auf. Seitdem ist Tschechien zu einem flexiblen Wechselkurssystem übergegangen. Insgesamt wird das Interventionsvolumen der Nationalbank zur Stützung des Wechselkurses der Krone auf 3 Mrd. US-Dollar geschätzt; dies entspricht rund einem Viertel der verfügbaren Devisenreserven der Nationalbank. Am ersten Handelstag nach der Freigabe des Wechselkurses stellte sich trotz weiterer Interventionen ein Kursverfall der Krone an den Devisenmärkten von 8,5 vH gegenüber dem US-Dollar und knapp 8 vH gegenüber der DM ein. Dabei ist es zu einem Überschießen des Wechselkurses gekommen. Im Verlauf der folgenden drei Wochen hat die Krone sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber der DM leicht aufgewertet. Ob allerdings die sich einstellende Abwertung von rund 5 vH bzw. 2,5 vH gegenüber dem US-Dollar und der DM die vor der Zahlungsbilanzkrise bestehende Überbewertung der Krone vollständig eliminiert hat, ist zweifelhaft.

### *Nominale Wechselkursfixierung versus crawling peg*

Die Grundidee der Fixierung des nominalen Wechselkurses ist es, mittels der Selbstbindung der Nationalbank die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu erhöhen und schneller als durch andere Maßnahmen die Inflationsrate zurückzuführen. Durch die Wechselkursanbindung wird das Preisniveau für handelbare Güter unmittelbar und für nicht-handelbare Güter mittelbar stabilisiert. Der Anpassungspfad der inländischen Inflationsrate an die Inflation der Länder der Ankerwährungen hängt entscheidend von möglichen Lohn- und Preisindexierungsmechanismen sowie der Glaubwürdigkeit des Stabilisierungsprogramms ab.<sup>32</sup> Die wechselkursgestützte Stabilisierung beinhaltet allerdings das Risiko, daß sich bei anhaltender Kosteninflation durch die reale

<sup>32</sup> Vgl. EDWARDS, S.: Exchange-Rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crisis. Chile and Mexico. American Economic Review, Vol. 86, No. 2, S. 176-180.

Aufwertung der Währung die Handels- und Leistungsbilanz verschlechtern. Das tschechische Beispiel zeigt, daß im Rahmen eines starren Wechselkursregimes die Erwartungen der Marktteilnehmer bezuglich einer Abkehr von der bisherigen Wechselkurspolitik zunehmen, je länger sie eine fortgesetzte reale Aufwertung der Währung sowie anhaltende oder sogar steigende Handels- und Leistungsbilanzdefizite beobachten. Diese Erwartungen können noch forciert und somit eine Abwertungsspekulation gefördert werden, wenn die Marktteilnehmer den Bestand an Devisenreserven als nicht ausreichend erachten, um den Wechselkurs der Währung langfristig glaubwürdig verteidigen zu können. Eine Abkehr von dem starren Festhalten an dieser Wechselkursstrategie kann, wie die Ereignisse in Tschechien zeigen, durch die Devisenmärkte gegen den Willen der Nationalbank schockartig erzwungen werden. Um dies zu verhindern und trotzdem von den Vorteilen einer nominalen Fixierung des Wechselkurses profitieren zu können, haben Polen und Ungarn ein *crawling peg* Wechselkurssystem implementiert. Dabei werten die Währungen jeweils gegenüber einem fiktiven Währungskorb<sup>33</sup> entsprechend einer vorher angekündigten Rate ab. Mit diesem flexibleren Wechselkurssystem haben beide Länder eine starke reale Aufwertung ihrer Währungen wie in Tschechien vermeiden können. Der ungarische Forint und der polnische Zloty haben zwischen 1994 und Anfang 1997 gegenüber dem US-Dollar real um etwa 4 vH bzw. 15 vH aufgewertet.

Im Gegensatz zu Tschechien ist es jedoch weder in Polen noch in Ungarn bislang gelungen, die Inflationsraten auf ein einstelliges Niveau zurückzuführen. Die Gründe hierfür sind vor allem bei der rückwärtsgerichteten Indexierung der Nominallöhne zu suchen. Dies ist in Ungarn zu beobachten und besonders stark ausgeprägt in der polnischen Wirtschaft. In Polen werden im öffentlichen Sektor, zu dem auch noch große Teile der Industrie zählen, üblicherweise Tarifverträge mit einer Laufzeit von 12 Monaten abgeschlossen, doch werden ausdrück-

---

<sup>33</sup> Für den polnischen Zloty besteht der Währungskorb aus USD (45 vH), DM (35 vH), GBP (10 vH), FRF (5 vH) und CHF (5 vH) und für den ungarischen Forint aus 70 vH ECU und 30 vH USD. Gegenwärtig beträgt die monatliche Abwertungsrate für den Zloty gegenüber dem Währungskorb 1,0 vH und 1,1 vH für den Forint.

lich Nachverhandlungen nach jeweils zwei Monaten zugelassen. Durch diesen Mechanismus wird die Inflationsbekämpfung erschwert, weil Verhandlungstendenzen in den Stabilisierungsproze eingeführt werden. Selbst bei einem Absenken der monatlichen Abwertungsrate orientieren sich die Lohnsteigerungen an den höheren Inflationsraten der Vormonate. Dies hat entscheidend dazu beigetragen, daß die Preissteigerungsrate sowohl in Polen als auch in Ungarn im Jahresvergleich noch mehr als 16 vH beträgt. Insgesamt läßt sich festhalten, daß sich sowohl in Polen als auch in Ungarn die angestrebte Preisstabilisierung verzögert hat und gleichzeitig eine Verschlechterung der Handels- und Leistungsbilanzen infolge der realen Aufwertung billigend in Kauf genommen wurde.

Für Tschechien stellt die Einführung eines *crawling peg* Wechselkurssystems als zukunftige Wechselkurspolitik jedoch keine Alternative dar. Im Gegenteil, die bereits gewonnene Preisstabilisierung wäre gefährdet, wenn ähnliche Indexierungsmechanismen wie in Polen oder Ungarn entstünden. Andererseits würde das endgültige Aufgeben der Wechselkursanbindung die Nationalbank von der eingegangenen Selbstverpflichtung zur Preisstabilisierung entbinden und somit eine lockerere Haltung bei der Inflationsbekämpfung signalisieren. Dieses Argument wiegt schwerer als der Vorzug eines flexiblen Wechselkurses gegenüber einem Fixkurssystem, der darin besteht, daß es bei Nettokapitalüberschüssen direkt zu einer nominalen und realen Aufwertung der Währung kommt und die reale Aufwertung nicht über den Umweg eines höheren Preisniveaus erfolgt.<sup>34</sup> Als Kompromißlösung für eine zukunftige Wechselkurspolitik ist daher eine erneute Wechselkursfixierung an einen Währungskorb oder eine einzelne Währung mit größerer Flexibilität angezeigt.<sup>35</sup> Um eine erneute Spekulationskrise zu vermeiden, könnte eine größere Schwankungsbreite von etwa +/-15 vH zugelassen werden. Unter diesen Bedingungen ist die Flexibili-

---

<sup>34</sup> Langfristig ist es einer Zentralbank nicht möglich, den Einfluß von Kapitalimportüberschüssen auf die Geldmenge zu neutralisieren, ohne daß es zu unerwünschten Zinseffekten kommt, die zudem die Neutralisierungspolitik konterkarieren.

<sup>35</sup> Davon unberührt ist natürlich die Frage, ob zukunftig nicht angesichts möglicherweise fortbestehender Leistungsbilanzdefizite eine diskretionäre Abwertung der Krone notwendig ist.



tät des nominalen Wechselkurses so groß, daß trotz Produktivitätsfortschritten und eines möglichen Nettokapitalzustroms eine allzu starke reale Aufwertung der Krone vermieden wird und sich eine Verbesserung der Handels- und Leistungsbilanzsalden noch in diesem Jahr einstellen kann. Diese Politik erscheint auch im Hinblick auf einen möglichen Beitritt zum EWS II und der Sicherstellung der Kapitalbilanzkonvertibilität angebracht.<sup>36</sup>

### ***Wachstumsaussichten für 1997 und darüber hinaus***

Durch die Abwertung der tschechischen Krone gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner ist für 1997 mit einem leichten Anstieg der Inflationsrate auf 11-12 vH zu rechnen. 1996 betrug die Inflation, gemessen an der Veränderung des Konsumgüterpreisindex, 9,1 vH. Die abwertungsbedingte Verteuerung der Importe wird nur zu einem einmaligen Inflationsschub führen. Mit einer Lohn-Preis-Spirale ist aufgrund der in Aussicht gestellten Maßnahmen zur Begrenzung des Lohnwachstums nicht zu rechnen. In dem von der Regierung Ende Mai verkündeten Stabilisierungsprogramm sollen zusätzlich zu den bereits im April beschlossenen Ausgabenkürzungen weitere Mittel in den Bereichen staatliche Verwaltung, Investitionen und soziale Transfers eingespart werden. Für 1997 wird auch über die Wiedereinführung der trilateralen Kommission, bestehend aus Regierung, Gewerkschaften und Unternehmensverbänden, nachgedacht, um Lohnsteigerungen im Rahmen der Produktivitätsveränderungen zu halten. Eine Senkung der offiziellen Zinsen durch die Nationalbank wird mittelfristig von der Etablierung einer neuen glaubwürdigen Wechselkurspolitik abhängen. Das gegenwärtige Zinsniveau ist noch von den Zielen der Nationalbank bestimmt, den weiteren Kapitalabfluß zu verhindern, die Abwertungsspekulation zu unterbinden und die Währungssubstitution zurückzudrängen. Erst mit wieder steigendem Vertrauen der Marktteilnehmer in die Geld- und Währungspolitik der Nationalbank wird die Phase des Überschießens der Zinsen abgelöst werden von einer Phase sinkender Zinsen, deren Niveau aber aufgrund der erwar-

teten höheren Inflation noch über dem vor der Zahlungsbilanzkrise liegen wird.

Aus der Summe von Abwertung und Austeritätsprogramm der Regierung dürften kurzfristig überwiegend noch wachstumsdämpfende Wirkungen ausgehen. Für 1997 ist im Vergleich zu den vorangegangenen Jahren mit einem deutlich niedrigerem Wirtschaftswachstum von etwa 2 vH zu rechnen. Die Ausgabenkürzungen in Verbindung mit Reallohneinbußen, verteuerten Importen und dem gestiegenen Realzinsniveau werden die inländische Nachfrage deutlich sinken lassen und den seit Jahresbeginn vorherrschenden rückläufigen Trend in der Produktion weiter verstärken. Auf mittlere bis lange Sicht hat die Abwertung positive Wirkungen auf das Wirtschaftswachstum, wenn die tschechischen Exportgüterindustrien die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit ihrer Güter auf den Weltmärkten für verstärkten Absatz nutzen können. Um hierfür die Voraussetzungen zu schaffen, ist zum einen eine Intensivierung des Reformprozesses unabdingbar. In erster Linie ist hier eine straffe staatliche Aufsicht über das Bankensystem, das in der Vergangenheit durch zahllose Skandale erschüttert wurde, wie auch die Schaffung einer unabhängigen Wertpapieraufsichtskommission zu fordern. Desweiteren sind Anreize für eine wirksame Unternehmenskontrolle zu schaffen, die als Folge der Koupon-Privatisierung unzureichend waren. Den Reformprozeß begleiten müssen Maßnahmen der tschechischen Regierung, die den Aufbau des inländischen Kapitalmarktes fördern, indem sie vor weiteren spekulativen Währungsattacken schützen. Insbesondere ist über die temporäre Einschränkung der Kapitalbilanzkonvertibilität der Krone nachzudenken, die, von der OECD ausdrücklich ermöglicht, gegen den Zustrom kurzfristig spekulativen Auslandskapitals gerichtet sein müssen, um eine erneute Destabilisierung der tschechischen Krone zu verhindern. Gelingt dieses Zusammenspiel von staatlichen Konsolidierungsmaßnahmen, Effizienzsteigerungen auf der Unternehmensseite und glaubwürdigem Schutz vor spekulativen Währungsattacken, so ist über 1997 hinaus mit einer Erholung Tschechiens zu rechnen, die insbesondere im Hinblick auf die in Aussicht gestellte Mitgliedschaft in der Europäischen Union in einen soliden Wachstumspfad münden wird.

---

<sup>36</sup> Vgl. hierzu auch ORLOWSKI, L.: Capital Inflows and the Capital Account Convertibility in the Transforming Economies of Central Europe. Manuskript, 1997.

### ***Künftig weitere Zahlungsbilanzkrisen in Reformstaaten?***

Ein Vergleich mit anderen Ländern Mittel- und Osteuropas, die ebenfalls wechselkursgestützte Stabilisierungsprogramme verfolgen, zeigt einige Ähnlichkeiten mit Tschechiens außenwirtschaftlicher Entwicklung; Polen, die Slowakei und Ungarn haben in der Vergangenheit ebenfalls reale Aufwertungen erfahren und weisen mit Ausnahme von Ungarn auch Verschlechterungen der Handels- und Leistungsbilanzen auf. Insofern scheinen auch in diesen Ländern Faktoren vorhanden zu sein, die Abwertungserwartungen entstehen lassen (vgl. Tabelle 1 und Abbildung 1). Eine Ausweitung der tschechischen Krise in Form spekulativer Währungsangriffen auf die Nachbarländer fand bislang im Falle Polens und der Slowakei statt. In beiden Ländern war die Währungsspekulation deutlich schwächer als in Tschechien. Der Kurs des polnischen Zloty stabilisierte sich sogar ohne Intervention der Nationalbank. Die Slowakische Nationalbank wendete zur Stützung der slowakischen Krone<sup>37</sup> etwa 300 Mio. US-Dollar bzw. 9 vH der Devisenreserven auf. Obwohl die Kapitalbilanz der Slowakei ebenso wie diejenige Tschechiens einen

hohen Anteil kurzfristiger Zuströme und Portfolioinvestitionen aufweist und somit das Risiko einer durch den Markt erzwungenen Abwertung infolge einer plötzlichen Umkehr der Kapitalströme ähnlich groß ist, war bislang das Festkurssystem nicht gefährdet. Anders als in Tschechien, wo sich die wirtschaftliche Aktivität im ersten Quartal 1997 deutlich verlangsamte, hat die Slowakei im selben Zeitraum einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts zu verzeichnen. Allerdings wurde angesichts des steigenden Handelsbilanzdefizits ebenso wie in Tschechien eine Bardepotpflicht für Verbrauchsgüterimporte eingeführt. Insofern liegen zwar im Vergleich zu Tschechien ähnliche Ursachen für weitere Abwertungsspekulationen in der slowakischen wirtschaftlichen Entwicklung vor, aber in deutlich geringerem Ausmaß. Weiten sich die Handels- und Leistungsbilanzdefizite jedoch weiter aus, so ist eine Verstärkung des Abwertungsdrucks auf die slowakische Krone durch den Markt ähnlich wie in Tschechien nicht auszuschließen.

*Thomas Linne (thl@iwh.uni-halle.de)*  
*Claudia Löhnig (clg@iwh.uni-halle.de)*

---

<sup>37</sup> Die slowakische Krone kann innerhalb einer Bandbreite von +/-5 vH um einen festen Wechselkurs zu einem Währungskorb, der zu 60 vH DM und zu 40 vH US-Dollar enthält, frei schwanken.