ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Horn, Gustav A.; Fritsche, Ulrich

Article

Argentinien in der Krise

DIW Wochenbericht

Provided in Cooperation with:
German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Horn, Gustav A.; Fritsche, Ulrich (2002) : Argentinien in der Krise, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 69, Iss. 12, pp. 197-204

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/151128

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Wochenbericht

Wirtschaft Politik Wissenschaft

Königin-Luise-Straße 5
14195 Berlin

Tel. +49-30-897 89-0
Fax +49-30-897 89-200

www.diw.de
postmaster@diw.de

DIW Berlin

Nr. 12/2002

69. Jahrgang / 21. März 2002

Inhalt

Argentinien in der Krise Seite 197

Europäische Geldpolitik: Expansionskurs beibehalten Seite 205

Argentinien in der Krise

Gustav A. Horn
ghorn@diw.de

Ulrich Fritsche
ufritsche@diw.de

Mit der Freigabe des Wechselkurses für den Peso hat Argentinien einen grundlegenden Kurswechsel in seiner Währungspolitik vollzogen. Die feste Bindung der Währung an den US-Dollar über ein „Currency Board" hatte das Land in eine tiefe Krise geführt. Zwar war es gelungen, die dramatischen Inflationstendenzen zu Beginn der 90er Jahre zu durchbrechen. Die Wirtschaftspolitik hatte aber keinen Spielraum, die hiermit verbundene deflationäre Entwicklung zu verhindern. Als der US-Dollar Mitte der 90er Jahre deutlich aufwertete, führte dies dazu, dass sich die Deflationstendenz verfestigte, und Argentinien geriet – bei stetig steigender Auslandsverschuldung – in eine bis zuletzt anhaltende Depression. Sinnvoller wäre es gewesen, von vornherein eine Wechselkursbindung mit den wichtigsten Handelspartnern anzustreben. Doch dieser Weg steht Argentinien auch nun, nach dem Scheitern seiner bisherigen Währungspolitik, noch offen.

Unkorrigiert!

Sperrfrist:
Mittwoch, 20. März 2002, 17 Uhr!

Argentinien versinkt derzeit im wirtschaftlichen und politischen Chaos. Vielfach werden Defizite in den politischen und wirtschaftspolitischen Institutionen dafür verantwortlich gemacht. Jedoch ist dies vor allem das Resultat einer insgesamt verfehlten wirtschaftspolitischen Strategie bei der Bekämpfung der Hyperinflation und bei der Schaffung von Bedingungen für ein nachhaltiges Wachstum.

Zu Beginn der 90er Jahre war die wirtschaftliche Lage in Argentinien besorgniserregend. Zwar war das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts mit gut 10 % sehr kräftig. Doch geriet die Inflationsentwicklung mit Raten von fast 800 % völlig außer Kontrolle. Es stellte sich die drängende Frage, wie die Inflationsentwicklung rasch gebändigt werden könnte, ohne dass das dynamische Wachstum zum Stillstand kommen würde. Denn die Arbeitslosigkeit war 1990 mit einer Quote von 9,2 % noch hoch.

Möglichkeiten der Inflationsbekämpfung

Gefordert war vor allem die Geldpolitik. Sie hatte den Märkten Entschlossenheit zu signalisieren, die aus den Fugen geratene Inflationsentwicklung wirksam zu bekämpfen. Im Prinzip stehen der Zentralbank in einer solchen Situation zwei Möglichkeiten zur Verfügung: eine binnenwirtschaftlich ausgerichtete De-Inflationsstrategie oder eine außenwirtschaftliche Verankerung der heimischen Währung.

Im Falle einer binnenwirtschaftlich orientierten Strategie, die zu Beginn der 80er Jahre z. B. von der amerikanischen Zentralbank bei erheblich niedrigeren Inflationsraten angewendet wurde, muss das Signal vor allem die inländischen Märkte überzeugen. Im Idealfall würden alle Marktteilnehmer ihre Inflations-

A 22127 C

erwartungen sofort anpassen und entsprechend niedrigere Preis- und Lohnforderungen stellen.

Die Wirklichkeit sieht in der Regel anders aus. Die Rückführung der Preis- und Lohnsteigerungen ist mit Kosten, auch mit Informationskosten, verbunden und erfolgt erst allmählich. Auch ist es in einer dezentral organisierten Marktwirtschaft nicht damit getan, das Signal für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu geben. Es bedarf einiger Zeit, bis die Information gestreut ist und die allgemeinen Erwartungen sich an ein niedrigeres Inflationsziel angepasst haben. Von großer Bedeutung ist dabei die Glaubwürdigkeit eines solchen Signals. Denn die Marktteilnehmer werden ihre Erwartungen nur dann anpassen, wenn sie der Meinung sind, dass die Zentralbank ihre Zielvorstellung gegebenenfalls auch um den Preis einer Rezession durchsetzen wird.

Beispiel USA

In den USA geschah dies seinerzeit unter bewusster Inkaufnahme einer tiefen Stabilisierungsrezession. Ein sanfteres Vorgehen, das aber in den USA institutionell wegen der dezentralen Lohnbildung nicht möglich war, wäre ein nationaler Stabilitätspakt, in dem mit Gewerkschaften stabilitätsgerechte Lohnzuwächse vereinbart werden und der als binnenwirtschaftlicher Anker für ein stabileres Preisklima dient. Dies setzt aber zum einen eine zentrale Lohnbildung und zum anderen die Bereitschaft der Beschäftigen voraus, zunächst erhebliche Reallohnverluste hinzunehmen.

In jedem Fall ist die Umsetzung einer binnenwirtschaftlichen De-Inflationsstrategie mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden. Das gilt vor allen Dingen, wenn, wie in Argentinien, die Glaubwürdigkeit der Zentralbank durch eine jahrelang hingenommene hohe Inflation stark gelitten hat, nicht zuletzt weil sie die Monetisierung der staatlichen Defizite zugelassen hat.

Es ist dann naheliegend, dass der Anker für eine stabilere Preisentwicklung nicht im Inland gesucht wird, sondern bei a priori glaubwürdigeren Institutionen im Ausland. Auf diese Weise soll Preisstabilität gleichsam „importiert“ werden. Diese zweite Möglichkeit der De-Inflationierung impliziert eine mehr oder minder strikte Wechselkursbindung, die den Spielraum der nationalen Geldpolitik einengt und ihr damit auch die Möglichkeit verbaut, Inflation weiterhin zu tolerieren.

„Currency Board“ ein glaubwürdiger Stabilitätsanker

Um ein besonders hohes Maß an Glaubwürdigkeit zu erlangen, wählte Argentinien den Weg eines „Currency Board“. Dies ist – nach einer Währungsunion – die härteste Form der Wechselkursbindung, da sich die Zentralbank verpflichtet, einen fest vorgegebenen Wechselkurs zu einer Ankerwährung, im Fall Argentiniens zum US-Dollar, bei freier Konvertibilität strikt einzuhalten. Die Ausweitung der heimischen Geldmenge wird damit allein durch die Zuflüsse und die Abflüsse von Dollar-Reserven bestimmt. Bei einem Zufluss nimmt bei gegebener Geldnachfrage das Geldangebot zu und der Marktzins sinkt. Umgekehrt steigen die Zinsen, wenn es zu Abflüssen bei den Beständen der Ankerwährung kommt, weil dadurch in gleichem Umfang das Geldangebot vermindert wird. Damit wird ein Druck in Richtung niedrigerer Preise bis hin zur „Deflation“ ausgeübt. Die Zentralbank wird in diesem Modell zu einer reinen Wechselstube, da sie ihr eigenes Geld nur gegen die Hereinnahme „harter“ Währung bereitstellen darf, und sie erhofft sich natürlich, dass sich die „Härte“ der Ankerwährung auf die Landeswährung überträgt.

Eine Finanzierung der öffentlichen Defizite durch die Notenpresse – für viele Beobachter die Hauptursache der vorangegangenen Hyperinflation – ist in einem solchen System nicht mehr möglich, da auch der Staat Devisen aufbringen muss, will er die Zentralbank zum Drucken von Peso bewegen. Diese harte Form der Selbstbindung erschien vielen als eine Möglichkeit, die Fehler der Vergangenheit endgültig hinter sich zu lassen.

Über einen langen Zeitraum ist der argentinische Weg der Inflationsbekämpfung als Vorbild für andere Länder gepriesen worden, folgte er doch der vom IMF empfohlenen „Ecklösungs“-Philosophie,[1] nach der die Wechselkurse entweder völlig frei schwanken oder aber fix an eine Leitwährung gekoppelt werden sollten.

Fixen Wechselkursen wird ein Erfolg vor allem bei der Inflationsbekämpfung zugeschrieben. Frei schwankende Wechselkurse sind hingegen in Krisensituationen von Vorteil, da durch sie externe Schocks besser abgefedert werden können.

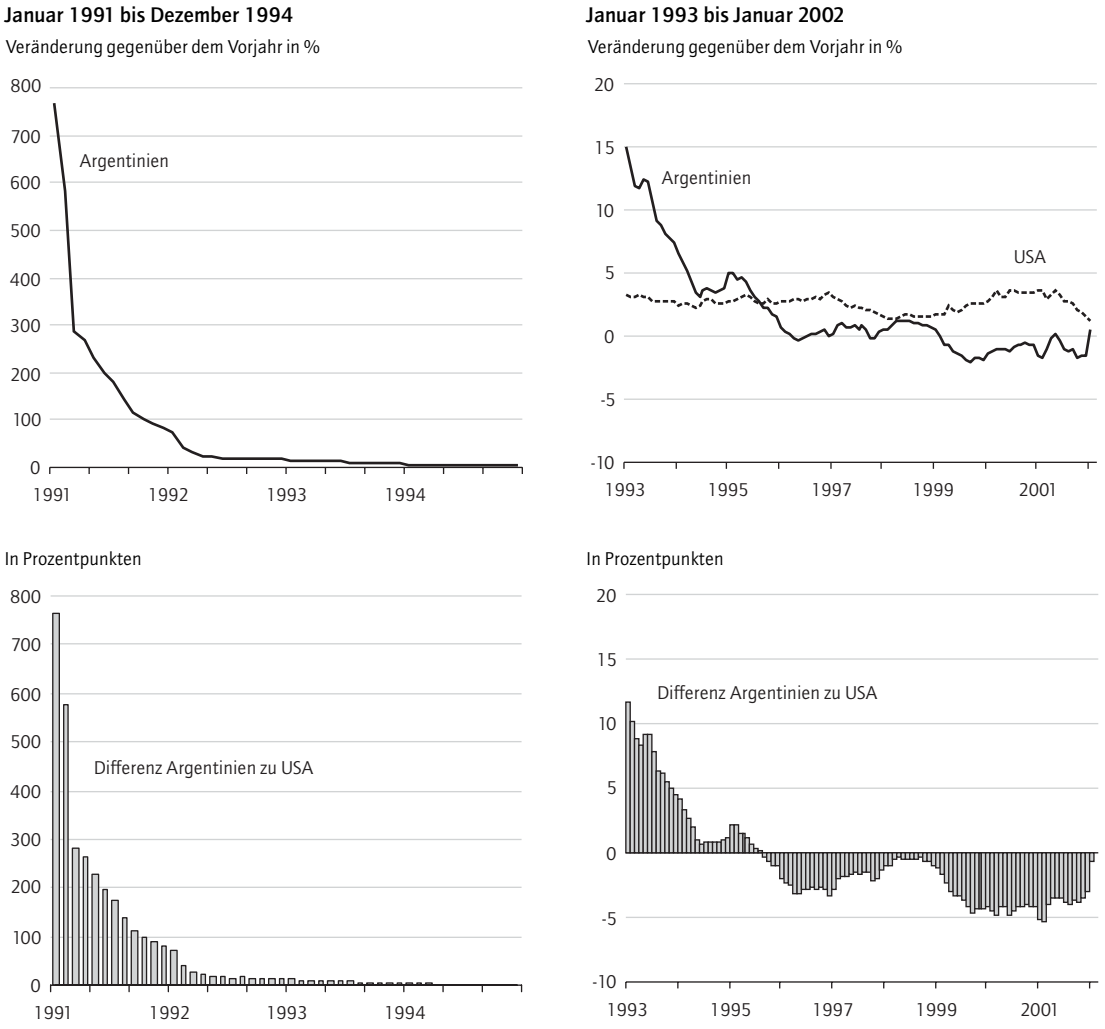
Erste Erfolge bei der Inflationsbekämpfung, …

Die Inflationsbekämpfung war zunächst erfolgreich (Abbildung 1). Schon im Verlauf des Jahres 1991 gingen die Inflationsraten drastisch auf unter 300 % zurück. Im Jahre 1992 lagen sie bereits unter 100 %, und in der ersten Jahreshälfte 1994 gab es keine Unterschiede zwischen den Inflationsraten Argentiniens und der Vereinigten Staaten mehr. Seither lagen die Inflationsraten nicht nur unter denen der USA, sie waren bis zuletzt über lange Zeiträume sogar negativ. Mithin weist die Preisentwicklung schon seit einiger Zeit deflationäre Züge auf.

1 Vgl. Michael Mussa, Paul Masson, Alexander Swoboda et al.: Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. IMF Occasional Paper No.193, Washington, D. C. 2000.

Abbildung 1

Inflationsraten



Quellen: Secretariat of Economic Policy; OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

Schwere wirtschaftliche Depression seit 1998

Von 1991 bis Anfang 1998 war der Wachstumsprozess nur gedämpft, es kam – abgesehen von einer kurzen Rezession 1995 – zu keiner Stabilisierungsrezession. Die argentinische Wirtschaft ist bis 1994 sogar stärker gewachsen als die US-amerikanische. Allerdings halbierten sich die Wachstumsraten im Laufe dieser Jahre von reichlich 10 % auf gut 5 % (Abbildung 2). Die Deflationstendenz des „Currency Board“ wurde in diesem Zeitraum durch eine kräftige Zunahme der Auslandsverschuldung zunächst abgemildert. Doch im Verlauf von 1998 glitt das Land immer mehr in eine schwere wirtschaftliche Depression, die bis heute anhält.

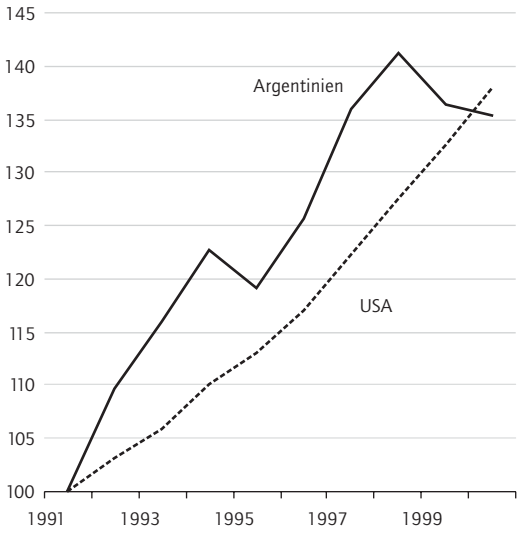
… dann Krise durch Deflation

Ohne Zweifel hat das „Currency Board“ wesentlich dazu beigetragen, die ausufernden Inflationstendenzen zu Beginn der 90er Jahre einzudämmen. Die zwangsläufig extrem restriktive Geldmengenpolitik führte zu drastisch erhöhten Zinsen, zunächst auf fast 200 % (Abbildung 3). Gleichwohl waren die ausgewiesenen Realzinsen vor dem Hintergrund der zunächst immer noch sehr hohen Inflationsraten negativ (Abbildung 4). Dieser Effekt ist wohl überzeichnet, da die Inflationserwartungen schneller zurückgegangen sein dürften als die laufende Inflationsrate. Mit der immer weiter rückläufigen Inflation ging ein Anstieg der Realzinsen einher, der das Wachstum zunehmend dämpfte. Von 1994/95 an lagen die Realzinsen in Argentinien dann ständig über denen der USA, mit entsprechend negativen Konsequenzen für die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts. Belastet wurde die Wachstumsentwicklung in den ersten Jahren der Wechselkursbindung auch durch die damit verbundene erhebliche reale Aufwertung insbesondere gegenüber dem US-Dollar

Abbildung 2

Reales Bruttoinlandsprodukt

1991 = 100



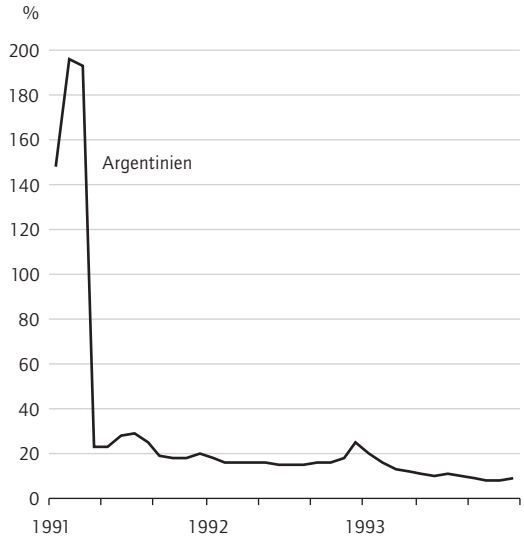
Quellen: National Bureau of National Accounts; OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

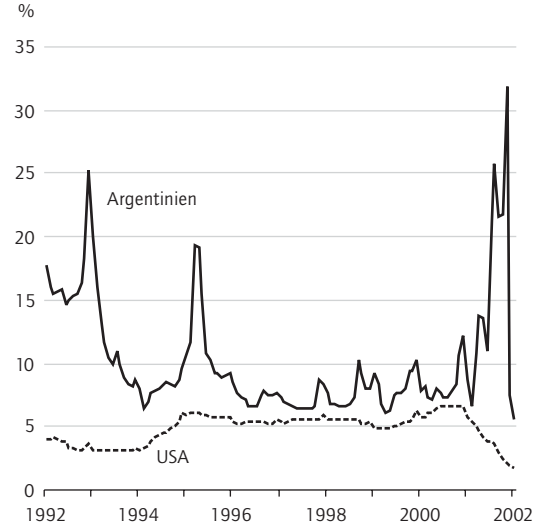
Abbildung 3

Geldmarktzinsen

Januar 1991 bis Dezember 1993



Januar 1992 bis Januar 2002



Quellen: BCRA (Central Bank of the Argentine Republic): Statistical Bulletin; IMF; OECD.

DIW Berlin 2002

(Abbildung 5), die die Wettbewerbsfähigkeit der argentinischen Unternehmen auf den Weltmärkten erheblich verminderte.

Durch die in der Folge extrem niedrigen Inflationsraten ist die reale Aufwertung der argentinischen Währung gegenüber dem US-Dollar nicht nur zum Stillstand gekommen, sondern der Peso wertete sogar allmählich ab. Die Exportsituation für die argentinische Wirtschaft verbesserte sich wieder: Die Devisenerlöse stiegen, und die Geldmenge konnte entsprechend ausgedehnt werden (Abbildung 6).

Wirtschaftliche Depression war zwangsläufig

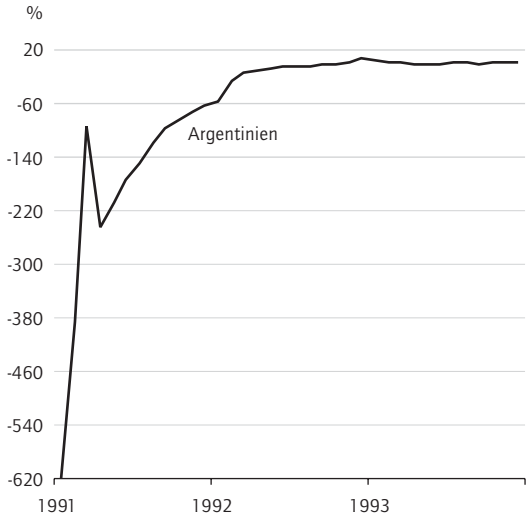
Die positiven Tendenzen überdeckten jedoch nur die grundlegende Krisensituation, auf die Argentinien unter dem gewählten Wechselkursregime zusteuerte. Die Quelle der Instabilität liegt dabei in den realwirtschaftlichen und monetären Wirkungen des „Currency Board“ selbst. Denn im Falle Argentiniens und der USA kam es zu einer monetären Integration zweier Länder mit völlig unterschiedlicher Ausgangsituation. Argentinien war zu Beginn der 90er Jahre ein Schwellenland im Aufholprozess, dessen Lohn- und Preisbildungsstrukturen wie auch dessen Geldpolitik im Gegensatz zu den USA nicht auf Preisstabilität ausgerichtet waren. Die Ausrichtung dieser Struktur in Richtung höherer Preisstabilität mittels eines „Currency Board“ ist fast zwangsläufig mit einer Deflation und einer wirtschaftlichen Depression verbunden.

Die bei der Einführung des „Currency Board“ noch extrem hohen Inflationsraten führten zu einem überhöhten realen Wechselkurs. Dessen Korrektur, die zur Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit erforderlich ist, bedarf einer Inflationsentwicklung, die auf längere Sicht unter der des Ankerlandes liegt. Soll die Korrektur rasch erfolgen, ist eine deflationäre Entwicklung sogar unabdingbar. Wenn das außenwirtschaftliche Defizit das Resultat eines zu hohen realen Wechselkurses ist, dann reicht die Angleichung der Inflationsraten zum Ankerland eben nicht aus, um die außenwirtschaftliche Bilanz zügig auszugleichen. Damit würde lediglich verhindert, dass sich die Defizite weiter ausweiten. Unter

Abbildung 4

Realzinsen[1]

Januar 1991 bis Dezember 1993



Januar 1992 bis Januar 2002

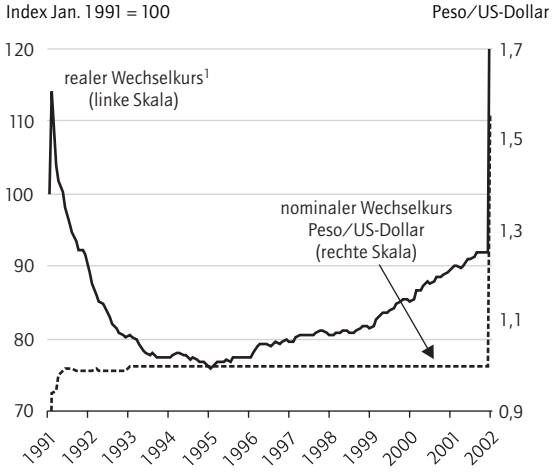
1 Geldmarktzinsen bereinigt mit dem Verbraucherpreisindex.

Quellen: BCRA (Central Bank of the Argentine Republic): Statistical Bulletin; IMF; OECD. **DIW** Berlin 2002

Abbildung 5

Wechselkurs Peso/US-Dollar

Januar 1991 bis Januar 2002



1 Deflationiert mit dem Verhältnis der Verbraucherpreise.

Quellen: Secretariat of Economic Policy; Berechnungen des DIW Berlin. **DIW** Berlin 2002

Wirtschaftspolitik durch „Currency Board" handlungsunfähig

diesen Umständen war eine Investitions- und Wachstumskrise in Argentinien unvermeidlich. Bei länger anhaltenden negativen Preissteigerungsraten sinkt wegen der dann zwangsläufig hohen Realzinsen jedweder Anreiz für Investitionen. Mehr noch, ohne Investitionen wird auch das Wachstumspotential verringert, da bei schrumpfenden Kapazitäten eine Rückkehr zum alten Wachstumspfad erst allmählich erfolgen kann.

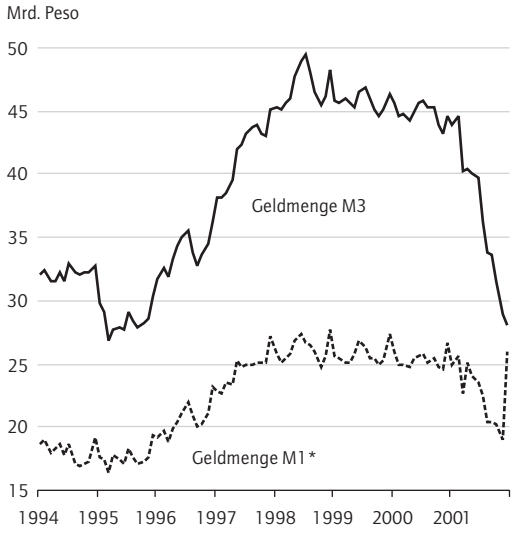
Wirtschaftspolitische Lähmung

Zur Bekämpfung einer Deflation bedarf es expansiver Impulse. Der argentinischen Wirtschaftspolitik waren aber im Rahmen des „Currency Board" die Hände gebunden – gerade diese „Selbstbindung" machte ja den Reiz des Modells für die Inflationsbekämpfung aus. Die Geldpolitik richtet „automatisch" die Geldmenge an der Devisenbilanz aus und kann auf die Krise nicht mit adäquaten Zinssenkungen reagieren, solange hier keine nennenswerten Überschüsse entstanden sind. Eine expansive Finanzpolitik mit höheren öffentlichen Defiziten ist unter diesen Umständen wirkungslos, da wegen der harten Restriktion für die Geldmengenentwicklung jede zusätzliche Nachfrage des Staates durch höhere Zinsen konterkariert wird („crowding out"). Belebende Effekte sind dann nur aus dem Ausland zu erwarten. Dies wäre denn auch die von den Befürwortern eines „Currency Board" erwartete Stabilisierung. Über im Vergleich zum Ankerland niedrigere Inflationsraten wurde in Argentinien Mitte der 90er Jahre ein realer Abwertungsprozess eingeleitet, durch den die Exportentwicklung und damit das Wachstum insgesamt hätte stimuliert werden sollen. Der Effekt trat jedoch nicht im gewünschten Umfang ein, weil der US-Dollar als Ankerwährung zugleich gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner, insbesondere gegenüber dem brasilianischen Real, aufwertete (Abbildung 7). Die Bindung an den US-Dollar enthielt somit ein beträchtliches Risiko, weil Argentinien das Gros seines Handels mit den übrigen Mercosur-Ländern betreibt (Abbil-

Abbildung 6

Argentinien: Monetäre Aggregate[1]

Januar 1994 bis Dezember 2001



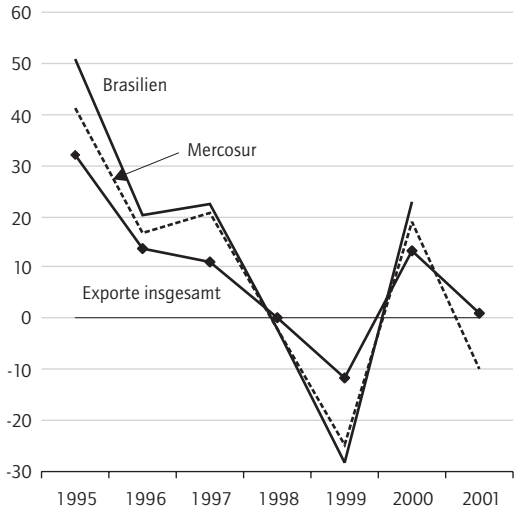
1 M1* = M1 zuzüglich Sichteinlagen in US-Dollar. Monatsenddaten.

Quellen: BCRA's Statistical Bulletin. **DIW** Berlin 2002

Abbildung 8

Exporte Argentiniens in die Mercosur[1]-Partnerländer 1995 bis 2001

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



1 Common Market of the South (Mercosur): Argentinien, Brasilien, Paraguay und Uruguay.

Quellen: INDEC; Berechnungen des DIW Berlin. **DIW** Berlin 2002

dung 8) und sogar einen größeren Handelsaustausch mit den Ländern des Euroraums als mit den USA hat.[2] Mit der Aufwertung des Dollars gegenüber fast allen wichtigen Währungen setzte für Argentinien eine Abwärtsspirale ein, die mit dem Ausstieg aus dem „Currency Board" enden musste.

Belastung durch hohe Auslandsverschuldung

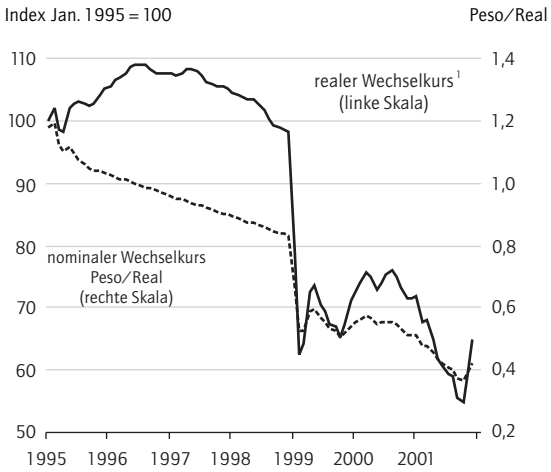
Mit der anhaltenden Deflationstendenz befand sich Argentinien in einem Dilemma. Denn selbst die im-

2 Vgl. Mussa et al., a. a. O.

Abbildung 7

Wechselkurs Peso/Real

Januar 1995 bis Dezember 2001



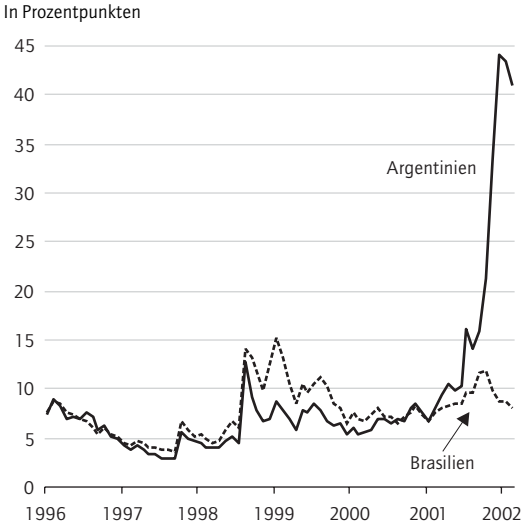
1 Deflationiert mit dem Verhältnis der Verbraucherpreise.

Quellen: Secretariat of Economic Policy; OECD; Berechnungen des DIW Berlin. **DIW** Berlin 2002

Abbildung 9

Risikoprämie[1]

Januar 1996 bis Februar 2002



1 Sovereign risk; Monatsenddaten.

Quellen: J. P. Morgan indicators. **DIW** Berlin 2002

mer niedrigeren Preise reichten nicht aus, um die Außenhandelsbilanz grundsätzlich zu verbessern. Damit blieben Argentinien zwei Möglichkeiten. Entweder musste die Deflationstendenz noch verschärft werden, um die Passivierung der Außenhandelsbilanz zu beenden. Oder aber die Fehlbeträge mussten durch eine erhöhte Auslandverschuldung gedeckt werden. Vor diesem Hintergrund stieg die Verschuldung seit Beginn der 90er Jahre ständig (Abbildung 10). Vor allem die Auslandsverschuldung des privaten Sektors und des gesamten Finanzsektors, die Anfang der 90er Jahre noch gering war, wurde stark ausgeweitet. Die Staatsverschuldung gegenüber dem Ausland hat zwar auch zugenommen, jedoch in weit geringerem Ausmaß.

Auslandsverschuldung erdrückt wirtschaftliche Expansion in Argentinien

Mit der Wechselkursbindung hatten sich die Verhältnisse für die Kreditnachfrager verändert. Neben dem heimischen Kapitalmarkt stand ihnen nunmehr auch der US-Markt mit (vermeintlich) nur geringem Wechselkursrisiko zur Verfügung. Bei niedrigeren Nominalzinsen in den USA bestand sogar ein erheblicher Anreiz, die Kredite im Ausland, vor allem in den USA, aufzunehmen.[3] Dass die Zinsen in den USA niedriger waren, spiegelt die Einschätzung der Kapitalmärkte über die trotz der Wechselkursbindung wahrgenommenen Risiken von Peso-Anleihen wider. Berechnungen dieser Risikoprämien zeigen, dass bis 1998 noch ein Aufschlag von immerhin 5 Prozentpunkten verlangt wurde (Abbildung 9). Dies bedeutet, dass die Kapitalmärkte nicht vollständig von der Dauerhaftigkeit des „Currency Board“ überzeugt waren. Eine weitere Ursache dürfte darin liegen, dass ein Currency Board keinen „lender of last resort“ hat. Im Falle einer möglichen Bankenkrise fällt es daher schwer, kurzfristig Liquidität bereitzustellen, um den Zusammenbruch von Kreditinstituten abzuwenden. Eine solche Liquiditätsbereitstellung ist nur möglich, wenn über die gesetzlich fixierte Deckung der heimischen Geldmenge zusätzliche Reserven vorhanden sind. Letztlich ist das Bankensystem damit erheblich gefährdeter als im Land der Ankerwährung.

Hinzu kommt, dass bei steigenden Auslandsverbindlichkeiten der Anreiz zur Fremdwährungshaltung verstärkt wird. Denn das Risiko einer Währungs- und Finanzkrise ist immer höher einzustufen. Dies wiederum beschleunigte den Vertrauensverlust in die argentinische Währung.

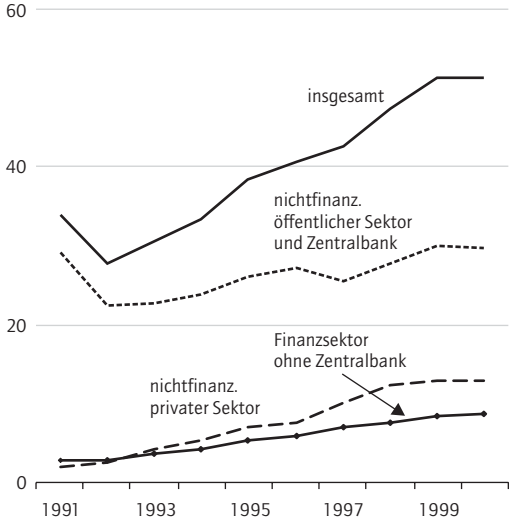
Infolge dieser Entwicklungen gingen die Devisenreserven von 1998 an zurück, und die Risikoprämie für argentinische Anleihen erhöhte sich immer weiter. Mit der verschlechterten außenwirtschaftlichen Lage musste die Zentralbank im Rahmen des „Currency Board“ die Geldmengenausweitung wieder zurückführen, und die Realzinsen stiegen erneut. Dies verstärkte wiederum die wirtschaftliche Abschwächung und gab der deflationären Tendenz einen weiteren Schub. Die Probleme verschärften sich seit 1999 und mündeten in der derzeitigen Währungskrise. Ende des vergangenen Jahres lag die Risikoprämie auf argentinische Anleihen bei 30 Prozentpunkten, und auch die Realzinsen waren auf 30 % gestiegen.

Argentinien sah sich Anfang dieses Jahres gezwungen, den Peso-Kurs freizugeben, und vollzog damit den Ausstieg aus der einen und den Sprung zur anderen Ecklösung. Die erwünschte Folge war eine drastische Abwertung (Abbildung 11). Der Wert des Peso sank innerhalb kurzer Zeit um 40 %. Auch wenn sich dies positiv auf Argentiniens Exporte auswirken dürfte, sind die Probleme keinesfalls gelöst. Dabei ist die Gefahr, dass Argentiniens Glaubwürdigkeit im Hinblick auf die Inflationsbekämpfung leidet, weil der ausländische Stabilitätsanker gelichtet wurde, noch eher als gering einzuschätzen. Auch wird mit der Abwertung ein deutlicher Anstieg der Importpreise verbunden sein, doch befindet sich Argentinien derzeit noch in einer Deflation und einer tiefen Rezession. Eine maßvolle Beschleunigung zumindest der Inflationserwartungen könnte daher die wirtschaftliche Entwicklung sogar stabilisieren. Ein erheblich schwerer zu bewältigendes Problem ist die Last der Verschuldung in Auslandswährung, die durch die Abwertung stark zuge-

Abbildung 10

Auslandsverschuldung

In % des nominalen Bruttoinlandsprodukts



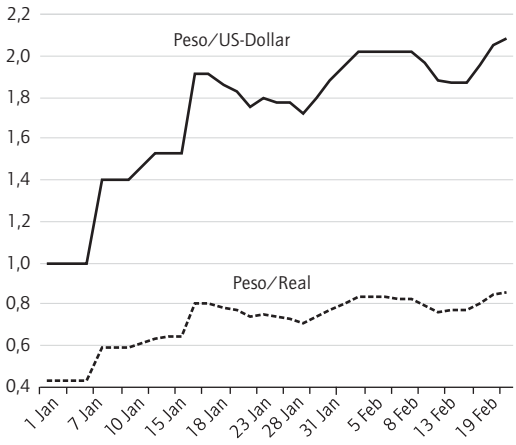
Quellen: National Bureau of National Accounts; Financial Statements of Financial Institutions; BCAR; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2002

3 Vgl. Mussa et al., a. a. O.

Abbildung 11

Nominaler Wechselkurs des Peso Anfang 2002



Quellen: *www.exchangerate.com* **DIW** Berlin 2002

Freigabe der Wechselkurse führt zu dramatischer Abwertung

nommen hat. Es ist fraglich, ob die argentinische Wirtschaft die infolge der Abwertung gestiegenen Zinsverpflichtungen für Auslandskredite überhaupt erfüllen kann. Zu erwarten ist vielmehr, dass eine internationale Umschuldung notwendig sein wird. Zudem ist das argentinische Bankensystem durch die Freigabe des Wechselkurses in eine tiefe Krise geraten.

Ein Ausweg: Mittellösung statt Ecklösung

Flexiblere Wechselkurssysteme empfehlenswert

Vielfach wird dem „Currency Board" ein hoher Erfolg sowohl im Hinblick auf die Inflationsbekämpfung als auch auf die Stabilisierung eines hinreichenden Wachstums bescheinigt.[4] Argentinien ist mit seiner Strategie der Logik des „Currency Board" gefolgt und letztlich an deren immanenter Tendenz zur Destabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung gescheitert.[5] Hier zeigt sich – wie im Übrigen schon während der Asienkrise 1997/98 –, welche Gefahren mit falsch konzipierten Wechselkurssystemen verbunden sind. Der Grundfehler war, das restriktive Potential der Währungspolitik und die Konsequenzen der Kumulation von Auslandsschulden zu unterschätzen. Mit der festen Wechselkursbindung an die USA wurden Währungsgebiete verknüpft, mit denen die Handelsbeziehungen weniger intensiv waren als zu anderen Ländern und Regionen. Im Fall der südostasiatischen Länder gehen die meisten Exportlieferungen nach Japan. Im Fall Argentiniens sind Brasilien und die übrigen Mercosur-Länder die wichtigsten Handelspartner. Es wurde zudem eine voll entwickelte Volkswirtschaft mit einem Schwellenland verknüpft. Länder mit strikter Wechselkursbindung und hoher Auslandsverschuldung geraten unter diesen Umständen in eine ausweglose Situation: Denn was immer sie auch tun, die Konsequenzen sind negativ. Wollen sie ihr Wechselkurssystem verteidigen, landen sie in einer Deflation. Geben sie das Fixkurssystem auf, erdrückt sie die Last der Devisenschulden.

Aus diesen Überlegungen ergibt sich, dass „Ecklösungen" für Schwellenländer eine nur schwer durchhaltbare währungs- und stabilitätspolitische Strategie sind. Vorzuziehen wären „Mittellösungen", z. B. vereinbarte Bandbreiten für Wechselkursschwankungen, wie sie seinerzeit im EWS festgelegt worden sind. Damit würde auf der einen Seite ein stabilitätspolitischer Anker gesetzt. Auf der anderen Seite hätte die Zentralbank Spielraum, bei schwerwiegenden Krisen und erheblichen strukturellen Verwerfungen entweder im Einklang mit den Partnern im System diskretionäre Abwertungen vorzunehmen oder durch gemeinsame Interventionen den Druck auf die Währung zu mindern. Beides könnte ohne einen Wechsel des Währungsregimes geschehen und würde schon dadurch die Erwartungen stabilisieren.

Von entscheidender Bedeutung ist, dass sich nur Volkswirtschaften zu einem solchen System zusammenschließen, die, wie dies auch in den theoretischen Ansätzen über optimale Währungsgebiete hergeleitet wird, zum Ersten über intensive Handelsbeziehungen verbunden sind und sich zum Zweiten glaubwürdig auf das Ziel Preisstabilität einigen können. Damit existiert auf der einen Seite ein glaubwürdiger Stabilitätsanker. Auf der anderen Seite sind die wichtigsten Handelspartner Argentiniens in das System einbezogen, so dass auch eine größere außenwirtschaftliche Stabilität gegeben ist als bei einem „Currency Board".

4 Vgl. Atish Gosh, Anne-Marie Gulde und Holger C. Wolf: Currency Boards: more than a quick fix? In: Economic Policy, 31/2000.
5 Eine inhärente Destabilisierungstendenz eines „Currency Board" wird auch von Eichengreen und anderen festgestellt. Vgl. Barry Eichengreen, Paul Masson, Miguel Savastano und Sunil Sharma: Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate Flexibility. Essays in International Finance, No. 213, Princeton 1999.

Aus den Veröffentlichungen des DIW Berlin
Sonderhefte

Erscheinen als neue Folge wieder seit 1948.

Nr. 160 **Arbeits- und Betriebszeiten in Deutschland: Analysen zu Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung.** Von Frank Stille und Rudolf Zwiener. 153 S. 1997. (3-428-09209-0). Euro 38,–/ sFr 67,–.

Nr. 161 **Transformation des Wirtschaftssystems in den mittel- und osteuropäischen Ländern: Außenwirtschaftliche Bedingungen und Auswirkungen.** Von Dieter Schumacher, Harald Trabold und Christian Weise (Hrsg.). 435 S. 1997. (3-428-09239-2). Euro 76,–/sFr 131,–.

Nr. 162 **Energiepreise als Standortfaktor für die deutsche Wirtschaft.** Von Jochen Diekmann, Manfred Horn und Hans-Joachim Ziesing. 220 S. 1997. (3-428-09333-X). Euro 62,–/sFr 107,–.

Nr. 163 **Sonderregelungen zur Vermeidung von unerwünschten Wettbewerbsnachteilen bei energieintensiven Produktionsbereichen im Rahmen einer Energiebesteuerung mit Kompensation.** Von Stefan Bach, Michael Kohlhaas, Barbara Praetorius, Bernhard Seidel und Rudolf Zwiener. 224 S. 1998. (3-428-09378-X). Euro 62,–/ sFr 107,–.

Nr. 164 **Gesamtwirtschaftliche und regionale Effekte von Bau und Betrieb eines Halbleiterwerkes in Dresden.** Von Heike Belitz und Dietmar Edler. 127 S. 1998. (3-428-09450-6). Euro 56,–/ sFr 97,–.

Nr. 165 **Umwelt und empirische Sozial- und Wirtschaftsforschung. Beiträge und Diskussionsberichte zu einer Tagung der Projektgruppe „Das Sozio-oekonomische Panel" am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung**. Hrsg. von Jürgen Schupp und Gert Wagner. 199 S. 1998. (3-428-09457-3). Euro 62,– /sFr 107,–.

Nr. 166 **Evaluierung wettbewerbsorientierter Fördermodelle – Das Regionalprogramm für strukturschwache ländliche Räume in Schleswig-Holstein**. Von Martin Gornig und Kathleen Toepel. 166 S. 1998. (3-428-09477-8). Euro 58,–/sFr 100,–.

Nr. 167 **Auswirkungen der Europäischen Währungsunion auf die deutsche Wirtschaft**. Von Sebastian Dullien und Gustav A. Horn. 95 S. 1999. (3-428-10017-4). Euro 52,–/sFr 90,–.

Nr. 168 **E-Commerce – Erfolgsfaktoren von Online-Shopping in den USA und in Deutschland**. Von Brigitte Preißl und Hansjörg Haas unter Mitarbeit von Christian Rickert. 112 S. 1999. (3-428-10076-X). Euro 56,–/sFr 97,–.

Nr. 169 **Der Beitrag ausländischer Investoren zum Aufbau wettbewerbsfähiger Wirtschaftsstrukturen in den neuen Bundesländern**. Von Heike Belitz, Karl Brenke und Frank Fleischer. 115 S. 2000. (3-428-10233-9). Euro 58,–/sFr 100,–.

Nr. 170 **Geld, Banken und Staat in Sozialismus und Transformation**. Von Mechthild Schrooten. 201 S. 2000. (3-428- 10243-6). Euro 74,–/sFr 128,–.

Nr. 171 **Wie entwickeln sich die Gewinne in Deutschland? Gewinnaussagen von Bundesbank und Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung im Vergleich.** Von Bernd Görzig und Claudius Schmidt-Faber. 84 S. 2001. (3-428-10504-4). Euro 46,–/sFr 81,–.

Nr. 172 **Internationale Entwicklungstendenzen nationaler Steuersysteme – von der direkten zur indirekten Besteuerung?** Von Stefan Bach, Wolfgang Scheremet, Bernhard Seidel und Dieter Teichmann. 270 S. 2001. (3-428-10718-7). Euro 74,–/sFr 128,–.

Gert G. Wagner, 49, Forschungsdirektor am DIW Berlin und Leiter der Abteilung „Längsschnittdaten und Mikroanalyse", ist vom 1. April 2002 an Lehrstuhlinhaber für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Empirische Wirtschaftsforschung und Wirtschaftspolitik, an der Technischen Universität Berlin. Wagner lehrte bislang an der Europa-Universität Viadrina in Frankfurt (Oder). Von 1992 bis 1997 war er Lehrstuhlinhaber an der Ruhr-Universität Bochum. Im Jahre 1997 hatte Wagner einen Ruf an die Universität Göttingen abgelehnt.

Wagners Berufung an die Technische Universität ist ein aktuelles Beispiel für die Stärkung der Zusammenarbeit des DIW Berlin mit den Universitäten.

DIW Berlin

Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung

Impressum

Herausgeber
Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann (Präsident)
Dr. Gustav A. Horn
Dr. Kurt Hornschild
Wolfram Schrettl, Ph. D.
Dr. Bernhard Seidel
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Dr. Hans-Joachim Ziesing

Redaktion
Kurt Geppert
Dörte Höppner
Jochen Schmidt
Dieter Teichmann

Pressestelle
Dörte Höppner
Tel. +49-30-897 89-249
presse@diw.de

Verlag
Verlag Duncker & Humblot GmbH
Carl-Heinrich-Becker-Weg 9
12165 Berlin
Tel. +49-30-790 00 60

Bezugspreis
Jahrgang Euro 108,–/sFR 182,–
Einzelnummer Euro 10,–/sFR 18,–
Zuzüglich Versandspesen
Abbestellungen von Abonnements
spätestens 6 Wochen vor Jahresende

ISSN 0012-1304

Bestellung unter www.diw.de

Druck
Druckerei Conrad GmbH
Oranienburger Str. 172
13437 Berlin

Einer Teilauflage liegt ein Prospekt bei.