

Schweickert, Rainer

Article — Digitized Version

Chancen und Risiken eines Currency Board Systems

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Schweickert, Rainer (1998) : Chancen und Risiken eines Currency Board Systems, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 4, pp. 421-442

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1786>

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.

Chancen und Risiken eines Currency Board Systems

Von Rainer Schweickert

Einleitung

Das Currency Board System ist eigentlich ein Relikt aus der Kolonialzeit (Schwartz 1993). Konstituierende Elemente eines solchen Systems waren ein fester Wechselkurs, zu dem eine Währungsbehörde koloniale Währung gegen harte Devisen, in der Regel die Währung des Mutterlandes, tauscht sowie die vollständige Devisendeckung der umlaufenden Geldmenge. Im Falle der Kolonien handelte es sich dabei eher um eine Währungsunion mit zwei Regionen. Zum einen deshalb, weil es ein zweiseitiges Abkommen war, die Zentralbank des Ankerwährungslandes also als Lender-of-Last-Resort zur Verfügung stand. Zum anderen deshalb, weil das Bankensystem in der Kolonie lediglich aus Banken aus dem Mutterland bestand und damit vollständig in letzteres integriert war. Wie in Regionen einer Währungsunion wurde dabei die umlaufende Geldmenge in der Kolonie ausschließlich durch die Devisenzu- bzw. -abflüsse gesteuert, also über die Salden der Zahlungsbilanz. Flossen Devisen zu und wurden sie in koloniale Währung umgetauscht, so stieg die Geldmenge; flossen Devisen ab, so fiel die Geldmenge.

Dieser Anpassungsmechanismus für die Geldpolitik gilt auch für moderne Currency Board Systeme. Diese stellen im Gegensatz zu ihren kolonialen Verfahren allerdings unilaterale Maßnahmen dar, d.h., ein Land fixiert seinen Wechselkurs gegenüber einem Ankerwährungsland, ohne daß damit Verpflichtungen des Ankerwährungslandes verbunden wären. Die Gewährleistung der vollständigen Devisendeckung durch den automatischen Währungsumtausch zum festen Kurs soll dabei die Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung untermauern. In dieser Form erlebt das Konzept derzeit eine Renaissance, wenn es um Vorschläge zur Bewältigung von akuten Währungskrisen oder von chronischen Schwächen von Finanzsystemen geht (Williamson 1995). Vorgeschlagen wurde ein Currency Board System z.B. für Indonesien, für die osteuropäischen Länder, die sich in die Europäische Union integrieren wollen, sowie für Transformationsländer allgemein (vgl. z.B. Hanke 1998; Dornbusch und Giavazzi 1998; Hanke und Schuler 1994). Solche Vorschläge können auf durchaus positive Erfahrungen mit Currency Board Systemen in jüngster Vergangenheit in Argentinien, Estland und Hongkong verweisen. Insbesondere in den Transformationsländern scheint das Konzept zunehmend Nachahmer zu finden (Litauen, Bulgarien, Bosnien-Herzegowina). Außerdem zeigen erste empirische Befunde, daß Currency Board Systeme anderen Festkurssystemen bei der Inflationsbekämpfung überlegen sind und zudem mit einem höheren realwirtschaftlichen Wachstum einhergehen (Ghosh et al. 1998).

In diesem Beitrag soll ein Überblick gegeben werden über die grundsätzliche Wirkungsweise von Currency Board Systemen anhand von einfachen theoretischen Überlegungen als auch anhand der aktuellen Beispiele Argentinien, Est-

land, Litauen, Bulgarien und Hongkong sowie der historischen Beispiele Argentinien, Singapur, Malaysia und Irland.¹ Dabei wird zwischen realwirtschaftlichen Implikationen und geldpolitischen Implikationen unterschieden.

Realer Wechselkurs, Inflationsbekämpfung und Wirtschaftswachstum

Einige grundsätzliche Überlegungen zur Wirkungsweise eines Currency Board Systems

Bei den realwirtschaftlichen Implikationen eines Currency Board Systems spielt der reale Wechselkurs eine zentrale Rolle. Für den realen Wechselkurs gibt es zwei gängige Definitionen (Schweickert 1993c). Gleichung [1] zeigt zunächst die Kaufkraftparitätendefinition des realen Wechselkurses, die vor allem für die praktische Gestaltung der Wechselkurspolitik von Bedeutung ist.

$$[1] \quad \hat{R} = \hat{N} - (\hat{P} - \hat{P}^*)$$

Eine reale Aufwertung ($\hat{R} < 0$) findet demnach statt, wenn die nominale Abwertungsrate (\hat{N}) geringer ausfällt als die Inflationsdifferenz zwischen Inland (\hat{P}) und Ankerwährungsland (\hat{P}^*). Inhaltlich bedeutet dies, daß die inländischen Produkte relativ teurer werden. Umformung [1'] verdeutlicht dies:

$$[1'] \quad \hat{R} = (\hat{N} + \hat{P}^*) - \hat{P}$$

Fällt die Abwertung geringer aus als die Inflationsdifferenz, so erhöhen sich die Preise der ausländischen Güter weniger als die Preise der inländischen Güter. Wie dies geschieht, zeigt die Relativpreisdefinition des realen Wechselkurses in [2].²

$$[2] \quad \hat{R} = \hat{P}_I - \hat{P}_N = (\hat{P}_I^* + \hat{N}) - \hat{P}_N$$

Demnach findet eine reale Aufwertung dann statt, wenn sich die Preise der gehandelten Güter weniger stark erhöhen als die Preise der nichtgehandelten Güter.³ Dem liegt die Annahme eines kleinen Landes zugrunde. Ist ein Land klein in dem Sinne, daß es die Preise seiner Export- und Importgüter nicht beeinflussen kann, so sind die Preisveränderungen der gehandelten (der ausländischen Güter nach der Kaufkraftparitätendefinition) gegeben durch die Veränderung der Weltmarktpreise und des nominalen Wechselkurses mit dem sie in einheimische Währung umgerechnet werden. Preisveränderungen der inländischen relativ zu den ausländischen Gütern können dann nur über Veränderungen der Preise für nichtgehandelte Güter (z.B. Arbeit und Dienstleistungen) bewerkstelligt werden.

Der reale Wechselkurs – definiert als das Preisverhältnis zwischen gehandelten und nichtgehandelten Gütern, ist eine zentrale Determinante im realwirtschaftlichen Entwicklungsprozeß. Er beeinflusst sowohl die Produktionsstruktur als auch die Nachfragestruktur und damit indirekt den Handelsbilanzsaldo. Nur ein gleichgewichtiger realer Wechselkurs garantiert sowohl internes Gleichgewicht (die nichtgehandelten Güter werden vollständig nachgefragt) und externes Gleichge-

¹ Für einen Überblick über alle aktuellen Currency Board Systeme, siehe Baliño et al. (1997).

² Unter bestimmten Bedingungen sind Kaufkraftparitäten und Relativpreisdefinition auch formal identisch (vgl. hierzu Heitger 1983).

³ Zum zugrundeliegenden australischen Modell, vgl. z.B. Corden (1991).

wicht (die Überschußnachfrage nach gehandelten Gütern, also der Importüberschuß, wird durch Kapitalzuflüsse gedeckt). Kennzeichen einer Volkswirtschaft im realwirtschaftlichen Gleichgewicht sind dann Vollbeschäftigung und eine konstante Reserveposition.⁴

Für die Geld- und Wechselkurspolitik ist ein gleichgewichtiger realer Wechselkurs eine wichtige Zielgröße. Bei der Formulierung entsprechender Zielfunktionen für Industrieländer wird dabei verkürzend das Vollbeschäftigungsziel berücksichtigt, wobei man implizit davon ausgeht, daß für Industrieländer ein externes Ungleichgewicht durch den unbeschränkten Zugang zum internationalen Kapitalmarkt ausgeschlossen werden kann.⁵ Unabhängig von der Ländergruppe wird aber stets die Inflationsbekämpfung als das Hauptziel der Geldpolitik aufgeführt. Bezüglich der Zielfunktion für die Geld- und Wechselkurspolitik in Schwellen- und Entwicklungsländer besteht somit in der Literatur weitgehend Konsens darüber, daß sowohl eine Fehlbewertung des realen Wechselkurses als auch hohe und instabile Inflationsraten zu vermeiden sind (Edwards 1996).

Die Einführung eines Currency Board Systems kann zu einem erheblichen Konflikt zwischen diesen beiden Zielen führen. Dabei ist vor allem wichtig, zwischen einer realen Aufwertung zu unterscheiden, die eine Überbewertung der heimischen Währung impliziert und einer realen Aufwertung, die eine gleichgewichtige Anpassung des realen Wechselkurses bedeutet. Geht man von einem Gleichgewicht mit Inflation aus, bei dem die Inflationsdifferenz zum Ausland durch eine entsprechende Abwertungsrate ausgeglichen wird, dann ist nach Definition [1] der reale Wechselkurs konstant. Wird nun ein Currency Board eingeführt, so wirkt es durch den absolut festen nominalen Wechselkurs wie ein wechselkursbasiertes Stabilisierungsprogramm (exchange rate based stabilization): Die Fixierung des Wechselkurses stoppt (bei konstanten Weltmarktpreisen) die Inflation bei den gehandelten Gütern, nicht aber bei den nichtgehandelten Gütern, wenn sich die Inflationserwartungen nicht unmittelbar anpassen. Dadurch wertet der Wechselkurs real auf. Da die Nachfrage nach gehandelten Gütern relativ steigt, vergrößert sich das Handelsdefizit und – bei konstantem Kapitalzufluß – findet ein Devisenabfluß statt. Die reale Aufwertung führt also nicht zu einem neuen Gleichgewicht, sondern zu einer überbewerteten Währung.

Der Devisenabfluß entspricht bei einem Currency Board System automatisch einer Kontraktion der Geldbasis und – bei konstantem Kreditschöpfungsmultiplikator – der gesamten Kreditmenge. Dadurch muß die Inflationsrate soweit sinken, daß der reale Wechselkurs wieder auf seinen Gleichgewichtswert sinkt. Ist die Inflationsrate der Ankerwährung nahe null, so bedeutet dies eine Deflation. Der alte reale Wechselkurs wird wieder erreicht; die Nachfrage nach handelbaren Gütern und damit das Handelsdefizit geht zurück. Die Inflationsrate ist auf das Niveau der Ankerwährung gesunken; eine Inflationsdifferenz besteht nicht mehr, und der konstante nominale Wechselkurs garantiert einen konstanten realen Wechselkurs.

⁴ Für eine formale Darstellung des Modells mit gehandelten und nichtgehandelten Gütern, vgl. Schweickert (1998a).

⁵ Zur Diskussion von Zielfunktionen für die Geldpolitik, vgl. Scheide (1998). Für den Fall eines Currency Boards, vgl. Fuhrmann (1998).

Bei einer wechselkursbasierten Stabilisierung durch die Einführung eines Currency Board Systems wird also ein temporäres Ungleichgewicht in Kauf genommen. Ein solches temporäres Ungleichgewicht wird vermieden, wenn die Durchführung einer Stabilisierungspolitik das Vertrauen der Investoren stärkt und dadurch zu höheren Kapitalzuflüssen führt. Dies wirkt wie ein positiver exogener Schock. Es entsteht zwar ein höheres Handelsdefizit, aber kein Devisenabfluß. Der aufgewertete Wechselkurs ist ein Gleichgewichtskurs. Sind die zusätzlichen Kapitalzuflüsse allerdings nur vorübergehender Natur, weil es sich etwa um die Korrektur von Portfoliobeständen handelt oder weil die heimischen Zinsen rasch auf das Niveau der Ankerwährung sinken, so wird die heimische Währung nach dem Rückgang der Zuflüsse überbewertet und muß dann ebenfalls über eine Deflation real abwerten.

Langfristig ist der reale Wechselkurs im Currency Board System also von der Fluktuation der Kapitalzuflüsse abhängig. Höhere Zuflüsse führen über eine Ausweitung der Kreditmenge zu mehr Inflation und zu einer gleichgewichtigen realen Aufwertung. Geringere Kapitalzuflüsse bedeuten wiederum Deflation und gleichgewichtige reale Abwertung. Dies bedeutet, daß mit dem realen Wechselkurs auch die heimische Inflationsrate in Abhängigkeit von den Kapitalzuflüssen schwankt. Die Inflation wird zwar im längerfristigen Durchschnitt auf das Niveau der Ankerwährung reduziert, sie schwankt aber um diesen Mittelwert entsprechend den realen Wechselkursänderungen, die sich aus den Schwankungen der Kapitalströme ergeben.⁶

Grundsätzlich läßt sich also sagen, daß bei Einführung eines Currency Board Systems der feste Wechselkurs auch langfristig optimal sein muß. Dies ist für kleine, offene Volkswirtschaften plausibel, aber auch für große, diversifizierte Volkswirtschaften nicht unmittelbar von der Hand zu weisen. So ist eine Wechselkursanpassung nur dann optimal, wenn ein realwirtschaftlicher Schock alle Sektoren und alle Regionen einer Volkswirtschaft gleichermaßen betrifft. Ist dies nicht der Fall, so wäre eine unterschiedliche Lohnanpassung auf sektoralen und regionalen Arbeitsmärkten vorzuziehen (Schweickert 1996a). Letztlich ist entscheidend, ob nach Abebben von Kapitalzuflüssen tatsächlich eine Deflation etwa über die Senkung von Lohnkosten möglich ist. Damit ein Currency Board System funktioniert, ist wichtig, daß der Staatshaushalt solide finanziert ist und daß insbesondere ein scharfer Zinsanstieg als Folge einer von Devisenabflüssen bewirkten monetären Kontraktion verkraftet wird. Die Abwertungsphase stellt somit die Soll-Bruchstelle einer wechselkursbasierten Stabilisierung und allgemein eines Festkursystems dar. Das Currency Board System hebt dabei lediglich die Devisenrestriktion auf.

Wichtig für die Glaubwürdigkeit eines Currency Board Systems und damit für das Funktionieren des Währungsankers überhaupt sind somit die Erwartungen

⁶ Die Darstellung ist hier auf die Diskussion von schwankenden Kapitalströmen verkürzt worden, da diese sowohl Symptom realwirtschaftlicher Veränderungen als auch Katalysator für die Anpassungsmechanismen in einem Festkursystem darstellen. Als wichtigste Ursachen realwirtschaftlicher Veränderungen lassen sich Veränderungen der Terms of trade, der Zinsen und der Konjunktur im Ankerwährungsland sowie eine Wechselkursänderung der Ankerwährung gegenüber anderen für das Inland relevanten Währungen festhalten.

über die Bewältigung einer möglichen Abwertungsphase. Daraus lassen sich zwei Hypothesen formulieren, die sich durch eine Betrachtung der aktuellen Currency Board Systeme erhärten lassen (vgl. hierzu auch Schweickert 1993a; 1993b):

- Glaubwürdigkeit kann nicht durch ein Currency Board System importiert werden; ein Currency Board System braucht vielmehr radikale Begleitmaßnahmen, um die Preisflexibilität und die fiskalische Stabilität zu gewährleisten, die seine Glaubwürdigkeit determinieren.
- Die Inflationsbekämpfung mit Hilfe eines Currency Board Systems ist eine risikoreiche Strategie, die nur dann optimal ist, wenn der Ertrag hoch ist, d.h. wenn die monetäre Stabilisierung immer Vorrang vor der realwirtschaftlichen Stabilisierung genießt, und wenn die Kosten niedrig sind, d.h. wenn alternative Lösungen ausscheiden und wenn das Potential für die Durchsetzung radikaler marktorientierter Reformen gegeben ist.

Argentinien – Inflationsbekämpfung und Krisenmanagement im lateinamerikanischen Vergleich

Übersicht 1 zeigt, daß das Currency Board System im Falle Argentiniens in technische Maßnahmen (der Currency Board im engeren Sinne) sowie in Maßnahmen zur Herstellung der Glaubwürdigkeit unterteilt werden kann. Dabei handelt es sich zum einen um Maßnahmen zur Aufhebung makroökonomischer Restriktionen, die die Anpassung des realen Wechselkurses verhindern können. Zusätzlich hat Argentinien weitere Maßnahmen ergriffen, die die Glaubwürdigkeit des Currency Board Systems weiter stärken und so helfen sollen, daß das System auch tatsächlich durchgehalten wird (Schweickert 1996b; 1994; Starr 1997; Zarazaga 1995). Dabei muß man bedenken, daß Argentinien vor Einführung des Currency

Übersicht 1 – Currency Board und Reformprogramm in Argentinien seit 1991

Technische Voraussetzungen

- Geldbasis durch Devisen gedeckt
- Befriedigung jeder Überschußnachfrage zum offiziellen, festen Wechselkurs von 1:1 zum US-Dollar

Glaubwürdigkeit I: Durchführbarkeit („orthodoxe“ Maßnahmen)

- Konsolidierung des Staatshaushalts: Ausgabenkürzungen und Einführung der Mehrwertsteuer mit breiter Basis
- Verbot von Krediten der Zentralbank an die Regierung
- Deregulierung von Güter- und Faktormärkten: Abschaffung aller Exportzölle- und beschränkungen, drastische Senkung der Importzölle, Einführung internationaler Normen, betriebsspezifische Lohnverhandlungen
- Privatisierung nahezu aller Staatsunternehmen

Glaubwürdigkeit II: Durchhaltbarkeit („politökonomische“ Maßnahmen)

- Vollständige Konvertibilität
- US-Dollar als Parallelwährung
- Festschreibung des Wechselkurses per Gesetz
- Strategische Politik zur Sicherung der Unterstützung von Wählern und Interessengruppen

Quelle: Schweickert (1998a).

Übersicht 2 – Ausgangssituation und Reformpolitik in Argentinien, Mexiko und Chile 1989–1996

	Argentinien	Mexiko	Chile
Monetäre Stabilität	nein	nein	ja
Monetäre Reputation	nein	nein	ja
Reformpriorität	Stabilisierung	Stabilisierung	Reale Wechselkursanpassung
Wechselkurspolitik	Currency Board	Fester Wechselkurs, Aktiver Crawling-Peg, Freies Floaten	Passiver Crawling-Peg, Managed Floating
Orthodoxe Reformen	kurzfristig, radikal	kurzfristig, gemischt	langfristig, radikal
Politökonomische Reformen	freies Spiel der Marktkräfte	sozialer Konsens	keine
Reformpotential	hoch	mittel	hoch

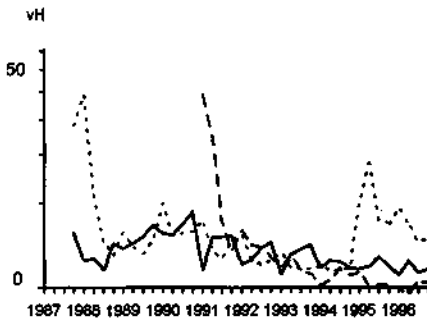
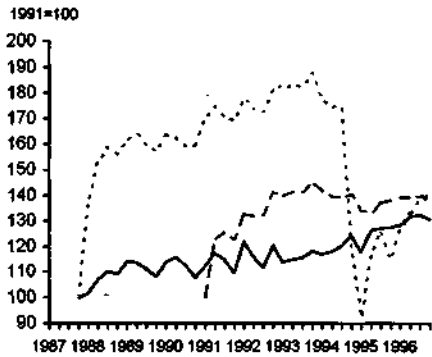
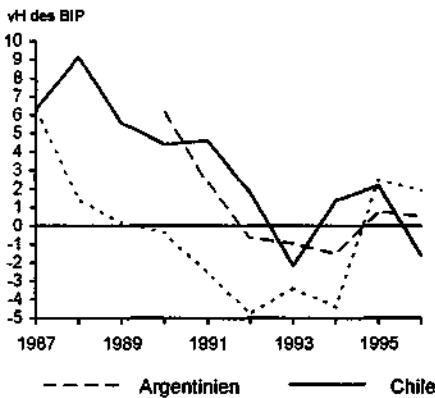
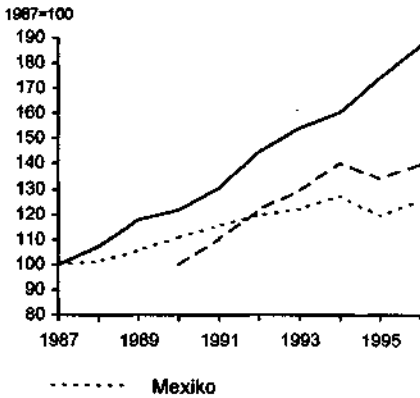
Quelle: Wie Übersicht 1.

Board Systems und den begleitenden Reformen eine hyperinflationäre quasigeschlossene Volkswirtschaft mit maroden Staatsfinanzen und ausuferndem Staatsbesitz in allen Wirtschaftszweigen war. Dies verdeutlicht die Radikalität der Reformmaßnahmen.

Wie sehen nun die Erfahrungen Argentiniens im Vergleich aus? Übersicht 2 zeigt die Reformprioritäten und Reformpotentiale in den drei lateinamerikanischen Ländern Argentinien, Mexiko und Chile (vgl. Diehl und Schweickert 1997: Kap. C.I). Deutlich wird, daß für Argentinien und Mexiko eine hohe Priorität für die monetäre Stabilisierung aufgrund der Ausgangssituation mit fehlender monetärer Reputation und Stabilität plausibel war. Die beiden Länder wählten trotz ähnlicher Ausgangslage unterschiedliche Reformstrategien. Im Gegensatz zu Argentinien weichte Mexiko den nominalen Anker relativ schnell auf und ging zu einem aktiven Crawling-Peg über, d.h., der mexikanische Peso konnte nominal abwerten, die zulässigen Abwertungsraten des Peso waren jedoch geringer als die Inflationsdifferenz. Bei geringerem Reformpotential war diese Strategie a priori konsistent. Die Situation Chiles unterscheidet sich von diesen beiden Ländern: Priorität genöß die reale Wechselkursanpassung, das Wechselkursregime wurde zunehmend flexibler, und komplementäre Reformen fanden schon in den siebziger und achtziger Jahren statt.

Verglichen werden können somit drei a priori konsistente Reformansätze, die unterschiedliche idealtypische Wechselkursstrategien beinhalten und die bei vergleichbaren externen Rahmenbedingungen durchgeführt wurden: Steigende Kapitalzuflüsse und niedrige Dollarzinsen. Schaubild 1 zeigt die Entwicklung der Inflationsrate, des realen Bruttoinlandsprodukts, des realen Wechselkurses gegenüber Sonderziehungsrechten (SZR) und der Handelsbilanz. Für Mexiko und Argentinien beginnen die Zeitreihen jeweils ein Quartal bzw. Jahr vor Beginn der wechselkursbasierten Stabilisierung.

Schaubild 1 – Makroökonomische Entwicklung in Argentinien, Chile und Mexiko (1989–1996)

a. Inflationsraten^ab. Realer Wechselkurs^{a,b}c. Handelsbilanzsaldo^cd. Reales Wachstum des BIP^c

^aQuartalswerte. — ^bAnstieg entspricht einer Aufwertung. — ^cJahreswerte.

Quelle: IMFa, eigene Berechnungen.



Die Schaubilder 1a und d zeigen die Vorteile des argentinischen Currency Board Systems gegenüber der mexikanischen Zwischenlösung: Die Stabilisierung trat unmittelbar ein; der Kapitalabfluß nach der Mexikokrise (ab 1. Quartal 1995) hat zu einer absoluten Preisstabilität geführt; das Wachstum war vor der Krise höher und danach vergleichbar mit Mexiko. Schaubild 1 verdeutlicht auch die Ausnahmestellung Chiles: hohes Wachstum bei moderater Inflation. Die Inflationsbekämpfung hatte also in Chile keine hohe Priorität.

Die Schaubilder 1b und c verdeutlichen warum. Chile zeigte eine stabile Aufwertungstendenz über die gesamte Periode. Die Befürchtung Chiles war, eine

Situation wie zu Beginn der achtziger Jahre zu schaffen, bei der kurzfristige Kapitalzuflüsse letztlich zu einer überbewerteten Währung führten. Um dies zu vermeiden, wurde systematisch mehr Wechselkursunsicherheit geschaffen (vgl. Ffrench-Davis et al. 1995): die Bandbreite wurde von ± 2 auf ± 10 vH erhöhet; die Parität nicht mehr gegenüber dem Dollar, sondern gegenüber einem Währungskorb definiert; es wurden intramarginale Interventionen vorgenommen und die zentrale Parität wurde diskretionär und unsystematisch geändert. Zusätzlich wurden die kurzfristigen Kapitalströme reguliert und durch eine Einlage von 20 vH implizit besteuert. Diese Maßnahmen zeigen nun den Spielraum einer unabhängigen Zentralbank, die sich in der Vergangenheit eine hohe Reputation geschaffen hat. Schaubild 1b belegt, daß es der chilenischen Zentralbank gelungen ist, die Anpassung des realen Wechselkurses zu stabilisieren.

Dagegen sind die Verläufe für den realen Wechselkurs im Falle des Wechselkursankers weitgehend marktbestimmt. Wiederum werden die Vorteile des argentinischen Ansatzes gegenüber der mexikanischen Lösung deutlich. Trotz absolut festem Wechselkurs verläuft die Anpassung des realen Wechselkurses und die Entwicklung der Handelsbilanz stabiler. Die Vorteile Argentiniens sind nun aber schwer dem Currency Board im engeren Sinne zuzurechnen. In Übersicht 1 wurde deutlich, daß der Currency Board selbst lediglich Bestandteil – wenn auch ein wichtiger – einer klaren ordnungspolitischen Entscheidung für offene Märkte und solide Finanzen darstellt.

Estland, Litauen und Bulgarien – Transformation und Stabilisierung

Als erster Nachfolgestaat der Sowjetunion ersetzte Estland Ende Juni 1992 den russischen Rubel durch eine eigene Währung („Kroon“ bzw. Estnische Krone) (Bennett 1993; Buch 1993). Gleichzeitig entschied sich Estland für einen festen Wechselkurs gegenüber der D-Mark von 8:1. Zu diesem Kurs garantiert die estnische Zentralbank den unbegrenzten Umtausch von heimischem Bargeld in D-Mark. Außerdem sollen Bargeldmenge und Mindestreserven der Geschäftsbanken zu mindestens 100 vH durch Währungsreserven der Zentralbank abgedeckt sein. Beim Marktkurs werden Schwankungen von bis zu 3 vH zugelassen. Eine Abwertung der Krone gegenüber der D-Mark kann nur vom estnischen Parlament, nicht aber von der Zentralbank vorgenommen werden.

Wie in Argentinien wurde die Einführung des Currency Board Systems von radikalen Liberalisierungsmanahmen begleitet (Schweickert 1995). Im Handelsbereich wurden auf der Exportseite Quoten- und Lizenzverfahren abgeschafft, und auf der Importseite wurden nur für einige Luxusgüter Zölle erhoben. Außerdem war die Krone für Leistungsbilanz-Transaktionen von Beginn an konvertibel (für Rubel: erst seit Dezember 1993). Die letzten Devisenbeschrankungen im Kapitalverkehr wurden im Mai 1994 aufgehoben. Wie in Argentinien sind auch Kredite der Zentralbank an die Regierung verboten. Tatsächlich bestand für solche Finanzierungsmechanismen auch kein Bedarf, da der Staatshaushalt aufgrund einer radikalen Steuerreform ausgeglichen ist. Das neue Steuersystem basiert hauptsächlich auf der Mehrwertsteuer, die von der Körperschaft- und Einkommensteuer mit einheitlichem proportionalen Steuersatz ergänzt wird.

Wie in Argentinien ist es Estland gelungen, durch das Currency Board System die Hyperinflation erfolgreich zu bekämpfen. Aufgrund der besonderen Schwierigkeiten des Transformationsprozesses verlief die Preisstabilisierung jedoch zunächst zögerlich und mündete in eine chronische Inflation ein (siehe auch Schweickert 1995). So wird die Inflationsrate erst für 1999 unter 10 vH sinken (EIU 1998a). Infolge der verzögerten Inflationsanpassung wertete der reale Wechselkurs drastisch auf. Wie zu erwarten, wirkte sich dies vor allem auf die außenwirtschaftliche Situation aus. Ein Handels- und Leistungsbilanzüberschuß (1991) verwandelte sich so in steigende Defizite. 1995 erreichte das Defizit im Güterhandel nahezu 20 vH des Bruttoinlandsprodukts (BIP), und das Leistungsbilanzdefizit betrug 1997: 13 vH des BIP. Diese hohen Defizite wurden jedoch vor allem durch ausländische Direktinvestitionen aus dem skandinavischen Raum finanziert. Diese estnische Besonderheit dürfte dafür gesorgt haben, daß spekulative Attacken die Kapitalzuflüsse bislang kaum beeinträchtigt haben. Dennoch ist eine Rückführung des Leistungsbilanzdefizits mittelfristig unausweichlich. Der Härtestest für das estnische Currency Board System steht somit noch aus.

Mittlerweile sind andere kleinere Transformationsländer dem estnischen Beispiel gefolgt und haben ein Currency Board System eingeführt. Dabei fällt der Fall Litauens etwas aus dem Rahmen (EIU 1998b). Erstens war die Inflationsrate bei Einführung des Currency Board Systems im April 1994 mit 400 vH sehr hoch, von einer Hyperinflation konnte jedoch noch nicht gesprochen werden. Zweitens entschied sich die litauische Regierung für eine Dollarbindung (4 Litas: 1 US-Dollar), um so die Importpreise (vor allem die Ölpreise) zu stabilisieren. Drittens ist beabsichtigt, das Currency Board System lediglich als Stabilisierungsinstrument zu nutzen und danach wieder zu einer diskretionären Geldpolitik zurückzukehren. Dies dürfte nun unmittelbar bevorstehen, da das Currency Board System die erwarteten Ergebnisse gebracht hat: Die Inflationsrate ist unter 10 vH gesunken und das Leistungsbilanzdefizit auf über 10 vH des BIP gestiegen.

Ein anderes Currency Board System, das allerdings erst 1997 eingeführt wurde, scheint dagegen wie im Fall Estland auf eine dauerhafte Bindung an die DM bzw. an den Euro hinauszulaufen. Nach einer fehlgeschlagenen Rückkehr zu einer sozialistischen Wirtschaftspolitik, die mit einem Rückgang des realen BIP um durchschnittlich 9 vH in den Jahren 1996 und 1997 bzw. in einer Hyperinflation von 1090 vH im Jahr 1997 endete, befindet sich die bulgarische Wirtschaftspolitik seit der Fixierung des Wechselkurses zur D-Mark (100 Lev = 1 DM) auf Reformkurs. Die wichtigsten Reformvorhaben sind dabei eine weitgehende Privatisierung von Staatsunternehmen und die Verschärfung des Wettbewerbsrechts. Während abzuwarten bleibt, inwieweit diese Reformvorhaben durchgeführt werden, zeigen sich bereits die makroökonomischen Wirkungen des Wechselkursfixierung (EIU 1998c): Die Inflationsrate wird in diesem Jahr bei 25 vH erwartet, aber die Leistungsbilanz wird – nach einem Überschuß von 1,5 vH – voraussichtlich ein Defizit von 1,5 vH ausweisen.⁷

⁷ Das Currency Board System in Bosnien Herzegowina wird hier nicht diskutiert. Es soll die D-Mark, bisher die einzige gemeinsame Währung im geteilten Land, ersetzen. Allerdings erfolgt die Einführung einer konvertiblen Marka auf starken Druck des Internationalen Repräsentanten für Bosnien Herzegowina und ist als Übergangsregime gedacht.

Hongkong – Langfristige Wechselkursbindung

Der Fall Hongkong unterscheidet sich fundamental von den bisher diskutierten Currency Board Systemen, da es sich hierbei um einen Fall einer langfristigen Wechselkursfixierung handelt. Nachdem es zu Beginn der achtziger Jahre aufgrund der Unsicherheit über die politische Zukunft Hongkongs zu einer Abwertung von ca. 40 vH gegenüber dem US-Dollar gekommen war, beschloß die Regierung im Oktober 1983, wieder zu einem Currency Board System mit Koppelung an den US-Dollar überzugehen.⁸ Seitdem ist die Währung zum Wechselkurs 7,8:1 fest an den US-Dollar gebunden. Der Hongkong-Dollar wird von drei autorisierten Geschäftsbanken in Umlauf gebracht, allerdings nur in dem Maße, wie diese in US-Dollar-denominierte Anlagen an den Exchange Fund der Regierung abführen, der die gesamten Währungsreserven verwaltet. Umgekehrt können beim Exchange Fund auch Hongkong-Dollarnoten zum festen Kurs in US-Dollar umgetauscht werden. Andere Banken können von den autorisierten Banken Hongkong-Dollarnoten gegen Hongkong-Dollar-Einlagen tauschen (Nugée 1995).

Grundsätzlich war der Anlaß für die Wiedereinführung des Systems also eher die Instabilität des Wechselkurses als die anziehende Inflation. Auf keinen Fall bestand wie etwa in Argentinien und den Transformationsländern die Notwendigkeit einer wechselkursbasierten Stabilisierung. Die typische reale Aufwertung bei fallender Inflationsrate und die entsprechenden Handelsdefizite waren somit zu Beginn der Wiedereinführung des Currency Board Systems nicht zu erwarten.

Der Zeitraum seit Wiedereinführung des Currency Board Systems kann in zwei Phasen eingeteilt werden. In einer ersten Phase (1983–1988) ging die Inflation auf durchschnittlich 6 vH zurück, obwohl die Geldmenge angesichts hoher Devisenzuflüsse weiterhin um durchschnittlich etwa 20 vH pro Jahr stieg. Die effektive reale Abwertung setzte sich jedoch (mit leichten Gegenbewegungen 1984/85) fort, was auf den allgemeinen Abwärtstrend des US-Dollar seit 1985 zurückzuführen ist. In dieser Phase stellten sich – außer 1985 – Wachstumsraten des BIP von etwa 10 vH und hohe Überschüsse in der Handelsbilanz ein. Vor allem steigende Exporte in die Vereinigten Staaten trugen dazu bei. Die Ursache dafür lag vermutlich in der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Exporten aus Japan, da der Yen in dieser Phase gegenüber dem US-Dollar stark aufwertete.

Nach Ende der starken Kursbewegungen des US-Dollar begann jedoch in der zweiten Phase (seit 1989) eine anhaltende reale Aufwertung. Angesichts weiterhin hoher Devisenzuflüsse blieb es bei den hohen Wachstumsraten der Geldmenge, was zu Preiserhöhungen bei Binnengütern (vor allem Bodenpreise und Mieten) führte, während die Preise handelbarer Güter kaum von der internationalen Preisentwicklung abwichen (Hawkins und Yiu 1995). Die Inflationsrate stieg wieder auf durchschnittlich 10 vH an, und der Hongkong-Dollar wertete bis 1995 real um fast 40 vH auf. Als Folge verschlechterte sich die Handelsbilanz und das BIP-Wachstum sank von mehr als 8 vH auf durchschnittlich 3 vH.

⁸ Bis 1975 existierte in Hongkong ein Currency Board mit Koppelung an das Pfund Sterling bzw. an den US-Dollar.

Die reale Aufwertung ist im Falle Hongkongs als gleichgewichtige Wechselkursentwicklung zu verstehen, nämlich als Resultat anhaltender Produktivitätssteigerungen im Verarbeitenden Gewerbe (relativ zu den Dienstleistungen). Außerdem hat auch eine Deindustrialisierung stattgefunden, wobei die freigesetzten Arbeitskräfte vom Dienstleistungssektor absorbiert worden sind. So ist der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Beschäftigung von 40 vH (1975) auf 20 vH (1995) gesunken. Der größte Teil des Anpassungsdrucks dürfte jedoch durch die umfangreichen Auslagerungen von Produktionszweigen des Verarbeitenden Sektors nach China abgefangen worden sei (Sung 1985). Als Folge der Öffnung Chinas seit Mitte der achtziger Jahre hat sich nämlich der Druck auf die unteren Lohngruppen deutlich verstärkt. Seitdem bietet sich die Möglichkeit, arbeitsintensive Fertigungsschritte ohne besondere Qualitätsanforderungen zu geringen Kosten nach China, beispielsweise in die benachbarten Sonderzonen, auszulagern. So wird geschätzt, daß mittlerweile etwa 4 Millionen Arbeitskräfte im Süden Chinas in Firmen mit Sitz in Hongkong arbeiten (Lau et al. 1995); in Hongkong sind dagegen insgesamt nur eine halbe Million Arbeitskräfte im Verarbeitenden Sektor tätig.

Die Inflationsrate schwankte in Hongkong relativ stark, jedoch ohne spürbare reale Auswirkungen. Die reale Abwertung in der Phase flexibler Wechselkurse und auch danach noch bis 1988 hat den Boom Hongkongs zunächst gefördert. 1989 hat durch die hohen Devisenzuflüsse eine anhaltende reale Aufwertung eingesetzt. Diese ist jedoch nicht – wie beispielsweise in Estland – auf eine zu langsame Anpassung der heimischen Preise an das Preisniveau der Ankerwährung zurückzuführen, sondern auf die Produktivitätszuwächse in Hongkong, also auf einen langfristigen Trend.

Historische Erfahrungen – wie Currency Board Systeme beendet werden

In einer historische Perspektive müssen koloniale Currency Board Systeme von solchen unterschieden werden, die von souveränen Staaten eingeführt oder beibehalten wurden. Interessant ist dabei vor allem, warum und wie souveräne Staaten ein Currency Board System beendet haben, ohne ihre Glaubwürdigkeit zu verlieren. Hier sollen drei Fälle betrachtet werden: Argentinien (1902–1914 und 1927–1929), Malaysia und Singapur (1967–1973) und Irland (1927–1979) (IMF 1997: 26 f.).

In Argentinien wurde das Currency Board System zweimal unter Abwertungsdruck aufgegeben. Dabei zeigte sich das typische Muster gescheiterter Wechselkursfixierungen: Der Wechselkurs war aufgrund eines Kapitalabflusses überbewertet. Der Kapitalabfluß wurde beim ersten Mal durch den Ausbruch des Ersten Weltkrieges und beim zweiten Mal durch den Ausbruch der weltweiten Rezession bedingt. Obwohl die Wechselkursfixierung aufgrund der Golddeckung hätte aufrechterhalten werden können, gab die Währungsbehörde in jedem Fall der Nachfrage aus den Agrarsektoren nach einer Abwertung zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit nach. Dadurch konnte jedoch weder der kontinuierliche Niedergang Argentiniens gestoppt noch eine kontrollierte einmalige Abwertung bewerkstelligt werden. Dies entspricht dem typischen Muster einer Aufgabe einer Wechselkursfixierung.

Ein anderes Bild ergibt sich für Malaysia und Singapur. Beide Länder führten 1967 eigene Currency Board Systeme als Nachfolger des gemeinsamen Currency Board Systems ein. Die Wechselkursfixierung erfolgte zunächst gegenüber dem Pfund Sterling. Als das Pfund Sterling begann, vom Goldstandard abzuweichen und gegenüber dem US-Dollar abzuwerten, stellten die Währungsbehörden auf eine Fixierung gegenüber dem US-Dollar um, und als schließlich der US-Dollar gegenüber dem Gold abwertete, wurden die Währungen freigegeben. Die unmittelbare Reaktion der Kapitalmärkte war dann ein gestärktes Vertrauen und, daraus resultierend, eine gleichgewichtige Aufwertung der Währungen. Durch die Aufgabe des Currency Board Systems gelang es den beiden Ländern also, sich von einem Abwertungstrend abzukoppeln!

Noch unorthodoxer war das irische Vorgehen. Das Currency Board System wurde als Reaktion auf die Unabhängigkeit eingeführt! Es wurde außerdem mit zunehmendem Entwicklungsstand der irischen Volkswirtschaft über einen sehr langen Zeitraum in ein System mit unabhängiger Zentralbank überführt: Schaffung einer Zentralbank (1943), Reduzierung der Reservedeckung auf 75 vH (1981), Kreditvergabe der Zentralbank an Banken und an die Regierung (1965), Wechselkursänderungen durch Beschluß des Finanzministeriums statt durch Gesetz (1971) und schließlich das Ende der Fixierung gegenüber dem Pfund Sterling (1979). Gleichzeitig mit der Aufgabe der Wechselkursfixierung trat Irland dem Europäischen Währungssystem bei und wurde schließlich Gründungsmitglied der Europäischen Währungsunion. Irland könnte somit als Vorläufer eines europäischen Currency Board Systems in einem Transformationsland wie Estland bezeichnet werden. Wesentlicher Unterschied ist dabei allerdings die geplante Geschwindigkeit des Integrationsprozesses.

Insgesamt zeigen die historischen Beispiele, daß Currency Board Systeme immer dann aufgegeben werden können, wenn kein Abwertungsdruck besteht, oder wenn der Ausstieg langfristig angelegt ist.

Monetäres Management, Lender-of-Last-Resort und Finanzkrisen

Der Zusammenhang zwischen Währungs- und Finanzkrisen

Bisher wurde (fast) ausschließlich die realwirtschaftliche Wirkung eines Currency Board Systems diskutiert. Dabei ist klar, daß die monetären Wirkungen bei einem Wechselkursanker nicht nur wichtig sind, sondern die realwirtschaftlichen Wirkungen wesentlich mitbestimmen. Die jüngste Währungs- und Finanzkrise in Asien hat dies nachhaltig bestätigt und dazu geführt, daß die monetären Implikationen (wieder) verstärkt diskutiert werden.

Es wurde bereits herausgearbeitet, daß die Bewältigung einer realen Abwertung entscheidend die Glaubwürdigkeit eines Festkurssystems determiniert. Ein Worst-Case Szenario veranschaulicht, wie aus der Notwendigkeit einer realen Abwertung eine Finanz- und Währungskrise entstehen kann. Aus dem Rückgang von Kapitalzuflüssen entsteht das Problem eines überbewerteten Wechselkurses, d.h. die Notwendigkeit einer realen Abwertung. In einem Currency Board System wird die monetäre Kontraktion zu höheren Zinsen führen und somit den Zins-

dienst von Privaten und dem Staat erhöhen, sofern sie in heimischer Währung verschuldet sind. Dies kann sowohl die Staatsfinanzen destabilisieren als auch – bei einem schwachen Bankensystem – zu einer Finanzkrise führen. Läßt der Staat den Bankrott der Banken zu, so wird es zu einer Kontraktion der Kreditmenge kommen. Die Folge sind weitere Zinserhöhungen, eine weitere Erhöhung des Zinsdienstes usw. Wird dagegen erwartet, daß die Zentralbank als Lender-of-Last-Resort die Banken mit zusätzlicher Liquidität versorgt und dabei die Wechselkursfixierung aufgibt, so wird die erwartete monetäre Expansion weitere Kapitalabflüsse und eine Abwertung nach sich ziehen. Die Abwertung wird sowohl die Zins- als auch die Tilgungszahlungen erhöhen, sofern Private und der Staat sich in ausländischer Währung verschuldet haben. Dies wird – wie schon die höheren Zinsen – den Schuldendienst erhöhen und die Stabilität des Bankensektors bedrohen.

Für die Stabilität eines Currency Board Systems sind nun zwei Fragen entscheidend:

- Wie kann eine reale Abwertung verhindert bzw. bewältigt werden?
- Wie kann im Krisenfall das Finanzsystem gestützt werden?

In bezug auf die erste Frage sind drei Alternativen möglich, von denen zwei für Currency Board Systeme weitgehend ausscheiden. Erstens könnte versucht werden, Kapitalzuflüsse zu dämpfen, indem Kapitalverkehrskontrollen aufrechterhalten bzw. eingeführt werden. Grundsätzlich gilt hierbei, daß die Überwachung solcher Kontrollen sehr schwierig bis unmöglich ist. Dies gilt allerdings vor allem für Kapitalabflüsse und allgemeine Beschränkungen. Grundsätzlich lassen sich Investoren leichter davor abschrecken, in einem Land zu investieren als die Investition im Falle einer Krise wieder rückgängig zu machen (Kenen 1996). Außerdem zeigen neuere empirische Arbeiten, daß Regulierungen der Kapitalzuflüsse tatsächlich in der Lage sind deren Struktur zugunsten von langfristigen Kapitalzuflüssen zu verändern (Cardenas und Barrera 1997; Edwards 1998). Für ein Currency Board System sind Kapitalverkehrskontrollen zwar grundsätzlich nicht ausgeschlossen, sie stellen jedoch einen grundsätzlichen Widerspruch zur Idee eines Währungsankers dar. Zumindest können sie kaum diskretionär, d.h. bei Bedarf, eingesetzt werden, wenn eine Regelbindung angestrebt werden soll.

Zweitens könnte man daran denken, den Liquiditätseffekt der Kapitalzuflüsse zu sterilisieren indem die Zentralbank ausländische Assets verkauft. Dies kann bei einem Currency Board System nur dann erfolgen, wenn Uberschureserven vorhanden sind. Werden diese auf den Markt geworfen, so ist zu erwarten, daß die temporäre Zinserhöhung die Zinsdifferenz zum Ausland erhöht. Durch die temporäre Zinserhöhung wird jedoch der Zuflu vor allem an kurzfristigem, spekulativem Kapital noch gefördert, der Zins sinkt, und das zugrundeliegende Problem wird noch verschärft (Corbo und Hernandez 1996). Grundsätzlich setzt die Wirksamkeit einer Sterilisierungspolitik also voraus, daß die Kapitalmobilität eingeschränkt wird, um eine unabhängige Zinspolitik zu ermöglichen (Frankel 1994). Einem Currency Board System sind also hinsichtlich einer Sterilisierungspolitik die Hände doppelt gebunden, wenn Kapital mobil ist und keine Uberschureserven bestehen. Tatsächlich zeigen Currency Board Systeme eine

starke Konvergenz der Zinssätze in der Stabilisierungsphase und danach eine enge Zinsbindung an die Ankerwährung. Dies gilt für alle hier diskutierten Currency Board Systeme (Baliño et al. 1997). Es gilt allerdings nicht für die Zeit spekulativer Attacken und bei Kapitalabflüssen. In diesem Fall wird die automatische monetäre Kontraktion für drastische Zinserhöhungen sorgen.

Bleibt noch eine dritte – oft vernachlässigte – Möglichkeit, einen Teufelskreis mit Finanz- und Währungskrisen abzuwenden: die Stärkung des Bankensektors. Dies ergibt sich zum einen daraus, daß der Bankensektor im Zentrum des Reallokationsprozesses steht. Ist damit zu rechnen, daß Kapitalzuflüsse wieder zurückgehen, so verbleibt wenig Zeit, den Liquiditätszufluß in produktive Investitionen umzuwandeln, um die Wettbewerbsnachteile aus der realen Aufwertung auszugleichen. Außerdem kann ein starker Bankensektor verhindern, daß aus einer monetären Kontraktion bei einer realen Abwertung eine Finanzkrise resultiert, die letztlich die Aufgabe des Currency Board Systems erzwingt, wenn die Zentralbank als Lender-of-Last-Resort eingreifen muß, um eine Panik zu verhindern. Es ist in der Literatur unumstritten, daß eine strikte und effiziente Bankenregulierung gerade dann notwendig ist, wenn das makroökonomische Umfeld instabil ist und wenn staatliche Zins- und Kreditregulierungen aufgehoben werden (vgl. z.B. Villanueva und Mirakhor 1990). Für ein Currency Board System mit beschränkten diskretionären Instrumenten zur Krisenvermeidung bzw. Bewältigung gilt dies im besonderen.

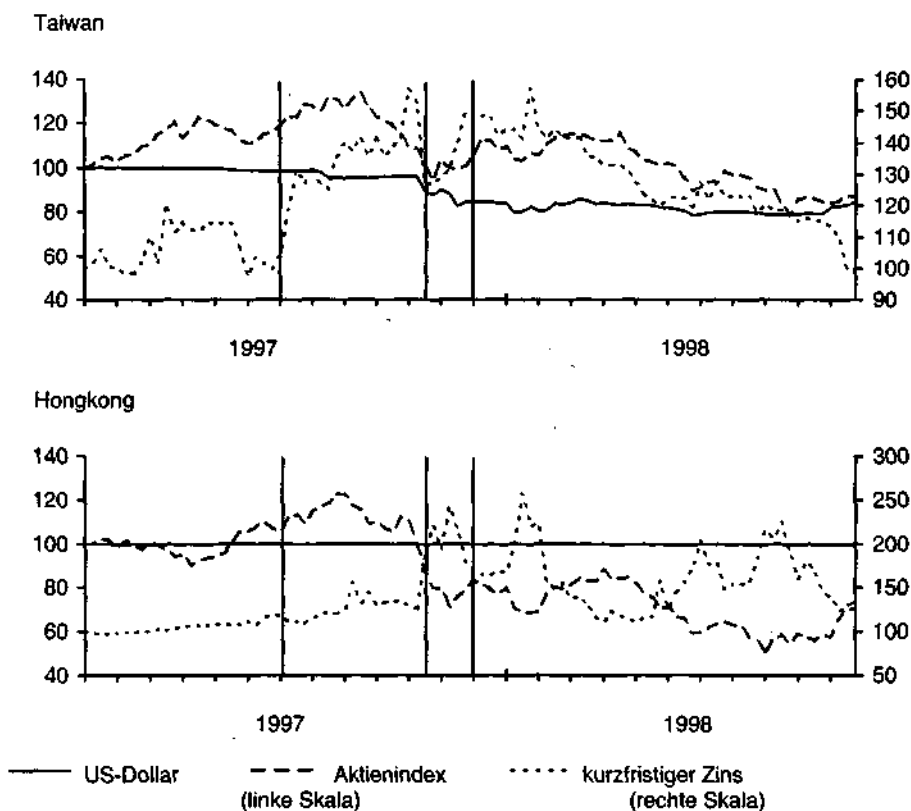
Im folgenden sollen die beiden zentralen Probleme der monetären Steuerung im Currency Board System – die präventive Zinspolitik und das Management einer Finanzkrise – an den Beispielen Hongkong und Argentinien diskutiert werden.

Präventive Zinspolitik – Hongkong und Taiwan im Vergleich

Die Nachteile einer Zinsbindung zeigen sich deutlich an den unterschiedlichen Auswirkungen der Baht-Krise in Thailand und der Won-Krise in Südkorea auf Hongkong und Taiwan (Schaubild 2). Die Ausgangssituation beider Tigerstaaten der ersten Generation war dabei bis auf die Geld- und Wechsellpolitik vergleichbar. Beide Staaten wiesen Leistungsbilanzüberschüsse auf, die Auslandsverschuldung war vernachlässigbar gering, der Reservebestand war im regionalen Vergleich sehr hoch, und die Entwicklung des realen Wechselkurses war negativ mit der von Thailand und Südkorea korreliert (Schweickert 1998b). Während die Risikofaktoren für beide Staaten aber vergleichbar waren, konnte Taiwan frühzeitiger auf die drohende Krise reagieren. Schon Anfang 1997 und dann noch deutlicher nach Ausbruch der Baht-Krise erhöhte Taiwan die Geldmarktzinsen. Dadurch wurde die Entwicklung am Aktienmarkt gedämpft und nach den Abwertungen im Zuge der Won-Krise stabilisiert.

Ein solches präventives Gegensteuern war in Hongkong nicht möglich; die Zinsen stiegen erst dann, als der Hongkong-Dollar mit Ausbruch der Won-Krise tatsächlich unter Druck geriet. Außerdem lagen die Zinsschläge am Geldmarkt in Hongkong über 200 vH des Niveaus zu Anfang 1997 (etwa 5,5 vH). Die anhaltenden Zinsschläge und der nachhaltige Verfall der Aktienkurse sind auch

Schaubild 2 – Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Hongkong und Taiwan

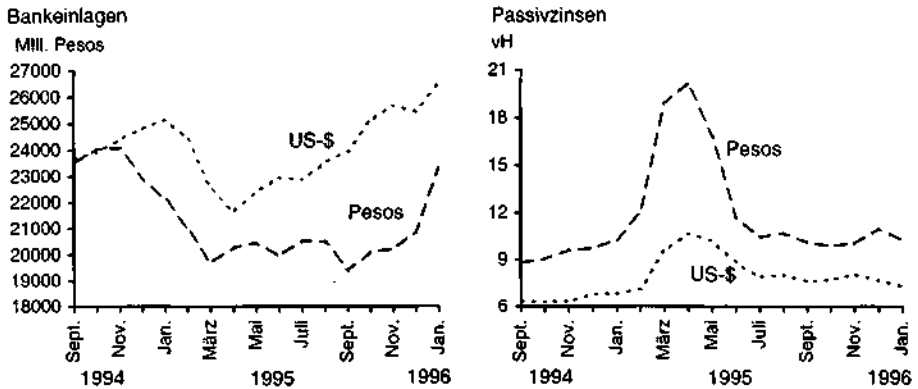


Quelle: Datastream, eigene Berechnungen.

deutliches Indiz für eine Finanzkrise, die bisher aufgrund der hohen Devisenreserven noch nicht zu einer Währungskrise geführt hat.

Es wäre jedoch verfehlt, das Ausmaß der Krise allein dem Currency Board System zuzuschreiben. Daß die Wirtschaftsleistung Hongkongs in diesem Jahr um voraussichtlich 5,5 vH gegenüber dem Vorjahr schrumpft, während für Taiwan ein Wachstum von 4 vH erwartet wird (Gern et al. 1998), ist vor allem darauf zurückzuführen, daß die Stabilität des Bankensektors in Hongkong eng mit der des Aktien- und vor allem mit der des Immobiliensektors verknüpft ist. Wie in anderen Ländern Asiens hatten Devisenzuflüsse für niedrige Zinsen und damit für einen kreditfinanzierten Immobilienboom gesorgt (Diehl und Schweickert 1998). Steigende Zinsen ließen nun Verluste bei den Holdinggesellschaften entstehen und entwerteten bei fallenden Immobilienpreisen die Banksicherheiten. Dagegen zeigen die Ratings internationaler Agenten, daß taiwanesischen Banken

Schaubild 3 – Entwicklung der Bankeinlagen und der Passivzinsen in Argentinien (September 1994 bis Januar 1996)



Quelle: Weltbank (a), eigene Berechnungen.



neben singapurianischen und australischen Banken zu den sichersten in der Region und weltweit zählen (*Global Finance* Oktober 1998: 63).

Abwehr und Bewältigung von Finanzkrisen – Argentinien nach der Mexiko-Krise

Wie die Zentralbank im Rahmen eines Currency Board Systems die Banken im Falle von Kapitalabflüssen stützen kann, zeigt das Beispiel Argentiniens. Als erste Verteidigungslinie wurden die Überschufreserven genutzt (Schweickert 1996b; Caprio et al. 1996). Das Versickern des Kapitalzuflusses im ersten Quartal 1995 hatte zur Konsequenz, daß sich die Geldbasis durch den Umtausch von Pesos in US-Dollar um nominal 25 vH verminderte. Die Zentralbank trug nun der gesunkenen Nachfrage nach Pesos Rechnung, indem sie die Peso-Reserven der Geschäftsbanken in Dollar-Reserven transferiert und so das Angebot an Pesos verknappte und gleichzeitig die Reserveposition der Banken stärkte.⁹

Als zweite Verteidigungslinie wirkte die Währungssubstitution (Schweickert 1998a). Da der Peso vollständig mit Dollar substituierbar ist, halten die Banken sowohl Peso- als auch Dollareinlagen. Schaubild 3 zeigt deutlich, daß zunächst kein Rückgang von Bankeinlagen stattfand, sondern ein Umtausch von Peso- in Dollareinlagen. Außerdem war der Zinsanstieg bei den Dollarkonten wesentlich geringer als bei den Pesokonten. Der aggregierte Zins für Bankeinlagen wurde also durch die Möglichkeit zur Währungssubstitution gedämpft.

⁹ Die unverzinsten Mindestreserve wurde ebenfalls gesenkt, um die Liquidität der Banken zu stärken. Diese Mindestreserve betrug allerdings auf Termineinlagen sowieso lediglich 3 vH.

Beim Ausmaß des Devisenabflusses und ohne echten Lender-of-Last-Resort konnte eine Finanzkrise jedoch nicht verhindert werden. Zur Krisenbewältigung wurden vier Maßnahmen ergriffen, die darauf abzielten, das Finanzsystem zu konsolidieren und auf zukünftige Krisen vorzubereiten (Santiprabhob 1997). Erstens wurde die Krise genutzt, um eine Restrukturierung des Bankensektors durchzuführen. Dabei wurden Banken geschlossen und deren Übernahme durch andere Banken erleichtert, indem Mittel aus einem Trust Fund für die Rekapitalisierung bereitgestellt wurden.¹⁰ Dadurch sank die Zahl der privaten Finanzinstitutionen von 172 im Dezember 1994 auf 125 im August 1995. Gleichzeitig mit der Konsolidierung wurde die risikobereinigte Kapitaldeckungsvorschrift über das im Basler Abkommen vereinbarte Niveau von 8 vH hinaus auf 11,5 vH erhöht.

Zweitens wurde die Liquiditätspolitik der Banken flexibilisiert, indem die Mindestreservspflicht abgeschafft und durch Liquiditätsvorschriften ersetzt wurde. Die Banken können nun verzinsliche Liquiditätszertifikate halten, um ihre Mindestliquidität zu erfüllen. Die Qualität dieser Papiere wird durch die Begrenzung möglicher Emittenten gewährleistet. Bis zu 100 vH der Liquiditätsvorsorge kann durch Offenmarktpapiere oder spezielle Liquiditätszertifikate der Zentralbank, bis zu 50 vH durch Einlagen bei der Deutschen Bank New York und bis zu 10 vH durch Argentinische Staatsanleihen sichergestellt werden.

Drittens wurde die Einlagenversicherung reformiert. In sie müssen nun alle Finanzinstitutionen gemäß dem Risiko ihres Portfolios einzahlen. Durch die Abhängigkeit der Prämie vom Risiko des Bankgeschäfts und die allgemeine Teilnahmepflicht soll vermieden werden, daß nur schwache Banken teilnehmen und daß Anreize zur Risikovermeidung entfallen.¹¹ Abgedeckt werden damit die Versicherungen kleinerer Peso- und Dollareinlagen (bis zu 20 000 Pesos bzw. Dollar für Termineinlagen).

Viertens wurde die Integration des argentinischen Finanzsystems in das internationale Finanzsystem gefördert. Dies entspringt der Idee, daß in einem Currency Board System ein Lender-of-Last-Resort durch eine internationale Vernetzung des Bankensystems ersetzt werden kann (Fischer 1996). Die Hoffnung, daß ausländische Miteigentümer im Falle einer Finanzkrise ihren Töchtern ausreichend Liquiditätshilfen zur Verfügung stellen, steht jedoch auf schwachen Füßen, da Trittbrettfahrerverhalten nicht auszuschließen ist. Im Falle Argentiniens hat deshalb die Zentralbank mit internationalen Banken eine Kreditlinie von 6,1 Mrd. US-Dollar vereinbart. Diese Kreditlinie kann von Banken mit Liquiditätsschwierigkeiten genutzt werden, die für diese Option eine Prämie bezahlen, die von der Zentralbank an die internationalen Banken weitergereicht wird.

Dieses Bündel von Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensektors dürfte – neben der Beibehaltung des Currency Board Systems auch bei massivem Kapitalabfluß – dazu beigetragen haben, daß die Bankeinlagen ihr Niveau vor Ausbruch der Mexiko-Krise mit 77 Mrd. Pesos bzw. US-Dollar inzwischen um mehr als 50 vH überschritten haben (Cabinet of Economic Advisors 1998: 24).

¹⁰ Diese Mittel wurden auch genutzt, um die Banken im Besitz der Provinzen beschleunigt zu privatisieren.

¹¹ Zur Anreizproblematik von Einlagenversicherungen, siehe Garcia (1996).

Fazit

Die jüngeren Erfahrungen mit Currency Board Systemen ergeben, daß ein solches Währungsregime zur Sicherung eines festen Wechselkurses tatsächlich eine ernstzunehmende Politikalternative bei der Gestaltung der Geld- und Wechselkurspolitik in Schwellen-, Transformations- und Entwicklungsländern darstellt. Es gilt dabei allerdings Chancen und Risiken und vor allem das Reformpotential eines Landes abzuwägen.

Ein Currency Board System kann nur funktionieren, wenn es Teil einer ordnungspolitischen Grundsatzentscheidung für eine marktwirtschaftliche Wirtschaftspolitik ist. Als Eckpunkte eines entsprechenden Reformpakets bzw. Anforderungskatalogs sind die Liberalisierung des Außenhandels und die volle Konvertibilität der Währung, die Konsolidierung der Staatsfinanzen und eine konservative Bankenpolitik zu nennen. Die Öffnung der Märkte und die Deregulierung des Devisenmarktes stellen den internationalen Preiszusammenhang her und sorgen für einen entsprechenden Wettbewerbsdruck auf heimische Tarifparteien. Die Privatisierung von Staatsunternehmen und eine Steuerreform sorgen für eine De-facto-Unabhängigkeit der Geldpolitik von der Finanzierung des Staatshaushaltes. Hohe Sicherheitsstandards für die Banken sorgen dafür, daß die Stabilität des Bankensektors auch ohne Lender-of-Last-Resort und bei starken Schwankungen der Devisenflüsse gewährleistet bleibt.

Ohne solche radikalen Reformmaßnahmen kann die automatische Geldmengesteuerung über die Devisenbilanz nicht funktionieren. Spätestens nach Einführung eines Currency Board Systems sind die Voraussetzungen so schnell wie möglich herzustellen. Gelingt dies nicht, so ist mit spekulativen Attacken zu rechnen, die zwangsläufig zur Aufgabe des Währungsankers führen und damit die Glaubwürdigkeit der Geld- und Wechselkurspolitik nachhaltig beeinträchtigen. Der Versuch, in Indonesien ein Currency Board System einzuführen, war damit von Anfang an zum Scheitern verurteilt. Aber auch wenn die Voraussetzungen für das Funktionieren eines Currency Board Systems erfüllt sind, sind erhebliche Risiken nicht auszuschließen. Unvorhersehbare Schwankungen der Kapitalströme schlagen bei einem Fehlen einer präventiven Zinspolitik ungebremst auf die Wirtschaft durch und führen – wie am Anfang – mindestens zu starken Schwankungen der Inflationsrate.

Vor diesem Hintergrund hängt die Abwägung der Nutzen und Kosten von der Problemstellung ab. So ist vor allem in Ländern mit Hyperinflation und einem Transformationsproblem der Nutzen in der kurzen bis mittleren Frist sehr hoch. Die Stabilisierungs- und Konsolidierungserfolge, die mit einem Currency Board System in Argentinien, Estland, Litauen und Bulgarien erreicht wurden, belegen dies eindeutig. Nach Bewältigung von Inflations- und Transformationsproblemen gewinnt die Stabilität des realen Wechselkurses zur Sicherung des makroökonomischen Gleichgewichts zunehmend an Bedeutung. Langfristig wiegen deshalb vor allem die Kosten schwer, die durch das Fehlen einer unabhängigen Zins- und Wechselkurspolitik entstehen. Dies belegen sowohl die jüngsten negativen Erfahrungen Hongkongs mit dem Currency Board System als auch die positiven Erfahrungen Chiles mit einem flexiblen Wechselkurs.

Es entsteht somit vor allem ein Entscheidungsproblem für Länder mit hoher Inflation und institutioneller Unsicherheit, für die aber ein fester Wechselkurs langfristig nicht optimal ist. Die historischen Erfahrungen belegen, daß ein Currency Board System nur dann in ein flexibleres System überführt werden kann, wenn die Währung nicht unter Druck steht. Einfach ist die Entscheidung für einen festen Wechselkurs für Länder wie Estland, die eine vollständige Integration mit dem Ankerwährungsland – in diesem Fall die Europäische Union oder zumindest die Europäische Währungsunion – anstreben.

Dies bedeutet wiederum nicht, daß andere osteuropäische Transformationsländer wie Polen und die Tschechische Republik ihren Integrationsprozeß durch die Einführung eines Currency Board Systems mit dem Euro als Ankerwährung automatisch beschleunigen können. Dies hängt davon ab, ob sie die entsprechende Reformkapazität für die Wechselkursfixierung aufbringen. Tatsächlich mußten die beiden genannten Länder ihre Wechselkurspolitik an ihre Reformkapazität anpassen – mit der Einführung eines flexibleren Wechselkurssystems. Für große binnenorientierte Volkswirtschaften wie Rußland, die in Folge der Konzentration auf Rohstoffexporte wenig diversifiziert sind, scheidet ein Currency Board System als Option für eine glaubwürdige Währungspolitik grundsätzlich aus.

Insgesamt zeigt sich, daß feste Wechselkurse tatsächlich funktionieren können, wenn sie in einem Currency Board System mit marktwirtschaftlichen Reformen kombiniert werden. Es gilt jedoch nach wie vor, daß man vor der Einführung eines festen Wechselkurses lange und gründlich nachdenken sollte (Williamson 1991). Vor Einführung eines Currency Board Systems sollte man noch länger und noch gründlicher nachdenken.

Summary

The experience of modern Currency Board Arrangements show that a fixed exchange rate fully backed by foreign exchange can work: Currency Board Arrangements in Argentina, Estonia, Lithuania, Bulgaria and Hongkong yielded stable prices and structural adjustment with high growth. However, the implementation of a Currency Board Arrangement is demanding and risky. It is demanding because it requires a full-fledged opening of markets and consolidation of public finances in order to make prices flexible and to delink monetary from fiscal policy. It is risky because monetary policy becomes fully dependent on capital flows without the possibility of a preventive interest rate policy to dampen capital inflows and without the possibility to stabilize the banking system in the case of a bank run. Basically, the costs related to a long-run commitment to a fixed exchanged rate in terms of effort an risk must be worth the gains which may be more short-run. The historical experiences of Argentina, Singapore, Malaysia, and Ireland show that is only possible to switch smoothly to more flexible exchange rate regimes if the currency becomes undervalued or if the switch is stretched over decades. Hence, there is no reason to be enthusiastic about Currency Board Arrangements but all reasons to think more than twice before implementing one.

Literaturverzeichnis

- Baliño, T. J. T., Ch. Enoch, A. Ize, V. Santiprabhob und P. Stella (1997). Currency Board Arrangements – Issues and Experiences. Occasional Paper 151. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Bennett, A. G. G. (1993). The Operation of the Estonian Currency Board. *IMF Staff Papers* 40 (2): 451–470.
- Buch, C. M. (1993). Das erste Jahr der Krone: Estlands Erfahrungen mit der Währungsreform. *Die Weltwirtschaft* (4): 441–465.
- Cabinet of Economic Advisors (1998). *Argentine Economic Update* (November): 24.
- Caprio jr., G., M. P. Dooley, D. M. Leipziger, und C. E. Walsh (1996). The Lender of Last Resort Function under a Currency Board: The Case of Argentina. *Open Economies Review* 7 (Suppl. 1): 625–650.
- Cárdenas, M., und F. Barrera (1997). On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s. *Journal of Development Economics* 54 (1): 27–57.
- Corbo, V., und L. Hernández (1996). Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American and East Asian Experience. *The World Bank Research Observer* 11 (1): 61–85.
- Corden, M. (1991). Exchange Rate Policy in Developing Countries. In J. de Melo und A. Sapir (Hrsg.), *Trade Theory and Economic Reform: North, South, and East*. Cambridge, Mass.
- Diehl, M., und R. Schweickert (1997). *Wechselkurspolitik im Aufholprozeß. Erfahrungen lateinamerikanischer, europäischer und asiatischer Länder*. Kieler Studien 286. Tübingen.
- (1998). Currency Crises: Is Asia Different? Kieler Diskussionsbeiträge 309. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Dornbusch, R., und F. Giavazzi (1998). Hard Currency and Sound Credit: A Financial Agenda for Central Europe (mimeo).
- EIU (Economic Intelligence Unit) (1998a). *Country Report Estonia*. London.
- (1998b). *Country Report Lithuania*. London.
- (1998c). *Country Report Bulgaria*. London.
- Edwards, S. (1996). Exchange-rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile and Mexico. *The American Economic Review* 86 (2): 176–180.
- (1998). Capital Inflows into Latin America: A Stop-Go Story? Working Paper 6441. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Ffrench-Davis, R., M. Agosin, und A. Uthoff (1995). Capital Movements, Export Strategy, and Macroeconomic Stability in Chile. In R. Ffrench-Davis, S. Griffith-Jones (Hrsg.), *Coping with Capital Surges. The Return of Finance in Latin America*. Boulder.
- Fischer, S. (1996). Wahrung der Preisstabilität. *Finanzierung und Entwicklung* (Dezember): 32–35.
- Frankel, J. A. (1994). Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) Easy (Reisen)? Working Paper 94/159. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Fuhrmann, W. (1998). Towards a General Theory of a Currency Board. In H. Wagner (Hrsg.), *Current Issues in Monetary Economics*. Heidelberg.
- García, G. (1996). Deposit Insurance: Obtaining the Benefits and Avoiding the Pitfalls. Working Paper 96/83. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Gern, K. J., J. Gottschalk, J. Scheide, M. Schlie, und H. Strauß (1998). Gedämpfte Expansion in den Industrieländern. *Die Weltwirtschaft* (3): 207–234.

- Ghosh, A. R., A. M. Gulde und H. C. Wolf (1998). Currency Boards: The Ultimate Fix? Working Paper 98/8. International Monetary Fund, Washington D.C.
- Hanke, S. H. (1998). How to Establish Monetary Stability in Asia. *The Cato Journal* 17 (3): 295–301.
- Hanke, S. H., und K. Schuler (1994). *Currency Boards for Developing Countries. A Handbook*. International Center for Economic Growth, San Francisco, Calif.
- Hawkins, J., und M. Yiu (1995). Real and Effective Exchange Rates. *Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin*: 1–12.
- Heitger, B. (1983). *Strukturwandel und realer Wechselkurs. Ein Zwei-Sektoren-Modell im Test*. Kieler Studien 183. Tübingen.
- IMF (a). *International Financial Statistics*. Washington D.C., var. issues.
- Kenen, P. B. (1996). Analyzing and Managing Exchange-rate Crises. *Open Economies Review* 7 (Suppl. 1): 469–492.
- Lau, J. H. jr., J. Hawkins und B. Chan (1995). Monetary and Exchange Rate Management with International Capital Mobility: The Case of Hong Kong. In Hong Kong Monetary Authority (Hrsg.), *Monetary and Exchange Rate Management with International Capital Mobility: Experiences of Countries and Regions along the Pacific Rim*. Hongkong.
- Nugée, J. (1995). A Brief History of the Exchange Fund. In Hong Kong Monetary Authority (Hrsg.), *Money and Banking in Hong Kong*. Hongkong.
- Santiprabhob, V. (1997). Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experience. Paper on Policy Analysis and Assessment 97/11. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Scheide, J. (1998). Central Banks: No Reason to Ignore Money. Kieler Diskussionsbeiträge 316. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Schwartz, A. (1993). Currency Boards: Their Past, Present, and Possible Future Role. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 147–187.
- Schweickert, R. (1993a). Implikationen alternativer geld- und wechsellkurspolitischer Regeln im Transformationsprozeß. *Kredit und Kapital* 26 (2): 205–229.
- (1993b). Alternative Strategies for Real Devaluation and the Sequencing of Economic Reforms in Developing Countries. *Kyklos* 46 (1): 65–85.
- (1993c). *Geld- und Wechselkurspolitik in Entwicklungsländern – eine Analyse alternativer Stabilisierungs- und Anpassungsstrategien*. Kieler Studien 256. Tübingen.
- (1994). Exchange Rate Based Stabilisation – Lessons from a Radical Implementation in Argentina. *The World Economy* 17 (2): 171–189.
- (1995). Searching for Credible Exchange Rate Regimes in the Former Soviet Union. *Intereconomics* 30 (3): 126–132.
- (1996a). Harmonisierung versus institutioneller Wettbewerb zur Sicherung realwirtschaftlicher Anpassung und monetärer Stabilität in der Europäischen Währungsunion. *Beihfte der Konjunkturpolitik* 44: 181–212.
- (1996b). Neo-liberale Wirtschaftsordnung und wirtschaftliche Entwicklung in Lateinamerika. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 45 (2): 249–261.
- (1998a). Towards a General Theory of a Currency Board System. Comment. In H. Wagner (Hrsg.), *Current Issues in Monetary Economics*. Heidelberg.
- (1998b). Die asiatische Währungskrise. Eine makroökonomische Zwischenbilanz. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 27 (9): 454–462.
- Starr, P. K. (1997). Government Coalitions and the Viability of Currency Boards: Argentina under the Cavallo Plan. *Journal of Interamerican Studies and World Affairs* 39 (2): 83–133.

- Sung, Y.-W. (1985). Economic Growth and Structural Change in the Small Open Economy of Hong Kong. In V. Corbo, A. O. Krueger und F. Ossa Scaglia (Hrsg.), *Export-oriented Development Strategies: The Success of Five Newly Industrializing Countries*. Boulder.
- Villanueva, D., und A. Mirakhor (1990). Strategies for Financial Reforms: Interest Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervision in Developing Countries. *IMF Staff Papers* 37 (3): 509–536.
- Weltbank (a). *Argentina's 1995 Banking Crisis The World Bank Response*. Washington, D.C. (mimeo).
- Williamson, J. (1991). Advice on the Choice of an Exchange Rate Policy. In E.-M. Claassen (Hrsg.), *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries*. San Francisco, Calif.
- (1995). What Role for Currency Boards? *Policy Analysis in International Economics* 40. Institute for International Economics, Washington D.C.
- Zarazaga, C. E. (1995). Argentina, Mexico, and Currency Boards: Another Case of Rules versus Discretion. *Economic Review, Federal Reserve Bank of Dallas* (4): 14–24.