

Kühnl, Peter

**Book — Digitized Version**

Der Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik im Aufholprozess: Die monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie der Berliner Schule vor dem Hintergrund der makroökonomischen Entwicklung ausgewählter Länder Mittel- und Osteuropas

Hohenheimer volkswirtschaftliche Schriften, No. 43

**Provided in Cooperation with:**

Peter Lang International Academic Publishers

*Suggested Citation:* Kühnl, Peter (2003) : Der Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik im Aufholprozess: Die monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie der Berliner Schule vor dem Hintergrund der makroökonomischen Entwicklung ausgewählter Länder Mittel- und Osteuropas, Hohenheimer volkswirtschaftliche Schriften, No. 43, ISBN 978-3-631-75408-5, Peter Lang International Academic Publishers, Berlin, <https://doi.org/10.3726/b13926>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/182946>

**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.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Peter Kühnl

# Der Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik im Aufholprozess



Peter Kühnl

## **Der Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik im Aufholprozess**

Im Falle der Transformationsländer Mittel- und Osteuropas formierte sich 1989/90 parallel zu den wirtschaftspolitischen Empfehlungen der Neoklassik ein alternativer monetärkeynesianischer Ansatz in Form der Berliner Schule. Die Politikempfehlung der Berliner Schule lautete *Währungsreform und stabilitätsorientierte Unterbewertung des Wechselkurses*. Die Arbeit analysiert Möglichkeiten der Umsetzung einer solchen Entwicklungsstrategie und überprüft die vorgebrachte Bedeutung der Vermögenssicherungsqualität einer Währung für den realen Sektor anhand der Länder Polen, Tschechien und Ungarn. Der Autor kommt zu dem Ergebnis, dass der empirische Gehalt einer solchen Strategie und des zugrunde liegenden Theoriegebäudes zurückhaltend einzuschätzen ist.

Peter Kühnl wurde 1968 in Selb/Bayern geboren. Von 1989 bis 1995 Studium der Volkswirtschaftslehre an der Universität Bayreuth und an der University of Leeds/Großbritannien. 1996 Tätigkeit als Referent der Industrie- und Handelskammer Karlsruhe. Von 1997 bis 2003 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik der Universität Hohenheim. Von 1999 bis 2002 Lehrbeauftragter für Volkswirtschaftslehre der Fachhochschulen Pforzheim und Reutlingen sowie der Berufsakademie Stuttgart.

## Der Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik im Aufholprozess

# Hohenheimer Volkswirtschaftliche Schriften

Herausgegeben von

Prof. Dr. Michael Ahlheim, Prof. Dr. Ansgar Belke,  
Prof. Dr. Rolf Caesar, Prof. Dr. Harald Hagemann, Prof. Dr. Klaus Herdzina,  
Prof. Dr. Walter Piesch, Prof. Dr. Ingo Schmidt, Prof. Dr. Ulrich Schwalbe,  
Prof. Dr. Peter Spahn, Prof. Dr. Gerhard Wagenhals,  
Prof. Dr. Helmut Walter

Band 43



**PETER LANG**

Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

Peter Kühnl

**Der Wechselkurs  
als Zwischenziel  
der Geldpolitik  
im Aufholprozess**

Die monetärkeynesianische  
Entwicklungsstrategie  
der Berliner Schule  
vor dem Hintergrund der  
makroökonomischen Entwicklung  
ausgewählter Länder  
Mittel- und Osteuropas



**PETER LANG**

Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

### **Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek**

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische

Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Open Access: The online version of this publication is published on [www.peterlang.com](http://www.peterlang.com) and [www.econstor.eu](http://www.econstor.eu) under the international Creative Commons License CC-BY 4.0. Learn more on how you can use and share this work: <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>.



This book is available Open Access thanks to the kind support of ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft.  
Zugl.: Hohenheim, Univ., Diss., 2003

Gedruckt auf alterungsbeständigem,  
säurefreiem Papier.

D 100

ISSN 0721-3085

ISBN 3-631-50937-5

ISBN 978-3-631-75408-5 (eBook)

© Peter Lang GmbH

Europäischer Verlag der Wissenschaften

Frankfurt am Main 2003

Printed in Germany 1 2 3 4 5 7

[www.peterlang.de](http://www.peterlang.de)

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Universität Hohenheim im Wintersemester 2002/03 als Dissertation angenommen. Sie wäre ohne die vielfältige Unterstützung, die mir im Laufe meiner Promotionszeit von verschiedener Seite zuteil wurde, nicht möglich gewesen.

Mein erster Dank gilt Prof. Dr. Peter Spahn für die fachliche Betreuung und die wissenschaftliche Freiheit, die er mir stets gewährte. Mein weiterer Dank gilt Prof. Dr. Harald Hagemann für die Übernahme des Zweitgutachtens und Prof. Dr. Rolf Caesar für die Mitwirkung am Promotionsverfahren.

Darüber hinaus möchte ich meinen Institutskolleginnen und –kollegen, insbesondere Daniel Hartmann, Ulrike Lehr, Dr. Gerhard Mauch, Dr. Hans Pitlik, Gerald Seidel, Dr. Stephan Seiter und Udo Vullhorst danken, die mir nicht nur mit ihrer Bereitschaft zur fachlichen Diskussion zur Seite gestanden sind. Für ihre technische Hilfe sei Ahmet Demircioglu und insbesondere Marcus Schwartz gedankt.

Mit Unterstützung der  
Stiftung  
Landesbank Baden-Württemberg

**LB≡BW**

Ein Dankeschön sei auch an die Stiftung Landesbank Baden-Württemberg gerichtet, die die Veröffentlichung dieser Arbeit mit einem großzügigen Druckkostenzuschuss gefördert hat.

Meine Familie hat durch moralische und materielle Hilfe sehr zum Erfolg der Promotion beigetragen. Meine Frau Karin begleitete die Entstehung dieser Arbeit mit großem Verständnis. Nicht nur dafür danke ich ihr ganz herzlich.

Stuttgart, im April 2003

Peter Kühnl





## Inhaltsverzeichnis

<b>Verzeichnis der Abbildungen</b> .....	<b>11</b>
<b>Verzeichnis der Tabellen</b> .....	<b>11</b>
<b>Verzeichnis der Abkürzungen</b> .....	<b>13</b>
<b>1 Einführung</b> .....	<b>15</b>
1.1 Problemstellung und Ziel der Arbeit .....	15
1.2 Gang der Untersuchung .....	16
<b>2 Die Transformation ehemaliger Zentralverwaltungswirtschaften Mittel- und Osteuropas und das monetärkeynesianische Paradigma</b> .....	<b>19</b>
2.1 Grundriss einer Theorie der Systemtransformation.....	19
2.2 Der Beitrag des Monetärkeynesianismus .....	23
2.2.1 Die wirtschaftstheoretischen Grundlagen einer Geldwirtschaft .....	24
2.2.1.1 Funktionen des Geldes .....	25
2.2.1.2 Geldwirtschaft als Nominalsystem .....	25
2.2.1.3 Knappheit als Voraussetzung für die Akzeptanz eines Geldes .....	27
2.2.1.4 Der relative Stellenwert des Vollbeschäftigungsziels .....	30
2.2.1.5 Die Rolle des Zinses .....	31
2.2.2 Unterentwicklung aus Sicht des Monetärkeynesianismus .....	34
2.2.3 Entwicklungspolitische Implikationen .....	35
2.2.3.1 Konfiskatorische Währungsreform.....	35
Exkurs: Die Währungsreform in Westdeutschland 1948 .....	44
2.2.3.2 Stabilitätsorientierte Unterbewertung .....	48
Exkurs: Geld- und Währungspolitik der BRD 1950/51-1998 .....	54
I) Bewältigung der Zahlungsbilanzkrise 1950/51 .....	54
II) Geldpolitik im Wechselkurssystem von Bretton Woods .....	55
III) Geldpolitik im Post-Bretton-Woods-System und im EWS .....	59
Exkurs: Empirische Evidenz.....	61
I) Auswirkungen und Stellenwert der Währungsreform .....	64
II) Auswirkungen und Stellenwert der Unterbewertung .....	68
2.2.3.3 Zusammenfassung.....	72
2.2.4 Zwischenergebnis .....	72
<b>3 Geld- und Währungspolitik in ausgewählten Ländern Mittel- und Osteuropas</b> .....	<b>73</b>
3.1 Auswahl der Transformationsländer.....	73
3.2 Bedingungen für eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie in Polen, Tschechien und Ungarn.....	76

3.2.1	Rationale wirtschaftspolitische Konzeption.....	77
3.2.2	Bedingungen für eine konfiskatorische Währungsreform .....	78
3.2.2.1	Abwesenheit autokratischer Regimes.....	78
3.2.2.2	Alternative Determinanten der Reformkapazität.....	80
3.2.2.2.1	Krisen-Hypothese.....	81
3.2.2.2.2	Honeymoon-Hypothese.....	83
3.2.3	Bedingungen für eine unterbewertungskonforme Geldpolitik.....	88
3.2.3.1	Überschuldungssituation des Bankensektors.....	90
3.2.3.2	Portfoliokapitalimporte.....	95
3.2.3.3	Tendenz zu Budgetdefiziten.....	96
3.2.3.4	Lohnfindungssysteme im Umbruch.....	97
3.3	Geld- und Währungspolitik in Polen, Tschechien und Ungarn.....	99
3.3.1	Polen.....	100
3.3.1.1	Stabilisierungsprogramm.....	100
3.3.1.2	Geld- und Währungspolitik im Zeitablauf.....	102
3.3.2	Tschechien.....	104
3.3.2.1	Stabilisierungsprogramm.....	104
3.3.2.2	Geld- und Währungspolitik im Zeitablauf.....	106
3.3.3	Ungarn.....	107
3.3.3.1	Stabilisierungsprogramm.....	107
3.3.3.2	Geld- und Währungspolitik im Zeitablauf.....	109
3.4	Zwischenergebnis.....	110
3.5	Verzicht auf eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie als Entwicklungshemmnis?.....	112
<b>4</b>	<b>Bewältigungsstrategien .....</b>	<b>115</b>
4.1	Anpassungsinflation.....	116
4.1.1	Die Grundüberlegung.....	116
4.1.2	Das Konzept der Glaubwürdigkeit in der Geldpolitik.....	118
4.1.3	Implikationen des Modells von Barro/Gordon.....	123
4.1.3.1	Überblick.....	123
4.1.3.2	Regelbindung durch fixe Wechselkurse.....	124
4.1.3.3	Kritik am Modell von Barro/Gordon.....	132
4.1.4	Alternative Begründung der glaubwürdigkeitserhöhenden Wirkung einer Wechselkursfixierung.....	135
4.1.5	Implikationen und Probleme eines wechselkursgestützten Stabilisierungsprogramms.....	137
4.1.5.1	Fiskalpolitik.....	137
4.1.5.2	Lohnpolitik.....	142
	Exkurs: Produktivitätsentwicklung.....	147

4.1.6 Zwischenergebnis .....	150
4.2 Außenwirtschaftspolitik .....	150
4.2.1 Vorbemerkungen .....	150
4.2.2 Anfängliche reale Unterbewertung .....	153
4.2.3 Vermeidung einer realen Überbewertung im Zeitablauf.....	155
4.2.3.1 Portfoliokapitalimporte .....	155
4.2.3.1.1 Kapitalverkehrsbeschränkungen .....	155
4.2.3.1.2 Devisenmarktinterventionen .....	160
4.2.3.2 Außenhandelsstruktur .....	166
4.2.3.3 Nomineller Wechselkurs.....	168
4.2.3.4 Zwischenergebnis.....	174
4.3 Sonstige Ansatzpunkte .....	175
<b>5 Zusammenfassung und Schlussfolgerung .....</b>	<b>177</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>185</b>



## Verzeichnis der Abbildungen

Abbildung 2-1: Produktionsmöglichkeitenkurve .....	20
Abbildung 2-2: Möglichkeiten zum Abbau eines Geldüberhangs .....	38
Abbildung 2-3: Zinsparitätenkurve bei Aufwertungserwartungen.....	50
Abbildung 2-4: Leistungsbilanzentwicklung der BRD 1950-1998.....	54
Abbildung 2-5: Wachstumsraten des realen BIP der BRD 1950-1998 .....	58
Abbildung 3-1: Index des absoluten realen BIP in PL, CZ und H.....	99
Abbildung 3-2: Wachstumsraten des realen BIP in PL, CZ und H.....	100
Abbildung 3-3: Inflation in PL, CZ und H .....	111
Abbildung 3-4: Nominaler Wechselkurs für PL, CZ und H .....	111
Abbildung 4-1: Inflationsbereinigter Kapitalmarktzins in PL, CZ und H.....	117
Abbildung 4-2: Interaktion der AS/AD-Kurven und Disinflationpolitik .....	119
Abbildung 4-3: Grundmodell von Barro/Gordon.....	122
Abbildung 4-4: Hyperinflation und Stabilisierung in Polen 1989/90 .....	137
Abbildung 4-5: Reallöhne in PL, CZ und H.....	146
Abbildung 4-6: Komponenten der Reallohnentwicklung in Ungarn.....	147
Abbildung 4-7: Realer effektiver Wechselkurs für PL, CZ und H.....	152
Abbildung 4-8: Veränderung der Wettbewerbsfähigkeit von PL, CZ und H...	153
Abbildung 4-9: Leistungsbilanzsaldo für PL, CZ und H.....	174

## Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 2-1: Wirkung einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie .....	53
Tabelle 2-2: Index der Industriegüterproduktion 1947-1949 in Westdeutschland gemäß amtlicher Statistik .....	65
Tabelle 2-3: Index der Industriegüterproduktion 1947-1949 in Westdeutschland gemäß Schätzung auf Basis des industriellen Energieverbrauchs .....	66
Tabelle 3-1: Die Transformationsindikatoren der EBRD für 1998.....	74
Tabelle 3-2: Allgemeine Kennziffern der Transformationsländer .....	76
Tabelle 3-3: Notleidende Kredite in PL, CZ und H .....	91
Tabelle 3-4: Spread für Nominalzinsen in PL, CZ und H .....	92
Tabelle 3-5: Makroökonomische Kennzahlen Polen.....	101
Tabelle 3-6: Wechselkurspolitik Polen.....	104
Tabelle 3-7: Makroökonomische Kennzahlen Tschechien .....	105
Tabelle 3-8: Wechselkurspolitik Tschechien .....	107

Tabelle 3-9:	Makroökonomische Kennzahlen Ungarn.....	108
Tabelle 3-10:	Wechselkurspolitik Ungarn.....	110
Tabelle 4-1:	Institutionelle Ansätze zur Lösung des Glaubwürdigkeitsproblems der Geldpolitik .....	123
Tabelle 4-2:	Lohnstückkosten, Reallohn und Produktivität in PL, CZ und H .....	148
Tabelle 4-3:	Ausländische Direktinvestitionen in PL, CZ und H .....	149
Tabelle 4-4:	Nettokapitalimporte in PL, CZ und H .....	164
Tabelle 4-5:	Komponenten der Geldbasis in PL, CZ und H .....	165
Tabelle 4-6:	Wechselkurspolitik in PL, CZ und H im Überblick.....	172

## Verzeichnis der Abkürzungen

AD	Aggregate Demand
AEA	American Economic Association
Art.	Artikel
AS	Aggregate Supply
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CEPR	Center for Economic Policy Research
CNB	Czech National Bank
CPI	Consumer Price Index
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
EBRD	European Bank of Reconstruction and Development
EU	Europäische Union
EZU	Europäische Zahlungsunion
FDI	Foreign Direct Investment
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IFIs	International Financial Institutions
IMF/IWF	International Monetary Fund/Internationaler Währungsfonds
KP	Kommunistische Partei
KPI	Konsumentenpreisindex
NAIRU	Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment
NBH	National Bank of Hungary
NBP	National Bank of Poland
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
p.a.	per annum
PPI	Producer Price Index
RGW	Rat für gegenseitige Wirtschaftshilfe
RM	Reichsmark
WB	World Bank
WTO	World Trade Organization
ZEI	Zentrum für Europäische Integrationsforschung
ZP	Zinsparität





## 1 Einführung

### 1.1 Problemstellung und Ziel der Arbeit

Der Zusammenbruch der ehemaligen Zentralverwaltungswirtschaften Mittel- und Osteuropas liegt nun über ein Jahrzehnt zurück. Ausgehend von einer zentralverwalteten Planwirtschaft erforderte das Ziel der Einführung einer Marktwirtschaft tief greifende Reformen. Insbesondere in der deutschsprachigen ökonomischen Profession herrschte die Überzeugung, dass die Implementierung marktwirtschaftlicher Allokationsmechanismen den wichtigsten und entscheidenden Beitrag für einen Aufholprozess Mittel- und Osteuropas darstellt. Hiermit konsistent ist die Beobachtung, dass das deutsche Wirtschaftswunder der fünfziger und sechziger Jahre primär ordnungspolitisch interpretiert wird, obwohl die Wirtschaftsgeschichte der Bundesrepublik Deutschland zeigt, dass neben ordnungspolitischen Weichenstellungen stets auch prozesspolitische Fragen (z.B. Bewältigung der Zahlungsbilanzkrise 1950/51, Wechselkurspolitik der sechziger Jahre) auf der wirtschaftspolitischen Agenda standen, deren Handhabung den Aufholprozess offensichtlich begünstigt hat.

Parallel zur oben dargestellten (neoklassischen) Politikempfehlung formierte sich eine alternative Entwicklungsstrategie in Gestalt des Monetärkeynesianismus, der hier in seiner Ausprägung als "Berliner Schule" behandelt wird. Faktisch handelt es sich um eine Theorie wirtschaftlicher Entwicklung, die um transformationstheoretische Aspekte angereichert wurde. Die Kompromisslosigkeit des Monetärkeynesianismus äußert sich darin, dass ordnungspolitische Rahmenbedingungen und realwirtschaftliche Faktoren für den Entwicklungsprozess nicht als irrelevant, aber als unbedeutend angesehen werden. Von entscheidender Bedeutung ist vielmehr die Vermögenssicherungsqualität einer Währung. Die Logik des Monetärkeynesianismus setzt dabei an einer „Theorie der Geldwirtschaft“ an. Demzufolge ist eine Geldwirtschaft nicht lediglich eine Tauschwirtschaft unter der Verwendung von Geld, sondern ein eigenständiges Wirtschaftssystem, welches dadurch gekennzeichnet ist, dass ökonomische Interaktionen zwischen arbeitsteilig agierenden Wirtschaftssubjekten in Nominalvariablen abgewickelt werden. Dieses Geldverständnis hat weit reichende Konsequenzen für die Bestimmungsgründe des Einkommensniveaus einer Volkswirtschaft. So sind Wirtschaftssubjekte vorzugsweise dann bereit, Produktionsprozesse durch die Vergabe von Krediten zu finanzieren, wenn sie von der langfristigen Stabilität des Geldes überzeugt sind. Unsicherheiten hinsichtlich der zu erwartenden Stabilität des Geldes äußern sich in Risikoprämien und damit einem höheren Zinsniveau, was bei gegebener Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals die Höhe der wirtschaftlichen Aktivität restringiert. Die Gründe für Unterentwick-

lung in Form niedriger Pro-Kopf-Einkommen sind damit offensichtlich: Ausgehend von der Existenz einer globalen Währungshierarchie erfolgt die Wahrung eines Devisenmarktgleichgewichts unter der Bedingung divergierender Zinssätze als Konsequenz unterschiedlicher Liquiditätsprämien der Währungen. Eine höhere Einkommensbildung durch Verringerung des Zinses ist nur möglich, wenn sich die Position der Währung in der globalen Währungshierarchie verbessert.

Diese Kompromisslosigkeit, mit der der Monetärkeynesianismus im Gegensatz zur Neoklassik die Bedeutung der Vermögenssicherungsqualität einer Währung und damit von Nominalgrößen für den realen Sektor betont, ist für die vorliegende Arbeit Motivation und Ansatzpunkt zugleich. Im folgenden soll daher eine Analyse des Zusammenhangs zwischen dem Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik und einem Prozess nachholender Entwicklung vorgenommen werden. Dies erfolgt anhand von Fallstudien ausgewählter Transformationsländer Mittel- und Osteuropas sowie unter Bezugnahme auf die Wirtschaftsgeschichte und -entwicklung Westdeutschlands.

Als Ziel der Arbeit sind drei Punkte zu nennen: Erstens ist die Implementierbarkeit einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie von Interesse. Die Notwendigkeit dieser Fragestellung kann damit begründet werden, dass dieser Entwicklungsstrategie auch der Vorwurf eines „Machbarkeitsglaubens“ entgegengebracht wird. Zweitens ist der Frage nachzugehen, ob die im Zuge des Transformationsprozesses gemachten Erfahrungen Anhaltspunkte für eine Verifizierung oder eine Falsifizierung des monetärkeynesianischen Paradigmas liefern können. Drittens ist zu klären, ob die monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie - sofern sie nicht in ihrer Reinform implementierbar ist - zumindest in einer abgeschwächten Form wirtschaftspolitische Relevanz erfahren kann.

## **1.2 Gang der Untersuchung**

Die genannten Fragen werden in der vorliegenden Arbeit auf folgende Weise bearbeitet:

In Kapitel 2 wird die Aufgabe der Systemtransformation zunächst aus Sicht der herrschenden Neoklassik skizziert. Anschließend werden die Grundlagen einer Theorie der Geldwirtschaft dargelegt, wobei der Schwerpunkt auf die wirtschafts- bzw. entwicklungspolitischen Implikationen gelegt wird. Als Anwendungsfall einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie wird schließlich das Wirtschaftswunder der Bundesrepublik Deutschland diskutiert, da zu

vermuten ist, dass dieses für den weiteren Verlauf der Analyse wertvolle Erkenntnisse bereithält.

In Kapitel 3 erfolgt neben einer begründeten Auswahl der zu untersuchenden Länder Polen, Tschechien und Ungarn eine erste empirische Bestandsaufnahme des Transformationsprozesses in den genannten Ländern. Das Hauptaugenmerk liegt hierbei auf der Stabilisierungspolitik unmittelbar zu Beginn des Transformationsprozesses sowie der Geld- und Währungspolitik der nachfolgenden Dekade. Die Analyse selbst bleibt zu diesem Zeitpunkt eher deskriptiv, da zunächst Diskrepanzen zwischen den Politikempfehlungen des Monetärkeynesianismus sowie der tatsächlich praktizierten Politik erarbeitet werden sollen. Die Beobachtung einer Diskrepanz wird schließlich als Anlass genommen, mögliche Gründe für den Verzicht auf eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie darzulegen und dies mit der Frage zu verbinden, inwiefern eine solche Entwicklungsstrategie die Kriterien einer rationalen wirtschaftspolitischen Konzeption erfüllt. An diese Bestandsaufnahme anknüpfend wird schließlich nach Anhaltspunkten für die Verifizierung bzw. Falsifizierung des monetärkeynesianischen Paradigmas gesucht.

In Kapitel 4 erfolgt die Analyse aus einer anderen Perspektive. Die Fallstudien werden nun unter dem Gesichtspunkt analysiert, ob nicht Ansatzpunkte identifizierbar sind, eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie zumindest in Ansätzen zu implementieren. Hierbei wird vor allem auf das Kalkül eingegangen, den Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik in einem Stabilisierungsprogramm einzusetzen. Die Eignung der Fallstudien für diese Fragestellung bedarf einer Rechtfertigung, da für keines der betrachteten Länder bekannt ist, dass die Verfolgung einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie auf der wirtschaftspolitischen Agenda gestanden hätte. Die Aussagekraft der Fallstudien liegt darin begründet, dass die stilisierten Fakten des Transformationsverlaufs Probleme darstellen, die auch aus Sicht der herrschenden Neoklassik verhinderungswürdig sind. Hierzu zählt das Phänomen der Überschuldung finanzieller Institutionen sowie das Szenario allgemeiner monetärer Instabilität, was unter der Bedingung eines fixen Wechselkurses die Gefahr einer Währungskrise impliziert. Daher lässt die Reaktion der Wirtschaftspolitik auf diese Probleme Rückschlüsse auf die genannte Fragestellung zu.

Kapitel 5 fasst die gewonnenen Erkenntnisse zusammen und würdigt nochmals den wissenschaftlichen Gehalt einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie.



## 2 Die Transformation ehemaliger Zentralverwaltungswirtschaften Mittel- und Osteuropas und das monetärkeynesianische Paradigma

### 2.1 Grundriss einer Theorie der Systemtransformation

Die 1989/90 einsetzenden Transformationsbemühungen in Mittel- und Osteuropa erfolgten unter der erschwerenden Bedingung, dass zu diesem Zeitpunkt keine Theorie der Systemtransformation existierte, die empirisch abgestützte Hypothesen hätte bereitstellen können.<sup>1</sup> Damit waren die Träger der Transformationspolitik gezwungen, komplexe Entscheidungen auf nur unsicherer theoretischer Basis zu treffen. Unzweifelhaft war lediglich das *Globalziel der Systemtransformation* bzw. der Gegenstand der Transformationsaufgabe: Als Systemtransformation galt „jener durch politischen Gestaltungswillen und politisches Handeln ausgelöste Prozess (..), der durch eine Substitution gegebener ordnungskonstituierender Merkmale durch andere einen „qualitativen“ Sprung derart bewirkt, dass es zu einer Ablösung des alten Systems durch ein neues kommt.“<sup>2</sup> Nochmals präziser und mit Blick auf die Situation Mittel- und Osteuropas wurde formuliert: „Transformationspolitik ist (..) Wirtschaftspolitik, deren Ziel es ist, das ineffiziente planwirtschaftliche System durch ein effizientes marktwirtschaftliches System zu ersetzen.“<sup>3</sup>

In einem einfachen Modell kann die Transformationsaufgabe mit Hilfe der Produktionsmöglichkeitenkurve beschrieben werden.<sup>4</sup> Gegenstand der Betrachtung ist eine Volkswirtschaft mit einem Investitionsgütersektor  $IG$  und einem Konsumgütersektor  $KG$ . Der mit gegebenen Ressourcen erzielbare maximale Output ist ein Punkt auf der Produktionsmöglichkeitenkurve  $T_1$  (vgl. Abbildung 2-1). Unter zentralverwaltungswirtschaftlichen Bedingungen wird das mengenmäßige Verhältnis der Produktion von Investitions- und Konsumgütern von der politischen Führung bestimmt, deren Präferenz durch eine politische Indifferenzkurve  $P$  dargestellt ist. Aufgrund der für eine Zentralverwaltungswirtschaft charakteristischen technischen Ineffizienz wird der so bestimmbare Optimalpunkt  $X_1$  jedoch nicht erreicht, so dass ein Punkt  $X_0$  diesseits der Produktionsmöglichkeitenkurve realisiert wird. Eine weitere Eigenschaft des angestrebten Optimalpunktes  $X_1$  ist die Tatsache, dass die Präferenzen der Wirtschaftssubjekte weit gehend unberücksichtigt bleiben.

---

<sup>1</sup> Vgl. Lösch (1993), S. 11.

<sup>2</sup> Kloten (1991), S. 8f.

<sup>3</sup> Lösch (1993), S. 23.

<sup>4</sup> Vgl. Allsopp/Kierzkowski (1997), S. 5; vgl. Stoetzer (2001), S. 367f.

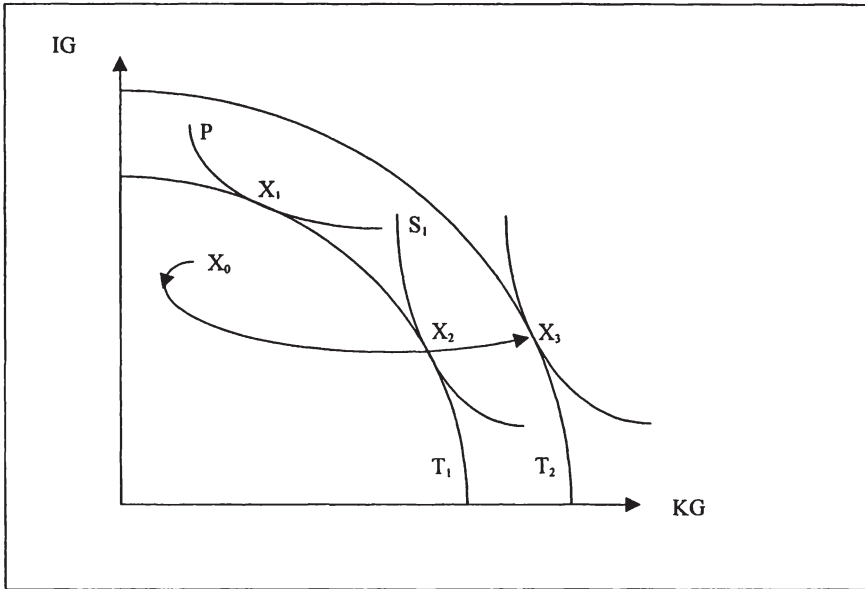


Abbildung 2-1: Produktionsmöglichkeitenkurve

Quelle: Stoetzer (2001), S. 368.

So muss davon ausgegangen werden, dass die Wirtschaftssubjekte im Vergleich zur politischen Führung eine relative Höferschätzung von Konsumgütern und relative Minderschätzung von Investitionsgütern verspüren. Aus diesem Grund würde sich unter Berücksichtigung einer aggregierten gesellschaftlichen Indifferenzkurve  $S_1$  der Optimalpunkt  $X_2$  ergeben.

Im Rahmen des oben gewählten Modells besteht das Ziel der Transformationspolitik demnach in der Forcierung eines realwirtschaftlichen Strukturwandels und damit der Produktion, was sich graphisch im Übergang von  $X_0$  zu  $X_2$  äußern würde (Erhöhung der technischen und allokativen Effizienz).<sup>5</sup> Als langfristiges Ziel stellt sich die Realisierung eines Wachstumsprozesses (Erhöhung der dynamischen Effizienz), was einer Erweiterung der Produktionsmöglichkeitenkurve auf  $T_2$  und damit dem Übergang von  $X_2$  zu  $X_3$  gleichkommt.

<sup>5</sup> Für Ansätze zur Erklärung der Transformationsrezession vgl. Dumke (2001), S. 150ff.

Bei der Bestimmung der für eine Systemtransformation erforderlichen Elemente griffen die meisten Ökonomen - insbesondere im deutschsprachigen Raum - auf die von Eucken formulierten konstituierenden und regulierenden Prinzipien der Wirtschaftspolitik zurück.<sup>6</sup> „Eigentlicher Kern einer Systemtransformation ist (..) der Wandel in den wirtschaftlichen *Allokationsmethoden* (Hervorhebung P.K.). Planwirtschaftliche Abstimmungsverfahren werden durch marktwirtschaftliche Koordinierungsmechanismen ersetzt (..) Das bedingt ein dazu passendes Preissystem und dazu passende Preisbildungsverfahren.“<sup>7</sup>

Zentrale Elemente der Systemtransformation in Mittel- und Osteuropa waren damit umrissen. Zusammen mit dem Erfordernis der Inflationsbekämpfung insbesondere zu Beginn des Transformationsprozesses kamen Reformmaßnahmen auf die wirtschaftspolitische Agenda, die sich wie folgt systematisieren lassen:<sup>8</sup>

### 1. Makroökonomische Stabilisierung

- Stabilisierung der zurückgestauten Inflation
- Verhinderung der Monetisierung von Budgetdefiziten
- Einführung eines zweistufigen Bankensystems
- ..

---

<sup>6</sup> Vgl. Bohnet/Ohly (1992), S. 31; vgl. Apolte/Cassel (1991), S. 48; vgl. Weber (1992).

<sup>7</sup> Kloten (1991), S. 25. „Unterschätzt werden Ausmaß und Tragweite derjenigen Vorkehrungen, die erst funktionierende Märkte schaffen (..): (1) Die Gewährung individueller Handlungs- und Verfügungsrechte als Kern einer Privatrechtsordnung; (2) Dezentralisation und Entflechtung von Staatsbetrieben; (3) Formen einer Überführung von Eigentum aus Staatshand in private Hände; (4) eine Neuordnung des Bankwesens mit strikter Trennung zwischen Notenbank und - untereinander konkurrierender - Geschäftsbanken; (5) eine umfassende Restrukturierung der staatlichen Haushaltsführung und des Systems an Abgaben; (6) der Verzicht auf die bislang übliche systematische Abführung monetärer Mittel an staatliche Fonds zugunsten eigenverantwortlicher finanzieller Dispositionen der Unternehmen bei gleichzeitiger regulärer Erhebung von Steuern; (7) eine – adäquate – Öffnung der Märkte nach außen auf der Basis konformer Wechselkurse.“ Kloten (1991), S. 26.

<sup>8</sup> Vgl. Allsopp/Kierzkowski (1997), S. 3; vgl. Buch (1996a), S. 70; vgl. Stippler (1998), S. 25ff. Hinsichtlich der Relevanz des „Washington Consensus“ für die Systemtransformation Mittel- und Osteuropas vgl. Dabrowski/Gomulka/Rostowski (2001); vgl. Williamson (2000); vgl. Wagener (2000).



## 2. Realwirtschaftliche Umstrukturierung

- Liberalisierung von Güter- und Faktormärkten
- Überführung von Kollektiveigentum in Privateigentum; Sicherstellung eindeutig definierter Eigentumsrechte; Gewerbefreiheit
- Einführung und Durchsetzung harter Budgetrestriktionen
- Entflechtung von Kombinat; Etablierung einer Wettbewerbsordnung; außenwirtschaftliche Öffnung
- Reform der öffentlichen Verwaltung
- ..

Auffallend ist die Tatsache, dass der Schwerpunkt der Maßnahmen auf ordnungspolitische Reformen und realwirtschaftliche Umstrukturierung gerichtet ist. Dem Nominalsystem kommt nach erfolgreicher Stabilisierung und nachfolgender Bewahrung von Preisniveaustabilität keine herausragende Bedeutung zu – ein Ansatz, der mit der vorherrschenden neoklassischen Strömung in der ökonomischen Profession konsistent ist. “After initial stabilization, successful transition is mainly about microeconomics; the job of macroeconomics thereafter is not to get in the way.”<sup>9</sup> Die Implikation dieser Sichtweise besteht

---

<sup>9</sup> Begg (1998), S. 684. Ernsthaft umstritten waren in der ökonomischen Profession nur Fragen des Zeitpunkts, der Geschwindigkeit und der Reihenfolge wirtschaftspolitischer Maßnahmen, was sich schlagwortartig in der Kontroverse zwischen Gradualismus und Schocktherapie in der Transformationspolitik niederschlug. Vgl. Stoetzer (2001), S. 371; vgl. Lösch (1993), S. 32. Unter *Schocktherapie* versteht man eine möglichst frühzeitige, schnelle und simultane Umsetzung aller Reformmaßnahmen, um die Bedingungen des marktwirtschaftlichen Regelmechanismus möglichst zügig und konsistent einzuführen. Bei Einführung der oben skizzierten Maßnahmen ergibt sich demzufolge rasch die notwendige Anpassung der relativen Preise, eine effiziente Allokation der Ressourcen und ein Ausgleich von Angebot und Nachfrage auf den relevanten Märkten. Vgl. Ahrens (1997), S. 12f. Das hohe Transformationsstempo ist auch deshalb von Bedeutung, weil nur so die positiven Wohlfahrtswirkungen des Systemwechsels frühzeitig spürbar werden, was die Akzeptanz der Transformationspolitik in der Bevölkerung erhöht. Vgl. Lösch (1993), S. 33. Die Anhänger des *Gradualismus* hingegen plädierten in jeder Hinsicht für eine moderatere Vorgehensweise. Aufgrund von Unsicherheiten in marktwirtschaftlichen Systemen im allgemeinen sowie unvermeidbarer Inkonsistenzen und Marktunvollkommenheiten im Transformationsprozess im besonderen sind Pfadabhängigkeiten der ökonomischen Entwicklung wahrscheinlich. Hieraus resultiert Interventionsbedarf in Form einer bewussten zeitlichen Streckung von Reformmaßnahmen, was die Folge- und Nebenwirkungen einzelner Maßnahmen identifizier- und kontrollierbar macht sowie Spiel-

darin, dass das Entwicklungspotenzial eines Transformationslandes um so höher einzuschätzen ist, je höher der Grad der Verwirklichung ordnungspolitischer und realwirtschaftlicher Reformen ist.

## 2.2 Der Beitrag des Monetärkeynesianismus

Parallel zur oben dargestellten Transformationstheorie bildete sich ein alternativer Ansatz in der Tradition des monetärkeynesianischen Paradigmas. Die *Berliner Schule* um Hajo Riese formulierte eine um transformationstheoretische Aspekte angereicherte Theorie wirtschaftlicher Entwicklung.<sup>10</sup> Besonders auffällig ist die Kompromisslosigkeit dieses monetärkeynesianischen Ansatzes: Ordnungspolitische Rahmenbedingungen und realwirtschaftliche Faktoren gelten zwar nicht als für den Transformationsprozess irrelevant.<sup>11</sup> Ihr Stellenwert ist jedoch derart gering, dass eine entsprechende Positiveinschätzung in Veröffentlichungen des Monetärkeynesianismus oft nur auf Fußnotenebene erfolgt bzw. dadurch relativiert wird, dass auf paradigmengerechte wirtschaftshistorische Erfahrungen verwiesen wird, die jedoch vage bleiben.<sup>12</sup> Entwicklungsunterschiede werden in erster Linie auf unterschiedliche *Vermögenssicherungsqualitäten von Währungen* zurückgeführt.<sup>13</sup> Als Implikation für

---

räume für gezielte Korrekturmaßnahmen der Wirtschaftspolitik schafft. Vgl. Ahrens (1997), S. 13f; vgl. Lösch (1993), S. 32f.

<sup>10</sup> Aus Vereinfachungsgründen werden im weiteren Verlauf der Arbeit die Begriffe "Berliner Schule" und "Monetärkeynesianismus" synonym verwendet. Hinsichtlich der Ausprägungen des monetärkeynesianischen Paradigmas vgl. Minsky (1980); vgl. Kregel (1998); vgl. Heinsohn/Steiger (1981); vgl. Heinsohn/Steiger (2002).

<sup>11</sup> Vgl. Herr (1992), S. 212; vgl. Herr (2001), S. 269.

<sup>12</sup> „Gegenüber der Einkommensbildung weist die Etablierung einer Marktorganisation lediglich sekundären Stellenwert auf. Jenseits der für jede Geldwirtschaft konstitutiven privatwirtschaftlichen Rechnungsführung haben auch die Ökonomien nach dem zweiten Weltkrieg erst mit fortschreitender Einkommensbildung den liberalen Normen entsprechende Marktorganisationen herausgebildet, nicht aber als Voraussetzung einer Einkommensbildung eingeführt. Marktrestriktionen lassen sich nur im Gefolge von Entwicklung abbauen – so wie es Friedrich List bereits vor mehr als anderthalb Jahrhunderten diagnostizierte.“ Riese (1993), S. 136f.

<sup>13</sup> Vgl. Kapitel 2.2.2. „Nicht die Wahrung des allokativen Gleichgewichtes, welches die Entwicklungsdifferentiale festschreibt, sondern eine Veränderung der Position in der Währungshierarchie wird zum Kriterium für eine nachholende Entwicklung.“ Lükens-Klaßen (1993), S. 69. „In der Gegenwart gibt es neben der Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit unserer eigenen Geldwirtschaft zwei vordringlich zu beobachtende monetäre Entwicklungen:

die Transformationsländer Mittel- und Osteuropas ergibt sich die Notwendigkeit der Durchführung einer konfiskatorischen Währungsreform sowie der Erzielung von Leistungsbilanzüberschüssen durch Aufrechterhaltung eines Stabilitätswachstums, wobei der *Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik* dient. Aufgrund der erwähnten Kompromisslosigkeit der Vorschläge ist die Ratio des Monetärkeynesianismus im folgenden ausführlich darzulegen.

### 2.2.1 Die wirtschaftstheoretischen Grundlagen einer Geldwirtschaft

„Stabilisierung von Preisniveau und Wechselkurs dienen (...) nicht der Realisierung von Zielen, die in letzter Konsequenz wohlfahrtsökonomisch bestimmt sind, sondern bezwecken die Sicherung der Funktionsbedingungen einer Geldwirtschaft.“

Riese (1990), S. 5.

Die aus monetärkeynesianischer Sicht prägende Rolle des Geldes im Wirtschaftsprozess wird im folgenden dadurch analysiert, dass zunächst die einschlägigen Funktionen von Geld diskutiert werden. Anschließend wird der Frage nachgegangen, inwiefern sich eine (neoklassische) Tauschwirtschaft von einer (monetärkeynesianischen) Geldwirtschaft unterscheidet, und welche Implikation die Konzeption einer Geldwirtschaft für die notwendigen Eigenschaften eines Geldmediums hat. Konkret wird zu fragen sein, von welchen Faktoren die Akzeptanz einer Währung bei den Wirtschaftssubjekten abhängt, und welche Konsequenz aus der Akzeptanz einer Währung für die Investitionsneigung in einer Geldwirtschaft resultiert. Abschließend werden der relative Stellenwert des Zieles Vollbeschäftigung im Vergleich zur Preisniveaustabilität sowie die Rolle des Zinses erörtert.

- 
- Es ist erstens einer Reihe von Wirtschaftsräumen seit mehr als fünfzig Jahren nicht gelungen, den Entwicklungsvorsprung gegenüber einer relativ geringen Zahl führender Wirtschaftsräume aufzuholen. Das richtige Verständnis des Geldes kann hier Nutzen stiften und die Vorurteile über die Gründe des Zurückbleibens beseitigen helfen.
  - Es wartet zweitens die nicht weniger bedeutende Aufgabe der Transformation der staatsplanerischen Herrschaftsräume (...) auf eine angemessene Lösung. Auch hier kann das Verständnis der Funktionsbedingungen der Geldwirtschaft zumindest aufzeigen, wie der Erfolg sich einstellen könnte.“ Stadermann (1994), S. 46f.

### 2.2.1.1 Funktionen des Geldes

Geld dient als Wertstandard, als Zahlungsmittel sowie als Wertaufbewahrungsmittel.<sup>14</sup> Die Funktion des *Wertstandards* beruht auf der Notwendigkeit, dass Güter mittels eines einheitlichen Wertstandards beschrieben werden müssen, um letztlich vergleichbar zu sein.<sup>15</sup> Die Funktion des *Zahlungsmittels* gliedert sich in zwei Unterfunktionen. So findet Geld im Rahmen der Erfüllung von Kaufverträgen als Kaufmittel, im Rahmen der Erfüllung von Kreditverträgen als Kreditmittel Verwendung. Die Funktion des *Wertaufbewahrungsmittels* ist zum einen der Tatsache geschuldet, dass einem Wirtschaftssubjekt die perfekte Synchronisation zwischen Einnahmen und Ausgaben unmöglich ist und somit das Halten einer Transaktions- bzw. Vorsichtskasse nötig wird. Zum anderen sind Bedingungen denkbar, unter denen das Halten von Geld angesichts der Risiken anderer Anlageformen die sicherste und vorteilhafteste Form der Vermögensanlage darstellt.

Von entscheidender Bedeutung ist die monetärkeynesianische These, dass das Entwicklungspotenzial einer Geldwirtschaft um so größer ist, je besser die beschriebenen Geldfunktionen erfüllt werden.<sup>16</sup> Die Begründung dieser These setzt einige Überlegungen zur Konzeption der Geldwirtschaft als Nominalsystem voraus.

### 2.2.1.2 Geldwirtschaft als Nominalsystem

In den dreißiger Jahren versuchte der Keynesianismus zu zeigen, dass mit der Veränderung von Nominalvariablen des geldwirtschaftlichen Systems auch Veränderungen von Realvariablen verbunden sein können. Auf diese Weise erfuhr das Verständnis von Geld zwar eine Akzentuierung, indem die Rolle des Geldes als möglicher *Störfaktor des marktlichen Systems* entdeckt wurde.<sup>17</sup> Eine grundsätzlich neue Qualität erhielt das marktliche System durch die Verwendung von Geld jedoch nicht. Auch in der Gegenwart reduziert sich die Diskussi-

---

<sup>14</sup> Vgl. Issing (1990), S. 1f; vgl. Herr (1992), S. 28ff; vgl. Riese (1989), S. 1ff; vgl. Keynes (1930), S. 1f.

<sup>15</sup> In der Literatur findet sich anstatt der Funktion des Wertstandards oft der Begriff *Rechenmittel*.

<sup>16</sup> Vgl. Tober (1999), S. 18; vgl. Lüken-Klaßen (1993), S. 69.

<sup>17</sup> Vgl. Spahn (1999a), S. 4.

on über das Wesen des Geldes meist auf die Kontroverse über die Neutralität vs. Nichtneutralität des Geldes.<sup>18</sup>

Der Monetärkeynesianismus hingegen betont den ordnungstheoretischen Charakter des Geldes. Demzufolge ist eine Geldwirtschaft nicht lediglich eine Tauschwirtschaft unter der Verwendung von Geld, sondern ein *Wirtschaftssystem sui generis*, welches dadurch gekennzeichnet ist, dass ökonomische Interaktionen zwischen arbeitsteilig agierenden Wirtschaftssubjekten in Nominalvariablen abgewickelt werden.<sup>19</sup> Eine ökonomische Interaktion ist dadurch gekennzeichnet, dass ein Anbieter für den Verkauf eines Gutes an einen Kunden eine Gegenleistung fordert und dieser Kunde somit zum Schuldner wird. Diese Schuld könnte der Kunde durch Lieferung selbst erstellter Güter und Dienstleistungen erfüllen. Eine solche Form der Begleichung von Schulden ist für den Anbieter jedoch meist uninteressant, so dass sich das Problem eines alternativen Mediums der Schuldentilgung stellt. Dieses alternative Medium könnte in einem Schuldschein des Schuldners bestehen, was dahin gehend interpretiert werden kann, dass der Gläubiger die Forderung auf spätere Güterlieferung akzeptiert. Von besonderem Interesse wäre aus Sicht des Gläubigers jedoch die Aussicht, mit diesem Schuldschein auch bei Dritten Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können, d.h. ein allgemein marktfähiges Medium zu erhalten, welches die Aneignung von Ressourcen ermöglicht.

Diese Transformation eines bilateralen Schuldverhältnisses in ein multilaterales bzw. gesellschaftliches ist im Kontext des *Informations- und Vertrauensproblems* zu sehen, das einer komplexen arbeitsteiligen Welt inhärent ist.<sup>20</sup> Im Falle bilateraler Transaktionen ist der Grad der Informiertheit des Verkäufers über die Zahlungsfähigkeit und -willigkeit eines potentiellen Schuldners relativ groß. Im Falle multilateraler Marktbeziehungen ist die Informationslage über den jeweiligen Marktpartner hingegen schlechter, das Problem der Glaubwürdigkeit von Schuldversprechen somit größer. An dieser Stelle bietet sich der Ausweg über die Begleichung der Schuld durch einen Vermögenstitel an, der deshalb vom Gläubiger akzeptiert wird, weil er einer marktgängigen Forderung entspricht und somit die Aneignung von Ressourcen garantiert.<sup>21</sup> Dieser Vermögenstitel kann verschiedene Erscheinungsformen annehmen (Münze, Papiergeld, Schuldschein etc.); von entscheidender Bedeutung ist jedoch die Tatsache, dass die Wirtschaftssubjekte von der langfristigen Akzeptanz des Vermögenstitels überzeugt

---

<sup>18</sup> Vgl. Lucas (1996); vgl. Neumann (1988).

<sup>19</sup> Vgl. Spahn (1999a), S. 8ff.

<sup>20</sup> Vgl. Coleman (1995), S. 153ff, S. 239ff.

<sup>21</sup> Vgl. Spahn (1999a), S. 64.

sind. „Verkäufer sind bereit, es (Geld, P.K.) zu akzeptieren, weil es andere gibt, die bereit sind, es zu akzeptieren.“<sup>22</sup> Freilich findet damit nur eine Problemverschiebung statt, da nun das Vertrauen in das Geld selbst sichergestellt sein muss.

### 2.2.1.3 Knappheit als Voraussetzung für die Akzeptanz eines Geldes

Die Akzeptanz eines Geldes setzt dessen Stabilität voraus.<sup>23</sup> Dies ist anhand der erodierenden Wirkung von Inflation auf die Fähigkeit einer Währung, Geldfunktionen zu übernehmen, zu erläutern.

Das Hauptaugenmerk ist auf die Distributionswirkungen von Inflation zu legen. Von zentraler Bedeutung ist die Tatsache, dass der Realwert von Nominalvermögen unter inflationären Bedingungen reduziert wird:<sup>24</sup> Die Beeinträchtigung von Geld als *Wertaufbewahrungsmittel* stellt sich im Falle zinsloser Geldhaltung, als *Kreditmittel* im Rahmen von Gläubiger-Schuldner-Beziehungen. Im letztgenannten Fall ist die Vermeidung eines Realvermögensverlusts von Gläubigern durch Anpassung der Nominalverzinsung  $i$  in Höhe der antizipierten Inflationsrate  $\hat{p}^e$  zwar grundsätzlich möglich (Fisher-Theorem):<sup>25</sup>

$$i = r + \hat{p}^e$$

Trotzdem ist zu bezweifeln, dass der Marktprozess Gläubigern einen vollständigen Schutz vor Inflation bietet und den Realzins  $r$  unverändert lässt. Dies kann damit begründet werden, dass eine Anpassung des Zinses in Höhe der erwarteten Inflationsrate lediglich den Erwerber, nicht jedoch den Halter bereits existierender Finanzaktiva schützen kann. Ferner ist darauf zu verweisen, dass ein vollständiger Schutz des Gläubigers die unrealistische Annahme einer perfekten Antizipation der Inflationsrate voraussetzt. In der Konsequenz bedeutet die unzureichende Absicherbarkeit von Nominalwertvermögen gegenüber Real-

---

<sup>22</sup> Arrow (1984), S. 19.

<sup>23</sup> „Die von einer Regierung ausgegebene Währung ist nicht länger ein Zahlungsverprechen in Form einer Währung, die einen intrinsischen Wert aufweist (wie Silber oder Gold), sondern lediglich reines Papiergeld (..) Das explizite Versprechen der Regierung, „dem Inhaber bei Vorlage“ in Warengeld zu zahlen, ist durch das implizite Versprechen ersetzt worden, Papiergeld nicht schneller auszugeben, als die Menge an Gütern und Dienstleistungen in der Wirtschaft steigt. Die Nichteinlösung dieses impliziten Versprechens lässt den Wert des Papiergeldes sinken.“ Coleman (1995), S. 153f.

<sup>24</sup> Vgl. Issing (1990), S. 208ff; vgl. Mankiw (2000), S. 192f.

<sup>25</sup> Vgl. Spahn (1999), S. 146ff.

wertverlusten, dass die Bereitschaft von Geldvermögensbesitzern zur Vergabe langfristiger Kredite zurückgeht.<sup>26</sup>

Zu den unerwünschten Allokationswirkungen von Inflation zählt ferner die Erscheinung, dass inflationäre Prozesse auch zu Verzerrungen der relativen Preisstruktur führen. Die „Flucht in die Sachwerte“, d.h. der Versuch der Realwertsicherung von Vermögen durch Investition in Sachaktiva, wirkt hierbei als verstärkender Faktor der Inflation. Beobachtbare Veränderungen der Preise sind unter diesen Bedingungen nicht mehr als realwirtschaftlich bedingte Knappheitsveränderungen zu interpretieren. Damit werden Preise ihrer Informations- und Allokationsfunktion beraubt und Investitionen fehlgeleitet; die Funktion einer Währung als *Wertstandard* wird außer Kraft gesetzt. Die vollständige Erosion eines Geldsystems dokumentiert sich schließlich im Verlust der Zahlungsmittelfunktion in der Ausprägung als *Kaufmittel*.<sup>27</sup>

Die bisherigen Überlegungen legen nahe, dass es sich bei dem Medium Geld um ein öffentliches Gut handelt, welches einer Bereitstellung durch den Staat bedarf.<sup>28</sup> Dies könnte damit begründet werden, dass die *Verwendung* von Geld als Wertstandard die einschlägigen Kriterien für ein öffentliches Gut - Nicht-Rivalität im Konsum und Nicht-Ausschließbarkeit von Nichtzahlern - erfüllt.<sup>29</sup> Eine derartige Schlussfolgerung wäre jedoch voreilig; die Einführung eines staatlichen Geldes ist keineswegs zwingend.

---

<sup>26</sup> Vgl. Mankiw (2000), S. 203f; vgl. Herr (1992), S. 41f.

<sup>27</sup> Eine Deflation ist mit einer Geldwirtschaft ebenfalls nicht kompatibel, da absolut sinkende Preise eine kumulative Interaktion zwischen Güter-, Vermögens- und Arbeitsmarkt bewirken. Diese nimmt bei der Verschlechterung von Profiterwartungen aufgrund sinkender Absatzpreise ihren Anfang, bewirkt Unterbrechungen in Zahlungsketten aufgrund der realen Überschuldung und des Konkurses von Schuldnern mit der Konsequenz von Vermögensverlusten auch bei Gläubigern und führt schließlich zur Erscheinung, dass Geldhaltung zur vorherrschenden Investitionsstrategie wird. Vgl. Herr (1992), S. 45f.

<sup>28</sup> Vgl. Spahn (1999a), S. 15.

<sup>29</sup> Des weiteren fällt auf, dass Geld in seiner Funktion als Zahlungsmittel auch Netzwerkexternalitäten aufweist: Der Nutzen der Verwendung eines Geldmediums steigt mit der Zahl jener Wirtschaftssubjekte, die dieses Geldmedium als Zahlungsmittel verwenden, da der ökonomische Aktionsradius ohne Wechselkursrisiken erhöht wird. Vgl. DeGrauwe (1996), S. 1ff; vgl. Herr (1992), S. 34f. Diese Tatsache bewirkt, dass sich langfristig genau ein Geldmedium am Markt durchsetzt - jenes nämlich, welches dem Vertrauensproblem der Wirtschaftssubjekte am besten Rechnung trägt und insofern gesellschaftlich optimal ist. Es muss gleichwohl offen bleiben, ob bei diesem Such-, Selektions- und Einigungsprozess aufgrund von Pfadabhängigkeiten nicht auch multiple Gleichgewichte möglich sind, so dass die unterstellte Optimalität einer Marktlösung fraglich ist.

Zur Klärung dieses Sachverhalts ist ein wirtschaftshistorischer Rückblick unter dem Gesichtspunkt der Einführung, Evolution und Aufrechterhaltung von Geldordnungen hilfreich. Hierbei zeigt sich, dass als Geld meist Medien zirkulierten, die *knapp* waren, was als Ergebnis einer besonderen *Regulierung* interpretiert werden könnte.<sup>30</sup> Mit dieser Erklärung konsistent ist beispielsweise das Phänomen des Tempelgeldes im antiken Griechenland.<sup>31</sup> Im klassischen Währungssystem des Goldstandards waren die Präferenzen der Marktteilnehmer hingegen auf Gold gerichtet. Dies war nahe liegend, da die weltweiten Goldvorräte begrenzt waren, so dass die vermeintlich natürliche, objektive Knappheit des Goldes bei der Überwindung des Informations- und Vertrauensproblems multilateraler Marktbeziehungen helfen konnte.<sup>32</sup> In der frühen Neuzeit gingen Kaufleute dazu über, ihren Zahlungsverpflichtungen durch das Ausstellen und Weiterreichen von „guten“ Handelswechseln nachzukommen. In diese Zeit fällt auch der Aufstieg des Augsburger Handelshauses der Fugger; für die Hereinnahme von Münzen stellte dieses sogenannte „Fugger-Briefe“ aus, die als „so sicher wie Gold“ galten. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass damit ein privatwirtschaftlicher Akteur als Geldproduzent auftrat.<sup>33</sup>

Dies macht letztlich darauf aufmerksam, dass der Charakter des öffentlichen Gutes von Geld nur hinsichtlich der *Verwendung* von Geld attestiert werden kann. Unter dem Aspekt des *Angebots* an Geld zeigt sich dieses als ein ausgesprochen privates Gut, da Emittenten – ob durch hoheitliche Mächte privilegiert oder nicht – an der Bereitstellung von Geld ein profitables Interesse haben. Entscheidend ist, dass Geld knapp ist, egal ob es einer realwirtschaftlichen Deckung unterliegt oder durch wen es emittiert wird.<sup>34</sup>

---

<sup>30</sup> Vgl. Spahn (1999a), S. 19ff.

<sup>31</sup> Dieses wurde von Tempeln gleichsam als Quittung für eingelieferte Opfertiere ausgegeben und zirkulierte fortan als Geldmedium, wobei die zu vermutende Knappheit des Geldes - weil auf einem großen „Opfer“ beruhend - in Verbindung mit der hohen Reputation der Tempel zu dessen allgemeiner Akzeptanz führte.

<sup>32</sup> Tatsächlich zeigte sich jedoch, dass die Möglichkeiten zur Gewinnung von Gold (Produktivitätssteigerungen beim Goldabbau, Raub- und Zufallsfunde etc.) Schwankungen unterworfen war, was dazu führte, dass auch die Versorgung mit Gold instabil war. So kam es zu einer makroökonomisch nicht steuerbaren Situation mit Schwankungen in der Entwicklung des Preisniveaus. Insgesamt stellte Gold somit ein „schlechtes“ Geld dar.

<sup>33</sup> Vgl. Spahn (1999a), S. 26.

<sup>34</sup> Vgl. Herr (1992), S. 46f; vgl. Spahn (1999a), S. 30. Als Beispiele für die mangelhafte Erfüllung der Geldfunktionen durch staatlich gesetztes Geld können die vielfältigen Erscheinungsformen der Dollarisierung in Lateinamerika gelten. Aus Sicht der monetärkeynesianischen Schule hierzu vgl. Roy (2000). „Akzeptiert man diesen Geldbegriff, dann



Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass ein Medium die genannten Geldfunktionen erfüllt, sofern die Wirtschaftssubjekte die Einschätzung und die Erwartung haben, dass sich das betreffende Medium als Geld eignet und es deswegen als Geld akzeptieren. Die Akzeptanz eines Geldes äußert sich darin, dass Wirtschaftssubjekte bereit sind, das betreffende Geld als Wertstandard und Zahlungsmittel zu verwenden sowie als Wertaufbewahrungsmittel zu halten. Als Kriterium für die positive Einschätzung eines Geldes durch die Wirtschaftssubjekte dient die aktuelle und erwartete Preisstabilität und damit dessen Knappheit.

#### 2.2.1.4 Der relative Stellenwert des Vollbeschäftigungsziels

Die Überlegung, dass sowohl Inflation als auch Deflation mit einer Geldwirtschaft unvereinbar sind, führt zu einer eindeutigen wirtschaftspolitischen *Implikation*: „Die Funktionsbedingungen einer Geldwirtschaft erfordern (..) eine Antiinflations- und Antideflationspolitik“.<sup>35</sup> Die Logik einer Antiinflationspolitik ist genauer darzustellen, da sie den relativen Stellenwert der wirtschaftspolitischen Ziele Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung im monetärkeynesianischen Paradigma klärt.

Ausgangspunkt der Überlegung ist die Existenz einer NAIRU, das heißt einer Gleichgewichtssituation auf dem Arbeitsmarkt, die durch Konstanz der Nominallöhne gekennzeichnet ist.<sup>36</sup> Der Logik der Beveridgekurve folgend ist für das Vorliegen eines Arbeitsmarktgleichgewichts im makroökonomischen Sinne nicht die perfekte Räumung des Arbeitsmarktes notwendig, sondern lediglich eine Übereinstimmung der Zahl der offenen Stellen  $F$  mit der Zahl der Arbeitslosen  $U$ :

$$\hat{w} = \alpha(F - U)$$

Bei Überbeschäftigung, d.h. einer Situation  $F > U$ , ist ein so lange anhaltendes Nominallohnwachstum  $\hat{w}$  zu erwarten, bis die Überbeschäftigungssituation beseitigt ist. Bei Unterbeschäftigung  $F < U$  gilt entsprechend, dass die durch die

---

wird es sinnlos, nach einer letzten „Deckung“ des Geldwertes außerhalb des Geldes zu suchen. Weder Geld noch harte Devisen, noch Sachwerte, noch die Autorität des Staates garantieren den Geldwert. Die Garantie liegt vielmehr in der Knappheit selbst (..).“ Luhmann (1989), S. 201. „Die sogenannte Massengewohnheit der Annahme (Hervorhebung im Original, P.K.) des Geldes beruht also weniger auf der rechtlichen Ausstattung als gesetzliches Zahlungsmittel als vielmehr auf der Gewissheit, mit dem empfangenen Geld wieder Käufe tätigen zu können.“ Issing (1990), S. 2.

<sup>35</sup> Riese (1990), S. 4; vgl. Riese (1989), S. 57.

<sup>36</sup> Vgl. Herr (1992), S. 66f; vgl. Mankiw (2000), S. 402ff.

Knappheitsverhältnisse auf dem Arbeitsmarkt bedingte Nominallohndynamik negativ ist, d.h. ein Prozess absoluter Nominallohnsenkungen stattfindet. Der Parameter  $\alpha$  drückt jeweils die Stärke der Lohnreaktion aus. Unter der Annahme konstanter Grenzerträge der Arbeit sowie einer mark-up-Kalkulation der Unternehmer werden Nominallohnsteigerungen in den Absatzpreisen überwälzt, so dass von einer Lohn-Preis-Dynamik gesprochen werden kann.<sup>37</sup> Überbeschäftigung führt zu einem steigenden, Unterbeschäftigung zu einem sinkenden Preisniveau.

Die Bedeutung einer derart modellierten Lohn-Preis-Dynamik wird deutlich, wenn als Ausgangspunkt eine Geldwirtschaft gewählt wird, die durch eine positive Inflationsrate gekennzeichnet ist. Unabhängig von der Art des ursprünglichen Inflationsimpulses hat die Notenbank nunmehr die Aufgabe, durch restriktive Geldpolitik eine Stabilisierungskrise einzuleiten, die über eine Erhöhung der Arbeitslosigkeit und damit eine Veränderung der Knappheitsrelation auf dem Arbeitsmarkt mäßigend auf die Lohn-Preis-Dynamik einwirkt.<sup>38</sup> Vollbeschäftigung kann dabei zwar durchaus als wichtiges wirtschaftspolitisches Ziel bezeichnet werden. So bedeutet das Auftreten von Arbeitslosigkeit in einer Volkswirtschaft nicht nur temporären Verzicht auf Produktions- und Konsummöglichkeiten, sondern bei Berücksichtigung von Hysteresiseffekten auf Güter- und Arbeitsmärkten auch eine langfristige Einschränkung des Produktions- und Wachstumspfades. Dies ändert jedoch nichts an der Tatsache, dass Preisstabilität als *Funktionserfordernis* einer Geldwirtschaft zu interpretieren ist, und dass das wirtschaftspolitische Ziel der Vollbeschäftigung diesem nachgeordnet ist.<sup>39</sup>

#### 2.2.1.5 Die Rolle des Zinses

Die Determinanten des Zinses gehören zu den Hauptkontroversen der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion. Ausgehend von der überragenden Bedeutung des Geldes formuliert der Monetarkeynesianismus eine Zinstheorie, die sich von der neoklassischen Auffassung einer realen, güterwirtschaftlichen Begründung des Zinses strikt unterscheidet.

In der Neoklassik ist der Zins eine Größe, die durch güterwirtschaftliche Faktoren bestimmt ist. Wirtschaftssubjekte zeichnen sich demzufolge durch eine Präferenz für Gegenwartskonsum aus, d.h. der Konsum von Ressourcen zum

---

<sup>37</sup> Vgl. Dornbusch/Fischer (1995), S. 255ff.

<sup>38</sup> Vgl. Herr (1992), S. 66.

<sup>39</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 328f.

Zeitpunkt  $t_0$  wird dem Konsumverzicht zugunsten des Zeitpunkts  $t_1$  vorgezogen.<sup>40</sup> Sollen Wirtschaftssubjekte vor diesem Hintergrund zu Konsumverzicht motiviert werden, ist ihnen als Kompensation für die erlittene Nutzeneinbuße ein Zins zu zahlen. Die Begründung eines positiven Zinssatzes erfolgt somit durch die Zeitpräferenz der Wirtschaftssubjekte als Konsumenten.

Die von der Neoklassik betonte zeitpräferenztheoretische Begründung des Zinssatzes im Kontext der Konsum-/Sparsentscheidung ist nach Ansicht des Monetärkeynesianismus diskutabel. So kann eine Veränderung der Zeitpräferenz der Wirtschaftssubjekte (z.B. Erhöhung) den Zins zwar in der von der Neoklassik postulierten Weise verändern (Zinssatz steigt), dies ist aber nicht Ausdruck der veränderten Konditionen für intertemporalen Tausch, sondern mittelbare Folge des Transaktionskasseneffektes infolge der gestiegenen volkswirtschaftlichen Aktivität und des dadurch erhöhten Einkommens.<sup>41</sup> Die grundsätzliche Kritik des Monetärkeynesianismus an einer zeitpräferenztheoretischen Erklärung des Zinses erfolgt mittels der These, dass eine geldvermittelte Ökonomie nicht mit Hilfe eines tauschtheoretischen, d.h. güterwirtschaftlichen Instrumentariums untersucht werden darf, da es sich bei der zu analysierenden Transaktion nicht um einen intertemporalen Güterkontrakt, sondern um die Transaktion von Finanzmitteln handelt. Grundgedanke ist vielmehr die Überlegung, dass Wirtschaftssubjekte im Zuge von *Vermögensdispositionen* zwei Entscheidungen zu treffen haben: Erstens ist die bekannte Frage zu beantworten, *wie viel* konsumiert bzw. gespart werden soll. Zweitens ist zu klären, *in welcher Form* ein gegebener Vermögensbestand gehalten werden soll.<sup>42</sup> „Die Eigentümer von Geld und Vermögen befinden sich in einer Position, in der sie sich stets neu entscheiden können, aber auch müssen, welche Form Vermögenswerte aus dem Spektrum der am Markt gebotenen Möglichkeiten sie halten wollen, um ein Einkommen zu beziehen. Diese Entscheidung umfasst auch die Geldhaltung (...).“<sup>43</sup>

Gesichtspunkte der Entscheidung sind in erster Linie Liquidität und Rentabilität einer Vermögensform. Im Spektrum der Vermögensformen weist (wertstabiles) Geld hierbei Eigenschaften auf, die dem Liquiditätsbedürfnis der Wirtschaftssubjekte am besten Rechnung tragen, da es als Vermögensaktivum allgemein akzeptiert und somit jederzeit zur Tilgung fälliger Zahlungsverpflichtungen verwendet werden kann. Mit Hilfe der *Liquiditätspräferenztheorie* kann somit

<sup>40</sup> Vgl. Stadermann (1994), S. 117; vgl. Spahn (1993b), S. 247f.

<sup>41</sup> Vgl. Spahn (1999a), S. 72; vgl. Spahn (1993b), S. 249.

<sup>42</sup> Vgl. Keynes (1936), S. 166; vgl. Tober (1999), S. 23.

<sup>43</sup> Stadermann (1994), S. 17f.

die Existenz eines positiven Zinssatzes begründet werden, da Wirtschaftssubjekte die Verfügungsgewalt über eigenes Vermögen einer Aufgabe von Verfügungsgewalt vorziehen:<sup>44</sup> „It should be obvious that the rate of interest cannot be a return to saving or waiting as such. (...) Thus the rate of interest at any time, being the reward for parting with liquidity, is a measure of the unwillingness of those who possess money to part with their liquid control over it.“<sup>45</sup> Ferner ist von Bedeutung, dass Geld eine allgemeine Forderung, Finanzanlagen jedoch eine spezifische Forderung gegen einzelne Schuldner darstellen, so dass die Unsicherheit des Vermögensrückflusses preistheoretisch in einer Risikoprämie verarbeitet werden muss.<sup>46</sup> Der Zins, der Geldvermögensbesitzer zur Akzeptanz pekuniärer Anlageformen, insbesondere jedoch zur *Vergabe von Krediten* motiviert, wird daher durch eine Vielzahl von Faktoren bestimmt und korreliert so mit der Wahrscheinlichkeit unerwarteter Ausgabenüberschüsse des Kreditgebers, dem Zinsänderungsrisiko, der Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers und der Inflationserwartung. In der offenen Volkswirtschaft treten zu den genannten Faktoren noch Abwertungserwartungen hinzu.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass der Monetärkeynesianismus den Zins als monetäre Größe begreift, der dadurch konstituiert wird, dass er das Angebot an Krediten mit der Nachfrage nach Krediten in Übereinstimmung bringt: „It is equality between the demand and supply of loans of money, i. e. of debts, which is brought about by the rate of interest.“<sup>47</sup> Das sich ergebende Zinsniveau ist für das Einkommens- und Entwicklungsniveau einer Volkswirtschaft von entscheidender Bedeutung:<sup>48</sup> Der Produktionsprozess ist dadurch gekennzeichnet, dass die Produktion von Gütern im Zuge der Verwertung von Geld nur einen Zwischenschritt darstellt, was sich auch in der Reformulierung der Marx'schen Formel  $G-W-G'$  durch Keynes zeigt.<sup>49</sup> „Geldwirtschaft ist eine Organisation der Güterproduktion, die auf Gläubiger-Schuldner-Beziehungen beruht und in der die Verwandlung von Geld in Vermögenswerte und von Vermögenswerten in Geld von zentraler Bedeutung ist.“<sup>50</sup> Der von den Gläubigern geforderte Geldzins als Entschädigung für die temporäre Aufgabe von Verfügungsgewalt über Ressourcen stellt dabei einen zur Überwälzung kalku-

---

<sup>44</sup> Vgl. Stadermann (1994), S. 121f.

<sup>45</sup> Keynes (1936), S. 166f; vgl. Mankiw (2000), S. 302ff.

<sup>46</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 29ff; vgl. Spahn (1999a), S. 75f.

<sup>47</sup> Keynes (1936), S. 186.

<sup>48</sup> Vgl. Riese (1990), S. 55f.

<sup>49</sup> Keynes (1933), S. 82.

<sup>50</sup> Stadermann (1994), S. 17.

lierten Kostenfaktor dar. Damit konstituiert der Monetärkeynesianismus die Logik einer „monetären Theorie der Produktion“.<sup>51</sup>

## 2.2.2 Unterentwicklung aus Sicht des Monetärkeynesianismus

Zur Klärung der Gründe für Unterentwicklung ist die Darstellung des Konzepts des Währungswettbewerbs erforderlich. Das Konzept des *Währungswettbewerbs* fußt auf der Vorstellung der Existenz einer globalen Währungshierarchie.<sup>52</sup> Diese existiert aufgrund der Präferenz international agierender Geldvermögensbesitzer für Währungen, die durch Preis- und Wechselkursstabilität gekennzeichnet sind. Je wertstabiler eine Währung ist, um so höher ist ihre Position in der Währungshierarchie, et vice versa. Formal lässt sich die Solidität einer bestimmten Währung mit Hilfe einer *Liquiditätsprämie*  $j$  erfassen:<sup>53</sup>

$$i = i_A + \hat{e}^e - j$$

Demzufolge ist eine Währung an der Spitze der Währungshierarchie (hier die inländische Währung) durch einen geringeren Zins gekennzeichnet, da international agierende Geldvermögensbesitzer der Währung einen strukturellen Stabilitätsbonus zubilligen.<sup>54</sup>

Dabei ist es sinnvoll, die Liquiditätsprämie  $j$  und die Wechselkursänderungserwartung  $\hat{e}^e$  gedanklich zu trennen. Das gemeinsame Merkmal beider Größen liegt darin, dass beide Gradmesser des Vertrauens international agierender Geldvermögensbesitzer in die Vermögenssicherungsqualität einer Währung

<sup>51</sup> Riese (1993), S. 113.

<sup>52</sup> Vgl. Riese (1993), S. 125ff; vgl. Herr (1992), S. 135ff.

<sup>53</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 246. Der Versuch einer empirischen Überprüfung der Existenz von Liquiditätsprämien ist - angesichts der Operationalisierungsproblematik wenig überraschend - bislang zu keinem eindeutigen Ergebnis gekommen. Vgl. Tober (1999), S. 27f.

<sup>54</sup> In einer „Typologie von Marktkonstellationen“ unterscheidet Riese mehrere Fälle, die durch jeweils unterschiedliche Kohärenz des Marktsystems gekennzeichnet sind. An der Spitze der Währungshierarchie - vor Ablösung der westeuropäischen Einzelwährungen durch den Euro - steht demzufolge eine etablierte Geldwirtschaft in der besonderen Ausprägung einer Schlüsselwährung (Bsp. Großbritannien vor 1914, USA, BRD), gefolgt von einer etablierten Geldwirtschaft in der Ausprägung einer stabilen Währung (Bsp. Großbritannien, Frankreich, Italien), gefolgt von einer sich etablierenden Geldwirtschaft (Bsp. BRD in den fünfziger Jahren) usw. bis hin zu einer gestörten bzw. rudimentären Geldwirtschaft (Bsp. Entwicklungsländer, Transformationsökonomien zu Beginn der neunziger Jahre). Von oben nach unten ergibt sich damit eine Konstellation mit niedrigem Zinssatz/hohere Liquiditätsprämie, gefolgt von einer Konstellation mit höherem Zinssatz/niedriger Liquiditätsprämie usw. Vgl. Riese (1993), S. 125ff.

sind. Während sich die Wechselkursänderungserwartung kurzfristig ändern kann, gilt die Liquiditätsprämie als langfristige Größe, die - vergleichbar der Reputation einer Notenbank - nur über einen langen Zeitraum aufgebaut werden kann.

Die Wahrung eines Gleichgewichts auf dem Devisenmarkt erfolgt - bei Abwesenheit von Wechselkursänderungserwartungen - unter der Bedingung divergierender Zinssätze als Konsequenz unterschiedlicher Liquiditätsprämien. Der hieraus resultierende Ansatz des Monetarkeynesianismus zur Erklärung anhaltender Entwicklungsunterschiede ist denkbar nahe liegend:<sup>55</sup> Bei identischem Verlauf der Kurve der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals in den betrachteten Ländern resultiert aus dem niedrigeren Zinsniveau des Starkwährungslandes ein höheres wirtschaftliches Aktivitätsniveau und damit eine höhere Einkommensbildung, et vice versa.

### 2.2.3 Entwicklungspolitische Implikationen

Die folgenden Ausführungen konzentrieren sich auf die entwicklungspolitischen Implikationen des monetärkeynesianischen Paradigmas, wobei das Augenmerk auf die Transformationsländer Mittel- und Osteuropas gerichtet wird. Dabei soll darauf verzichtet werden, jene Faktoren zu identifizieren, die zum Zusammenbruch der ehemaligen Zentralverwaltungswirtschaften geführt haben.<sup>56</sup> Der Zusammenbruch wird vielmehr als Tatsache angesehen, die zahlreiche wirtschaftspolitische Herausforderungen mit sich brachte. Hilfreich ist jedoch eine Skizzierung des Zustandekommens des Geldüberhangs in Zentralverwaltungswirtschaften, um anschließend die Notwendigkeit einer konfiskatorischen Währungsreform sowie einer stabilitätsorientierten Unterbewertung abzuleiten.

#### 2.2.3.1 Konfiskatorische Währungsreform

Geld hat in den ehemaligen Zentralverwaltungswirtschaften nur eine untergeordnete Rolle gespielt. Seine Aufgabe war darauf beschränkt, den Prozess der

---

<sup>55</sup> Vgl. Lücken-Klaßen (1993), S. 68f.

<sup>56</sup> Der Verweis auf die mangelnde *Evolutionsdynamik* von Zentralverwaltungswirtschaften, die aus der Missachtung der grundsätzlich positiven Wirkung von Wettbewerb resultiert, mag an dieser Stelle genügen. Wettbewerb ist demzufolge ein spontan koordiniertes, komplexes und evolutorisches System, das neben der Gewährung individueller Freiheiten insbesondere ökonomische Vorteilhaftigkeit erwarten lässt (Mustervoraussage). Er ist ein „Verfahren zur Entdeckung von Tatsachen (..), die ohne sein Bestehen entweder unbekannt bleiben oder doch zumindest nicht genutzt werden würden“. Hayek (1969), S. 249.

zentralen Planung von Mengen, Güter- und Faktorpreisen zu erleichtern.<sup>57</sup> Die Notwendigkeit einer Wertkategorie ergab sich aus der Unzulänglichkeit der naturalen Bilanzierung, eine effiziente Planung *sämtlicher* Güter einer Volkswirtschaft zu gewährleisten. Daher sorgte ein monetäres Lenkungsinstrumentarium auf Basis von zentral bestimmten und der Marx'schen Arbeitswertlehre entlehnten Preisen für eine Wertkategorie, die den Betrieben Vergleichs- und Entscheidungskalküle, z.B. über alternative Investitionsvorhaben, ermöglichte.

Um eine disproportionale Entwicklung zwischen realem und monetärem Sektor zu vermeiden, kam der Steuerbarkeit der umlaufenden Geldmenge durch die Zentralbank Bedeutung zu. Die institutionellen Voraussetzungen für eine hinreichend präzise Steuerbarkeit der Geldmenge waren durchaus günstig, da sich die untergeordnete Rolle des Geldes auch in Struktur und Arbeitsweise des Bankensystems manifestierte (Monobankensystem).<sup>58</sup> Dieses bildete eine Schnittstelle zwischen zwei weit gehend voneinander getrennten Geldkreisläufen - dem Buchgeldkreislauf der Betriebe und dem Bargeldkreislauf der privaten Haushalte.<sup>59</sup> Aufgabe der Monobank war die Abwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs zwischen den Betrieben sowie zwischen dem Betriebssektor und dem Staat, die Kreditgewährung an die Betriebe sowie die Emission von Bargeld. Letzteres wurde den Betrieben zum Zwecke der Lohn- und Prämienzahlung zur Verfügung gestellt (Geldfonds). Nahmen Betriebe aus Warenverkäufen Bargeld ein, mussten sie dieses umgehend an die Monobank abführen, wo im Gegenzug die Tilgung eines Kredits verbucht wurde.

Theoretisch hätte somit bei exakter Planung und Bilanzierung das Zustandekommen eines Geldüberhangs vermieden werden können. Praktisch zeigte sich jedoch, dass das Institut des Privateigentums an Konsumgütern und die damit verbundene *Freiheit der Einkommensverwendung* der privaten Haushalte zu ungeplanten Bargeldströmen führten, die zentral nicht steuerbar waren.<sup>60</sup> Wurden z.B. Teile von Geldfonds gehortet, konnten Kredite nicht vollständig getilgt werden, so dass sich der gesamtwirtschaftliche Geldbestand entsprechend erhöhte. Ein weiterer Faktor, der maßgeblich zum Aufbau eines Geldüberhangs beitrug, war die Tatsache einer systembedingten *Konkursunfähigkeit der Betriebe*.<sup>61</sup> Die Finanzierungslücken zahlungsunfähiger Betriebe mussten durch

---

<sup>57</sup> Vgl. Kath (1989), S. 191; vgl. Hartwig (1990), S. 596; vgl. Polanski (1991), S. 345ff.

<sup>58</sup> Vgl. Thieme (1991), S. 16.

<sup>59</sup> Vgl. Hartwig (1990), S. 598f.

<sup>60</sup> Vgl. Kath (1989), S. 192; vgl. Herr/Westphal (1991a), S. 143f.

<sup>61</sup> Vgl. Thieme (1991), S. 20f.

Kredite der Monobank gedeckt werden („weiche Budgetrestriktionen“)<sup>62</sup>, was ebenfalls ungeplante Ausweitungen der Geldmenge zur Folge hatte.<sup>63</sup> Insgesamt ergab sich damit ein Kreditnachfragesog, der nicht durch entsprechende Outputsteigerungen gedeckt war und in der Konsequenz zur Überversorgung mit Geld führte.<sup>64</sup>

Aus staatlicher Sicht wurden zwei Strategien praktiziert, das Inflationspotenzial zu verschleiern:<sup>65</sup>

- Preiserhöhungen zum Abbau des monetären Ungleichgewichts wurden nur bei Gütern zugelassen, die nicht Gegenstand des offiziellen Warenkorb zur Ermittlung des Preisindex waren, oder wurden durch gezielte qualitative Verschlechterungen der im Preisindex enthaltenen Güter ersetzt. Dies bedeutet, dass existierende Preisinflation - analog der in Marktwirtschaften üblichen Erscheinungsform - nicht verhindert, aber statistisch nicht ausgewiesen wurde (Phänomen einer „versteckten“ Inflation).
- Preiserhöhungen wurden generell verhindert, so dass die Wirtschaftssubjekte zu ungeplantem Sparen gezwungen wurden (Phänomen einer „Kassenhaltungsinflation“).

Der letztgenannte Punkt ist dafür verantwortlich, dass der Systemwechsel von Plan- zu Geldwirtschaft typischerweise die Beseitigung eines Geldüberhangs

---

<sup>62</sup> Vgl. Kornai (2001), S. 1573f.

<sup>63</sup> Der *Lohnfonds* verdient in diesem Zusammenhang eine genauere Betrachtung: Eine zentrale Komponente des Motivationssystems war das Prämiensystem, welches je nach Grad der Planerfüllung zu Prämienzahlungen an Belegschaft und leitendes Personal führte. Dies führte dazu, dass die Betriebe die Verwirklichung möglichst leicht zu realisierender Pläne anstrebten, indem gegenüber höher instanzlichen Planungsbehörden bezüglich der Outputseite möglichst niedrige, bezüglich der Inputseite möglichst hohe Planvorgaben begründet wurden. Eine weitere Implikation des Prämiensystems vor dem Hintergrund allgegenwärtiger Beschaffungsrisiken war die Tendenz der Betriebe, Leistungsreserven zu bilden. Auf diese Weise wurden in nennenswertem Umfang Produktionsfaktoren gehortet und Anlageinvestitionen getätigt, die lediglich mit dem Streben nach Versorgungssicherheit, nicht aber mit dem Effizienzgedanken vereinbar waren. Vgl. Kath (1989), S. 192f.

<sup>64</sup> Vgl. Blanchard/Dornbusch/Krugman et al. (1991), S. 23f.

<sup>65</sup> Vgl. Cassel (1985), S. 259ff; vgl. Thieme (1991), S. 16; vgl. Pieper (1995), S. 40.



erforderlich machte.<sup>66</sup> Denkbare Ansatzpunkte hierzu können mit Hilfe der *Quantitätsgleichung* verdeutlicht werden.<sup>67</sup>

$$M * U = Y_r * P$$

Die Beseitigung eines Geldüberhangs kann demzufolge über die Reduktion der nominellen Geldmenge ( $M$ ), die Senkung der Umlaufgeschwindigkeit ( $U$ ), die Erhöhung des realen Volkseinkommens ( $Y_r$ ) sowie die einmalige Anhebung des Preisniveaus ( $P$ ) erfolgen (vgl. Abbildung 2-2).

Quantitätstheoretisch sind die genannten Maßnahmen äquivalent. Die Option einer *Erhöhung des realen Volkseinkommens* ( $Y_r$ ) weist jedoch deshalb keine wirtschaftspolitische Relevanz auf, weil selbst bei geringem Geldüberhang unwahrscheinlich ist, dass der im Zuge des Systemwechsels notwendige Strukturwandel einer Volkswirtschaft eine schnelle Ausweitung von Produktionskapazitäten und damit eine Erhöhung von  $Y_r$  möglich macht.

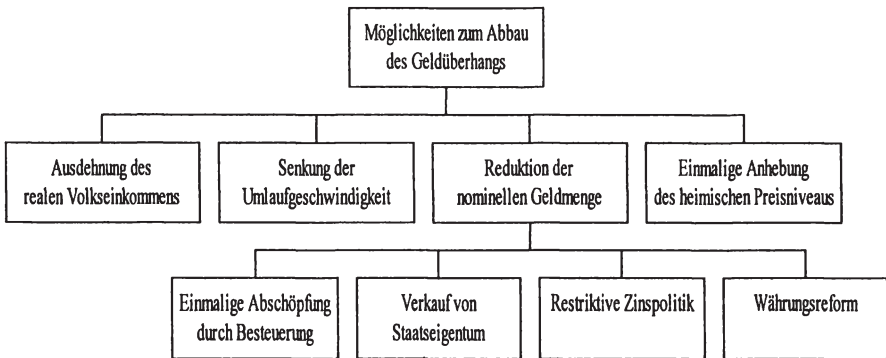


Abbildung 2-2: Möglichkeiten zum Abbau eines Geldüberhangs

Quelle: Bähr (1994), S. 133.

Die übrigen Ansatzpunkte zum Abbau des Geldüberhangs sind deutlich interessanter, implizieren aus monetärkeynesianischer Perspektive jedoch gravierende Unterschiede hinsichtlich des Entwicklungsziels. Die *Senkung der Umlaufge-*

<sup>66</sup> Vgl. Bernholz (1990), S. 296.

<sup>67</sup> Vgl. Bähr (1994), S. 57; Blanchard/Dornbusch/Krugman et al. (1991), S. 22ff; vgl. Fröhlich (1992), S. 28ff; vgl. Dornbusch/Wolf (1990), S. 7ff; vgl. Calvo/Frenkel (1991b), S. 290f; vgl. Newbery (1992), S. 184.

*schwindigkeit (U)* mittels restriktiver Zinspolitik basiert auf dem Kalkül, Wirtschaftssubjekten für das Halten von Finanzaktiva in inflationsgefährdeter heimischer Währung ein Risikoentgelt in Form höherer Zinsen zu bieten.<sup>68</sup> Bislang unfreiwillig gehaltene Geldbestände gelangen trotz allfälliger Liberalisierungsmaßnahmen nicht auf den Gütermarkt, sondern werden freiwillig im Vermögensportfolio gehalten. Aus monetärkeynesianischer Sicht ist jedoch problematisch, dass eine restriktive Zinspolitik den Altschuldenbestand unverändert lässt, womit der von den Unternehmen zu erwirtschaftende Zinsanspruch hoch bleibt.<sup>69</sup>

Eine *Anhebung des Preisniveaus (P)* könnte sich gleichsam „natürlich“ als Folge einer Freigabe bislang fixierter Preise ergeben. Eine Freigabe der Preise bewirkt, dass bislang unfreiwillig gehaltene Geldbestände auf den Gütermarkt drängen, dort jedoch auf ein kurzfristig unelastisches Güterangebot treffen und in der Konsequenz zu knappheitsbedingten Preissteigerungen führen.<sup>70</sup> Das Kalkül dieser Maßnahme besteht darin, die bislang unterdrückte Inflation in eine einmalige offene Anpassungsinflation zu transformieren, um die nominale Geldmenge *real* zu entwerten.<sup>71</sup> Der augenscheinliche Vorzug dieser Methode besteht darin, dass die geld- und währungspolitischen Behörden nicht mit dem Problem konfrontiert sind, das Ausmaß des Geldüberhangs schätzen zu müssen. Die schwierige Wahl der Konversionsrate, d.h. der Abwertungsrate zwischen der alten Geldmenge und der mit Preisniveaustabilität kompatiblen neuen Geldmenge bleibt dem Markt überlassen.<sup>72</sup>

Problematisch ist diese Strategie insoweit, als eine Anpassungsinflation die Reputation der neu geschaffenen Notenbank belastet. Ferner besteht die Gefahr, dass sich der Geldüberhang nicht in einem einmaligen Preisniveauschub erschöpft, sondern dass aus der Konzeption einer einmaligen, „kontrollierten“ Anpassungsinflation das Szenario einer lang anhaltenden, chronischen Inflation bzw. ein kumulativer Inflationsprozess (Lohn-Preis-Spirale, Flucht in die Sachwerte, Abwertungs-Inflations-Spirale) entsteht.<sup>73</sup> Entscheidend ist die Tatsache, dass Wirtschaftssubjekte in einem derart inflationären Umfeld nicht

---

<sup>68</sup> Die vorgestellte Option lässt sich alternativ auch im Rahmen der Kategorie *Reduktion der nominellen Geldmenge* diskutieren, sofern eine entsprechende Geldmengendefinition gewählt wird.

<sup>69</sup> Vgl. Lüken-Klaßen (1993), S. 133f.

<sup>70</sup> Vgl. Fröhlich (1992), S. 29; vgl. Bähr (1994), S. 130.

<sup>71</sup> Vgl. Calvo/Frenkel (1991b), S. 291.

<sup>72</sup> Vgl. Bähr (1994), S. 131.

<sup>73</sup> Vgl. Bähr (1994), S. 60; vgl. Tober (1993), S. 166f; vgl. Bernholz (1990), S. 313; vgl. Calvo/Frenkel (1991b), S. 291.

bereit sein werden, auf dem Nominalwertprinzip basierende Forderungstitel zu halten.<sup>74</sup> Die Bereitschaft zur Kreditvergabe in inländischer Währung geht zurück, die Entfaltung des vom Monetärkeynesianismus in den Vordergrund gerückten Kredit-Investitions-Mechanismus wird unterbunden.

Die *Reduktion der nominellen Geldmenge (M)* kann auf unterschiedliche Weise erfolgen: Eine erste denkbare Maßnahme zur Reduktion der nominellen Geldmenge ist eine einmalige *Besteuerung* der überflüssigen Geldmittel in Verbindung mit der anschließenden Stilllegung des Steueraufkommens durch den Staat.<sup>75</sup> Diese Möglichkeit ist jedoch mit Problemen verbunden. Eines dieser Probleme ist die mangelnde Ermittlung der Vermögensverhältnisse in ehemaligen Zentralverwaltungswirtschaften. Insbesondere ist jedoch zu befürchten, dass die erforderliche Stilllegung der finanziellen Mittel angesichts der zu erwartenden fiskalischen Probleme des Staates aus politökonomischen Gründen unterbleibt. Damit ist festzustellen, dass eine Reduktion der Geldmenge über eine einmalige Abschöpfung auf dem Steuerwege nicht möglich erscheint.

Eine weitere Möglichkeit könnte darin gesehen werden, der Bevölkerung *Vermögenswerte des Staates* zum Kauf anzubieten und die eingenommenen Mittel stillzulegen.<sup>76</sup> Der Reiz dieser Option ist der Tatsache geschuldet, dass umfangreiche Privatisierungsanstrengungen in ehemaligen Zentralverwaltungswirtschaften ohnehin zum Reformprogramm gehören, da sich die Mehrzahl der Produktionsmittel bislang in Staatseigentum befand. Die Problematik dieser Strategie ist darin zu sehen, dass ein Privatisierungsprogramm aufgrund rechtlicher und organisatorischer Bedingungen viel Zeit beansprucht und schon aus diesem Grund ein zügiger Abbau des Geldüberhangs unmöglich ist.<sup>77</sup> Neben der bereits erwähnten Stilllegungsproblematik kann ferner nicht ausgeschlossen werden, dass die in Staatseigentum befindlichen Produktionsmittel einen Verkaufswert von Null bzw. unter Null haben, so dass auch dieser Ansatz unter Umständen ungeeignet ist.

Als bedeutende Maßnahme ist schließlich die *Währungsreform* anzusehen. Da die Begriffsbestimmung in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur sehr unterschiedlich ausfällt, ist an dieser Stelle zunächst dem Erfordernis der Begriffsklärung Rechnung zu tragen.

---

<sup>74</sup> Vgl. Tober (1993), S. 166f; vgl. Herr (1993), S. 26f.

<sup>75</sup> Vgl. Bähr (1994), S. 134.

<sup>76</sup> Vgl. Bernholz (1990), S. 313; vgl. Calvo/Frenkel (1991b), S. 291f; vgl. Fröhlich (1992), S. 30.

<sup>77</sup> Vgl. Bähr (1994), S. 135.

Gelegentlich wird bereits eine *Währungsumstellung*, bei der eine proportionale Senkung aller Nominalwerte vollzogen wird („Streichen von Nullen“), als Währungsreform bezeichnet. Diese Operation kann mit der Einführung einer neuen Währungseinheit verbunden sein.<sup>78</sup> Der Einführung einer Währung mit neuem Namen – idealerweise in Verbindung mit weiteren, möglichst irreversiblen Reformschritten wie z.B. einer Reform der Zentralbankverfassung - kommt zweifellos hohe Signalwirkung zu und kann dazu beitragen, den monetären Neubeginn eindrucksvoll zu dokumentieren.<sup>79</sup> Die aus Sicht des Monetärkeynesianismus relevante Ausprägung ist jedoch ein *Währungsschnitt*, der neben dem Abbau des monetären Überhangs auch die Entlastung der Unternehmen von den ererbten Verbindlichkeiten gewährleistet. Dies ist durch eine währungspolitische Operation zu vollziehen, die eine Entwertung der *Bestandsgrößen* („stocks“) gegenüber *Stromgrößen* („flows“) bewirkt.<sup>80</sup>

In diesem Zusammenhang ist es hilfreich, sich die Technik einer Währungsreform unter dem Gesichtspunkt der Konversionsrate vor Augen zu führen.<sup>81</sup> Grundsätzlich kann die vom Staat verfügte Entwertung des inländischen Geldvermögens in beliebiger Höhe erfolgen (z.B. 1:5 oder 1:1000). Dies schließt die Möglichkeit ein, die Entwertung differenziert vorzunehmen, d.h. zwischen Beständen (z.B. Spareinlagen, Schulden) und wiederkehrenden Zahlungsströmen (z.B. Löhne, Mieten) zu unterscheiden. Unmittelbar einsichtig ist die Tatsache, dass zur Eliminierung des Inflationspotenzials die Entwertung der Bestandsgrößen umso drastischer ausfallen muss, je größer der Geldüberhang ist. Hinsichtlich der Umstellung der Zahlungsströme, insbesondere jedoch der Relation zwischen der Entwertung der Bestandsgrößen und der Entwertung der Stromgrößen ist aus monetärkeynesianischer Perspektive die *Profifrate* der inländischen Volkswirtschaft zu beachten. Diese wird dadurch zum Gegenstand einer konfiskatorischen Währungsreform, weil die relative Entwertung von Bestandsgrößen dazu führt, dass die Schuldbestände auf der Passivseite der Unternehmensbilanzen entwertet werden. In der monetärkeynesianischen Logik bedeutet dies eine Entlastung der Unternehmen von Schulden und damit ein

---

<sup>78</sup> Beispiele für derartige währungspolitische Operationen finden sich auch in den Transformationsländern: In Estland wurde 1992 eine Währungsumstellung vorgenommen, bei der der russische Rubel durch die estnische Krone ersetzt wurde. In Polen wurde 1995 auf die Einführung einer neuen Währungseinheit verzichtet, sondern ausschließlich eine proportionale Senkung aller Nominalwerte vollzogen, was auf eine Senkung von Transaktionskosten abzielte: „This undertaking was necessitated by the need to make payments more convenient and efficient.“ NBP (1995), S. 47; vgl. Lenzner (1998), S. 28f.

<sup>79</sup> Vgl. Bähr (1994), S. 60f; vgl. Pieper (1995), S. 95.

<sup>80</sup> Vgl. Tober (1999), S. 59; vgl. Lüken-Klaßen (1993), S. 134.

<sup>81</sup> Vgl. Bähr (1994), S. 137f.

höheres wirtschaftliches Aktivitätsniveau.<sup>82</sup> Nachdem die Logik einer derartigen währungspolitischen Operation dargelegt ist (vgl. Tabelle 2-1), wird auch die Notwendigkeit einer Währungsreform bezogen auf Mittel- und Osteuropa deutlich: Der Geldüberhang ist Symptom für eine in der Vergangenheit nach zentralverwaltungswirtschaftlichen Kriterien erfolgte Kreditvergabe, die jedoch einen bis in die Gegenwart andauernden Zinsanspruch vermittelt und damit die Investitionsnachfrage restringiert.<sup>83</sup>

Eine beträchtliche Bedeutung kommt praktischen Problemen der Durchführung einer Währungsreform zu.<sup>84</sup> Als problematisch gilt neben der Geheimhaltung der Währungsreform im Vorfeld insbesondere die quantitative Bestimmung des Geldüberhangs zwecks Festlegung der Konversionsrate: Die Frage, ob die quantitative Abschätzung des Geldüberhangs im Falle einer zurückgestauten Inflation zuverlässig gelingen kann, kann nicht eindeutig beantwortet werden.<sup>85</sup> Von entscheidender Bedeutung ist schließlich die Tatsache, dass eine Währungsreform verteilungspolitisch nicht neutral ist, da sie einer Konfiskation von Geldvermögen entspricht und damit eine Umverteilung zwischen Geldvermögens- und Sachvermögensbesitzern bewirkt.<sup>86</sup>

<sup>82</sup> Vgl. Tober (1999), S. 61; vgl. Lüken-Klaßen (1993), S. 134ff.

<sup>83</sup> Vgl. Herr/Westphal (1991b), S. 251; vgl. Tober (1993), S. 158f.

<sup>84</sup> Vgl. Bähr (1994), S. 139; vgl. Edwards (1992), S. 136.

<sup>85</sup> Vgl. Dornbusch/Wolf (1990), S. 13ff. Dies führt zur Notwendigkeit, eine Entscheidung über einen eher zu großen bzw. eher zu kleinen Währungsschnitt zu treffen. Fällt die Reduktion der nominalen Geldmenge zu schwach aus, resultiert bei simultaner Preisliberalisierung die Gefahr einer offenen Inflation, was dem Vertrauen in die neue Währung abträglich wäre. Fällt die Reduktion der nominalen Geldmenge zu stark aus, besteht die Gefahr einer Verschärfung der Transformationskrise. Die Problematik der zutreffenden Dosierung kann nur dergestalt gelöst werden, dass im Zweifelsfall eine zu radikale Konversionsrate gewählt wird. Diese ist zwar mit der Gefahr einer rezessiven Wirkung verknüpft, doch dürfte es der Notenbank in einem solchen Fall relativ leicht fallen, die notwendige Ausstattung der Volkswirtschaft mit den zusätzlich notwendigen finanziellen Mitteln sicherzustellen. Vgl. Bähr (1994), S. 140.

<sup>86</sup> Vgl. Calvo/Frenkel (1991b), S. 291. Die hieraus resultierende Verunsicherung von Geldvermögensbesitzern wird in der Folge zu höheren Risikoprämien führen, da der Regierung angesichts des verteilungspolitischen „Sündenfalls“ nun auch ähnliche Maßnahmen in der Zukunft zugetraut werden. Vgl. Tober (1995), S. 50; vgl. Weisfeld (1996), S. 45f. Eine Operationalisierung der relativen Vorteilhaftigkeit einer Währungsreform im Vergleich zu anderen Strategien liefert der Monetärkeynesianismus an diesem Punkt nicht. Dieser fordert lediglich eine gewisse „Verhältnismäßigkeit der Mittel“ und illustriert dies intuitiv anhand des folgenden Beispiels: „So würden die negativen Vertrauenseffekte im Falle einer Währungsreform in der heutigen Bundesrepublik ohne jeden Zweifel die positiven Zinseffekte einer geringeren Staatsverschuldung überwiegen und

Im Zusammenhang mit den letzten Ausführungen muss auf ein weiteres Instrument hingewiesen werden, welches oft in Kombination mit einer Währungsreform angewandt wird. Unter einer *Blockierung* wird die zeitweise Reduktion der überschüssigen Geldmenge auf Sperrkonten verstanden. Alternativ kann eine Blockierung auch als zwangsweise Verlängerung der Anlagfrist interpretiert werden, die erst dann wieder aufgehoben wird, wenn von den freiwerdenden Mitteln keine Inflationsgefahr mehr ausgeht. Da die Maßnahme ihrer Natur nach befristet ist, ist nach Ablauf der Sperrfrist darüber zu entscheiden, wie mit den nicht freizugebenden Mitteln zu verfahren ist: Konfiskation oder Umwandlung in (zunächst nicht handelbare) Eigentumsrechte an Realaktiva des Staates.

Ein Vorteil dieser Methode wird oft darin gesehen, dass der Politik ein Instrument an die Hand gegeben wird, welches eine Art Feinsteuerung erlaubt. Dies wird damit begründet, dass die Deblockierung schrittweise in Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Erholung vollzogen werden kann. Des weiteren wird angeführt, dass die erwähnten negativen Vertrauenseffekte einer konfiskatorischen Währungsreform in dem Maße vermieden werden können, wie blockierte Guthaben wieder freigegeben werden.

Kritisch ist anzumerken, dass das Argument der Feinsteuerungsmöglichkeit der Geldmenge nur bedingt zu überzeugen vermag, da es - wie bereits dargestellt - einer Notenbank vergleichsweise leicht fällt, eine aufgrund einer zu großen Konversionsrate zu knapp bemessene Geldmenge dahin gehend anzupassen, dass dem Liquiditätsbedürfnis der Wirtschaft Rechnung getragen wird. Des weiteren ist zu befürchten, dass bei einem vollständigen Verlass auf das Instrument der Blockierung die Signalwirkung des monetären Neubeginns ausbleibt und eine Debatte um die baldige Freigabe der blockierten Mittel beginnt, was dem Aufbau einer neuen Stabilitätskultur abträglich wäre.<sup>87</sup> Ohnehin kann die Blockierung als lediglich derivatives Instrument bezeichnet werden, da die tatsächliche Beseitigung des Geldüberhangs gleichsam delegiert wird (Konfiskation nach Ablauf der Sperrfrist, Hoffnung auf Ausdehnung des realen Sozialprodukts, Umwandlung in Beteiligungsrechte etc.).

Zusammenfassend kann damit festgestellt werden, dass unter den realistischen Strategien zum Abbau des Geldüberhangs aus monetärkeynesianischer Sicht insbesondere eine Währungsreform günstige makroökonomische Ausgangsbedingungen zu schaffen vermag: Stabilisierung des Nominalsystems und gleichzeitige Entlastung der Unternehmen von den in der Vergangenheit akkumulier-

---

somit ein insgesamt höheres gleichgewichtiges Zinsniveau bewirken.“ Tober (1993), S. 161.

<sup>87</sup> Vgl. Bähr (1994), S. 142.

ten Altschulden. Eine Anpassungsinflation trägt zwar zur Lösung des Altschuldenproblems bei, unterminiert jedoch die Bereitschaft von Geldvermögensbesitzern zur Kreditvergabe und damit zur Finanzierung von Produktionsvorschüssen. Restriktive Zinspolitik zielt zwar auf die Gewährleistung von Preisstabilität ab, leistet aber keinen Beitrag zur Lösung des Altschuldenproblems.

### **Exkurs: Die Währungsreform in Westdeutschland 1948**

Der Monetärkeynesianismus ist nicht zuletzt aus der kritischen Auseinandersetzung mit der Wirtschaftsgeschichte und -entwicklung Westdeutschlands entstanden. Im folgenden werden daher die deutsche Währungsreform 1948 und zu gegebenem Zeitpunkt auch die Geld- und Währungspolitik der Bundesrepublik Deutschland dargestellt. Die Notwendigkeit dieses Exkurses kann auf dreifache Weise begründet werden: *Erstens* ist eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie - deren Ratio im Rahmen theoretischer Darstellungen gelegentlich unscharf wirkt - anhand eines Fallbeispiels zu verdeutlichen. *Zweitens* ist der Frage nachzugehen, ob das fabulöse bundesdeutsche Wirtschaftswunder zu Recht auf eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie zurückgeführt werden kann, wie dies monetärkeynesianische Autoren behaupten. *Drittens* sind Anhaltspunkte hinsichtlich der Übertragbarkeit dieser Strategie auf andere Länder zu suchen.

Nach Ende des Zweiten Weltkriegs befand sich der Lebensstandard in den Besatzungszonen Deutschlands auf einem erbärmlichen Niveau. Einigen Quellen zufolge erreichte die westdeutsche Industrieproduktion 1947 ca. 1/3 ihres Vorkriegsstandes, während dieser von vielen anderen europäischen Staaten zu diesem Zeitpunkt bereits überschritten wurde.<sup>88</sup> Der Kapitalstock war aufgrund der intensiven Rüstungs- und Rationalisierungsbemühungen des Deutschen Reiches 1945 zwar größer als 1939, da die alliierten Luftangriffe lange Zeit nicht auf die deutsche Rüstungsindustrie, sondern auf die deutschen Großstädte abzielten.<sup>89</sup> Erst in den letzten Kriegsquartalen richteten sich die Luftangriffe verstärkt auf die Verkehrsinfrastruktur und bewirkten so den Zusammenbruch der deutschen Kriegswirtschaft, indem der Nachschub des Hauptenergieträgers Kohle unterbrochen wurde. 1948 befand sich der Kapitalstock hingegen auf etwas niedrigerem Niveau als 1945, weil zwischen Kriegsende und Währungsreform kaum Ersatzinvestitionen getätigt wurden.

---

<sup>88</sup> Vgl. Möller (1991), S. 212; vgl. Lindlar (1997), S. 226.

<sup>89</sup> Vgl. Lindlar (1997), S. 229.

Die Ausgangslage im monetären Sektor zeichnete sich durch einen immensen, obwohl nicht exakt quantifizierbaren Geldüberhang aus.<sup>90</sup> <sup>91</sup> Direkt nach der Kapitulation setzte in den Besatzungszonen eine intensive Währungsreformdiskussion ein.<sup>92</sup> Während Preisniveaustabilität als Hauptziel der durchzuführenden

<sup>90</sup> Am Beispiel der Reichsbank 1933-1945 kann gezeigt werden, wie die Begrenzung der Entscheidungs- und Handlungsspielräume einer Notenbank zu Friktionen zwischen Geld- und Gütersphäre führen kann. Den Ausgangspunkt bildete das „Gesetz zur Änderung des Bankgesetzes vom 27. Oktober 1933“, welches die im Bankgesetz von 1924 kodifizierte unabhängige Stellung der Reichsbank erstmals einschränkte. Vgl. Reinhardt (1999), S. 269; vgl. Hansmeyer/Caesar (1976), S. 372; vgl. Hedrich (1990), S. 24. Eine hierzu flankierende Maßnahme war das Ermächtigungsgesetz vom 24. März 1933. Vgl. Hansmeyer/Caesar (1976), S. 373. Eine weitere Zäsur im Verhältnis zwischen Staat und Reichsbank markiert das „Gesetz zur Neuregelung der Verhältnisse der Reichsbank (...) vom 10. Februar 1937“, wodurch das Reichsbankdirektorium dem Führer und Reichskanzler unmittelbar unterstellt wurde. Vgl. Hansmeyer/Caesar (1976), S. 373f; vgl. Reinhardt (1999), S. 269f. Den letzten Schritt bildete das „Gesetz über die Deutsche Reichsbank vom 15. Juni 1939“, welches die Reichsbank auf die „Verwirklichung der durch die nationalsozialistische Staatsführung gesetzten Ziele im Rahmen des ihr anvertrauten Aufgabenbereichs“ verpflichtete. Auch eine weitere Bestimmung lässt den Vorzeichenwechsel im Verhältnis zwischen Staat und Reichsbank deutlich werden: „Die Deutsche Reichsbank darf dem Reich Betriebskredite gewähren, deren Höhe der Führer und Reichskanzler bestimmt.“ Zitiert nach nach Hedrich (1990), S. 27.

<sup>91</sup> Ab 1936 wurde der Konflikt zwischen dem Vollbeschäftigungsziel und dem Ziel der Geldwertstabilität deutlich. Dieser spiegelte sich u.a. im Verwaltungsbericht der Reichsbank von 1937 wider: „Zur Vermeidung inflationistischer Entwicklung war es (...) in der nunmehr vollbeschäftigten Wirtschaft von ausschlaggebender Bedeutung, dass kurzfristige Kredite für die öffentlichen Zwecke tunlichst nicht in größerem Umfange zur Verfügung gestellt wurden, als in angemessen kurzer Frist aus den Mitteln des Reichshaushalts getilgt und aus dem Kapitalmarkt fundiert werden konnten.“ Vgl. Deutsche Reichsbank (1938), S. 4. Konkret ging es um die Frage der Konsolidierung kurzfristiger Reichsschulden in Form der sogenannten Mefo-Wechsel. Vgl. Hansmeyer/Caesar (1976), S. 391ff; vgl. Hedrich (1990), S. 25. Auf die zunehmenden Verknappungserscheinungen auf Arbeits- und Gütermärkten ab 1936 reagierte die Reichsregierung zeitlich abgestuft mit Lohn- und Preiskontrollen. Vgl. Tober (1999), S. 102f; vgl. Hansmeyer/Caesar (1976), S. 407ff; vgl. Eucken (1951), S. 148. Hierdurch konnte der Ausbruch einer offenen Inflation tatsächlich verhindert werden: Zwischen 1936 und 1939 blieben sowohl die offiziellen Verbraucherpreise sowie die Nominallöhne nahezu konstant, und selbst zwischen 1939 und 1944 betrug die kumulierte Inflationsrate - vor dem Hintergrund eines Wachstums der Geldmenge während der Kriegsjahre um ein Vielfaches - kaum mehr als 10%. Vgl. Hansmeyer/Caesar (1976), S. 414ff. Vgl. Dornbusch/Wolf (1990), S. 19ff; vgl. Eucken (1951), S. 151; vgl. Möller (1991), S. 211ff; vgl. Stützel (1971).

<sup>92</sup> Die außenpolitische Bedeutung der Währungsreform von 1948 liegt darin, dass mit der Einführung der DM in den westlichen Besatzungszonen nach den gescheiterten Verhandlungen im Alliierten Kontrollrat über die Durchführung einer Währungsreform in *Ge-*



Währungsreform unstrittig war, wiesen die Vorstellungen hinsichtlich eventueller Nebenziele sowie der Technik der Währungsreform zum Teil deutliche Unterschiede auf.<sup>93</sup> Für den Fortgang der Arbeit wichtig ist eine Klassifizierung nach den Verfassern der Währungsreformpläne:

- Auf *deutscher* Seite ist der „Homburger Plan“ herauszugreifen, der als der einzige quasi-offizielle deutsche Währungsreformplan gilt, in seinen zentralen Bestimmungen aber stellvertretend für die Mehrzahl der von deutscher Seite entworfenen Pläne steht.<sup>94</sup> Der „Homburger Plan“ wurde im März 1948 in der vom Wirtschaftsrat gebildeten „Sonderstelle Geld und Kredit“ in Bad Homburg unter der Leitung von Ludwig Erhard erarbeitet. Der Plan sah eine Blockierung von 80% der Geldmittel vor, für die im Gegenzug „Reichsmark-Liquidationsanteile“ zugeteilt werden sollten.<sup>95</sup> Ferner wurde für eine Lastenausgleichsregelung plädiert, um die bei einer *eventuellen* Konfiskation der Festkontenmittel zu einem späteren Zeitpunkt entstehenden Verluste von Geldvermögensbesitzern aufzufangen.
- Auf *alliiertes* Seite zeigte besonders die amerikanische Besatzungsmacht Bemühungen, die Sanierung des Geldwesens voranzutreiben. Unter Mitwirkung des 1933 in die USA emigrierten deutschen Finanzwissenschaftlers Gerhard Colm wurde schon vor Beendigung des Krieges mit der Ausarbeitung eines umfassenden Währungsreformplans begonnen, so dass der sogenannte „Colm/Dodge/Goldsmith“-Plan bereits im Frühjahr 1946 vorlag und als Diskussionsgrundlage unter dem Titel „Plan für die Liquidation der Kriegsfinanzierung und die finanzielle Rehabilitierung Deutschlands“ in den Alliierten Kontrollrat der Siegermächte eingebracht werden konnte.<sup>96</sup> Hauptgegenstand des alliierten Währungsreformplans war eine konfiskatorische Währungsreform, wobei eine Umstellung aller Bestandsgrößen im Verhältnis

---

*samt* Deutschland ein weiterer Grundstein zur Spaltung Deutschlands gelegt wurde. Vgl. Salin (1949), S. 109; vgl. Möller (1976), S. 441.

<sup>93</sup> Interessant ist beispielsweise eine Passage aus der Begründung für die Währungsreform im Colm/Dodge/Goldsmith-Plan: „Die Geld- und Finanzreform ist nicht nur – und auch nicht hauptsächlich – erforderlich, um den Zusammenbruch der Preiskontrolle zu verhindern, sondern zum Schutz der Produktion und zur Vermeidung eines wirtschaftlichen Chaos.“ Colm/Dodge/Goldsmith (1946), S. 225. Demzufolge war ein gerade selbstverständliches Nebenziel der Währungsreform die Vermeidung einer tief greifenden Rezession.

<sup>94</sup> Vgl. beispielsweise Volkswirtschaftliche Arbeitsgemeinschaft für Bayern (1961), S. 407ff.

<sup>95</sup> Vgl. Buchheim (1998), S. 119f.

<sup>96</sup> Vgl. Hagemann (1999), S. 108; vgl. Buchheim (1998), S. 122.

10:1 vorgesehen war. Auch der "Colm/Dodge/Goldsmith"-Plan sah zunächst die Verknüpfung der Währungsreform mit einem Lastenausgleich vor.

Am 20. Juni 1948 wurde unter der Verantwortung der Alliierten schließlich eine Währungsreform durchgeführt, die - mit Ausnahme des Verzichts auf einen Lastenausgleich - in weiten Teilen dem "Colm/Dodge/Goldsmith"-Plan entsprach:

Alle auf RM lautenden wiederkehrenden Zahlungsverpflichtungen wie Löhne, Renten und Zinsen wurden im Verhältnis 1:1 auf DM umgestellt. Für alle Bestandsgrößen galt zunächst ein Umstellungssatz von 10:1, wovon im Falle von privaten Bankeinlagen die Hälfte zunächst auf einem Festkonto blockiert wurde. Natürlichen Personen wurde nach Hingabe eines gleich großen RM-Betrages ein Kopfgeld von 40.- DM gewährt.<sup>97</sup> Firmen erhielten eine Anfangsausstattung in Form eines Geschäftsbetrages in Höhe von 60.- DM. Letztlich wurde der ursprünglich geplante Umstellungssatz auf 100:6,5 korrigiert, indem ein Teil der Festkontenbeträge abermals gestrichen wurde. Der ursprünglich geplante Lastenausgleich wurde - entgegen des erklärten Willens der deutschen Seite - von der Währungsreform abgetrennt und der späteren Regelung durch den deutschen Gesetzgeber überlassen.

Damit lässt sich feststellen, dass die Währungsreform mit deutlichen Umverteilungswirkungen verbunden war: Während Nominalvermögensbesitzer aufgrund der gewählten Konversionsrate Verluste erlitten, wurden Schuldner entlastet. Insgesamt wird der Einfluss der deutschen Seite (bzw. der Mehrheit der Geldvermögensbesitzer) auf die am 20. Juni 1948 durchgeführte konfiskatorische Währungsreform als gering eingeschätzt: „Die (..) Währungsreform zeichnete sich zweifellos durch ihre Schärfe und Kompromisslosigkeit (..) aus. All dies wäre ohne ein Militärregime nie erreichbar gewesen und wohl auch nicht ohne eine Bevölkerung, die kaum noch etwas zu verlieren hatte (..)“<sup>98</sup> „Die Währungsreform war eine alliierte Maßnahme.“ (..) „Deutsche Stellen lehnten aber auch von sich aus jegliche Mitverantwortung für die Reform (..) ab. (..) Teilweise dürfte die deutsche Haltung taktisch motiviert gewesen sein. Man wollte die

---

<sup>97</sup> Die Erstaussattung der westdeutschen Wirtschaft erfolgte mit Papiergeld, welches bereits 1944 in den USA konzipiert wurde und das in seinem Aussehen stark an den US-amerikanischen Dollar erinnerte. Die Noten wurden im Frühjahr 1948 gedruckt und in einer geheimen Operation unter dem Namen „Bird Dog“ nach Westdeutschland verschifft, wo sie an die Ausgabestationen von Lebensmittelkarten verteilt wurden. Die gesamte Operation wurde von dem US-amerikanischen Hauptverantwortlichen Tenenbaum bezeichnet als „the greatest logistic achievement of the American army since the landing in the Normandy“. Wandel (1979), S. 328.

<sup>98</sup> Möller (1976), S. 437.

Währungsreform, die die Geldvermögensbesitzer, darunter auch viele relativ kleine Sparer, weit gehend enteignete, als ein Oktroi der Besatzungsmächte erscheinen lassen, um bei Kritik und Protesten auf diese als Alleinverantwortliche verweisen zu können. In der Tat wäre es einer demokratisch gewählten deutschen Regierung wohl auch unmöglich gewesen, ein Währungsreformprojekt dieser Radikalität, von der sein Erfolg jedoch wesentlich abhängig war, zu verabschieden.“<sup>99</sup>

### 2.2.3.2 Stabilitätsorientierte Unterbewertung

Im Nachgang einer konfiskatorischen Währungsreform zur Beseitigung eines Geldüberhangs votiert der Monetärkeynesianismus für eine exportgestützte Entwicklungsstrategie. Besondere Bedeutung kommt hierbei einer Unterbewertungsstrategie zu, wobei zwei Varianten unterschieden werden können:

- Als *Abwertungspolitik* wird die diskretionäre Abwertung des nominalen Wechselkurses mit dem Ziel einer zumindest temporären Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit des Exportsektors bezeichnet.<sup>100</sup> Die hierfür notwendige *reale* Abwertung gelingt nicht, wenn der abwertungsbedingte Inflationsimpuls eine Lohn-Preis-Dynamik initiiert. Die Zwangsläufigkeit einer Lohn-Preis-Dynamik als Folge einer *einmaligen* Abwertung kann bezweifelt werden; unstrittig ist jedoch, dass der Erfolg einer Abwertungspolitik an enge Voraussetzungen geknüpft ist.<sup>101</sup> *Mehrmalige* Abwertungsschritte gehen hingegen in die Erwartungsbildung der Devisenmarktakteure ein und führen zum Verlust der Vermögenssicherungsqualität der Währung.<sup>102</sup>
- Unter einer *stabilitätsorientierten Unterbewertung* versteht man eine anhaltende reale Unterbewertung in einem Regime fixer Wechselkurse.<sup>103</sup> Zugrunde liegt eine zweistufige geldpolitische Strategie, deren Zwischenziel der Wechselkurs ist. Die Herausforderung besteht darin, einen Stabilitätsvorsprung gegenüber dem Ausland zu realisieren, eine nominale Aufwertung aber zu verhindern bzw. dem Aufwertungsdruck nur teilweise nachzugeben, um den Charakter einer hohen Vermögenssicherungsqualität der Währung zu bestätigen, gleichzeitig aber die Situation der realen Unterbewertung zu bewahren.

<sup>99</sup> Buchheim (1998), S. 117f.

<sup>100</sup> Vgl. Herr (1990), S. 116f.

<sup>101</sup> Vgl. Dornbusch (1996).

<sup>102</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 313; vgl. Herr (1992), S. 202ff.

<sup>103</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 312f.

Die Notwendigkeit einer Entwicklungsstrategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung begründet der Monetärkeynesianismus auf mehrfache Weise (vgl. Tabelle 2-1).<sup>104</sup> So wird eine stabilitätsorientierte Unterbewertung unter dem Gesichtspunkt betrachtet, dass ein Leistungsbilanzüberschuss einen *Nachfrageimpuls* darstellt.<sup>105</sup> Alternative Politiken zur Generierung eines Nachfrageimpulses sind nach Ansicht monetärkeynesianischer Autoren ungeeignet. Dies wird damit begründet, dass sich die Geldpolitik dem prioritären Problem der Knapphaltung der Währung widmen muss, was eine eher restriktive Politik erfordert.<sup>106</sup> Ein ebenso untaugliches Instrument sei die Fiskalpolitik, da ein Budgetdefizit mit negativen Auswirkungen auf die Erwartungsbildung national und international agierender Geldvermögensbesitzer verbunden sein kann, wenn das Ausmaß an Staatsverschuldung von diesen als nicht tragbar eingeschätzt wird.<sup>107</sup>

In einer grundsätzlichen Betrachtung wird als Entwicklungshemmnis ein Mangel an wertstabilem Geld, welches dem Vermögenssicherungsbedürfnis der Wirtschaftssubjekte Rechnung trägt, diagnostiziert.<sup>108</sup> Insofern sind Maßnahmen zu ergreifen, die geeignet sind, die Qualität der inländischen Währung zu erhöhen. Aus einer stabilitätsorientierten Unterbewertung resultierende Leistungsbilanzüberschüsse stellen vor diesem Hintergrund eine *Politik der Währungsstärke* dar, da international agierenden Geldvermögensbesitzern die Knappheit des inländischen Geldes indiziert wird:

---

<sup>104</sup> Vgl. Herr (1992), S. 212f; vgl. Lüken-Klaßen (1993), S. 125ff, S. 164ff.

<sup>105</sup> Vgl. Herr (1992), S. 219f.

<sup>106</sup> Vgl. Lüken-Klaßen (1993), S. 141f.

<sup>107</sup> Vgl. Herr (1992), S. 219. Diese Haltung kann jedoch nicht vollständig überzeugen. So spricht z.B. nichts gegen geldpolitisch induzierte Nachfrageimpulse, sofern von diesen keine Preiswirkungen ausgehen. Ein mögliches Gegenargument könnte lauten, dass bereits im Zuge der *Annäherung* an das vollbeschäftigungskonforme Produktionsniveau inflationäre Spannungen auftreten könnten, so dass die Geldpolitik angesichts der erwähnten Priorität von Preis- und Wechselkursstabilität zu einem *übersichtigen* Kurs gezwungen ist. Dieses Argument ist jedoch mit der vom Monetärkeynesianismus strapanzierten Vorstellung einer partiellen Endogenität des Produktionspotenzials (Hysteresis) nur schwer in Einklang zu bringen. Vgl. Riese (1993), S. 112f. Auch ist nicht nachvollziehbar, warum ein expansiver geldpolitischer Impuls c.p. eine größere Inflationsgefahr darstellt als ein Leistungsbilanzüberschuss.

<sup>108</sup> „Unterentwickelte Länder mit inflationierenden Währungen besitzen keine Gelder, die die Kohärenz einer Geldwirtschaft herstellen könnten – dies ist die abstrakteste Formulierung der Entwicklungsblockade in bezug auf makroökonomische Rahmensetzungen.“ Herr (1992), S. 213.

Die aus dem Verkauf von Waren und Dienstleistungen im Ausland erlösten Devisen erhöhen *erstens* die Nachfrage nach inländischer Währung. Die positive Wirkung von Leistungsbilanzüberschüssen lässt sich anhand der Zinsparitäten-theorie verdeutlichen: Verzeichnet ein Land (ausgehend von Punkt *A*) einen Leistungsbilanzüberschuss, entstehen typischerweise Aufwertungserwartungen (vgl. Verlagerung der *ZP*-Kurve auf *ZP'* in Abbildung 2-3). In der Konsequenz wird der Wechselkurs entweder aufwerten (Punkt *B*), oder die Geldpolitik bemüht sich mittels Zinssenkung um einen Kapitalexport, der die Aufwertungserwartung kompensiert und das Devisenmarktgleichgewicht auf diese Weise sicherstellt (Punkt *C*).

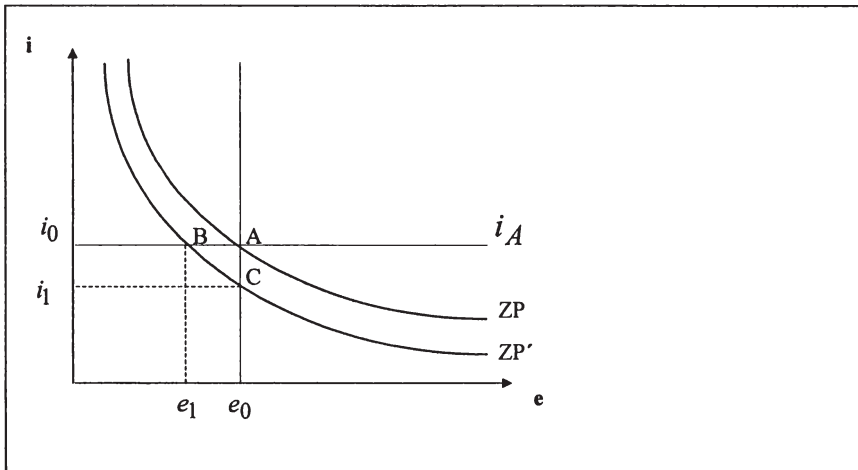


Abbildung 2-3: Zinsparitätenkurve bei Aufwertungserwartungen

Quelle: Spahn (2001), S. 243.

Leistungsbilanzüberschüsse tragen *zweitens* zum Aufbau einer Gläubigerstellung einer Volkswirtschaft bei.<sup>109</sup> Gläubigerländer zeichnen sich dadurch aus, dass auf den Devisenmärkten eine beständige Nachfrage nach der eigenen Währung besteht, da die Zins- und Tilgungszahlungen der Schuldnerländer meist in der Währung des Gläubigerlandes zu leisten sind. Auf Seiten der Devisenmarktakteure wird so die Gewissheit genährt, dass der Wechselkurs auch in Zeiten etwaiger Währungsturbulenzen verteidigt werden kann. Dadurch steigt die Vermögenssicherungsqualität der inländischen Währung und damit

<sup>109</sup> Vgl. Herr (1992), S. 220; vgl. Frenkel/Goldstein (1998), S. 725.

ihre Attraktivität für international agierende Geldvermögensbesitzer, was formal in der Erhöhung der nicht-pekuniären Liquiditätsprämie  $j$  zum Ausdruck kommt.<sup>110</sup> Ökonomisch bedeutet dies, dass eine unter dem Vermögenssicherungsaspekt wenig attraktive Währung im Vergleich zu anderen einen c.p. höheren Zinssatz bieten muss, um Kapitalimporte zur Aufrechterhaltung eines Devisenmarktgleichgewichts anzuziehen.<sup>111</sup>

Aus einer neoklassischen Perspektive ist die Verfolgung einer anhaltenden Unterbewertungssituation irrational, da sie aufgrund verschlechterter terms-of-trade einem Verzicht auf mögliche Tauschgewinne im Rahmen der internationalen Arbeitsteilung gleichkommt.<sup>112</sup> Die Berechtigung dieser wohlfahrtstheoretischen Kritik anerkennt auch der Monetärkeynesianismus. Gleichwohl konstatiert dieser die prioritäre Bedeutung des Aufbaus einer hohen Vermögenssicherungsqualität der Währung, so dass deren positive Wirkungen die wohlfahrtsökonomischen Nachteile einer Unterbewertungsstrategie überkompensieren.<sup>113</sup>

In der hier angedeuteten Kontroverse reproduziert sich die auch allgemein *ambivalente Interpretation einer Änderung des realen Wechselkurses*. Die monetärkeynesianische Perspektive impliziert das Konzept der preislichen Wettbewerbsfähigkeit: Gegenstand der Analyse sind Auswirkungen einer Wechselkursänderung auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen einer Volkswirtschaft. Der reale Wechselkurs wird damit zur eigenständigen und zentralen *Determinante der Wettbewerbsfähigkeit*. Im konkreten Fall bedeutet dies, dass eine reale Abwertung als Zunahme der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gewertet wird, da inländische Anbieter es nun leichter haben, ihre in ausländischer Währung preiswerter gewordenen Waren im Ausland abzusetzen, et vice

<sup>110</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 244ff; vgl. Frenkel/Goldstein (1998), S. 731.

<sup>111</sup> An dieser Stelle wird abermals der Gegensatz zwischen dem neoklassischen und dem monetärkeynesianischen Paradigma deutlich: Die neoklassische Entwicklungstheorie begreift Unterentwicklung unter anderem als Konsequenz zu geringer Ersparnis, was die Kapitalbildung beschränkt. In der Konsequenz ist die Sparlücke durch ausländische Kapitalimporte zu schließen. Vgl. Siebert (1989); vgl. Herr/Westphal (1990), S. 442f. Die damit einhergehende Generierung einer Nettoschuldnerposition ist nach dem Durchlaufen verschiedener Entwicklungsstadien und dem Aufbau eines international konkurrenzfähigen Exportsektors wieder sukzessive abzutragen. Der Monetärkeynesianismus hingegen kritisiert die Vorstellung eines Ressourcenmangels in unterentwickelten Ländern, welcher Kapitalimporte nötig mache. „Das Problem (...) ist (...) der notwendige Anstoß zu einem Kredit-Investitions-Mechanismus, der als Reflex die zur Entwicklung notwendigen Ressourcen selbst erzeugt. Ökonomische Dynamik entsteht durch die Produktion von Ressourcen und nicht durch deren Verbrauch.“ Herr (1992), S. 218.

<sup>112</sup> Vgl. Herr (1992), S. 197f.

<sup>113</sup> Vgl. Riese (1987); vgl. Herr (1992), S. 199f; vgl. Spahn (1991), S. 76.

versa. Eine explizite Betrachtung der Veränderung der terms of trade sowie der daraus resultierenden Realeinkommensänderung erfolgt bei diesem Ansatz nicht. Orlowski argumentiert in seiner Kritik der preislichen Wettbewerbsfähigkeit als wirtschaftspolitische Zielgröße wie folgt: "Ist es denn Sinn des Wirtschaftens, viele Abnehmer im Ausland mit den Produkten der eigenen Arbeit zu einem möglichst niedrigen Preis zu versorgen? Wäre es nicht viel besser, wenn es gelänge, die eigenen Waren möglichst teuer ans Ausland zu verkaufen, und ist es nicht umgekehrt ein Zeichen gerade für einen Mangel an Wettbewerbsfähigkeit, wenn die zur Erfüllung der finanziellen Verpflichtungen im Ausland notwendigen Devisen nur bei niedrigen Güterpreisen - überspitzt gesagt: beim Verkauf der eigenen Waren zu Schleuderpreisen - in ausreichender Menge beschafft werden können?"<sup>114</sup> Der hierzu konträre Ansatz basiert auf der Vorstellung, dass eine Veränderung des realen Wechselkurses nicht als Determinante, sondern als *Ergebnis* einer veränderten Wettbewerbsfähigkeit interpretiert werden muss.<sup>115</sup> So führt eine Erhöhung von Marktanteilen inländischer Unternehmen im Ausland in aller Regel zur Verbesserung der Leistungsbilanz und über das entsprechende Ungleichgewicht auf dem Devisenmarkt zur Aufwertungstendenz der inländischen Währung, et vice versa. Im Gegensatz zum oben dargestellten Ansatz wäre eine Aufwertung somit nicht ein "negativ" zu bewertender Einflussfaktor der Wettbewerbsfähigkeit, sondern vielmehr deren "positiv" zu bewertendes Endergebnis, da eine Aufwertung zu steigenden terms of trade und damit zu einem wachsenden Realeinkommen führt.

Die Strategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung ist an enge, z.T. institutionelle Voraussetzungen geknüpft. Dies liegt darin begründet, dass zur Sicherung eines Stabilitätsvorsprungs bei fixen Wechselkursen eine *Koordination* von Geld-, Lohn- und Fiskalpolitik notwendig ist. Konkret macht die Strategie ein international niedriges Niveau der Lohnstückkosten durch Nominallohnendisziplin und/oder hohes Produktivitätswachstum erforderlich.<sup>116</sup> Allgemein, d.h. den entwicklungspolitischen Kontext ausblendend formuliert Filc die Voraussetzungen einer beschäftigungsfördernden Geldpolitik unter den Bedingungen einer Geldwirtschaft wie folgt: „Die Geldpolitik ist soweit wie möglich von der Aufgabe der Inflationsbekämpfung zu entbinden. Je stärker sie hierin von der Finanzpolitik und der Einkommenspolitik entlastet wird, desto günstiger sind die Voraussetzungen für eine (..) beschäftigungsstabilisierende Zinspolitik.“<sup>117</sup> Im umgekehrten Fall einer mangelnden Kooperationsbereitschaft der Einkommens-

<sup>114</sup> Orlowski (1982), S. 6.

<sup>115</sup> Vgl. Vollmer (1986), S. 206; vgl. Orlowski (1982), S. 29ff.

<sup>116</sup> Vgl. Herr (1993), S. 43; vgl. Herr/Westphal (1990), S. 444.

<sup>117</sup> Filc (1992), S. 336.

politik kann eine Beruhigung der Lohn-Preis-Dynamik zur Durchsetzung einer realen Unterbewertung nur durch eine geldpolitisch induzierte Stabilisierungskrise gewährleistet werden.<sup>118</sup>

Des weiteren hat die Strategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung auch eine globale Erfolgsvoraussetzung. Diese ist der Tatsache geschuldet, dass die Verfolgung einer merkantilistischen Strategie durch alle Länder einem weltweiten Nullsummenspiel gleichkommt.<sup>119</sup> Damit ist festzustellen, dass die Strategie des Merkantilismus für Entwicklungsländer entweder die freiwillige Hinnahme anhaltender Leistungsbilanzdefizite seitens der Industrieländer voraussetzt oder auf Kosten der Entwicklungschancen anderer Entwicklungsländer stattfindet, deren Schwachwährungscharakter nochmals deutlicher ausgeprägt ist.

	konfiskatorische Währungsreform	stabilitätsorientierte Unterbewertung
Zins- niveau	Zinssenkung, da Entwertung von Altschulden gegenüber Stromgrößen	Zinssenkung, da Entstehung von Aufwertungserwartungen (Zinsparitätentheorie)  Zinssenkung, da Erhöhung der nicht-pekuniären Liquiditätsprämie (Währungswettbewerb)
Profitrate	-	Renditeerhöhung, da außenwirtschaftlich gestützte Nachfrageexpansion

Tabelle 2-1: Wirkung einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie im Überblick

Quelle: Eigene Darstellung

<sup>118</sup> Vgl. Lücken-Klaßen (1993), S. 167.

<sup>119</sup> Vgl. Herr (1993), S. 43; vgl. Lücken-Klaßen (1993), S. 172ff.



## Exkurs: Geld- und Währungspolitik der BRD 1950/51-1998

„Die Exportorientierung der deutschen Geldpolitik sollte sich (...) als sehr erfolgreich erweisen.“

Holtfrerich (1998), S. 377.

### I) Bewältigung der Zahlungsbilanzkrise 1950/51

Eine erste Zäsur in der Geschichte der Geld- und Währungspolitik der Bundesrepublik Deutschland war die Bewältigung der Zahlungsbilanzkrise 1950/51 (vgl. Abbildung 2-4).<sup>120</sup>

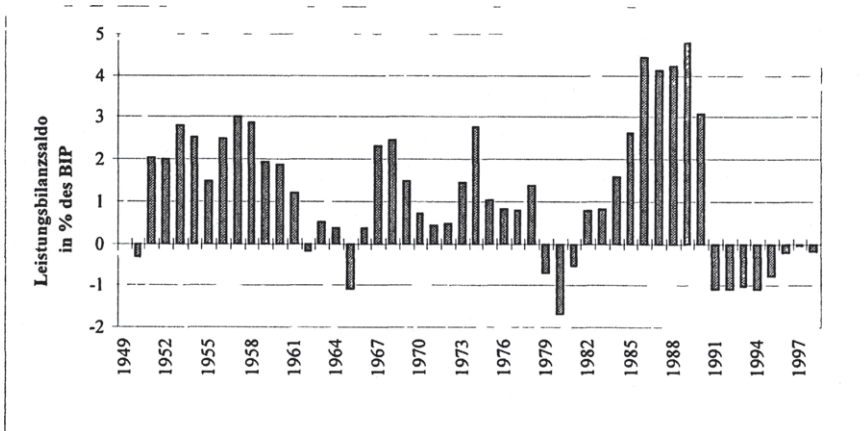


Abbildung 2-4: Leistungsbilanzentwicklung der BRD 1950-1998

Quelle: Statistisches Bundesamt (Grundzahlen)

Die diskutierten geld- bzw. währungspolitischen Optionen lauteten "Abwertung des nominellen Wechselkurses" (Position der Regierung Adenauer) und "Restriktive Geldpolitik" (Position der Bank deutscher Länder). Im Ergebnis zeichnete sich das Krisenmanagement dadurch aus, dass die Bank deutscher Länder ab Herbst 1950 eine konsequente Restriktionspolitik betrieb.<sup>121</sup> Den

<sup>120</sup> Vgl. Emminger (1976), S. 488f; vgl. Spahn (1991), S. 73f; vgl. Lücken-Klaßen (1993), S. 166.

<sup>121</sup> Vgl. Hölscher (1990); vgl. Holtfrerich (1998), S. 374ff; vgl. Herr/Voy (1989), S. 17.

Auftakt bildete eine deutliche Erhöhung der Mindestreservesätze, der eine Erhöhung des Diskontsatzes folgte. Nachdem diese Maßnahmen zur Abwehr der Zahlungsbilanzkrise nicht ausreichten, wurde auf Stützungskredite der EZU und protektionistische Maßnahmen (z.B. Importrestriktionen), insbesondere jedoch auf weitere restriktive Maßnahmen der Geldpolitik (z.B. Kreditstopp für kurzfristige Kredite, Formulierung von Mindestwerten hinsichtlich des Verhältnisses zwischen Eigenkapital und Kreditvolumen der Geschäftsbanken) zurückgegriffen, so dass ab März 1951 erstmals wieder ein Rückgang der kumulierten Auslandsverschuldung zu verzeichnen war. Insgesamt bildete die Bewältigung der Zahlungsbilanzkrise ein Schlüsselereignis, welches für das Selbstverständnis der Zentralbank und damit auch für die Qualität der DM als internationales Wertaufbewahrungsmittel prägend sein sollte. "Die Krise 1950/51 ist deshalb so zentral, weil damals die Bundesbank ihr später vielfach angewandtes Verhaltensmuster erstmals praktizierte, nämlich Leistungsbilanzprobleme niemals über Abwertungen zu bekämpfen, sondern ausschließlich über den Weg einer Stabilisierungskrise."<sup>122</sup>

## II) Geldpolitik im Wechselkurssystem von Bretton Woods

Der weitere Weg der DM zur internationalen Anlagewährung führte über die stabilitätsorientierte Unterbewertung im Wechselkurssystem von Bretton Woods. Das Wechselkurssystem von Bretton Woods war durch das Merkmal gekennzeichnet, dass für die Wechselkurse der Teilnehmerländer gegenüber dem US-Dollar Paritäten fest gelegt wurden.<sup>123</sup> Die Teilnehmerländer (mit Ausnahme der USA) waren verpflichtet, etwaige Abweichungen des Wechselkurses von der Parität durch Devisenmarktinterventionen zu verteidigen. Defizitländer sollten darüber hinaus vom IWF Kredite erhalten. Änderungen der Wechselkursparität waren nur für den Fall eines „fundamentalen Zahlungsbilanzungleichgewichts“ vorgesehen. Mit der Aufgabe, die Goldparität des US-Dollars aufrechtzuerhalten, kam der USA die Rolle des Leitwährungslandes zu. Ferner sollte das bis dahin praktizierte System der Devisenbewirtschaftung überwunden werden; langfristiges Ziel des Wechselkurssystems von Bretton Woods war somit die Freizügigkeit des Kapitalverkehrs. Tatsächlich war der vom System ausgehende Zwang auf die Teilnehmerländer, eine zahlungsbilanzorientierte Wirtschaftspolitik zu betreiben, jedoch gering. Je mehr z.B. ein Defizitland die ihm zustehenden Sonderziehungsrechte vom IWF nutzte, um so

<sup>122</sup> Herr (1990), S. 122. Vgl. Möller (1976), S. 463.

<sup>123</sup> Zu den Konstruktionsmerkmalen des Systems von Bretton-Woods vgl. Ohr (1990), für eine Analyse des *n-1*-Problems von Leitwährungsordnungen vgl. Herr (1992), S. 241ff; vgl. Spahn (1992b); vgl. McKinnon (1993).

stärker wurde vom Fonds die Forderung nach einer zahlungsbilanzkonformen, d.h. restriktiven Geld- und Fiskalpolitik erhoben; die Durchsetzung der Forderung und damit die tatsächliche Einflussnahme auf die Wirtschaftspolitik des Teilnehmerlandes blieb dem IWF jedoch vorenthalten.

Insgesamt waren wirtschaftspolitische Konflikte damit vorprogrammiert, da sich die Ziele Autonomie der Wirtschaftspolitik, Freizügigkeit des Kapitalverkehrs und fixe Wechselkurse bekanntermaßen nicht simultan realisieren lassen.<sup>124</sup> Faktisch wurde dieses Problem lange Zeit in der Form umgangen, dass viele Länder den geplanten Abbau der Kapitalverkehrsbeschränkungen nur sehr langsam betrieben.

Die Bundesrepublik hingegen verwirklichte die vollständige Freizügigkeit des Kapitalverkehrs bereits 1958.<sup>125</sup> Das oben beschriebene Spannungsverhältnis resultierte für die Bundesrepublik aus der Tatsache, dass ein dauerhafter Stabilitätsvorsprung gegenüber den anderen Teilnehmern des Wechselkurssystems existierte. Dies konstituierte letztlich die Situation einer *stabilitätsorientierten Unterbewertung* des realen Wechselkurses.<sup>126</sup> Grund für die relative Preisstabilität war einerseits eine restriktive Fiskalpolitik, die durch die regelmäßige Bildung von Haushaltsüberschüssen dazu beitrug, das Produktionspotenzial nicht zu überfordern.<sup>127</sup> Andererseits war die Lohnpolitik deshalb durch Zurückhaltung gekennzeichnet, weil sich die Gewerkschaften über Jahre hinweg im erzielten Produktivitätsfortschritt täuschten ("Produktivitätsillusion") und dieser daher nur unvollständig in die Lohnentwicklung Eingang fand.<sup>128</sup>

Die stetig anwachsenden Leistungsbilanzüberschüsse ab 1951 blieben zunächst ohne Auswirkung auf den nominellen Wechselkurs der DM. Dies lag darin begründet, dass die Bundesbank mit ihrer Strategie der Sterilisierung von Devisenmarktüberschüssen und Akkumulation von Währungsreserven eine faktisch merkantilistische Politik betrieb, so dass die Unterbewertungssituation auf diese Weise konserviert werden konnte.<sup>129</sup> Die Wirkung dieser Politik

---

<sup>124</sup> Vgl. Rose/Sauernheimer (1992), S. 237ff. Eine interessante Akzentuierung dieser Problematik bieten Bofinger (2000) und Bofinger/Wollmershäuser (2001).

<sup>125</sup> Vgl. Sinn (1988), S. 73.

<sup>126</sup> Vgl. Spahn (1990b), S. 51.

<sup>127</sup> Vgl. Holtfrerich (1998), S. 384f.

<sup>128</sup> Vgl. Riese (1990), S. 11; vgl. Spahn (1991), S. 75.

<sup>129</sup> Vgl. Herr (1990), S. 122. „Eine merkantilistische Politik der Generierung von Exportüberschüssen und der anfangs auch unbedingt notwendigen Stärkung der westdeutschen Währungsreserven musste sich aber angesichts der langfristig verfolgten Liberalisierungspolitik anderer Mittel als der des traditionellen außenhandelspolitischen Merkanti-

entfaltete sich auf zwei Ebenen: Erstens entsprach die reale Unterbewertung einer Strategie der *globalen Protektion*, da die preisliche Wettbewerbsfähigkeit international handelbarer Güter aus inländischer Produktion stieg. „Es half (..) außerordentlich, dass wegen des Inflationsdifferentials zum Ausland die Ausfuhrfähigkeit global durch einen eher unterbewerteten Wechselkurs gefördert wurde.“<sup>130</sup> Der Leistungsbilanzüberschuss trug so über Jahre hinweg zu exportgestütztem Wachstum bei (vgl. Abbildung 2-5).<sup>131</sup>

Zweitens wurde auf diese Weise der Weg einer *Hartwährungsstrategie* beschritten.<sup>132</sup> Dies lag darin begründet, dass die Leistungsbilanzüberschüsse dazu beitrugen, auf Seiten international agierender Geldvermögensbesitzer stets Aufwertungserwartungen entstehen zu lassen.<sup>133</sup> Insgesamt entwickelte sich die Bundesrepublik auf diese Weise zu einer der größten Gläubigernationen der Welt.<sup>134</sup>

---

lismus oder Protektionismus bedienen. Der Ausweg lag in einem *währungs- und fiskalpolitischen Merkantilismus* (Hervorhebung P.K.). Voraussetzung war ein System fester Wechselkurse ohne Goldautomatismus, d.h. mit Spielräumen für eine autonome Währungspolitik. Und genau dies stellte das Bretton-Woods-System bereit.“ Holtfrerich (1998), S. 381.

<sup>130</sup> Jochimsen (1997), S. 17. Im Marktphasenkonzept Rieves rangiert dieser Zeitraum der Wirtschaftsgeschichte der Bundesrepublik bis Mitte der sechziger Jahre unter dem Begriff der "Akkumulationsphase". Vgl. Riese (1990), S. 11f.

<sup>131</sup> In einem Vortrag auf der 1. Kreditpolitischen Tagung der „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“ im Mai 1951 führte der Präsident der Deutschen Bundesbank, Vocke, vor dem Hintergrund der durch den Koreakrieg ausgelösten Preissteigerungen aus: „Gewiss, die Preissteigerungen bei uns haben uns ernste Sorge gemacht - aber, wenn Sie sie mit dem ausländischen Preisniveau und mit den Preissteigerungen im Ausland vergleichen, so sehen Sie mit Befriedigung, dass wir ständig erheblich darunter bleiben. Und das ist unsere Chance, das ist entscheidend, für unsere Währung und besonders für unseren Export. Wir leben von der Steigerung unseres Exports, und dieser wieder von der relativen Niedrighaltung unseres Preis- und Lohnniveaus (..) Wie gesagt, unser hinter dem Ausland zurückbleibendes Preisniveau ist der zentrale Punkt unserer Bemühungen bei der Notenbank, und es ist ein Erfolg dieser Bemühungen.“ Vocke (1956), S. 56.

<sup>132</sup> Der Begriff Hartwährungsstrategie ist nicht einheitlich definiert. Den vorliegenden Begriffsklärungen gemeinsam ist jedoch der Gedanke, dass auf das Instrument der Abwertung nach Möglichkeit verzichtet wird.

<sup>133</sup> „Für die nächsten 30 Jahre blieb es insgesamt bei dem Term „aufwertungsverdächtig“.“ Jochimsen (1997), S. 17.

<sup>134</sup> Vgl. Frenkel/Goldstein (1998), S. 736f.

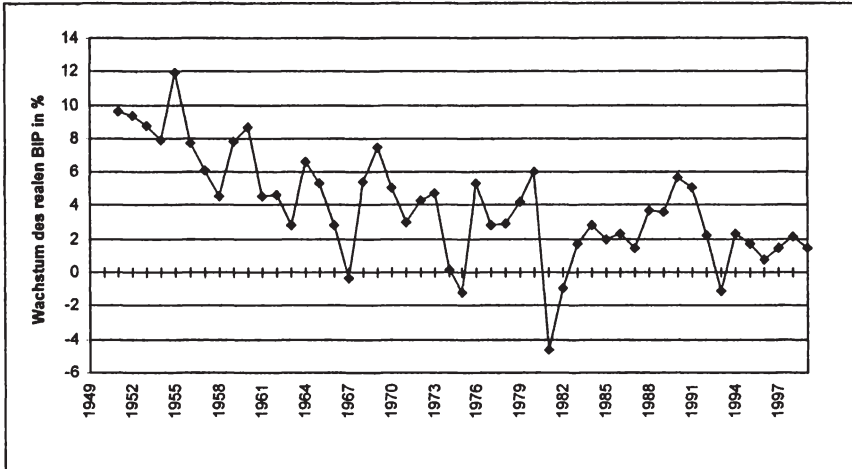


Abbildung 2-5: Wachstumsraten des realen BIP der BRD 1950-1998

Quelle: Statistisches Bundesamt (Grundzahlen)

Das bereits angedeutete Dilemma einer stabilitätsorientierten Unterbewertung, einerseits eine hohe Vermögenssicherungsqualität der Währung zu indizieren, andererseits aufgrund daraus resultierender Kapitalimporte einer Aufwertungs-tendenz zu unterliegen, zeichnete sich insbesondere in den sechziger Jahren ab. Diesem Umstand wurde dadurch Rechnung getragen, dass neben allfälligen Sterilisierungsbemühungen die DM 1961 und 1969 - meist gegen den Willen der Regierung - aufgewertet wurde.<sup>135</sup> Dabei blieb das Ausmaß der nominalen Aufwertung der DM (1960: Aufwertung von 4,20 DM/\$ auf 4,00 DM/\$; 1969: Aufwertung von 4,00 DM/\$ auf 3,66 DM/\$) jedoch jeweils hinter dem durch den Stabilitätsvorsprung angezeigten Aufwertungsbedarf zurück, so dass die Erwartungen der Marktteilnehmer weiterhin auf Stabilität gerichtet blieben.

Unter den Bedingungen des Wechselkurssystems von Bretton Woods sah sich die Deutsche Bundesbank erstmals Mitte der sechziger Jahre zur Durchführung einer Restriktionspolitik gezwungen. Die Hochkonjunktursituation im Jahre 1964/65 wurde durch expansive Fiskalpolitik im Vorfeld des Bundestagswahlkampfes verstärkt und führte so im Dezember 1965 zu einem Preisanstieg in Höhe von 4,2% gegenüber dem Vorjahresmonat. Die Leistungsbilanz passivierte sich. Der Preisanstieg verstärkte sich im 1. Halbjahr 1966 nochmals und veran-

<sup>135</sup> Vgl. Sinn (1988), S. 74ff; vgl. Holtfrerich (1998), S. 409ff, S. 421ff.

lasste die Bundesbank zur ersten geldpolitisch induzierten Stabilisierungskrise in der Geschichte der Bundesrepublik Deutschland.<sup>136</sup> Die Dämpfung der Binnenkonjunktur bewirkte, dass ab 1967 wieder ein Leistungsbilanzüberschuss verzeichnet wurde. "Es bildete sich mehr oder weniger die Regel heraus, Wachstum zu fördern, wenn es mit Wechselkursstabilität vereinbar ist, und bedingungslos zu opfern, wenn die Stabilität des Außenwertes der D-Mark und/oder der Leistungsbilanzüberschuss (..) in Gefahr sind."<sup>137</sup>

### III) Geldpolitik im Post-Bretton-Woods-System und im EWS

Unter den Bedingungen des Post-Bretton-Woods-Systems sind die Anhaltspunkte für eine Hartwährungsstrategie der Deutschen Bundesbank ebenfalls deutlich auszumachen. Punktuell bewies die Deutsche Bundesbank Stabilitätsorientierung, als sie 1974 mit der ersten Ölkrise konfrontiert wurde und zur Vermeidung der sich abzeichnenden Lohn-Preis-Spirale auf konsequenten Restriktionskurs ging – ein Verhalten, das ihr bei der Bekämpfung der zweiten Ölkrise 1979 zum Vorteil gereichte.<sup>138</sup>

International war die Wechselkurspolitik in dieser Ära durch den Übergang zu flexiblen Wechselkursen gekennzeichnet. Gleichwohl entstanden auch Währungsblöcke mit jeweils regionalen Leitwährungen. Einer dieser Währungsblöcke war das 1979 gegründete EWS. Eines der Konstruktionsmerkmale des EWS war der Ansatz, die Interventionsregeln symmetrisch zu konzipieren.<sup>139</sup> Die Institutionalisierung einer Leitwährung unterblieb somit.<sup>140</sup> In der währungspolitischen Praxis des EWS zeigte sich jedoch, dass die Liquiditätswirkung des

<sup>136</sup> Vgl. Holtfrerich (1998), S. 417; vgl. Spahn (1992a), S. 120f.

<sup>137</sup> Herr (1990), S. 122.

<sup>138</sup> Vgl. Jochimsen (1997), S. 18; vgl. Spahn (1997), S. 3f; vgl. Spahn (1992a), S. 121, S. 126.

<sup>139</sup> Vgl. Ohr (1996a), S. 204ff; vgl. Bofinger (1990), S. 127f.

<sup>140</sup> Jede am EWS beteiligte Notenbank war verpflichtet, ihren Wechselkurs gegenüber jeder anderen am EWS beteiligten Währung innerhalb der Bandbreiten um die fest gelegte Parität zu verteidigen. Auf diese Weise sollte sichergestellt sein, dass bei Erreichen der Interventionspunkte stets beide Notenbanken zur Intervention angehalten sind und Geldmengeneffekte von Devisenmarktinterventionen daher symmetrisch auftreten. Dies ist dann der Fall, wenn es im Schwachwährungsland zu einer Ausweitung, im Starkwährungsland zu einer Verringerung der Geldmenge kommt. Die gleichmäßigere Verteilung der Anpassungslasten ist darin zu sehen, dass die restriktive Geldpolitik des Schwachwährungslandes aufgrund der gleichzeitig praktizierten expansiven Geldpolitik des Starkwährungslandes weniger scharf ausfallen muss als bei einer lediglich einseitigen Interventionsverpflichtung.

Interventionsverhaltens der beteiligten Notenbanken auch von deren Sterilisationsverhalten abhing. So war die Deutsche Bundesbank zumeist erfolgreich in ihrem Bemühen, die von ihren Devisenmarktinterventionen ausgehenden Geldmengeneffekte zu sterilisieren. Auf diese Weise kam es einerseits letztlich doch zu einer ungleichen Verteilung der Anpassungslasten im EWS, andererseits wurde einmal mehr die Vermögenssicherungsqualität der DM unter Beweis gestellt, da die Deutsche Bundesbank auch unter den Bedingungen des EWS eine Hartwährungsstrategie verfolgte und die DM als Quasi-Leitwährung etablieren konnte.<sup>141</sup>

Die Währungsbeziehungen der Bundesrepublik gegenüber Nicht-EWS-Ländern war durch ein managed floating gekennzeichnet. Die Verfolgung einer Hartwährungsstrategie lässt sich auch unter diesen Bedingungen belegen. In diesem Zusammenhang ist insbesondere das Verhältnis der DM zum US-Dollar in der Folgezeit des Jahres 1973 interessant. Die US-amerikanische Politik der „Entknappung des Dollars“, die maßgeblich zum Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods beitrug, wurde auch nach 1973 beibehalten.<sup>142</sup> Gleichzeitig nutzte die Deutsche Bundesbank ihren wiedergewonnenen Freiheitsgrad, Geldpolitik ohne zwingende Berücksichtigung eines Wechselkurszieles betreiben zu können.<sup>143</sup> Die nun nochmals konsequentere antiinflationäre Geldpolitik der Deutschen Bundesbank bewirkte daher bald weitere Aufwertungsstendenzen der DM. Für die USA bedeutete der zunehmende Vertrauensverlust in die Vermögenssicherungsqualität des US-Dollars ab 1977 die Gefahr einer Abwertungs-Inflations-Spirale, die nur zweierlei Reaktionsmöglichkeiten zuließ: interne Restriktionspolitik oder Kooperationsbereitschaft der Leistungsbilanzüberschussländer Deutschland und Japan.<sup>144</sup> Tatsächlich wurde an die Bundesrepublik die Forderung nach einer expansiven Politik gerichtet, um einen Abbau des Ungleichgewichts der bilateralen Handelsbeziehungen zu ermöglichen und so zur Stützung des Dollars beizutragen. Während die Bundesregierung 1978 dem US-amerikanischen Druck in ihrer Verantwortung für die Fiskalpolitik - wenngleich zögerlich und eher schwach - nachgab, lehnte die Bundesbank die Forderung nach einer expansiven Geldpolitik ab.<sup>145</sup>

---

<sup>141</sup> Vgl. Ohr (1996a), S. 211f; vgl. Spahn (1992b).

<sup>142</sup> Vgl. Herr (1992), S. 320ff.

<sup>143</sup> Vgl. Jochimsen (1997), S. 18; vgl. Spahn (1992a), S. 121.

<sup>144</sup> Vgl. Herr/Voy (1989), S. 27f.

<sup>145</sup> Im Herbst 1979 kam es im Rahmen des sogenannten Hamburger Treffens zur Konfrontation zwischen einer US-amerikanischen Delegation und Vertretern der Bundesrepublik, in dem die mangelnde Kooperationsbereitschaft der Bundesbank kritisiert wurde. „Das Ergebnis der ganzen Unterhaltung war: Wir wiesen jegliche Festlegung hinsichtlich der

Die Regeneration des US-Dollar zwischen 1980 und 1985 musste daher mittels US-amerikanischer Stabilisierungsbemühungen erfolgen.<sup>146</sup> Die Restriktionspolitik der amerikanischen Zentralbank ab 1979 - der Amtsübernahme Paul Volckers - fiel dabei auch deshalb sehr scharf aus, weil die Deutsche Bundesbank nun ihrerseits leicht restriktive Geldpolitik betrieb.<sup>147</sup> Der entscheidende Punkt ist jedoch die Tatsache, dass es 1979 aufgrund drastisch verteuerter Ölpreise, der Dynamik des bundesdeutschen Wirtschaftswachstums und der im Zuge der verstärkten Währungskonkurrenz entstandenen Aufwertung der DM zur Passivierung der deutschen Leistungsbilanz kam.<sup>148</sup> Die Reaktion der Deutschen Bundesbank erfolgte letztlich mit Blick auf die Interessen der international agierenden Geldvermögensbesitzer, indem sie sich einer einmaligen Abwertung der DM widersetzte und statt dessen für die Jahre 1981/82 eine harte interne Stabilisierungskrise in Kauf nahm.<sup>149</sup>

Die letzte von der Bundesbank initiierte Stabilisierungskrise ist auf das Jahr 1990 zu datieren. Hintergrund der restriktiven Maßnahmen war der allmähliche Rückgang der Arbeitslosigkeit in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre, was zu steigendem Lohndruck führte.<sup>150</sup> Hierzu kamen die durch die Wiedervereinigung bedingten exzessiven Haushaltsdefizite, die zusammen mit dem Nachholbedarf der ostdeutschen Wirtschaftssubjekte nach Konsumgütern und der hieraus resultierenden „einigungsbedingten Sonderkonjunktur“ das Produktionspotenzial zu überfordern drohten.<sup>151</sup>

### **Exkurs: Empirische Evidenz**

Abschließend ist nach dem Zusammenhang zwischen Währungsreform und Unterbewertung einerseits sowie dem „Wirtschaftswunder“ der Bundesrepublik Deutschland andererseits zu fragen.

---

zukünftigen Dollar-Interventionen zurück. Wir hatten eindeutig klargemacht, dass eine Wiedererstarkung des Dollar ausschließlich von entsprechenden amerikanischen Anstrengungen abhängt.“ Emminger (1986), S. 396. Vgl. Herr (1990), S. 125ff; vgl. Spahn (1990a), S. 141f.

<sup>146</sup> Zu dieser äußerst interessanten Periode der US-amerikanischen Stabilisierungspolitik vgl. Sachs (1985); vgl. Loewy (1988); vgl. Sargent (1986); vgl. Blanchard/Dornbusch (1984); vgl. Spahn (1990a).

<sup>147</sup> Vgl. Spahn (1988), S. 93ff.

<sup>148</sup> Vgl. Herr/Voy (1989), S. 31f.

<sup>149</sup> Vgl. Herr (1990), S. 128; vgl. Spahn (1990b), S. 56f.

<sup>150</sup> Vgl. Spahn (1995), S. 174f; vgl. Spahn (1993a), S. 42f.

<sup>151</sup> Vgl. Jochimsen (1997), S. 21.



Dies kann nicht unabhängig von der Würdigung alternativer Erklärungshypothesen zur Wirtschaftsentwicklung erfolgen. Hierbei sind zwei Ansätze von besonderem Interesse: Der angebots-/ordnungspolitische Ansatz soll betrachtet werden, weil insbesondere in der deutschsprachigen Literatur die Auffassung vorherrscht, dass das Wirtschaftswunder auf die konsequente Implementierung ordoliberalen Gedankenguts - personifiziert in der Gestalt Ludwig Erhards - zurückzuführen ist. Die Theorie des aufholenden Wachstums („catching-up“) ist aufzugreifen, weil sie allzu offensichtlichen Unzulänglichkeiten des angebots-/ordnungspolitischen Ansatzes Rechnung trägt und die wachstumstheoretische Diskussion der letzten ein bis zwei Dekaden nachhaltig bereichert hat.

Die *angebots-/ordnungspolitische Sichtweise* ist der im deutschen Sprachraum einflussreichste und populärste Ansatz zur Erklärung des deutschen Wirtschaftswunders.<sup>152</sup> In Verbindung mit günstigen Angebotsbedingungen (z.B. niedrige Löhne und Lohnnebenkosten, Abschreibungsmöglichkeiten) sowie einer investitionsfördernden Währungsreform wird das Wirtschaftswunder auf zentrale wirtschaftspolitische Grundsatzentscheidungen zurückgeführt, die insbesondere mit Ludwig Erhard in Verbindung gebracht und in ihrer Gesamtheit als Modell der „Sozialen Marktwirtschaft“ bezeichnet werden.<sup>153</sup> Aufgrund der konzeptionellen Nähe dieses Ansatzes mit der ordoliberalen Freiburger

---

<sup>152</sup> Angebots- und Ordnungspolitik sind als Konzeptionen weder äquivalent noch identisch. Da sie bei der Interpretation des bundesdeutschen Wirtschaftswunders aber meist im Verbund auftreten, erscheint eine gemeinsame Darstellung dieser zumindest komplementären Ansätze für die vorliegende Fragestellung zulässig.

<sup>153</sup> „Die neoliberale Erklärung ist in Deutschland immer noch die einflussreichste Interpretation des Nachkriegswachstums. Sie ist ein Kind der unmittelbaren Nachkriegsjahre, der Auseinandersetzungen über die Zukunft der westdeutschen Wirtschaftsordnung. Groß wurde sie mit dem „Wirtschaftswunder“, für das sie eine Erklärung bot. Anfänglich ebenso umstritten wie die neoliberale Wirtschaftspolitik, konnte sie schon bald beanspruchen, fester Bestandteil des demokratischen Grundkonsenses in der Bundesrepublik Deutschland zu sein. (...) ein Gesamtbild entsteht erst aus einer Vielzahl von Einzelbeiträgen. Diese sind empirisch oftmals schwach abgestützt. Die Literatur wird durch ordnungstheoretische und sozialphilosophische Studien über die Grundlagen und Perspektiven der „Sozialen Marktwirtschaft“ dominiert. Die neoliberale Interpretation des Nachkriegswachstums ist damit schwer greifbar; man findet sie an zahlreichen Stellen, selten jedoch umfassend dargelegt. Die Grenze zwischen wissenschaftlicher Hypothese und nationalem Mythos ist fließend.“ Lindlar (1997), S. 48. Stellvertretend für die angebots-/ordnungstheoretische Position vgl. Giersch/Paque/Schmieding (1992); vgl. Görgens (1969); vgl. Gundlach (1987).

Schule ist daher auch an die konstituierenden Prinzipien der Wirtschaftspolitik Walter Euckens zu erinnern.<sup>154</sup>

Die *Theorie des aufholenden Wachstums* ist vornehmlich mit dem Namen Moses Abramovitz verbunden. Gegenstand seiner catching-up-Hypothese ist die These der Wachstumsvorteile relativ unterentwickelter Staaten. Ein catching-up-Prozess findet statt, wenn die internationalen Unterschiede hinsichtlich Produktivität zu Konvergenzprozessen führen, in deren Verlauf sich rückständige Länder dem Entwicklungsniveau der fortgeschrittenen Länder annähern. Die Rückständigkeit eines Landes hinsichtlich der im Inland verfügbaren Technologie bedeutet somit Potenzial für aufholendes Wachstum.<sup>155</sup> Die größten Produktivitätsfortschritte lassen sich dabei in den Ländern mit dem ältesten Kapitalstock, d.h. mit der größten Produktivitätslücke, erzielen. Bezogen auf die Wachstumsdynamik der Bundesrepublik Deutschland und Westeuropa bedeutet dies, dass diese von der gegen Ende des 2. Weltkriegs bestehenden Produktivitätslücke gegenüber den USA profitieren konnten, indem der US-amerikanische Technologiestandard durch Diffusion von know-how sukzessive und kostengünstig übernommen wurde.<sup>156</sup>

---

<sup>154</sup> Die konstituierenden Prinzipien der Wirtschaftspolitik fordern ein *System von Marktpreisen*, das sich unter Wettbewerbsbedingungen herausbildet. Dem *Primat der Währungspolitik* folgend können Preise ihre Funktionen nur dann ausüben, wenn Preisniveaustabilität herrscht. Durch *Privateigentum* und das damit einhergehende Bündel an Verfügungsrechten ist für ein eigennutzorientiertes Wirtschaftssubjekt der Anreiz gegeben, knappe Ressourcen in die jeweils effizienteste Verwendungsmöglichkeit zu lenken. Privateigentum muss mit Wettbewerb verbunden sein, wenn es volkswirtschaftlich positive Wirkungen hervorbringen soll. Wettbewerb kann jedoch nur bestehen, wenn für potentielle inländische und ausländische Konkurrenten die *Offenheit der Märkte* gewährleistet ist, da wettbewerbsbeschränkendes Verhalten der etablierten Anbieter so unterbunden wird. *Vertragsfreiheit* ermöglicht den Einsatz von Ressourcen entsprechend des Effizienzkriteriums, was die freie Wahl des Vertragspartners voraussetzt. *Einheit von Handlung und Haftung* sollen dafür sorgen, dass ökonomische Entscheidungsträger die Folgen ihrer Dispositionen in vollem Umfang tragen. *Konstanz der Wirtschaftspolitik* bedeutet Planungssicherheit der Wirtschaftssubjekte, was insbesondere bei weit in die Zukunft reichenden Konsum- und Investitionsentscheidungen von Bedeutung ist. Vgl. Eucken (1952), S. 254ff; vgl. Oberender (1989), S. 323f.

<sup>155</sup> Vgl. Abramovitz (1989), S. 221.

<sup>156</sup> Untersuchungen zeigen ein uneinheitliches Bild bezüglich des empirischen Gehalts der catching-up-Hypothese. Vgl. Klump (1995), S. 32f. Bereits Abramovitz spricht jedoch von weiteren Faktoren, die über die Realisierung eines bestehenden Aufholpotenzials entscheiden – eine bestehende Produktivitätslücke ist für einen Aufholprozess somit notwendig, aber nicht hinreichend. Vgl. Abramovitz (1989), S. 222. Als weitere Bedingung nennt Abramovitz *social capabilities*. Hierunter versteht er die Fähigkeit zum Entdecken, Erwerben und Nutzbarmachen ausländischer Technologien, mithin Rahmenbedingungen

Die nachfolgenden Ausführungen sollen dazu dienen, Anhaltspunkte für bzw. gegen die Bedeutung von Währungsreform und Unterbewertung für das bundesdeutsche Wirtschaftswunder zusammenzutragen.

## I) Auswirkungen und Stellenwert der Währungsreform

Die Analyse der Bedeutung der Währungsreform vom 20. Juni 1948 erfolgt in zwei Schritten. Zunächst ist die in den achtziger Jahren von Abelshäuser und Manz vorgebrachte These aufzugreifen, dass selbst ein *zeitlicher Zusammenhang* zwischen Währungsreform und Produktionsanstieg nicht bestehen würde. In einem weiteren Schritt ist der Frage nachzugehen, inwiefern ein entsprechender Kausalzusammenhang besteht.

Hinsichtlich des Ziels Preisstabilität war die Währungsreform unbestritten ein Erfolg. Zwar wurden im Herbst 1948 kurzfristig Preissteigerungsraten in zweistelliger Höhe verzeichnet.<sup>157</sup> Diese waren der Tatsache geschuldet, dass der Geldüberhang leicht unterschätzt wurde, so dass die gleichzeitig zur Währungsreform durchgeführte Wirtschaftsreform mit der teilweisen Aufhebung bislang existierender Rationierungssysteme in Verbindung mit der hohen Konsumneigung der Wirtschaftssubjekte zu einer Gewinninflation führen musste. Eckpfeiler der Bemühungen zur Verhinderung einer Lohn-Preis-Spirale war die Aufrechterhaltung des seit 1936 herrschenden Lohnstopps; ein dagegen gerichteter Generalstreik scheiterte.<sup>158</sup> Ebenfalls zur Preisberuhigung beigetragen hat das im Umstellungsgesetz verankerte Verbot öffentlicher Haushaltsdefizite.<sup>159</sup> In einer Gesamtschau wurde mit der Währungsreform jedoch ein Maß an Preisniveaustabilität erreicht, das unter Ökonomen unstrittig als notwendige Bedingung für jeglichen Wachstums- und Entwicklungsprozess gewertet wird.

Die Auswirkung der Währungsreform auf die *Wachstumsdynamik* Westdeutschlands hingegen war insbesondere in den achtziger Jahren Gegenstand kontroverser wirtschaftswissenschaftlicher Diskussion.<sup>160</sup> Hierbei standen sich zwei Positionen gegenüber. Einer traditionellen Sichtweise folgend war die Währungsreform - wenngleich in Verbindung mit der gleichzeitigen Lockerung der

---

sozioökonomischer Art, die nur schwer operationalisierbar sind. Zu diesen Rahmenbedingungen können der Stand des Ausbildungswesens oder die Funktionsweise politischer und ökonomischer Institutionen, aber auch die Offenheit gegenüber Wettbewerb und Veränderung gezählt werden. Vgl. Klump (1995), S. 35.

<sup>157</sup> Vgl. Dornbusch/Wolf (1990), S. 27f; vgl. Möller (1976), S. 463.

<sup>158</sup> Vgl. Abelshäuser (1983), S. 53; vgl. Spahn (1991), S. 73.

<sup>159</sup> Vgl. Holtfrerich (1998), S. 367f; vgl. Tober (1999), S. 120f.

<sup>160</sup> Vgl. Buchheim (1989); vgl. Ritschl (1985), S. 136f; vgl. Klemm/Trittel (1987).

Rationierungssysteme - die direkte Ursache für die nachfolgende Dynamik der industriellen Entwicklung Deutschlands. So zeigt die amtliche Statistik der industriellen Produktion einen auffälligen Gleichlauf zwischen der Durchführung der Währungsreform und dem Anstieg der industriellen Produktion sowohl in der Bizone als auch in der Französischen Zone (vgl. Tabelle 2-2).

↓  
Währungsreform  
am 20. Juni 1948

	I- 1947	II- 1947	III- 1947	IV- 1947	I- 1948	II- 1948	III- 1948	IV- 1948	I- 1949	II- 1949	III- 1949	IV- 1949
Bizone	33	38	42	45	49	52	63	75	84	88		
Französische Zone	36	41	44	45	48	49	58	66	73	83		
Deutschland (West)									83	87	90	100

Tabelle 2-2: Index der Industriegüterproduktion 1947-1949 in Westdeutschland  
gemäß amtlicher Statistik (1936 = 100)

Quelle: Buchheim (1989), S. 86f.

Andererseits wird die Bedeutung der Währungsreform für die wirtschaftliche Entwicklung der Folgejahre negiert. Die Kritik an der These positiver Wachstumswirkungen der Währungsreform ist insbesondere mit den Namen Abels- hauser und Manz verbunden. Beide konstatieren, dass - unabhängig von der Frage des Kausalzusammenhangs - selbst ein zeitlicher Zusammenhang zwischen Währungsreform und Anstieg der industriellen Produktion nicht gegeben ist, da die seinerzeit veröffentlichten amtlichen Produktionsziffern falsch waren: „Neuere Berechnungen weisen nach, dass das Produktionsniveau vor der Währungsreform systematisch unterschätzt wurde, weil ein beträchtlicher Teil der für die Hortungslager produzierten Waren nicht statistisch erfasst worden war. Wird diesem Effekt aber Rechnung getragen (..), verliert die Währungsreform ihre herausragende Bedeutung für den Produktionsprozess und ordnet sich in den stetigen Wirtschaftsaufschwung ein, der im Herbst 1947 begann (..) Wesentlich beschleunigt hat die Währungsreform diesen Aufschwung nicht.“<sup>161</sup>

<sup>161</sup> Abels- hauser (1983), S. 51.

Die von Abelshausen angeführte Neuberechnung des Produktionsniveaus auf Basis des industriellen Industrieverbrauchs (vgl. Tabelle 2-3) fußt auf einer Methodik, die aufgrund der Bedeutung der Fragestellung kurz vorgestellt werden soll. Ausgangspunkt ist die Vermutung, dass die Unternehmen unter den Bedingungen des Bewirtschaftungsregimes vor Durchführung von Wirtschafts- und Währungsreform Anreize hatten, das Ausmaß der tatsächlichen Produktion zu verheimlichen.<sup>162</sup> Dies konnte mit dem Kalkül verfolgt werden, entweder Waren für Schwarzmarkt- bzw. Tauschgeschäfte zur Verfügung zu haben oder um Lager für die Zeit nach der (zu erwartenden) Währungsreform anzulegen.

↓  
Währungsreform  
am 20. Juni 1948

	I- 1947	II- 1947	III- 1947	IV- 1947	I- 1948	II- 1948	III- 1948	IV- 1948	I- 1949	II- 1949	III- 1949	IV- 1949
Bizone				50,1	53,7	57,0	65,3	76,0				
Französi- sche Zone	38,9	46,4	48,4	48,0	50,0	53,7	60,7	67,0				

Tabelle 2-3: Index der Industriegüterproduktion 1947-1949 in Westdeutschland  
gemäß Schätzung auf Basis des industriellen Energieverbrauchs  
(1936 = 100)

Quelle: Abelshausen (1975), S. 57; Manz (1985), S. 28f.

Der industrielle Energieverbrauch - so die Argumentation Abelshausers - eignet sich unter anderem deshalb zur Abschätzung der tatsächlichen Industriegüterproduktion, weil Energie nicht lagerbar ist und sich daher nicht als Schwarzmarktware eignet.<sup>163</sup> Die verfügbaren Statistiken über den industriellen Energieverbrauch können somit als Indikator für die *tatsächliche* Höhe der Industriegüterproduktion interpretiert werden, die nun einen anderen zeitlichen Verlauf aufweisen würde: Vergleicht man die offiziellen Zahlen mit den geschätzten Zahlen von Abelshausen und Manz, kann man tatsächlich vom Versuch einer

<sup>162</sup> Vgl. Manz (1985), S. 27; vgl. Abelshausen (1975), S. 53ff.

<sup>163</sup> Vgl. Abelshausen (1975), S. 57.

„Entmythologisierung der Währungsreform“ sprechen, da der Anstieg der Industriegüterproduktion nun kontinuierlicher ausfällt.<sup>164</sup>

Abelshausers Kritik an den positiven Wachstumswirkungen blieb jedoch nicht unwidersprochen. So konnte unter anderem Ritschl mit Hilfe eines ökonomischen Modells zeigen, dass eine der Annahmen Abelshausers, nämlich eine konstante Relation zwischen Energieverbrauch und Energiegüterproduktion, nicht erfüllt war.<sup>165</sup> Der zeitliche Gleichlauf zwischen Währungsreform einerseits und Anstieg der industriellen Produktion andererseits bleibt somit bestehen; Abelshausers Kritik ist nach herrschender Meinung widerlegt.<sup>166</sup>

Schließlich ist die Frage nach der *Kausalität* zwischen Währungsreform und Produktionsanstieg zu stellen. Dieses Unterfangen ist problematisch, da zeitgleich zur Währungsreform eine Wirtschaftsreform durchgeführt wurde, die vor allem die Aufhebung der seit 1936 bestehenden Preiskontrollen umfasste (ausgenommen waren zunächst die wichtigsten Grundnahrungsmittel und industrielle Vorprodukte sowie Beförderungstarife und Medikamente).<sup>167</sup> Damit gibt es einen weiteren, den eigentlich zu klärenden Zusammenhang möglicherweise überlagernden Einfluss der Wirtschaftsreform auf den industriellen Produktionsanstieg. Dieser *angebots-theoretische* Einfluss könnte insofern gegeben sein, als mit Einführung der neuen Währung, insbesondere jedoch der weitestgehend freien Preisbildung die Angebotsbereitschaft der Unternehmen wiederhergestellt wurde. Zum einen war es nun lukrativ, bislang gehortete Warenlager aufzulösen. Zum anderen resultierte ein deutlicher Anreiz zur Produktion, da nun wieder die Möglichkeit der Erzielung von Gewinnen aus Produktionstätigkeit bestand. „Etwas zugespitzt ausgedrückt, kann man demnach wohl folgendes feststellen: Trotz im großen und ganzen recht günstiger materieller Voraussetzungen zeigte die Industrieproduktion in Westdeutschland bereits seit 1946 starke Stagnationstendenzen, weil die Unternehmer nicht mehr produzieren *wollten*.“<sup>168</sup> Konkret waren die Erlöserwartungen der Unternehmer angesichts eines riesigen Nachholbedarfs der Verbraucher günstig, die Produktionskapazitäten im wesentlichen intakt, die Bereitschaft der Arbeitnehmer, Arbeitskraft gegen Geldlohn anzubieten, wieder hergestellt. Die Währungsreform wirkte in diesem Zusammenhang zweifellos unterstützend, da sie aufgrund ihrer konfiskatorischen Ausprägung eine fast vollständige Entschuldung des

---

<sup>164</sup> Vgl. Abelshausen (1975), S. 57ff.

<sup>165</sup> Vgl. Ritschl (1985), S. 161.

<sup>166</sup> Vgl. Buchheim (1997), S. 102f; vgl. Buchheim (1998), S. 91.

<sup>167</sup> Vgl. Lindlar (1997), S. 237; vgl. Möller (1976), S. 458; vgl. Abelshausen (1983), S. 53.

<sup>168</sup> Buchheim (1998), S. 98.

Unternehmenssektors bewirkte und somit auch kostenseitig entlastend wirkte. Es bleibt jedoch ungeklärt, ob die Währungsreform ohne die begleitende Wirtschaftsreform ein Erfolg geworden wäre.<sup>169</sup> Der Versuch, diese Frage im Quervergleich der nach Ende des zweiten Weltkriegs in Europa stattfindenden Währungsreformen zu klären, würde den Rahmen der vorliegenden Arbeit sprengen. So ist an dieser Stelle nur summarisch anzudeuten, dass es in der Zeit zwischen 1944 und 1953 mehrere europäische Länder gab, die zum Abbau eines monetären Überhangs auf das Instrument der konfiskatorischen Währungsreform zurückgegriffen haben, ohne nachfolgend einen derart deutlichen Anstieg der industriellen Produktion zu verzeichnen wie in Deutschland.<sup>170</sup> Somit muss offen bleiben, ob die auf monetärkeynesianische Autoren zurückgehende Betonung der Verteilungswirkungen einer Währungsreform zugunsten des Kredit-Investitions-Mechanismus nicht *myopische* Züge trägt und unzulässigerweise andere, mindestens ebenso wichtige Voraussetzungen für wirtschaftliche Entwicklung im unmittelbaren Nachgang einer großen zurückgestauten Inflation teils nur implizit thematisiert, teils völlig ignoriert.<sup>171</sup>

## II) Auswirkungen und Stellenwert der Unterbewertung

Die Abschätzung der Bedeutung der realen Unterbewertung der DM erfolgt in der Form, dass zunächst der angebots-/ordnungspolitische Ansatz einer Analyse unterzogen wird. Anschließend wird der Erklärungsbeitrag der Theorie des aufholenden Wachstums gewürdigt, was letztlich den außenwirtschaftlichen Verflechtungsgrad der Bundesrepublik Deutschland zum Gegenstand der Betrachtung macht. Daran anknüpfend erfolgt eine kritische Würdigung des monetärkeynesianischen Erklärungsbeitrages.

---

<sup>169</sup> Vgl. Dornbusch/Wolf (1990), S. 32f.

<sup>170</sup> Neben einigen osteuropäischen Ländern (z.B. Ungarn im Dezember 1945 und Polen im Oktober 1950) gilt dies auch für Österreich im November 1947. Vgl. Gurley (1953), S. 80; vgl. Dornbusch/Wolf (1990), S. 20.

<sup>171</sup> "While the German monetary reform of 1948 is perhaps the best known example (..), it is clear that Germany's reform offered nothing special. Its prominence is perhaps due to the accompanying tax and market liberalization measures that were important ingredients for the "economic miracle" that followed after 1948 (..)" Dornbusch/Wolf (1990), S. 19. „Schließlich muss noch auf die Steuergesetzgebung hingewiesen werden (..) Berücksichtigt man neben den hier erwähnten Reformmaßnahmen noch den seit der Währungsumstellung beschleunigten Aufbau der Bundesrepublik und die damit verbundene Ordnung der wirtschaftspolitischen Kompetenzen, so wird deutlich, dass die Währungsreform von 1948 nicht eine isolierte monetäre Maßnahme, sondern Teil einer umfassenden Wirtschafts- und Währungsreform war.“ Möller (1976), S. 459.

Als Kritik an dem reklamierten Erfolgsbeitrag der konstituierenden Prinzipien der Wirtschaftspolitik am bundesdeutschen Wirtschaftswunder ist anzuführen, dass den wirtschaftspolitischen Implikationen des angebots-/ordnungstheoretischen Ansatzes in der bundesdeutschen Nachkriegsgeschichte höchst unterschiedlich Rechnung getragen wurde. So ist evident, dass u.a. dem Primat der Währungspolitik, dem Institut des Privateigentums und der Vertragsfreiheit ein hoher Stellenwert beigemessen wurde. Auf der anderen Seite ist zu konstatieren, dass es zwischen dem ordoliberalen Prinzipienkatalog und den tatsächlich realisierten Maßnahmen auch eine Reihe von Diskrepanzen gab, die Zweifel an dem behaupteten Zusammenhang zwischen dem Modell „Soziale Marktwirtschaft“ und dem bundesdeutschen Wirtschaftswunder aufkommen lassen.<sup>172</sup> Die Freigabe der Preise im Juni 1948 schloss z.B. wichtige Grundnahrungsmittel sowie viele industrielle Vorprodukte aus; die Lohnkontrollen wurden erst im Oktober 1948 aufgehoben. Das Wettbewerbsrecht in Form des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) wurde erst im Jahre 1957 verabschiedet, wobei zahlreiche Ausnahmeregelungen die von Eucken favorisierte wettbewerbspolitische Konzeption der vollkommenen Konkurrenz durchlöchernten. Schließlich erfolgte auch die vollständige Liberalisierung des Außenwirtschaftssektors nicht vor 1958.<sup>173</sup>

Eine weitere, grundlegende Kritik an der Tragfähigkeit einer angebots-/ordnungstheoretischen Erklärung der ökonomischen Entwicklung Deutschlands ist die empirische Tatsache, dass auch andere Staaten Westeuropas in den Jahren zwischen Kriegsende und Mitte der siebziger Jahre vergleichbare Wachstumsraten erzielten wie die Bundesrepublik Deutschland, die dortige Wirtschaftspolitik aber nochmals weniger angebots-/ordnungstheoretisch ausgerichtet war. Damit steht der Ansatz im Widerspruch zur Nachkriegserfahrung anderer westeuropäischen Länder.<sup>174</sup> Unter Rekurs auf die bereits skizzierte catching-up-Hypothese ist vielmehr festzustellen, dass die bundesdeutsche Wachstumsdynamik eingebettet war in eine europäische Wachstumsdynamik *tendenziell* marktwirtschaftlich verfasster Länder, der als Aufholprozess gegenüber dem Produktivitätsführer USA modelliert werden kann.<sup>175</sup> Die Modellierung des internationalen Technologietransfers und die Abschätzung seiner Relevanz für die Produktivi-

---

<sup>172</sup> „Manche Beobachter machen bei Erhard leicht den Fehler, dass sie seinen Worten, deren er gar viele von sich gibt, allzu aufmerksam lauschen und seiner Tätigkeit (..) zu wenig Aufmerksamkeit schenken.“ Shonfield (1968), S. 346.

<sup>173</sup> Vgl. Spahn (1991), S. 73f; vgl. Eucken (1951), S. 174f; vgl. Lindlar (1997), S. 237; vgl. Oberender (1989), S. 327ff.

<sup>174</sup> Vgl. Lindlar (1997), S. 49ff, S. 101; vgl. Dornbusch (1993), S. 882ff.

<sup>175</sup> Vgl. Lindlar (1997), S. 38f.



tätsentwicklung der Bundesrepublik soll an dieser Stelle nicht unternommen werden. Nur höchst summarisch sei an dieser Stelle angedeutet, dass die Quelle dieses Technologietransfers im Erwerb von Lizenzen und Patenten, dem Zufluss an Direktinvestitionen sowie dem Zustrom hochqualifizierter Arbeitskräfte, also der Summe aller grenzüberschreitenden Transaktionen liegen könnte.<sup>176</sup> Dies bestätigt die Vermutung des - empirisch abgesicherten - hohen internationalen Verflechtungsgrades der Bundesrepublik für deren Entwicklung.

Die Einschätzung einer zentralen Rolle des hohen Verflechtungsgrades der Bundesrepublik Deutschland wird von monetärkeynesianischen Autoren - auch wenn deren Augenmerk auf den Exportsektor gerichtet ist - geteilt.<sup>177</sup> Aus empirischer Sicht ist die Betonung eines „export-led-growth“ angesichts der quantitativen Bedeutung des Außenbeitrages an der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auch zulässig. Von entscheidender Bedeutung ist jedoch die Frage, welche Faktoren für die außerordentliche Wettbewerbsfähigkeit bundesdeutscher Produkte verantwortlich zu machen sind. Als Initialzündung für den bundesdeutschen Exportboom ab 1951 wird in der Literatur oft die steigende internationale Nachfrage nach industriellen Fertigwaren im Zuge des „Korea-booms“ identifiziert. Jenseits dieses eher singulären Ereignisses ist jedoch zu fragen, mit welchen Faktoren der bundesdeutsche Exporterfolg langfristig zu erklären ist.

Die vom Monetärkeynesianismus angebotene Erklärung ist, dass der Exporterfolg *preisliche* Bestimmungsgründe hat. Auf Lindlar zurückgehende Berechnungen des realen effektiven Wechselkurses auf Lohnstückkostenbasis zeigen jedoch, dass nur von 1950 bis 1960 eine reale Unterbewertung der DM diagnostiziert werden kann. Für die Zeit zwischen 1960 und 1970 ergibt sich zunächst ein Gleichlauf der Lohnstückkosten gegenüber den Konkurrenzländern, danach eine reale Aufwertung.<sup>178</sup> Auf Basis dieser Beobachtung wäre der Erklärungsansatz des Monetärkeynesianismus daher zu akzentuieren: Es mag sein, dass die zwischen 1950 und 1960 bestehende Unterbewertung eine fast zehn Jahre andauernde Exportsubvention darstellte. Zur Erklärung der nach 1960 dokumentierten Exporterfolge könnten jedoch Faktoren verantwortlich sein, die im *nicht-preislichen* Bereich liegen. In der Tat ist festzustellen, dass die nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit bundesdeutscher Produkte - insbesondere die Technolo-

<sup>176</sup> Vgl. Lindlar (1997), S. 325ff.

<sup>177</sup> Auch stellen nachholende Entwicklung aufgrund eines Aufholprozesses gegenüber dem Technologieführer USA und export-led-growth aufgrund eines wettbewerbsfähigen Gütersortiments nicht zwangsläufig einen Widerspruch dar.

<sup>178</sup> Der reale effektive Wechselkurs auf Basis von Exportpreisindizes zeigt im genannten Zeitraum sogar *permanent* weit gehend Konstanz. Vgl. Lindlar (1997), S. 253ff.

gieintensität - im Zeitablauf gestiegen ist.<sup>179</sup> Innovative Produkte werden jedoch auf unvollkommenen Märkten verkauft, was den Herstellern dieser Produkte Preiserhöhungsspielräume eröffnet. Damit kann die These gewagt werden, dass Exportprodukte der Bundesrepublik Deutschland ab 1960 nicht *wegen*, sondern *trotz* ihres Preises verkauft wurden.

An einer derartigen Relativierung der Rolle der Unterbewertungssituation könnte in zweifacher Weise Kritik formuliert werden. Ein möglicher Kritikpunkt ist die Vorstellung hysteretischer Eigenschaften des Außenhandels. Bezogen auf den vorliegenden Zusammenhang kann von *Hysteresis* gesprochen werden, wenn das Überschreiten eines Wechselkurses in  $t_0$  - hier zu Beginn der fünfziger Jahre - zu einem Markteintritt von deutschen Exporteuren führt, es aber beim Unterschreiten dieses Wechselkurses in  $t_1$  - hier zu Beginn der sechziger Jahre - nicht zum Austritt aller zuvor eingetretenen Unternehmen kommt. Temporäre Wechselkursschwankungen bewirken somit eine permanente Veränderung der Marktstruktur.<sup>180</sup> Diese Erscheinung kann auf versunkene Kosten (Aufbau eines Vertriebs- und Servicenetzes, Etablierung eines Markennamens), Lernkurveneffekte, Konsumerfahrungseffekte oder steigende Skalenerträge zurückgeführt werden und ist im Rahmen der skizzierten Argumentation keinesfalls trivial.

Ein anderer Kritikpunkt weist darauf hin, dass in den sechziger Jahren deshalb eine stabilitätsbedingte Unterbewertung der DM bestanden haben *muss*, weil die Wechselkursdebatte am Ende der Großen Koalition und das zentrale Wahlkampfthema im September 1969 (Freigabe des Wechselkurses der DM mit der damit verbundenen erwarteten Aufwertung) sonst kaum verständlich wären. Nach Ansicht des Verfassers schließt diese Kritik jedoch unzulässigerweise von der *Reaktion der Wirtschaftspolitik* auf die *Ursache der Leistungsbilanzüberschüsse*. Unabhängig davon, ob der Leistungsbilanzüberschuss im September 1969 preisliche oder nicht-preisliche Bestimmungsgründe hatte<sup>181</sup> – zur Abwehr akut destabilisierender Leistungsbilanzungleichgewichte *konnte* die Reaktion der Politik nur darin bestehen, eine diskretionäre Aufwertung des nominellen Wechselkurses vorzunehmen. Andere Ansatzpunkte standen vor dem Hintergrund eines liberalisierten Außenwirtschaftssektors nicht zur Verfügung.

---

<sup>179</sup> Vgl. Lindlar (1997), S. 263ff.

<sup>180</sup> Vgl. Göcke (1993), S. 29; vgl. Braun (1999).

<sup>181</sup> Vgl. Kap. 4.2.3.2.

### 2.2.3.3 Zusammenfassung

Eine Form der Instrumentalisierung des Wechselkurses als Zwischenziel der Geldpolitik besteht darin, über einen Stabilitätsvorsprung gegenüber dem Ausland einen preislichen Wettbewerbsvorteil zu verteidigen. Die Logik einer solchen Strategie entfaltet sich vor dem Hintergrund des monetärkeynesianischen Paradigmas. Als Erfolgsfaktoren wirtschaftlicher Entwicklung konstatiert dieses die Stabilität des Nominalsystems sowie expansive Nachfrageimpulse.

Die empirischen Indizien hinsichtlich der Relevanz von Währungsreform und Unterbewertung für die Wirtschaftsentwicklung der Bundesrepublik Deutschland sind nicht eindeutig. Zwar konnten die in den siebziger und achtziger Jahren formulierten Zweifel an der zeitlichen Abfolge zwischen Währungsreform und wirtschaftlicher Erholung der Bizone zerstreut werden; unklar blieb jedoch die Frage des Kausalzusammenhangs. Aufgrund bestehender Anhaltspunkte für das Phänomen exportgestützten Wachstums wurde schließlich der Versuch unternommen, die Bedeutung der vom Monetärkeynesianismus in den Vordergrund gestellten stabilitätsorientierten Unterbewertung einzuschätzen. Angesichts der Existenz eines tragfähigen alternativen Erklärungsansatzes (Theorie des aufholenden Wachstums) sowie empirischer Indizien, dass eine reale Unterbewertung der DM - wenn überhaupt - nur temporär vorhanden war, fiel die entsprechende Einschätzung zurückhaltend aus.

### 2.2.4 Zwischenergebnis

Die im Rahmen der Analyse der bundesdeutschen Wirtschaftsgeschichte gewonnenen Erkenntnisse können als erstes Indiz für die eingeschränkte Bedeutung des monetärkeynesianischen Paradigmas gewertet werden. Diese Vermutung soll im weiteren Verlauf der Arbeit anhand der Transformationspolitik und wirtschaftlichen Entwicklung ausgewählter Transformationsländer Mittel- und Osteuropas verifiziert bzw. falsifiziert werden.

### 3 Geld- und Währungspolitik in ausgewählten Ländern Mittel- und Osteuropas

„Macroeconomics becomes harder as political repression becomes less effective.“

Dornbusch/Wolf (1990), S. 1.

#### 3.1 Auswahl der Transformationsländer

Die Zahl der Transformationsländer und damit der potentiellen Fallstudien ist kaum überschaubar. In Anlehnung an die Terminologie der EBRD sind in Mittel- und Osteuropa sowie dem Baltikum die Länder Albanien, Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Mazedonien, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechien und Ungarn als Transformationsländer zu bezeichnen. Als Länder der Gemeinschaft unabhängiger Staaten (GUS) sind ferner Armenien, Aserbeidschan, Georgien, Kasachstan, Kirgisien, Moldawien, Russland, Tadschikistan, Turkmenistan, Ukraine, Usbekistan und Weißrussland zu nennen.

Für die anzustellende Analyse wurden als Fallstudien *Polen*, *Tschechien* und *Ungarn* ausgewählt. Die Auswahl erfolgte anhand der folgenden Kriterien:

Erstens war dem Erfordernis Rechnung zu tragen, dass die *Datenlage* hinreichend zuverlässig ist. Insbesondere in den Nachfolgestaaten der ehemaligen Sowjetunion ist dieses Kriterium nur unzureichend erfüllt. Bei Polen, Tschechien und Ungarn kann hingegen von einer recht hohen Zuverlässigkeit der Daten ausgegangen werden. Lediglich im Fall Tschechien, das 1992/1993 aus der Aufspaltung der Tschechoslowakei in die Teilstaaten Tschechien und Slowakei entstanden ist, sind - wie bei allen Ländern, deren Transformationsprozess mit territorialen Veränderungen einhergegangen ist wie z.B. den Nachfolgestaaten Jugoslawiens - Konzessionen an die Konsistenz der Datenreihen zu machen.

Zweitens war dafür zu sorgen, dass auf Länder zurückgegriffen wird, die ein *vergleichbares Maß marktwirtschaftlicher Reformen* verwirklicht haben. Dies ist bei den Ländern Polen, Tschechien und Ungarn der Fall: Die Transformationsindikatoren der EBRD (vgl. Tabelle 3-1) belegen, dass die genannten Staaten unter dem Gesichtspunkt der Einführung marktwirtschaftlicher Elemente eine relativ homogene Gruppe darstellen. Ferner war zu fordern, dass auch ein gewisses *absolutes Maß marktwirtschaftlicher Reformen* implementiert wurde.

	Anteil der Privatwirtschaft am BIP in %	Unternehmen			Märkte und Außenhandel			Finanzielle Institutionen		Gesamtindikator
		große Privatisierung	kleine Privatisierung	Unternehmensführung und Umstrukturierung	Preisliberalisierung	Außenhandel und Wechselkursystem	Wettbewerbspolitik	Bankenreform und Zinsliberalisierung	Wertpapiermärkte und finanzielle Institutionen	
<b>Ungarn</b>	80	4	4,33	3,33	3,33	4,33	3	4	3,33	3,71
<b>Polen</b>	65	3,33	4,33	3	3,33	4,33	3	3,33	3,33	3,50
<b>Tschechien</b>	75	4	4,33	3	3	4,33	3	3	3	3,46
<b>Estland</b>	70	4	4,33	3	3	4	2,67	3,33	3	3,42
<b>Slowakei</b>	75	4	4,33	2,67	3	4,33	3	2,67	2,33	3,29
<b>Slowenien</b>	55	3,33	4,33	2,67	3	4,33	2	3	3	3,21
<b>Lettland</b>	60	3	4	2,67	3	4	2,67	2,67	2,33	3,04
<b>Litauen</b>	70	3	4	2,67	3	4	2,33	3	2,33	3,04
<b>Bulgarien</b>	50	3	3	2,33	3	4	2	2,67	2	2,75
<b>Rumänien</b>	60	2,67	3,33	2	3	4	2	2,33	2	2,67

Tabelle 3-1: Die Transformationsindikatoren der EBRD für 1998

Quelle: Busch (1999), S. 15.

Die Berechtigung dieses Kriteriums kann damit begründet werden, dass die Notwendigkeit eines Minimums an ordnungspolitischen Reformen auch von monetärkeynesianischen Autoren bestätigt wird. Auch in diesem Zusammenhang legen die Transformationsindikatoren der EBRD nahe, dass sich die gewählten Länder für die anzustellende Untersuchung eignen, da sie mit ihren Transformationsbemühungen im Vergleich zu anderen Transformationsländern am weitesten fortgeschritten sind.<sup>182</sup> Die Gesamteinschätzung (vergleichbares sowie hinreichend absolutes Maß an marktwirtschaftlichen Reformen) wird schließlich dadurch gestützt, dass die genannten Länder als EU-Beitrittskandidaten der sogenannten „Luxemburggruppe“<sup>183</sup> geführt werden. Diese zeichnen sich gegenüber den Beitrittskandidaten der „Helsinki-Gruppe“<sup>184</sup> dadurch aus, dass der Stand ihrer Beitrittsverhandlungen – gemessen an der Übernahme des zur Beitrittsbedingung erhobenen Besitzstandes an Verträgen und Rechtsakten der EU („acquis communautaire“) – nicht nur relativ fortgeschritten ist, sondern innerhalb der Gruppe auch homogener ist als bei den Ländern der „Helsinki-Gruppe“.

Drittens war darauf zu achten, dass die untersuchten Länder jeweils ein *Minimum an absoluter Größe* aufweisen. So sind die drei baltischen Länder Lettland, Litauen und Estland sowie mit Einschränkungen auch Slowenien und Bulgarien deshalb ungeeignet, weil angesichts ihrer geringen Größe nicht ausgeschlossen werden kann, dass Sonderfaktoren die Aussagekraft der Fallstudie einschränken. Die Länder Polen, Tschechien und Ungarn hingegen verfügen über ein BIP, das mit dem von Ländern wie z.B. Belgien oder Schweden vergleichbar ist (Tabelle 3-2).

---

<sup>182</sup> Bei dem gewählten Transformationsindex handelt es sich um eine auf das Jahr 1998 bezogene *Zeitpunkt Betrachtung*. Trotzdem ist nach Ansicht des Verfassers ein Quervergleich auch für die früheren Jahre des Transformationsprozesses möglich, sofern nur mäßig strenge Annahmen über die Konstanz des einmal eingeschlagenen Transformationspfades getroffen werden.

<sup>183</sup> Die Luxemburggruppe umfasst die Länder Estland, Polen, Ungarn, Slowenien, Tschechien und Zypern und verdankt ihren Namen der Tatsache, dass der Europäische Rat auf seiner Sitzung in Luxemburg im Dezember 1997 beschloss, mit den genannten Ländern als erste unter allen beitriftswilligen Transformationsländern Beitrittsverhandlungen aufzunehmen.

<sup>184</sup> Der Helsinki-Gruppe gehören die Länder Bulgarien, Lettland, Litauen, Rumänien, Slowakei und Malta an, mit denen seit Frühjahr 2000 Beitrittsverhandlungen geführt werden.

	<b>Fläche in 1000 km<sup>2</sup></b>	<b>Bevölkerung in Millionen</b>	<b>BIP (KKS) in Mrd. €</b>
<b>Bulgarien</b>	111	8,3	38,5
<b>Estland</b>	45	1,4	10,8
<b>Lettland</b>	65	2,4	13,9
<b>Litauen</b>	65	3,7	22,9
<b>Polen</b>	313	38,7	301,9
<b>Rumänien</b>	238	22,5	128,2
<b>Slowakei</b>	49	5,4	55,6
<b>Slowenien</b>	20	2,0	30,0
<b>Tschechien</b>	79	10,3	128,7
<b>Ungarn</b>	93	10,1	108,1

Tabelle 3-2: Allgemeine Kennziffern der Transformationsländer für 1999

Quelle: Belke/Hebler (2002), S. 1.

### **3.2 Bedingungen für eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie in Polen, Tschechien und Ungarn**

Für die gewählten Länder Polen, Tschechien und Ungarn kann bereits an dieser Stelle der Untersuchung festgehalten werden, dass auf die Implementierung einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie in Reinform verzichtet wurde. Im folgenden soll daher der Frage nachgegangen werden, womit der Verzicht auf eine solche Strategie erklärt werden kann.<sup>185</sup>

<sup>185</sup> Die Fragestellung setzt voraus, dass das monetärkeynesianische Paradigma als wissenschaftliche Außenseiterposition in den Transformationsländern auch *bekannt* war. Hier-von kann aufgrund der Publizität der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung jedoch ausgegangen werden. Lediglich aus einer politisch-institutionellen Perspektive ist der oben gewählte Ansatz der Ursachenforschung für den Verzicht auf eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie zu kritisieren: Die durch internationale Organisationen wie IWF, OECD, EU und EBRD ausgeübte Einflussnahme auf die Transformationspolitik Mittel- und Osteuropas durch Politikberatung und an Konditionen geknüpfte Ressourcenzuweisung trägt eher neoklassische Züge und bewirkt somit einen *bias* zugunsten des neoklassischen Paradigmas, der im Rahmen der oben anzustellen Überlegungen unberücksichtigt bleiben muss.

### 3.2.1 Rationale wirtschaftspolitische Konzeption

Zur Abschätzung der wirtschaftspolitischen Relevanz einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie ist zunächst auf die Theorie der Wirtschaftspolitik zu rekurrieren. Von besonderer Bedeutung sind für die vorliegende Fragestellung die Begriffe der Rationalität und der wirtschaftspolitischen Konzeption.

Eine *wirtschaftspolitische Konzeption* kann als Generallinie oder Interventionsregel der Wirtschaftspolitik verstanden werden, die dazu dient, wirtschaftspolitische Einzelentscheidungen zu erleichtern, indem eine Vorauswahl unter den existierenden Handlungsmöglichkeiten getroffen wird.<sup>186</sup> Alternativ erschließt sich der Begriff anhand der Struktur wirtschaftspolitischer Probleme, die durch Ziel-Mittel-Systeme beschrieben werden können.<sup>187</sup> Die Formulierung von Ziel-Mittel-Systemen erfolgt zu dem Zweck

- konkrete wirtschaftspolitische Probleme zu lösen („wirtschaftspolitisches Programm“)
- eine Orientierungshilfe für die Lösung zukünftiger Probleme zu erhalten („wirtschaftspolitische Konzeption“)

Der Zusammenhang zwischen den beiden Ausprägungen besteht darin, dass ein wirtschaftspolitisches Programm aus der Umsetzung einer wirtschaftspolitischen Konzeption entstehen kann.<sup>188</sup>

*Rationalität* ist ein an der Logik orientiertes Prinzip, das als Verfahrensnorm der Wirtschaftspolitik zu interpretieren ist: „Daraus ergibt sich als zentrale Forderung die Widerspruchsfreiheit von Zielen bzw. zielgerichtetem Handeln (..) Zum anderen erfordert Rationalität Abwägungen in den Fällen, in denen Ziele sich zwar nicht widersprechen, aber miteinander konkurrieren, wenn versucht wird, ihnen durch zielgerichtetes Handeln näher zu kommen.“<sup>189</sup>

Eine Verbindung zwischen Rationalität und wirtschaftspolitischer Konzeption kann dadurch hergestellt werden, dass es sich für rationales wirtschaftspoliti-

---

<sup>186</sup> Vgl. Glastetter (1992), S. 13f; vgl. Streit (1983), S. 173; vgl. Tuchtfeldt (1980), S. 202. An dieser Stelle wird der Bezug einer wirtschaftspolitischen Konzeption zur Ordnungspolitik deutlich.

<sup>187</sup> Vgl. Tuchtfeldt (1988), S. 3f; vgl. Streit (1983), S. 172.

<sup>188</sup> Vgl. Streit (1983), S. 172.

<sup>189</sup> Streit (1983), S. 151; vgl. Tuchtfeldt (1980), S. 201f; vgl. Pütz (1979), S. 16ff. Für Konzeptionen der Rationalität in der Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik vgl. Tinbergen (1968) und Popper (1977).



schen Vorgehen empfiehlt, auf eine wirtschaftspolitische Konzeption zurückzugreifen. Dabei muss die Konzeption jedoch selbst dem Kriterium der Rationalität Rechnung tragen.

Dem Forschungsbedarf hinsichtlich rationaler wirtschaftspolitischer Konzeptionen kann dadurch Rechnung getragen werden, Ziel-Mittel-Systeme auf ihre *Widerspruchsfreiheit* hin zu analysieren oder die Durchsetzbarkeit einer Konzeption unter *Berücksichtigung der politischen Entscheidungsfindung* abzuschätzen. Es ist zu vermuten, dass gerade der letztgenannte Aspekt für die vorliegende Fragestellung relevant ist, da rationale wirtschaftspolitische Konzeptionen in demokratischen Gesellschaftsformen nur dann eine Realisierungschance haben, wenn sie mehrheitsfähig sind. Die Mehrheitsfähigkeit hängt dabei nicht nur von der Attraktivität der Ziele, sondern auch von der Attraktivität der Mittel ab.<sup>190</sup> Einer an der politischen Mehrheitsfähigkeit scheiternden Konzeption wäre schließlich die „politische Qualität“ abzusprechen, da sie für die Wirtschaftspolitik unter den genannten Voraussetzungen wertlos ist.

Im folgenden sind Faktoren zu suchen, die für die wirtschaftspolitische Relevanz einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie - die als rationale wirtschaftspolitische Konzeption gedeutet werden könnte - in Mittel- und Osteuropa wichtig gewesen sein könnten. Konkret ist danach zu fragen, ob es den Regierungen der betrachteten Transformationsländer entweder aus Zielkonflikten ökonomischer Art verwehrt blieb, eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie zu implementieren, und/oder ob ihnen die Durchführung entsprechender Maßnahmen aus Gründen des Wählerstimmenkalküls unmöglich war.

### 3.2.2 Bedingungen für eine konfiskatorische Währungsreform

Als Faktum der Transformationsgeschichte ist zu konstatieren, dass in keinem der betrachteten Länder Mittel- und Osteuropas eine Währungsreform durchgeführt wurde, die das Charakteristikum einer Entwertung von Bestandsgrößen gegenüber Stromgrößen aufweist.<sup>191</sup> Im folgenden ist nach möglichen Gründen für den Verzicht auf eine Währungsreform zu suchen.

#### 3.2.2.1 Abwesenheit autokratischer Regimes

Im Gegensatz zur westdeutschen Bi- bzw. Trizone 1948, die durch die Existenz eines Militärregimes gekennzeichnet war, wiesen die Transformationsländer

<sup>190</sup> Vgl. Streit (1983), S. 176.

<sup>191</sup> Vgl. Hrnčir (1993a), S. 312; vgl. Pieper (1995), S. 92.

Mittel- und Osteuropas eine Besonderheit auf: In der genannten Ländergruppe bestand ein „Dilemma der Gleichzeitigkeit“, da die Reform des politisch-konstitutionellen Rahmens sowie der Wirtschaftsverfassung *simultan* erfolgte.<sup>192</sup> Konkret bedeutete dies, dass systemüberwindende Reformen aus Sicht der (Wirtschafts-)Politik unter der Bedingung demokratischer Legitimation vollzogen werden mussten.

Damit ist es nahe liegend, die Gründe für den Verzicht auf eine Währungsreform im politökonomischen Bereich zu vermuten, da konfiskatorische Währungsreformen aufgrund ihrer Umverteilungswirkung von Geld- zu Sachvermögensbesitzern seit jeher als politisch „riskant“ gelten.<sup>193</sup> So bemerken Dornbusch/Wolf über die Währungsreformen nach Ende des 2. Weltkrieges auch in einer Fußnote: „It is interesting to note in this context that almost all of the countries finally opting for a conversion did not have a democratically elected government at the time of monetary reform. In contrast, most democracies opted for blocking in preference to conversion.“<sup>194</sup> Die mangelnde wirtschaftspolitische Relevanz einer Währungsreform in Mittel- und Osteuropa kann auch daran abgelesen werden, dass die Option einer Währungsreform von osteuropäischen Autoren - zumindest in der international veröffentlichten Literatur - entweder gar nicht oder nur zurückhaltend thematisiert wurde. Symptomatisch ist der Kommentar von Hrcir als Vertreter der Akademie der Wissenschaften Prag und späteres Mitglied der Tschechischen Nationalbank - ebenfalls in einer Fußnote - auf einen entsprechenden Vorschlag: „Obwohl manche der vorgetragenen Argumente überzeugen, scheint der Weg einer Währungsreform sowohl am Anfang des Transformationsprozesses als auch besonders in der gegenwärtigen Phase (..) aus politischen und sozialen Gründen nicht gangbar zu sein.“<sup>195</sup> Auch eher beiläufig erwähnen Kowalski/Stawarska im Rückblick auf die 1989 in Polen diskutierten Stabilisierungsoptionen eine konfiskatorische Währungsreform: „Some authors recalled the 1948 German reform, raising the possibility of

---

<sup>192</sup> Vgl. Winderl (1994), S. 383; vgl. Offe (1991); vgl. DeBoer-Ashworth (2000), S. 126f.

<sup>193</sup> Vgl. Calvo/Frenkel (1991b), S. 291; vgl. Blanchard/Dornbusch/Krugman et al. (1991), S. 22; vgl. Fröhlich (1992), S. 30. Zugegebenermaßen zeigt der vom Monetarkeynesianismus strapazierte Ansatz der „Marktkonstellation“ als Gesamtheit aller binnenwirtschaftlichen, sozioökonomischen, politischen und außenwirtschaftlichen Faktoren, die die Implementierung einer rationalen wirtschaftspolitischen Konzeption verhindern können, hierzu eine gewisse Verwandtschaft. Vgl. Herr (1995).

<sup>194</sup> Dornbusch/Wolf (1990), S. 12.

<sup>195</sup> Hrcir (1993b), S. 246.

eliminating the monetary overhang by exchanging money at rates dependent on different forms of investment.”<sup>196</sup> <sup>197</sup>

Diese grundsätzliche Problematik von Währungsreformen kann schließlich durch länderspezifische Faktoren verstärkt werden, wie z.B. in *Polen*: „Äußeren wie inneren Unterdrückern Widerstand zu leisten (..) hat in Polen mehr als irgendwo anders Tradition. (..) Schon 1956 ging die Regierung dazu über, der aufständischen Bevölkerung Zugeständnisse zu versprechen (..). Polen gab seiner Bevölkerung damit schon früh das Gefühl, mit ihrem Widerstand Erfolg zu haben. (..) Wenn die Besonderheit des ungarischen Modells in der gezielten Duldung und Legalisierung privatwirtschaftlicher Aktivitäten lag, so lag sie in Polen ohne Zweifel in dem Versuch, ökonomische Rationalität und politische Stabilität durch collective bargaining mit den relevanten Bevölkerungsgruppen zu erreichen.“<sup>198</sup>

### 3.2.2.2 Alternative Determinanten der Reformkapazität

Die These, dass eine Währungsreform in Mittel- und Osteuropa aus politischen Gründen nicht möglich war, weil kein autokratisches Regime für ihre Durchsetzung vorhanden war, kann jedoch nur vordergründig befriedigen. So mehren sich in der neueren Literatur zur Theorie der Reform Zweifel an der verbreiteten These, dass tief greifende, z.T. systemtransformierende Reformen nur unter der Bedingung autokratischer Regimes möglich sind.<sup>199</sup> Im folgenden wird der Frage nachgegangen, ob nicht auch unter den besonderen Bedingungen der jungen Demokratien Mittel- und Osteuropas eine Währungsreform durchführbar

---

<sup>196</sup> Kowalski/Stawarska (1999), S. 356.

<sup>197</sup> Gelegentlich wird die These vertreten, dass die Umverteilung von Geld- zu Sachvermögensbesitzern nicht durch die Währungsreform erfolgt, sondern durch diese nur offenbar wird. Dies wird damit begründet, dass - im Falle zurückgestauter Inflationen wie in Mittel- und Osteuropa - der *sukzessive Aufbau* des monetären Überhangs dafür verantwortlich zu machen ist, dass dem Geldvermögen zu Beginn des Transformationsprozesses kein Güteräquivalent gegenüberstand. Das Realvermögen der Geldvermögensbesitzer wurde also bereits im Vorfeld der Währungsreform dezimiert. Vgl. Bernholz (1990), S. 314. Dieser Argumentation ist jedoch entgegenzuhalten, dass sie einer Überstrapazierung der ökonomischen Einsichtsfähigkeit der Wirtschaftssubjekte gleichkommt; das Akzeptanz- und Durchsetzungsproblem einer konfiskatorischen Währungsreform bleibt folglich bestehen.

<sup>198</sup> Apolte/Cassel (1991), S. 32ff. Hinsichtlich der starken Stellung der Arbeiterschaft und der sogenannten „Fachintelligenz“ beispielsweise im Rahmen der polnischen Reformdiskussion 1980/81 vgl. Pysz/Scharff (1988), S. 89ff.

<sup>199</sup> Vgl. Williamson/Haggard (1994), S. 567ff; vgl. Fidrmuc (2000); vgl. Fidrmuc (2001).

gewesen wäre. Zur Klärung dieses Sachverhalts ist ein Rückgriff auf die positive Theorie der Reform notwendig.

### 3.2.2.2.1 Krisen-Hypothese

Die positive Theorie der Reform versucht unter anderem eine Erklärung folgender Beobachtungen:

- Warum kommt es in Demokratien, die vor einem wirtschaftspolitischen Paradigmenwechsel stehen, oft zur Verhinderung des entsprechenden Reformprozesses, obwohl die Mehrheit der Bevölkerung unstrittig von der Reform profitieren würde?
- Warum erfährt die Implementierung von Reformprozessen, insbesondere jedoch von Stabilisierungsprogrammen, oft Verzögerungen?

Der zentrale Ansatzpunkt zur Erklärung dieser Phänomene sind die Verteilungswirkungen einer Reform:

- Das erstgenannte Phänomen der *Verhinderung* von Reformen wird mit Unsicherheiten der Wirtschaftssubjekte über die Verteilung der Reformlasten erklärt.<sup>200</sup> Ist einem Wirtschaftssubjekt bekannt, dass eine Reform mehr Gewinner als Verlierer haben wird, gleichzeitig aber unbekannt, ob es zur Gruppe der Gewinner oder der Verlierer gehören wird, kann es rational sein, der Reform die Unterstützung zu versagen.<sup>201</sup>

---

<sup>200</sup> Vgl. Fernandez/Rodrik (1991).

<sup>201</sup> "To see how the argument works, consider a democracy in which a majority vote is needed before reform can be adopted. Let the economy have 100 voters and suppose that the reform in question will increase the incomes of 51 individuals by 5 pesos each and decrease the incomes of the rest by 1 peso each, leaving a net gain of  $(5 \times 51) - (1 \times 49) = 206$  pesos. In the absence of uncertainty, the majority of the population would vote in favor, and the reform would be adopted. I assume that all these consequences of reform are common knowledge. Now suppose that while 49 individuals know for sure that they will gain, the remaining 51 are in the dark as to which among them will gain and which will lose; however, since aggregate consequences are common knowledge, individuals in the latter group know that two of them will eventually benefit while 49 will lose out. (Such uncertainty may arise from, say, incomplete information at the individual level about the skills needed to succeed in the postreform environment.) This renders individuals in the second group identical *ex ante*, with an expected benefit from reform of  $[(5 \times 2) - (1 \times 49)]/51 = -0.76$  peso each. Hence the individuals in the uncertain group will reject reform, blocking its adoption." Rodrik (1993), S. 357.

- Das Phänomen der *Verzögerung* von Reformen kann mit der Vermutung möglicher Konflikte über die Verteilung der Reformgewinne erklärt werden.<sup>202</sup> Kerngedanke ist die Vermutung, dass die Akzeptanz von Reformmaßnahmen durch die Bevölkerung erst dann gegeben ist, wenn die wirtschaftliche Situation in einer schwer wiegenden Krise mündet, die den Verteilungskonflikt beendet.

Der letztgenannte Gedanke soll im folgenden als *Krisen-Hypothese* weiter ausgeführt werden.<sup>203</sup> So sind Reformen vorstellbar, von deren Durchführung jedes Wirtschaftssubjekt profitiert. Deutlich wird dies am Beispiel einer galoppierenden Inflation an der Grenze zur Hyperinflation. In einem derart inflationären Umfeld erleiden sämtliche Bevölkerungsgruppen einer Volkswirtschaft - wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß - Wohlfahrtsverluste. Daher sind auch alle Bevölkerungsgruppen an einer Stabilisierung interessiert. Fraglich ist jedoch die Verteilungswirkung des Steuersystems, das zur mittel- und langfristigen Konsolidierung des Budgets implementiert werden wird. Im einem Modell von Alesina/Drazen, das die Bevölkerungsgruppen „Kapital“ und „Arbeit“ modelliert, erfährt jede Gruppe mit steigender Inflation zunehmende Wohlfahrtsverluste. Beide Gruppen sind auf Schätzungen angewiesen, was die erlittenen Wohlfahrtsverluste der jeweils anderen Gruppe angeht. Ferner rechnen beide Gruppen damit, dass die Verteilungseffekte des späteren Steuersystems einer Art Äquivalenzprinzip folgen werden, d.h. es wird jene Gruppe am stärksten besteuert, die aus der Stabilisierung den größten Nutzen erfährt. Unter diesen Bedingungen hat jede Gruppe einen Anreiz, die eigene Präferenz für Stabilisierung möglichst lange zu verbergen in der Hoffnung, dass die jeweils andere Gruppe initiativ wird und das öffentliche Gut „Stabilisierung“ nachfragt.<sup>204</sup> Der Zeitpunkt für Stabilisierungsmaßnahmen ist gekommen, wenn eine der beiden Gruppen zur Überzeugung gelangt, dass die Kosten weiteren Abwartens höher sind als eine Beteiligung an den Stabilisierungskosten. Eine Krise in Form einer Hyperinflation ist demzufolge unvermeidlich, um Anreiz für ernsthafte Stabilisierungsbemühungen zu schaffen.<sup>205</sup>

---

<sup>202</sup> Vgl. Alesina/Drazen (1991).

<sup>203</sup> Vgl. im folgenden Alesina/Drazen (1991); vgl. Williamson/Haggard (1994), S. 562f; vgl. Drazen/Grilli (1993); vgl. Boone/Horder (1998), S. 59f.

<sup>204</sup> „Our approach is related to the literature on dynamic games between a monetary and a fiscal authority with conflicting objectives (...) In that literature, a war of attrition is played between the fiscal and monetary authorities: an unsustainable combination of monetary and fiscal policies is in place until one side concedes.“ Alesina/Drazen (1991), S. 1171.

<sup>205</sup> Vgl. Rodrik (1993), S. 358.

In Anlehnung an dieses Modell kann nun eine alternative Erklärung für die mangelnde wirtschaftspolitische Relevanz einer konfiskatorischen Währungsreform zu Beginn des Transformationsprozesses skizziert werden: Eine Währungsreform hatte deswegen keine Akzeptanz, weil die von den Wirtschaftssubjekten wahrgenommene Notwendigkeit einer Stabilisierung gering war. Offenkundig war zu Beginn des Transformationsprozesses lediglich das Erfordernis einer Änderung des Bewirtschaftungsregimes, da das zentralverwaltungswirtschaftliche System Unzulänglichkeiten hinsichtlich der *Versorgung mit Gütern* aufwies. Das Erfordernis einer mit schmerzhaften Umverteilungswirkungen verknüpften Währungsreform lag jedoch nicht auf der Hand, da den Wirtschaftssubjekten aus der nur *latenten* Instabilität des nominalen Systems keine oder nur geringfügige Kosten entstanden.

Diese Überlegung kann zumindest für *Polen* anhand einiger Indizien bestätigt werden. Demzufolge bestand in zentralen Fragen wie z.B. der Entscheidung über Marktwirtschaft und Westeuropaintegration von Beginn an grundsätzlich Einigkeit, nicht jedoch hinsichtlich der Handhabung wirtschaftspolitischer Einzelfragen.<sup>206</sup> Offensichtlich hatte keine der relevanten Bevölkerungsgruppen einen Anreiz, sich 1989/90 eines Problems anzunehmen, dessen gruppenspezifische Kosten nur schemenhaft zu erkennen war, dessen Lösung mittels einer Währungsreform aber gravierende Verteilungswirkungen gehabt hätte. Diese Situation konnte sich erst ändern, als – gewissermaßen als unerwünschte Nebenwirkung der für notwendig erachteten Liberalisierung der Preise – die nun Platz greifende Anpassungsinflation ein Niveau erreichte, welches die Notwendigkeit einer Stabilisierung unstrittig deutlich machte.<sup>207</sup>

### 3.2.2.2.2 Honeymoon-Hypothese

Im Gegensatz zur oben dargestellten Krisen-Hypothese, die die Bedingungen für Reformen mit Hilfe des *ökonomischen* Instrumentariums analysiert, ist die *Honeymoon-Hypothese* zu sehen. Als Determinante der Reformkapazität eines Landes identifiziert diese den *politischen* Rückhalt der Regierung in der Bevölkerung. Demzufolge ist die Akzeptanz der Bevölkerung auch unpopulärer Reformmaßnahmen unmittelbar nach Übernahme der Macht durch eine neue

---

<sup>206</sup> „Consensus on many specifics (e.g., currency convertibility, price decontrol, budgetary discipline) has come to Poland, but only after three years of reform.“ Sachs (1994), S. 505.

<sup>207</sup> Vgl. Kapitel 4.1.

Regierung besonders groß.<sup>208</sup> Dies kann damit begründet werden, dass zu diesem Zeitpunkt und in der unmittelbaren Folgezeit etwaige Härten und Unvollkommenheiten der wirtschaftlichen Entwicklung der Vorgängerregierung angelastet werden können, was die Notwendigkeit des eingeschlagenen Reformweges nur noch deutlicher macht.

Im folgenden ist die frühe Transformationsgeschichte der gewählten Länder daraufhin zu untersuchen, ob Anhaltspunkte für eine Honeymoonphase, die die Durchführung einer Währungsreform hätte begünstigen können, zu finden sind.

Die Implementierung des Reformprogramms in *Polen* erfolgte zum 01.01.1990, wobei die Umsetzungsbedingungen des auch als Schocktherapie bezeichneten Reformpakets denkbar günstig waren: „The stabilization program has been rightly termed by economists and journalists alike as a „crash“ or „big-bang“ program. (...) It may be argued that its extreme and drastic measures could have been applied only under the *unique Polish conditions* (Hervorhebung P.K.), where the popular enthusiasm in the wake of the abolition of the communist rule made such harsh measures politically and socially feasible.“<sup>209</sup> „Economic conditions for the majority of Poles during 1990 to 1993 were drastically below 1988 living standards, but the Polish people accepted from capitalism what they rejected from communism.“<sup>210</sup> Über die eingangs erwähnte Sondersituation zu Beginn der Transformationsphase unter Federführung von Leszek Balcerowicz heißt es explizit: „He sees the first few months of a honeymoon period in early 1990 as having provided an opportunity to ram through as many reforms as quickly as possible.“<sup>211</sup>

Im Verlauf der Implementierung des Balcerowicz-Plans zeichnete sich jedoch bald das Ende der Konsensbildung ab. „It seems ironic that Solidarity’s first government (made up of former radicalized workers) should promote a plan that included wage caps. Indeed, many Solidarity members felt betrayed by the

<sup>208</sup> Vgl. Williamson/Haggard (1994), S. 571. Ein Synonym hierfür ist das sogenannte „window of opportunity“. Vgl. Roland (2002), S. 29.

<sup>209</sup> Rosati (1992), S. 250. „In Polen wurde die Bevölkerung durch den totalen Dissens mit der kommunistischen Regierung zu einem ungewöhnlich starken Konsens mit der neuen Führung zusammengeschmiedet. In der Folge konnte diese den ersten großen Schritt zur Marktwirtschaft mit einem Stabilisierungsprogramm wagen, dessen Härte jeden noch so stabilen sozialen Konsens auf die Probe stellen musste.“ Apolte (1992), S. 2. Der Grund für diesen starken Konsens lag unter anderem in der harten und wechselvollen Auseinandersetzung der polnischen Bevölkerung mit den kommunistischen Machthabern in der Vergangenheit begründet.

<sup>210</sup> DeBoer-Ashworth (2000), S. 78.

<sup>211</sup> Rodrik (1996), S. 36. Vgl. Balcerowicz (1995), S. 302.

policy and a noticeable split began to occur between party members.”<sup>212</sup> Die Ausdifferenzierung der Gesellschaft und der Parteienlandschaft manifestierte sich auch im Ausgang der Parlamentswahlen vom Oktober 1991: Im Parlament waren 18 Parteien vertreten, von denen keine mehr als 12% der Stimmen erhalten hatte. Die gebildete Mehrparteienkoalition zerfiel schon nach 6 Monaten. „The political situation was tense. The fact remained that it did not matter which party was in control – all of them would be faced with financial constraints and pressure from the IMF, WB, IFIs, etc.”<sup>213</sup>

In der Talsohle der Transformationsrezession 1992 und 1993 verschlechterte sich die Stimmung nochmals: “The political situation went from bad to worse as many factories continued to close or be privatized increasing unemployment at a time when inflation remained around 30 per cent. (..) The population wanted the issue of unemployment to be properly addressed. Little did they realize that unemployment was an accepted component of the neo-classical model of capitalism.”<sup>214</sup>

Zusammenfassend lässt sich somit feststellen, dass es in den ersten Quartalen der Transformation in Polen deutliche Anzeichen für eine Honeymoonperiode gegeben hat. Diese war aber offensichtlich zu schwach, um eine konfiskatorische Währungsreform auf die wirtschaftspolitische Agenda zu befördern.

Der Beginn des Transformationsprozesses in *Tschechien* bzw. in der ehemaligen Tschechoslowakei wird auch als „Samtene Revolution“ bezeichnet, da der Machtwechsel absolut friedlich verlief. So erfolgte der Zusammenbruch des kommunistischen Regimes nach Massendemonstrationen am 17. November 1989 ohne jegliche Gegenwehr.<sup>215</sup> Die nachfolgende Übergangsregierung

---

<sup>212</sup> DeBoer-Ashworth (2000), S. 81. Eine weitere Rolle spielte die unrealistische Erwartungshaltung an die Leistungsfähigkeit der zukünftigen Wirtschaftsordnung, die zwangsläufig enttäuscht werden musste: „An ironic Polish saying of this period goes as follows: ‘Poles want a German-style economy, a Swedish-style social democracy, combined with American-style consumerism, while keeping communist-style job and state security.’ It was, in short, an impossible dream.” DeBoer-Ashworth (2000), S. 78.

<sup>213</sup> DeBoer-Ashworth (2000), S. 87f.

<sup>214</sup> DeBoer-Ashworth (2000), S. 88.

<sup>215</sup> Vgl. Bayer (1996), S. 123. Zur Erklärung dieses Phänomens ist die Tatsache heranzuziehen, dass in Tschechien über Jahrzehnte hinweg ein ausgesprochen starres politisches und ökonomisches Regime bestand, das Reformversuchen widerstand und sich auch gegenüber den politischen Veränderungen in der Sowjetunion und den anderen Ostblockstaaten Mitte der 80er Jahre unbeeindruckt zeigte. Die erwähnte Bruchartigkeit des Systemwechsels war somit der Tatsache geschuldet, dass die regierende Elite weitaus homogener war als in anderen Ländern (v.a. Ungarn). Damit gab es keine Anknüpfungspunkte zwischen



bestand von Anfang an mehrheitlich aus nicht-kommunistischen Kräften. Bereits am 26. November 1989 formulierte Finanzminister Klaus für das zu diesem Zeitpunkt die Bevölkerungsmehrheit repräsentierende „Bürgerforum“ als Ziel der Reformen die Einführung der Marktwirtschaft.<sup>216</sup>

Die Stimmung in der Bevölkerung im Vorfeld der Parlamentswahlen vom Juni 1990 wird beschrieben mit den Worten: „(..) there was a general mood of optimism and consensus building.“<sup>217</sup> Die Wahlen hatten - im Gegensatz zu Ungarn - einen lediglich bestätigenden Charakter, die Abstimmung über die Loslösung von der kommunistischen Vergangenheit und der grundsätzlichen Hinwendung zu Demokratie und Marktwirtschaft war eher Formsache.<sup>218</sup>

Trugen das „Bürgerforum“ mit Vaclav Klaus (51% in Tschechien) sowie sein slowakischer Partner „Gesellschaft gegen Gewalt“ (34,9% in Slowakei) bei den Wahlen im Juni 1990 noch eine deutliche Mehrheit davon, so zeichnete sich schon im Nachgang der Wahl eine erste Schwächung der antikommunistischen Sammlungsbewegung ab. Ende 1990 kam es schließlich zur Spaltung des Bürgerforums; bei den Wahlen 1992 scheiterte das „Bürgerforum“ an der 5%-Hürde. Am 31.12.1992 kam es aufgrund zunehmender nationalistischer Konflikte schließlich zur Spaltung der Tschechoslowakei.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass ein nennenswerter politischer Rückhalt für unpopuläre Maßnahmen in der Tschechischen Republik aufgrund des bis Ende 1990 vorherrschenden antikommunistischen Konsens gegeben war. Auf diesen musste die Wirtschaftspolitik im stabilisierungspolitischen Kontext jedoch nicht zurückgreifen, da die Notwendigkeit für Stabilisierungsmaßnahmen angesichts des äußerst geringen Geldüberhangs gering war.

Die Wirtschaftsgeschichte und -ordnung *Ungarns* wurde ab 1968 nachhaltig und mit Auswirkungen bis in die Gegenwart durch die marktwirtschaftlichen Elemente des „Neuen Ökonomischen Mechanismus“ geprägt.<sup>219</sup> Trotz eines temporären Rückschlags 1972/73 wurde Ungarn nach weiteren Liberalisie-

---

Modernisierern in der Parteispitze und Teilen der Gegeneliten, so dass die Möglichkeit eines ausgehandelten Machtwechsels nicht gegeben war. Vgl. Ziemer (2000), S. 19; vgl. Mateju/Hanley (1998); vgl. Winderl (1994), S. 385ff; vgl. Karl/Schmitter (1991); vgl. Bos (1994).

<sup>216</sup> Vgl. Bayer (1997), S. 123f.

<sup>217</sup> DeBoer-Ashworth (2000), S. 112.

<sup>218</sup> Vgl. Bayer (1997), S. 123.

<sup>219</sup> Vgl. Wass von Czege (1988), S. 194f.

rungsmaßnahmen Mitte der achtziger Jahre attestiert, eine größere Nähe zur Markt- als zur Zentralverwaltungswirtschaft zu haben.<sup>220</sup>

In September 1987 und in den Folgemonaten kam es zur Gründung der Schirmorganisation „Ungarisches Demokratisches Forum“ sowie zahlreicher weiterer Parteien und Bewegungen für Reformwillige.<sup>221</sup> Ein Referendum im November 1989 erzwang Neuwahlen für März 1990, wobei die Postkommunisten deutliche Verluste erlitten und auf lediglich 8,5% der Stimmen kamen. Schließlich bildete sich eine Mitte-Rechts-Regierung aus einer Mehr-Parteien-Allianz unter der Führung von Josef Antall.

Der Stabilisierungs- und Reformpolitik Ungarns wird meist ein eher gradualistisches und undogmatisches Vorgehen attestiert.<sup>222</sup> Die Gründe hierfür können der Tatsache zugerechnet werden, dass Reformen in Ungarn traditionell technokratisch unter dem Blickwinkel der inkrementalen Verbesserung von Unzulänglichkeiten des bisherigen Systems gesehen wurden. Auch die politische Stimmung war stets weniger euphorisch oder antikommunistisch als in Polen oder Tschechien: „While Polish reformers were ideologically committed to the ideal of liberal capitalist democracy, the same could not be said of Hungarian reformers. The arguments used by the reformers centred on the „inefficiency“ of the Hungarian political system in the modern world, rather than the need to introduce new values“.<sup>223</sup>

Damit ist zu konstatieren, dass in Ungarn der politische Rückhalt in Form einer antikommunistischen Sammlungsbewegung gefehlt hat. Eine Honeymoonperiode zur Durchführung unpopulärer Maßnahmen wie z.B. einer Währungsreform hat es nicht gegeben.

Zusammenfassend lässt sich damit feststellen, dass in den betrachteten Ländern - mit der Ausnahme Ungarns - deutliche Anhaltspunkte für eine Honeymoonphase auszumachen waren. Die Stimmung in der Bevölkerung während des Zusammenbruchs des ökonomischen und politischen Systems und unmittelbar danach war deutlich antikommunistisch: Die Parteienentwicklung war zunächst

<sup>220</sup> Vgl. Wass von Czege (1988), S. 197; vgl. DeBoer-Ashworth (2000), S. 133f; vgl. Bauer (1992), S. 289f.

<sup>221</sup> Vgl. Bango (1991), S. 195ff; vgl. DeBoer-Ashworth (2000), S. 135.

<sup>222</sup> Vgl. DeBoer-Ashworth (2000), S. 139f; vgl. Fröhlich (1992), S. 61f.

<sup>223</sup> DeBoer-Ashworth (2000), S. 137. „Neo-liberalism was not as accepted in Hungary as it has elsewhere in the region“. DeBoer-Ashworth (2000), S. 139. Hiermit und mit der These geringer Berührungsängste der ungarischen Bevölkerung mit dem Kommunismus konsistent ist die Tatsache, dass die Postkommunisten 1994 mit 54% der Stimmen abermals den Wahlsieg davontrugen.

durch die Entstehung von Sammlungsbewegungen gegen die KP gekennzeichnet. Als die KP in den Jahren 1989-1991 zerfiel, löste sich damit jene dominierende politische Kraft auf, gegen die sich die Oppositionsgruppen zusammenschlossen hatten. Insgesamt war die Honeymoonphase offenbar zu schwach, um den nötigen politischen Rückhalt für die Durchführung einer konfiskatorischen Währungsreform zu garantieren.

### 3.2.3 Bedingungen für eine unterbewertungskonforme Geldpolitik

Neben einer Währungsreform sieht eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie die Erzielung anhaltender Leistungsbilanzüberschüsse durch reale Unterbewertung der inländischen Währung vor. Wie bereits gezeigt wurde, spielt hierbei die Wahrung inländischer Preisstabilität eine zentrale Rolle. In einem ersten Schritt ist zu analysieren, ob die für die Verfolgung einer ambitionierten geldpolitischen Strategie notwendigen Bedingungen seitens des *zweistufigen Bankensystems* in Polen, Tschechien und Ungarn vorhanden waren.

Bei der Ausgestaltung des *Zentralbankstatus* in den betrachteten Ländern diene insbesondere die institutionelle Stellung der Deutschen Bundesbank als Orientierungsgröße.<sup>224</sup> Der Stabilitätserfolg der Deutschen Bundesbank wurde stets auch auf deren Unabhängigkeit zurückgeführt, wobei die Vermutung einer positiven Korrelation zwischen Unabhängigkeit einer Notenbank und Stabilitätserfolg auch im internationalen Vergleich empirisch getestet und bestätigt wurde.<sup>225</sup>

An dieser Stelle könnte kritisch eingewandt werden, dass der ermittelte Zusammenhang zwischen dem Unabhängigkeitsindex einer Notenbank und ihrem Stabilitätserfolg im Falle von Entwicklungs- und Schwellenländern weniger eindeutig ist. Dies wird darauf zurückgeführt, dass die Konstruktion von Unabhängigkeitsindizes mit dem Problem behaftet ist, dass die schriftlich fixierte, formale Unabhängigkeit einerseits und die faktische Unabhängigkeit andererseits durchaus divergieren können – eine Problematik, die sich in Entwicklungsländern in besonderem Maße stellt.<sup>226</sup> Des weiteren könnte argumentiert werden,

<sup>224</sup> Hinsichtlich der Dimensionen der Unabhängigkeit einer Notenbank vgl. Caesar (1981), S. 69ff; vgl. Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 191ff.

<sup>225</sup> Vgl. Grilli/Masciandaro/Tabellini (1991); vgl. Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 203f.

<sup>226</sup> „Eine Divergenz zwischen institutioneller und tatsächlicher Unabhängigkeit besteht aber unter Umständen auch deshalb, weil Gesetze nicht alle Aspekte der Beziehungen zwischen Notenbank und Regierung exakt regeln können, und weil die in ihnen enthaltenen Rechte und Pflichten nicht immer so wahrgenommen werden müssen, wie es die getrof-

dass die Herausbildung bestimmter Interaktionsmuster zwischen Notenbank und Privatsektor auch von der Stabilitätspräferenz der handelnden Personen, teilweise auch von historischen Zufällen abhängt.<sup>227</sup>

Trotz der hieraus resultierenden Zurückhaltung gegenüber einer allzu mechanistischen Ermittlung und Interpretation von Maßen der Notenbankunabhängigkeit ist festzustellen, dass die Schaffung einer Notenbankverfassung, die die einschlägigen Kriterien politischer und ökonomischer Unabhängigkeit erfüllt, auf dem Weg zu einer stabilitätsorientierten Geldpolitik einen wichtigen Schritt darstellt.<sup>228</sup> Dieser Schritt wurde in den Ländern Polen, Tschechien und Ungarn – deutlicher als in anderen Transformationsländern – unternommen.<sup>229</sup>

Im Zuge der Schaffung zweistufiger Bankensysteme wurden dem neu geschaffenen *Geschäftsbankensektor* die Forderungen und Kredite der ehemaligen Monobanken übertragen, wenngleich nach unterschiedlichen Kriterien: In Polen

---

fenen Regelungen suggerieren.“ Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 207. Vgl. Caesar (1981), S. 451ff; vgl. Wagner (1999), S. 12f; vgl. Loungani/Sheets (1997); vgl. Fry (1998). Im Falle der Transformationsländer Mittel- und Osteuropas muss ferner die Ausnahme-situation zu Beginn der Transformationsphase berücksichtigt werden: Angesichts des beschriebenen Geldüberhangs und der Liberalisierung der Preise waren auch institutionell unabhängige und grundsätzlich stabilitätsorientierte Notenbanken mit der Aufgabe der Sicherung von Preisniveaustabilität überfordert, so dass sich der erwähnte negative Zusammenhang zwischen Notenbankunabhängigkeit und Preisniveaustabilität erst über Jahre hinweg einstellen konnte. Vgl. Cukierman/Miller/Neyapti (2001).

<sup>227</sup> Vgl. Kapitel 2.2.3.

<sup>228</sup> Vgl. Wagner (1999), S. 15.

<sup>229</sup> Mandat und Status der Notenbanken wurden in den jeweiligen Notenbankverfassungen ausschnittsweise wie folgt kodifiziert: *Polen*: Art. 3.1: „The basic objective of NBP activity shall be to maintain price stability, and it shall at the same time act in support of Government economic policies, insofar as this does not constrain pursuit of the basic objective of the NBP.“ Die Frage der Monetisierung von Haushaltsdefiziten wird u.a. sogar durch Art. 277.1 der Verfassung der Republik Polen geregelt: „The Budget Act may not provide for budget deficit to be covered by assuming liabilities to the state’s central bank.“ *Tschechien*: Art. 2: „The primary objective of the Czech National Bank is to ensure the stability of the Czech national currency.“ Art. 9 (1): „In providing for its primary objective (..) the Czech National Bank shall be independent of any instructions given by the Government.“ Die Monetisierung von Haushaltsdefiziten ist auf die Gewährung von Krediten beschränkt, deren Höhe 5% des Budgetdefizits des vergangenen Jahres nicht überschreiten darf und die binnen eines Quartals getilgt werden müssen. *Ungarn*: Art. 4 (1): „The basic task of the NBH is to safeguard domestic and external purchasing power of the national currency.“ Art. 6: „The NBH develops its monetary policy (..) independently within the framework of this Act.“ Die Monetisierung von Haushaltsdefiziten ist auf die Gewährung kurzfristiger Liquiditätskredite in Höhe von 2% des jeweils geplanten Haushaltsdefizits beschränkt. Vgl. Hochreiter/Kowalski (2000).

wurde das Forderungs- und Kreditportfolio der ehemaligen Staatsbank 1989 nach regionalen Gesichtspunkten auf die neu geschaffenen Geschäftsbanken aufgeteilt, in Ungarn 1987 hingegen nach sektoralen Kriterien (Landwirtschaft, Bergbau etc.). Die ehemalige Tschechoslowakei wählte 1990 eine regionale Aufteilung auf nur zwei Geschäftsbanken entsprechend der beiden Nachfolgestaaten Tschechische Republik und Slowakische Republik.<sup>230</sup>

Leitgedanke der folgenden Analyse ist die Überlegung, dass eine monetärkeynesianische Strategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung mit hohen Opportunitätskosten verbunden sein kann. Dies liegt darin begründet, dass der erforderliche Stabilitätsvorsprung in einem Fixkurssystem durch zielführende Koordination der Teilpolitiken erreicht werden *kann*, bei stabilitätswidrigem Verhalten von Fiskal- und/oder Lohnpolitik aber durch eine geldpolitisch induzierte Stabilisierungskrise garantiert werden *muss*.<sup>231</sup> Erschwerend kommt hinzu, dass die Transformationsländer zur Realisierung einer stabilitätsorientierten Unterbewertung angesichts historisch niedriger Inflationsraten im Rest der Welt eine Stabilitätsorientierung zeigen müssten, die im Bereich der Nullinflation liegt. Aus diesen Gründen ist der Frage nachzugehen, ob die Strategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung überhaupt zu vertretbaren realwirtschaftlichen Kosten erfolgen konnte, da die *Bedingungen* für eine ambitionöse geldpolitische Strategie - wie im folgenden darzulegen ist - eher ungünstig waren.

### 3.2.3.1 Überschuldungssituation des Bankensektors

Ein auffälliges Charakteristikum Mittel- und Osteuropas war die Überschuldungssituation des Unternehmenssektors. Auf der Aktivseite der Banken stellte sich dieses Problem in Form notleidender Kredite dar, operationalisiert durch die Relation zwischen der Menge an schlechten bzw. zweifelhaften Krediten und dem gesamten Kreditvolumen. Die Gründe für den hohen Bestand an uneinbringlichen Krediten waren zweifacher Natur: Teilweise sind die notleidenden Kredite bereits zu Beginn des Transformationsprozesses in Form des erwähnten Geldüberhangs vorhanden gewesen. In Teilen sind die notleidenden Kredite aber auch erst aus dem Zusammenbruch der Märkte des ehemaligen RGW entstanden.<sup>232</sup>

<sup>230</sup> Vgl. Buch (1996b), S. 19ff; vgl. Hrnčir (1993a), S. 307; vgl. Kutan/Brada (1999), S. 2ff.

<sup>231</sup> „Der stabilitätsorientierte Merkantilismus ist beschäftigungsfeindlich“. Herr (1992), S. 208. Diese Aussage ist in ihrer Pauschalität jedoch unzutreffend, da die Geldpolitik zur Aufrechterhaltung einer Unterbewertungssituation nur im Fall stabilitätsinkonformer Fiskal- und Einkommenspolitik zur Durchführung einer Stabilisierungskrise aufgerufen ist.

<sup>232</sup> Vgl. Weisfeld (1996), S. 41ff; vgl. Buch (1996b), S. 26.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Polen</b>	..	16,3	26,5	31,9	29,3	20,9	12,9	10,3	9,3
<b>Tschechien</b>	..	2,4	18,9	23,8	37,7	33,0	29,3	26,9	27,1
<b>Ungarn</b>	4,4	11,2	13,4	30,0	27,2	16,9	12,5	8,0	..

Tabelle 3-3: Notleidende Kredite (Anteil an Gesamtkrediten in %)

Quellen: Buch (1996b), CNB, IMF (1999), NBH

Auffallend ist zunächst der deutliche Anstieg der notleidenden Kredite in den betrachteten Ländern ab 1991/92 (vgl. Tabelle 3-3). Hieraus könnte man die Vermutung ableiten, dass die Wirkung einer Währungsreform zu Beginn der Transformationsphase gering gewesen wäre. Dies ist jedoch nur teilweise richtig:

- Erstens spiegelt der Anstieg eine graduelle *Anpassung der Bilanzierungsvorschriften* an westliches Niveau wieder, so dass während der ersten Jahre des Betrachtungszeitraums nur der Anteil der ausgewiesenen notleidenden Kredite wuchs, nicht aber deren faktisches Volumen.<sup>233</sup>
- Zweitens muss bei der Analyse des Überschuldungsproblems zwischen dem *Bestandsproblem* und dem *Stromproblem* unterschieden werden. Unbestritten ist die Tatsache, dass auch nach Beginn des Transformationsverlaufs vergebene Kredite in nennenswertem Umfang „notleidend“ wurden. Diese Erscheinung kann jedoch auch auf das Bestandsproblem zurückgeführt werden, das bei Vorliegen von Gläubigerpassivität eine entsprechende flow-Reaktion an notleidenden Krediten induzierte.<sup>234</sup>

Nur der verbleibende Teil der während der Transformationsphase vergebenen und später als notleidend deklarierten Kredite ist auf strukturelle Unzulänglichkeiten des Kapitalmarktes zurückzuführen (mangelnde Informationsgrundlagen bei der Kreditvergabe, politischer Missbrauch des Bankensystems zwecks Subventionsvergabe per Kreditprolongierung etc.) und wäre von einer zu Beginn des Transformationsverlaufs durchgeführten Währungsreform unberührt geblie-

<sup>233</sup> Vgl. Buch (1996b), S. 21f, S. 27f. Als Reflex einer derartigen Verschärfung von Kriterien zur Kreditklassifizierung gelten beispielsweise der sprunghafte Anstieg der „bad debts“ 1991/1992 sowie 1993/1994 in der Tschechischen Republik.

<sup>234</sup> Vgl. Weisfeld (1996), S. 42f.

ben. Im folgenden sollen Indizien bezüglich der Auswirkungen dieser Überschuldungssituation gesammelt werden.

Es konnte beobachtet werden, dass die Banken angesichts ihrer Überschuldungssituation eine Strategie der *Rekapitalisierung über hohe Zinsspannen* verfolgten (vgl. Tabelle 3-4).<sup>235</sup>

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Polen<sup>b</sup></b>	..	4,7	9,5	10,8	9,5	7,7	5,5	2,6	3,9
<b>Tschechien<sup>a</sup></b>	3,3	7,2	6,7	7,0	6,1	5,8	5,8	5,5	4,7
<b>Ungarn<sup>a</sup></b>	..	11,4	8,7	9,7	7,1	6,5	5,1	3,3	3,1

<sup>a</sup> Differenz von Lending Rate und Deposit Rate

<sup>b</sup> Differenz von Lending Rate und Money Market Rate

Tabelle 3-4: Spread für Nominalzinsen in PL, CZ und H (in %)

Quelle: IMF (Grundzahlen)<sup>236</sup>

Zusätzlich zu dem aufgrund des Altschuldenbestandes zu erwirtschaftenden Zinsanspruchs der Unternehmen bewirkte dies eine Erhöhung der Sollzinsen und restringierte somit die Kreditnachfrage, was zu einem niedrigeren Investitionsniveau führte.<sup>237</sup>

In den ersten Jahren des Transformationsprozesses wurden restriktive Kurswechsel der Notenbanken ferner oft durch das schlagartig ansteigende Volumen zwischenbetrieblicher Kredite konterkariert.<sup>238</sup> Empirische Indizien hinsichtlich der Bedeutung der Interunternehmensverschuldung und deren Auswirkungen auf die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge lassen sich für nahezu alle

<sup>235</sup> Vgl. Begg (1997), S. 43f; vgl. Buch (1996a), S. 80.

<sup>236</sup> Da die zur Berechnung des Zinsspreads verwendeten Zinssätze nur bedingt vergleichbar sind, eignen sich die ermittelten Werte weniger für einen Querschnittsvergleich denn zur Interpretation als länderspezifische Zeitreihe.

<sup>237</sup> Exemplarisch muss an dieser Stelle jedoch die Problematik der Formulierung von Kausalzusammenhängen in Mittel- und Osteuropa verdeutlicht werden: So kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein Teil der hohen Zinsspannen auch Ausdruck eines lange Zeit unvollkommenen Wettbewerbs auf den dortigen Kapitalmärkten aufgrund institutioneller Marktzutrittschranken für westliche Banken ist.

<sup>238</sup> Vgl. Begg (1997), S. 43; vgl. Lenzner (1998), S. 41f.

Reformländer finden.<sup>239</sup> Die Erklärung einer derart *partiellen Endogenität der Geldmenge* muss an der Vermutung fortdauernder weicher Budgetrestriktionen ansetzen.<sup>240</sup> Weiche Budgetrestriktionen werden insbesondere durch das mikroökonomisch rationale Verhalten der Gläubigerpassivität begünstigt. Hierunter versteht man das Phänomen, dass Gläubiger trotz Vorliegen der konkursrechtlichen Voraussetzungen u.U. darauf verzichten, den Konkurs ihres Schuldners zu betreiben.<sup>241</sup> Die für die vorliegende Problematik besonders interessanten Ausprägungen der Gläubigerpassivität führen jedoch einen Schritt weiter: So ist es möglich, dass Gläubigerpassivität nicht nur den Verzicht auf Initiierung eines Konkursverfahrens umfasst, sondern dazu führt, dass auch zusätzliche Kreditnachfrage des Schuldners alimentiert wird - die für eine Geldwirtschaft typische Dominanz des Gläubigers kehrt sich um.<sup>242</sup> Hierfür gibt es drei mögliche Erklärungen:

- Gläubiger nehmen eine „wait-and-see“-Haltung ein, die dadurch begründet ist, dass zum aktuellen Zeitpunkt eine Bewertung des Firmenwertes des Schuldners noch nicht möglich ist<sup>243</sup>
- Gläubiger und Schuldner vertrauen angesichts der Tatsache, dass weite Teile der Banken- und Unternehmenslandschaft in Staatsbesitz sind, auf ein kollektives bail-out durch den Staat<sup>244</sup>
- Die Alimentierung eines insolventen Schuldners ist ein auf das Überleben des Gläubigers gerichtetes rationales Verhalten, da die Initiierung des Schuldnerkonkursverfahrens das Ausmaß der eigenen finanziellen Probleme signalisieren und damit eine Liquiditätskrise bewirken würde<sup>245</sup>

Alle drei Ausprägungen der Gläubigerpassivität führen zu einem partiellen Verlust der Steuerbarkeit der Geldmenge durch die Notenbank.<sup>246</sup> Will die Notenbank vor einem derartigen Hintergrund ein bestimmtes Inflationsziel realisieren, muss sie unter Inkaufnahme realer Outputverluste ungleich restriktiver wirken als in einem Umfeld ohne überschuldete Institutionen.

---

<sup>239</sup> Vgl. Westphal (1993), S. 54; vgl. Bofinger (1993), S. 92f.

<sup>240</sup> Vgl. Bofinger (1993), S. 84ff; vgl. Mathieson/Haas (1995), S. 188ff.

<sup>241</sup> Vgl. Mitchell (1993), S. 207ff; vgl. Begg (1997), S. 43.

<sup>242</sup> Vgl. Herr (1994), S. 48.

<sup>243</sup> Vgl. Mitchell (1993), S. 207ff.

<sup>244</sup> Vgl. Bofinger (1993), S. 93; vgl. Mitchell (1993), S. 216ff.

<sup>245</sup> Vgl. Mitchell (1993), S. 213ff; vgl. Weisfeld (1996), S. 42f.

<sup>246</sup> Vgl. Weisfeld (1996), S. 43f.



Bei Berücksichtigung der *Effekte adverser Selektion* als Folge asymmetrischer Informationsverteilung können schließlich Kreditrationierungsergebnisse entstehen, die die realwirtschaftlichen Kosten der Geldpolitik erhöhen.<sup>247</sup> Eine zentrale Rolle spielt hierbei das Verhalten überschuldeter Institutionen im Rahmen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus.<sup>248</sup> Bei marktlichen, d.h. auf dem Preisausschlussprinzip beruhenden Allokationsmechanismen werden typischerweise jenen Nachfragern finanzielle Mittel zugeteilt, die die höchste Zahlungsbereitschaft aufweisen. Überschuldete Institutionen tendieren jedoch dazu, im Zuge der Zuteilung finanzieller Mittel aggressiv aufzutreten, d.h. unter Rentabilitäts Gesichtspunkten stark überhöhte Zinsangebote abzugeben, um eine unmittelbar drohende Liquiditätskrise abzuwenden.<sup>249</sup> Eine derartige Verhaltensweise könnte dazu führen, dass rentable Unternehmen grundsätzlich benachteiligt werden, da steigende Zinskosten zu einem Rückzug der Investoren mit sicheren Projekten führen, während „Hazardeure“ höhere Kreditkosten hinzunehmen bereit sind.

Von entscheidender Bedeutung ist nun, wie die Gläubigerinstitution auf die dargestellte Problematik reagiert:

- Bei Gläubigerpassivität wird die Kreditnachfrage überschuldeter Institutionen alimentiert
- Liegt keine Gläubigerpassivität vor, stellt sich die Frage nach der Existenz alternativer „screening devices“, mit Hilfe derer Gläubigerinstitutionen in die Lage versetzt werden könnten, rentable von unrentablen Schuldnerinstitutionen zu unterscheiden. In Marktwirtschaften wird das - kapitalmarktimmante - Problem der adversen Selektion dadurch bewältigt, dass der rein marktliche Allokationsmechanismus durch Instrumente wie Kreditwürdigkeitsprüfung und Sicherheitenstellung ergänzt wird. In Mittel- und Osteuropa fehlten in den ersten Jahren des Transformationsprozesses sowohl die Möglichkeiten zur Durchführung einer Kreditwürdigkeitsprüfung (mangelhafte Rechnungssysteme, Unerfahrenheit der Bankmanager) als auch eindeutig definierte Eigentumsrechte.<sup>250</sup> Folglich muss davon ausgegangen werden, dass Geldpolitik auch bei Abwesenheit des Phänomens der Gläubigerpassivität

---

<sup>247</sup> Vgl. Buch (1996b), S. 147ff; vgl. Stiglitz/Weiss (1981); vgl. Rohde/Rehbock (2000); vgl. Jochem (1996).

<sup>248</sup> Vgl. Mathieson/Haas (1995), S. 188f.

<sup>249</sup> Es gilt die Prämisse, dass Kredit nachfragende Investoren zwischen relativ ertragreichen, aber risikoreichen Investitionsprojekten und weniger ertragreichen, aber sicheren Investitionsprojekten wählen können.

<sup>250</sup> Vgl. Buch (1996b), S. 149f; vgl. Mathieson/Haas (1995), S. 191.

verzerrend wirkt und daher mit hohen realwirtschaftlichen Kosten verknüpft ist.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Überschuldungssituation des Bankensektors eine Bedingung darstellte, die die realwirtschaftlichen Kosten einer ambitionierten geldpolitischen Strategie wie die Verfolgung einer stabilitätsorientierten Unterbewertung deutlich erhöhte.

### 3.2.3.2 Portfoliokapitalimporte

Zu den Hauptaspekten des auch für den vorliegenden Zusammenhang relevanten Globalisierungsphänomens zählt die zunehmende Bedeutung internationaler Kapitalströme.<sup>251</sup> Als Ursache für das Auftreten international mobiler Kapitalströme sind zwei Faktoren zu nennen:<sup>252</sup> Erstens ist seit Ende des zweiten Weltkrieges eine weltweite Tendenz zum Abbau von Kapitalverkehrsbeschränkungen festzustellen. Zweitens haben die Entwicklungen in der Informations- und Kommunikationsindustrie in den letzten Jahrzehnten zu einer signifikanten Senkung von Transaktionskosten geführt, so dass sich Arbitragemöglichkeiten für bestimmte Kapitalformen schon bei nahezu unendlich kleinen Renditeunterschieden ergeben.

Empirisch ist insbesondere ein nennenswerter Zustrom von Portfoliokapital in „emerging markets“ festzustellen. Begünstigt durch sinkende Zinsen in den Industrieländern („push-factors“) gibt es eine Vielzahl an Bestimmungsgründen für Portfoliokapitalströme, die in den emerging markets selbst liegen („pull-factors“).<sup>253</sup> Hierzu zählen eine marktwirtschaftliche Grundhaltung bzw. entsprechende Reformbestrebungen, Liberalisierung der Finanzmärkte, Angebotspolitik durch Steuererleichterungen und Subventionen, eine stabilitätsorientierte Geld- und Fiskalpolitik und somit insgesamt die Erwartung eines hohen Wachstumspotenzials und hohe Renditeaussichten.

---

<sup>251</sup> Für eine Bestandsaufnahme und Analyse des Phänomens der „Globalisierung“ vgl. Rodrik (1998); vgl. Obstfeld (1998); vgl. Feenstra (1998); vgl. Williamson (1998) sowie Krugman (1995) und Wagner (2000).

<sup>252</sup> Vgl. Tietmeyer (1996), S. 2.

<sup>253</sup> Empirisch ist die Frage, welches Faktorenbündel für den Zu- oder Abfluss von Portfoliokapital größere Bedeutung hat, zu keinem eindeutigen Ergebnis gekommen. „Thus, a consistent story about the factors driving and directing the recent surge in capital inflows probably has to feature some combination of „push“ and „pull“ factors.“ Fernandez-Arias/Montiel (1995), S. 27; vgl. Calvo/Leiderman/Reinhart (1993); vgl. Ghosh/Ostry (1993).

Für die Strategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung ist die Problematik von Portfoliokapital deswegen zu vermuten, weil die bundesdeutsche Wirtschaftsgeschichte zeigt, dass selbst die Verteidigung einer unter Aufwertungsverdacht stehenden Wechselkursparität in den *sechziger Jahren* nicht immer unproblematisch war. Insofern ist die Frage berechtigt, welche Chancen die Verteidigung eines fixen Wechselkurses im Zeichen globalisierter Finanz- und Kapitalmärkte der *Jahrtausendwende* hat - was in den Nachkriegsdekaden der Bundesrepublik im Regelfall möglich war, ist heute u.U. unmöglich. So wird Portfoliokapital im Zusammenhang mit emerging markets äußerst ambivalent beurteilt: Einerseits werden Portfoliokapitalimporte als Ansatzpunkt zur Überwindung von Kapitalmangel und damit von Unterentwicklung interpretiert, sofern eine überwiegend konsumtive Verwendung des Kapitals ausgeschlossen werden kann.<sup>254</sup> Andererseits werden Portfoliokapitalimporte und -exporte aufgrund ihres Volumens sowie der Kurzfristigkeit des zugrunde liegenden Gewinnerzielungsmotivs als Destabilisierungspotenzial der empfangenden Länder begriffen. Hierbei liegt die These zugrunde, dass Portfoliokapital auf das Auftreten neuer Informationen vergleichsweise elastisch und volatil reagiert.<sup>255</sup>

### 3.2.3.3 Tendenz zu Budgetdefiziten

Budgetdefizite der Transformationsländer waren aus einer Reihe von Gründen unausweichlich.<sup>256</sup> Mit den hiervon ausgehenden expansiven Impulsen wurden die Bedingungen für eine Unterbewertungsstrategie auch aus fiskalpolitischer Perspektive ungünstig. Für die Darstellung dieses Problems ist es hilfreich, die Auswirkungen der Transformation auf Einnahmen- und Ausgabenseite des öffentlichen Haushaltes getrennt zu betrachten.

Hinsichtlich der *Einnahmenseite* war zu erwarten, dass das in Zentralverwaltungswirtschaften nur rudimentär ausgebildete Steuersystem unter Transformationsbedingungen dazu führen würde, dass die Steuereinnahmen des Staates

<sup>254</sup> Vgl. Ohr (1998), S. 254; vgl. Fischer (1995), S. 13ff.

<sup>255</sup> Vgl. Schnatz (1998), S. 101. Auf einer vorgelagerten Ebene liegen folgende, hier nur summarisch angedeuteten Probleme: Interventionspflicht der Notenbank und gegebenenfalls begrenzte Wirksamkeit einer Sterilisierungsstrategie mit der Konsequenz des Verlusts an geldpolitischer Kontrolle; quasi-fiskalische Kosten erhöhter Zinsen infolge der Sterilisierungsstrategie; Erhöhung von Risikoprämien aufgrund der Verschlechterung von Relationen wie z.B. Handelsbilanzdefizit/BIP; Intermediationsprobleme im Bankensektor etc. Vgl. Fernandez-Arias (1996); vgl. Calvo/Leiderman/Reinhart (1996); vgl. Fischer (1995); vgl. Williamson (1993), S. 25f.

<sup>256</sup> Vgl. Bernholz (1990), S. 305.

zurückgehen.<sup>257</sup> Dies lag darin begründet, dass die Steuersysteme der zentralverwaltunswirtschaftlichen Ära auf die Besteuerung von Unternehmensgewinnen ausgelegt waren, so dass der rezessionsbedingte Rückgang der Unternehmensgewinne meist unmittelbar auf das Steueraufkommen durchschlug. Des weiteren entstammte ein beträchtlicher Teil der ehemaligen Staatseinnahmen aus dem Aufkommen aus Importzöllen. Der Beginn der Transformationsbemühungen markierte jedoch gleichzeitig den Beginn der Liberalisierung auch des Außenwirtschaftssektors, so dass auch diese Einnahmequelle versiegen musste.<sup>258</sup>

Auf der *Ausgabenseite* ergab sich mit Beginn des Transformationsprozesses an vielen Stellen die Chance zu Ausgabenkürzungen. So kam es durchweg zu deutlichen Kürzungen von Subventionen an die Unternehmen sowie zur Rückführung von öffentlichen Investitionen.<sup>259</sup> Dieser Entwicklung stand gleichwohl der drastische Anstieg der Ausgaben für soziale Sicherung gegenüber, was die Notwendigkeit der sozialpolitischen Abfederung des Transformationsprozesses reflektiert.<sup>260</sup> In der Summe war zwar ein absolutes Sinken der Staatsausgaben zu verzeichnen, jedoch blieb diese Reduktion im Vergleich zur Reduktion der Staatseinnahmen gering. In der Konsequenz verblieb so eine deutliche Tendenz zur Entstehung von Budgetdefiziten.

### 3.2.3.4 Lohnfindungssysteme im Umbruch

In einem weiteren Schritt ist zu fragen, welche Charakteristika die Lohnfindungssysteme zu Beginn der Transformationsphase trugen, und ob zu erwarten war, dass diese den Erfordernissen einer stabilitätsorientierten Unterbewertung Rechnung tragen konnten. Hierbei kann gezeigt werden, dass die Bedingungen für eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie auch unter dem Aspekt der Lohnpolitik eher ungünstig waren.

Mit Beginn der Transformationsphase wollten die Länder Mittel- und Osteuropas unter anderem dem Privateigentum einen neuen Stellenwert verleihen. Blieb der Grundsatz des Staatseigentums an den Unternehmen in den Reformperioden Mittel- und Osteuropas vor 1989 mit der Ausnahme Ungarns unangetastet, sah man sich nun vor die Aufgabe gestellt, weite Teile des Produktivvermögens

---

<sup>257</sup> Vgl. Herr (1994), S. 46f; vgl. Budina/Wijnbergen (1997), S. 48; vgl. Tanzi/Tsibouris (2000), S. 14.

<sup>258</sup> Vgl. Budina/Wijnbergen (1997), S. 48.

<sup>259</sup> Vgl. Budina/Wijnbergen (1997), S. 49.

<sup>260</sup> Vgl. Herr (1994), S. 47; vgl. Fuest/Huber (1997), S. 117.

ganzer Volkswirtschaften zu privatisieren. Der für den vorliegenden Zusammenhang relevante Ausschnitt dieser Aufgabe ist das Problem der Unternehmenskontrolle (corporate control, corporate governance).<sup>261</sup> Hierunter versteht man die Frage, welche der mit dem Unternehmen verbundenen Interessengruppen (Arbeitnehmer, Unternehmensleitung, Staat) auf die Politik des Unternehmens Einfluss ausübt. Aus verfügungsrechtlicher Perspektive kann festgestellt werden, dass im Zuge der Privatisierungsbemühungen eine Zersplitterung der Eigentumsrechte am Produktivkapital drohte, da die Eigentumsrechte formal noch beim Staat, faktisch jedoch bei den Arbeitnehmern lagen.<sup>262</sup> Konkret war zu befürchten, dass bei fortan freien Lohnverhandlungen auf betrieblicher Ebene die mit der Unternehmensleitung betrauten Manager den Lohnforderungen der Arbeitnehmer nicht genügend Widerstand entgegensetzten: „With extensive state ownership of enterprises, wage pressure at the firm level is not checked by any counterpart to labor.“<sup>263</sup> Dies kann damit begründet werden, dass die Unternehmensleitung nicht am Gewinn des Unternehmens beteiligt war und/oder bei inflationären Bedingungen und unvollkommenem Wettbewerb eine Überwälzung der Nominallohnforderungen plante und/oder im Falle eines Konkurses auf Subventionen des Staates vertrauen konnte.

Aus Sicht der Beschäftigten wurde das Interesse an exzessiven Nominallohnsteigerungen durch die Abwesenheit eines endogenen Stabilisierungselements in Form der NAIRU begünstigt.<sup>264</sup> Der Mechanismus der Lohnzurückhaltung als endogene Marktreaktion bei Arbeitslosigkeit war noch unausgebildet, da Arbeitslosigkeit anderen Faktoren (transformationsbedingte Arbeitslosigkeit i.w.S.) attribuiert werden konnte bzw. wurde.<sup>265</sup>

---

<sup>261</sup> Vgl. Wieners (1994), S. 3.

<sup>262</sup> Zur Theorie der Property Rights vgl. Alchian (1977); vgl. Demsetz (1966); vgl. Leipold (1983).

<sup>263</sup> Ahmad/Coricelli/Revenga (1992), S. 3; vgl. Grosfeld/Nivet (1999), S. 1138f; vgl. Aghion/Blanchard/Burgess (1994), S. 1328; vgl. Flanagan (1994), S. 188; vgl. Bofinger (1991), S. 393f; vgl. Herr/Priewe (1995), S. 66; vgl. Bauer (1992), S. 295, vgl. Herr (2001), S. 277; vgl. Lane (1992), S. 75f.

<sup>264</sup> Vgl. Ahmad/Coricelli/Revenga (1992), S. 7.

<sup>265</sup> „One cannot overemphasize the fact that during the transition period (...) labour markets can hardly be relied upon as fully fledged and efficiently operating markets.“ Hrnrcir/Klacek (1991), S. 28.

### 3.3 Geld- und Währungspolitik in Polen, Tschechien und Ungarn

Nachdem gezeigt wurde, dass die Bedingungen für eine unterbewertungskonforme Geldpolitik eher ungünstig waren, ist im folgenden eine empirische Bestandsaufnahme - insbesondere der Geld- und Währungspolitik - in den gewählten Ländern vorzunehmen. Hierbei sollen abermals eventuelle Diskrepanzen zwischen der Politikempfehlung des Monetärkeynesianismus und der tatsächlich praktizierten Politik erarbeitet werden.

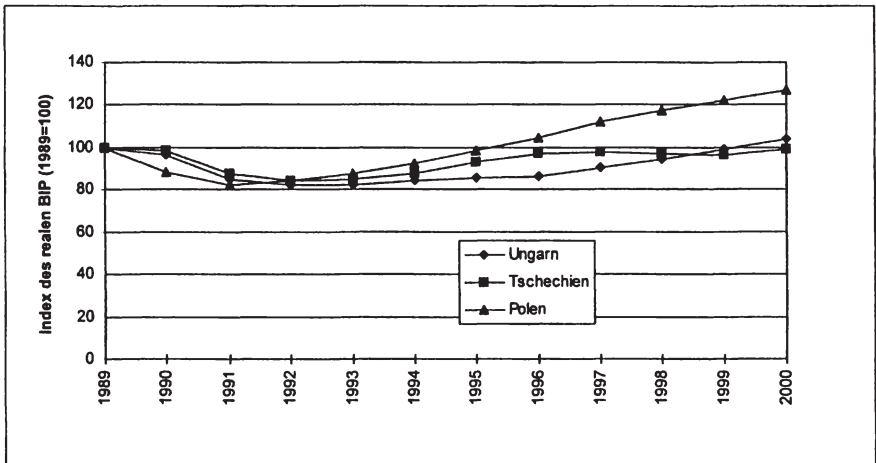


Abbildung 3-1: Index des absoluten realen BIP in PL, CZ und H

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

Mit Beginn der Transformationsanstrengungen erlitten die Länder Mittel- und Osteuropas zum Teil dramatische Outputverluste (vgl. Abbildung 3-1, vgl. Abbildung 3-2). Obwohl der Outputshock in den betrachteten Ländern geringer war als in anderen Ländern, betrug der kumulierte Outputrückgang auch in Polen, Tschechien und Ungarn knapp 20% des ursprünglichen Niveaus. Die Transformationsrezession wurde nach drei bis vier Jahren in Gestalt positiver Wachstumsraten überwunden; das Outputniveau des letzten Jahres vor Beginn der Transformation wurde von Polen bereits 1996, von Ungarn bzw. Tschechien erst 2000 bzw. 2001 wiedererlangt.

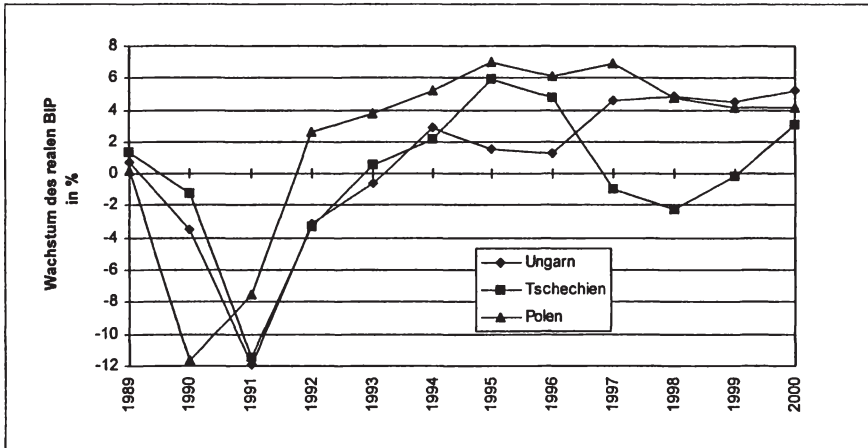


Abbildung 3-2: Wachstumsraten des realen BIP in PL, CZ und H

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

### 3.3.1 Polen

#### 3.3.1.1 Stabilisierungsprogramm

Das am 01. Januar 1990 in Kraft gesetzte polnische Stabilisierungsprogramm ist untrennbar mit dem Namen des damaligen Finanzministers Leszek Balcerowicz verbunden.<sup>266</sup> Es wurde auch als Ansatzpunkt zu einer Reform des „Big-Bang“ bzw. als Schocktherapie bezeichnet und wies Besonderheiten auf.<sup>267</sup> So wurde das Reformprogramm begleitet und getragen von einer überwältigenden Unterstützung der Bevölkerung. Des weiteren wurde das Stabilisierungsprogramm in

<sup>266</sup> Damit erhält das polnische Stabilisierungs- und Reformprogramm einen ähnlich personalistischen Charakter wie die Stabilisierungs- und Reformpolitik der Bundesrepublik Deutschland: „Both German and Polish Reforms were carried forward by two strong personalities: Dr. Ludwig Erhard in Germany and Dr. Leszek Balcerowicz in Poland. Both men were the unquestionable authors of their reform concepts and each had the opportunity to introduce these concepts into real life.“ Jermakowicz (1990), S. 71.

<sup>267</sup> Es muss deutlich gemacht werden, dass sich der Schockcharakter der polnischen Transformationspolitik auf das anfängliche Stabilisierungsprogramm beschränkt, da die Reform des realen Sektors in Polen eindeutig gradualistischen Charakter hatte. Vgl. Rosati (1992), S. 253.

enger Zusammenarbeit mit dem IWF entwickelt, so dass Polen - mehr als andere Staaten - in den Genuss finanzieller Unterstützung von außen kam.<sup>268</sup>

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Inflationsrate<sub>CPI</sub> (in %)</b>	586	70	43	35	32	28	20	15	12	7	10
<b>BIP<sub>real</sub> (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)</b>	-11,6	-7,0	2,6	3,8	5,2	7,0	6,1	6,9	4,8	4,1	4,1
<b>Arbeitslosenquote (in %)</b>	6,1	11,8	14,6	16,4	16,0	14,9	13,2	8,6	10,4	13,0	15,0
<b>Budgetsaldo (in % des BIP)</b>	3,1	-2,1	-4,9	-2,4	-2,2	-3,1	-3,3	-3,1	-3,2	-3,3	-3,0
<b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>	1,0	-2,6	1,1	-0,7	0,7	4,5	-1,0	-3,2	-4,4	-7,5	-6,2

Tabelle 3-5: Makroökonomische Kennzahlen Polen

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

Eines der zentralen Charakteristika Polens im Ausgangspunkt des Transformationsprozesses war ein immenser Geldüberhang, der insbesondere in den achtziger Jahren aufgebaut wurde. Zu Beginn des Stabilisierungsprogramms wurde die Liberalisierung von über 90% der bislang administrierten Preise beschlossen.<sup>269</sup> Der hieraus resultierenden Inflationsrate von mehr als 500% p.a. begegnete man mit einem Stabilisierungsprogramm, das als Hauptelemente eine restriktive Geld- und Fiskalpolitik, Lohnkontrollen sowie einen fixen Wechselkurs als nominellen Anker umfasste.<sup>270</sup> Nach einer vorausgegangenen Abwertung des polnische Zloty um 30 bis 40% sowie der Einführung der Inländerkonvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen zum 01.01.1990 wurde die Währung zunächst gegenüber dem US-Dollar gebunden. Nach einer weiteren Abwertung im Mai 1991 wurde schließlich die Fixierung des Wechselkurses gegenüber einem Währungskorb (45% US-Dollar, 35% DM, 10% britisches Pfund, 5% französische

<sup>268</sup> Vgl. Rosati (1992), S. 250.

<sup>269</sup> Vgl. Jermakowicz (1991), S. 12.

<sup>270</sup> Vgl. Kokoszczyński (1996), S. 162; vgl. Riesinger (1995), S. 95ff; vgl. Jermakowicz (1991), S. 8f; vgl. Stippler (1998), S. 140.



scher Franc, 5% Schweizer Franken) beschlossen. In Verbindung mit restriktiver Geld- und Fiskalpolitik sowie Lohnkontrollen (Lohnsteigerungen zur Kompensation des durch die Inflation erlittenen Kaufkraftverlusts um bis zu 30% waren zulässig; darüber hinausgehende Lohnsteigerungen unterlagen einer prohibitiv wirkenden Besteuerung) zeigten sich letztlich positive Resultate der Stabilisierungspolitik: Das drückende Problem der Hyperinflation konnte 1991 auf 70% p.a. reduziert werden.

### 3.3.1.2 Geld- und Währungspolitik im Zeitablauf

So erfolgreich die Bekämpfung der Hyperinflationstendenzen auch war, so wenig war das erreichte Stabilitätsniveau mit dem Ziel der festen Wechselkursparität vereinbar. Aufgrund des mangelnden Inflationsgleichschritts zwischen In- und Ausland drohten massive Leistungsbilanzdefizite aufgrund einer *realen Überbewertung* des Wechselkurses.

Die Regierung sah sich deshalb gezwungen, den Wechselkurs erneut abzuwerten und mit der zusätzlichen Implementierung eines Systems gleitender Wechselkursanpassungen („crawling-peg“) im Oktober 1991 den Übergang zur zweiten Phase der polnischen Transformationsgeschichte zu markieren.<sup>271</sup> Technisch handelte es sich dabei um die sogenannte „aktive“ Handhabung des crawling-peg-Mechanismus: Der fixe monatliche Abwertungssatz von zunächst 1,8% wurde bewusst geringer gewählt als das zu erwartende Inflationsdifferential zu den westlichen Handelspartnern, womit eine Tendenz zur realen Überbewertung blieb.<sup>272</sup> Zwischen dem Ziel der Inflationsbekämpfung und dem Ziel der Wettbewerbsfähigkeit polnischer Exporte stellte das System insofern einen Kompromiss dar. In der Tat sind die Jahre 1992 bis Mai 1995 durch graduelle Disinflation einerseits sowie zunehmendes Wirtschaftswachstum andererseits - u.a. getragen durch den Export - gekennzeichnet.<sup>273</sup>

1995/1996 wurde der Schritt zur dritten Phase der Geld- und Währungspolitik in der Transformationsgeschichte Polens beschrieben.<sup>274</sup> Dies erfolgte vor dem Hintergrund einer zunehmenden Liberalisierung des Kapitalverkehrs, da nach der Einführung der Inländerkonvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen zum

<sup>271</sup> Vgl. Kokoszczynski (1996), S. 164f.

<sup>272</sup> Vgl. Ohr (1996b), S. 14.

<sup>273</sup> „Economic growth, which had already become visible in late 1992, changed in late 1993 and 1994 and turned into accelerating export-led growth with a widening current account surplus.“ Kokoszczynski (1996), S. 164.

<sup>274</sup> Vgl. NBP (1995), S. 23f; vgl. Kokoszczynski (1996), S. 164f.

01.01.1990 noch bis Dezember 1995 deutliche Einschränkungen des Kapitalverkehrs bestanden, die jedoch 1996 im Zuge von Verhandlungen über eine OECD-Mitgliedschaft Polens schrittweise aufgehoben wurden. Die angesprochene Kapitalverkehrsliberalisierung stellte die polnische Notenbank vor Probleme: Der massive Zustrom von Portfoliakapital führte zur ungewollten Ausweitung der ausländischen Komponente der Geldmenge, obwohl sich die Notenbank dieser Einengung ihres Handlungsspielraums durch Sterilisierungsbemühungen zu widersetzen versuchte.<sup>275</sup> Die Sterilisierungsversuche zeigten jedoch nicht die gewünschte Wirkung, der Erfolg der bisherigen Disinflationpolitik geriet in Gefahr. Schließlich wurde das bisherige System des crawling-peg um ein Wechselkursband ergänzt, welches die Wechselkursflexibilität des polnischen Zloty auf maximal  $\pm 7\%$  begrenzte. In der Folge konnte ein deutliches Nachlassen der Kapitalimporte verzeichnet werden, so dass die Notenbank wieder Handlungsspielraum gewann.<sup>276</sup> Handlungsbedarf signalisierte 1997 die zunehmende Verschlechterung der Leistungsbilanzsituation aufgrund der regen Importnachfrage. Hierauf reagierte die NBP mit einer leichten Restriktionspolitik, die allerdings erst mit Verzögerungen wirksam wurde und die allmähliche Erhöhung des Leistungsbilanzdefizits bis 2000 nicht verhindern konnte, da sich nun auch beim Export eine Abschwächung der Auslandsnachfrage bemerkbar machte.<sup>277</sup> Seit 1999 verfolgt die polnische Notenbank eine Strategie, die als inflation targeting bezeichnet werden kann.<sup>278</sup>

---

<sup>275</sup> Vgl. Kokoszczynski (1996), S. 164.

<sup>276</sup> Vgl. Kokoszczynski (1996), S. 165.

<sup>277</sup> Vgl. Brüggemann/Gabrisch/Kämpfe et al. (2000), S. 136.

<sup>278</sup> Vgl. Kutan/Brada (1999), S. 9.

<i>Zeitpunkt</i>	<i>Wechselkursregime</i>
Januar 1990	Fester Wechselkurs gegenüber US-Dollar nach vorheriger Abwertung um 50%
Mai 1991	Abwertung um 16,8% und Wechselkursfixierung gegenüber Währungskorb
Oktober 1991	crawling peg mit Abwertungsrate/Monat von 1,8%
Februar 1992	Einmalige Abwertung um 10,7%
August 1993	Einmalige Abwertung um 7,4% und Reduzierung der Abwertungsrate/Monat auf 1,6%
Februar 1995	Reduzierung der Abwertungsrate/Monat auf 1,2%
Mai 1995	crawling band (Bandbreite von $\pm 7\%$ um Leitkurs)
Dezember 1995	Einmalige Aufwertung um 6,4%
Januar 1996	Reduzierung der Abwertungsrate/Monat auf 1,0%
Januar 1999	Währungskorb umfasst nur noch Euro und US-\$
April 2000	Managed Floating

Tabelle 3-6: Wechselkurspolitik Polen

Quelle: NBP

### 3.3.2 Tschechien

#### 3.3.2.1 Stabilisierungsprogramm

Unter makroökonomischen Gesichtspunkten waren die Ausgangsbedingungen für den Transformationsprozess der Tschechischen Republik vergleichsweise günstig. Dies lag darin begründet, dass der Geldüberhang gering ausfiel, was Resultat einer in der Vergangenheit stringent praktizierten Zentralverwaltungswirtschaft war.<sup>279</sup> Die Wirtschaftsreform startete mit einem Stabilisierungsprogramm am 01.01.1991, das neben einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik auch

<sup>279</sup> Vgl. Ohr (1996b), S. 11; vgl. Fröhlich (1992), S. 57; vgl. Janackova, S. 35; vgl. Hrnecir/Klacek (1991), S. 20.

Lohnkontrollen sowie den Wechselkurs als nominellen Anker vorsah.<sup>280</sup> Im Vorfeld der Wechselkursbindung tasteten sich die währungspolitischen Entscheidungsträger in drei Abwertungsschritten an den neuen offiziellen Wechselkurs heran, der schließlich mit 28 Kronen pro US-Dollar im Dezember 1990 fixiert wurde. Zeitgleich zur Wechselkursfixierung wurde die Inländerkonvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen hergestellt. Anfang 1991 erfolgte die Stabilisierung der Krone gegenüber einem Währungskorb aus fünf Währungen (46,52% DM, 31,34% US-Dollar, 12,35% Österreichischer Schilling, 6,55% Schweizer Franken, 4,24% Pfund Sterling); im Januar 1992 wurde die Zusammensetzung des Währungskorbes zugunsten des US-Dollar revidiert.<sup>281</sup>

Bemerkenswert ist, dass der unvermeidliche Inflationsschub als Folge der Abkehr von administrierten Preisen in der ersten Jahreshälfte 1991 mit etwas über 50% äußerst moderat ausfiel.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Inflationsrate<sub>CPI</sub> (in %)</b>	10	52	11	21	10	9	9	9	11	2	4
<b>BIP<sub>real</sub> (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)</b>	-1,2	-11,6	-0,5	0,1	2,2	5,9	4,8	-1,0	-2,2	-0,8	3,1
<b>Arbeitslosenquote (in %)</b>	0,8	4,1	2,6	3,5	3,2	2,9	3,5	5,2	7,5	9,4	8,8
<b>Budgetsaldo (in % des BIP)</b>	-0,2	-1,9	-3,1	0,5	-1,1	-1,4	-0,9	-1,7	-2,0	-3,3	-4,9
<b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>	..	..	..	1,3	-1,9	-2,6	-7,6	-6,1	-2,4	-3,0	-4,8

Tabelle 3-7: Makroökonomische Kennzahlen Tschechien

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

<sup>280</sup> Vgl. CNB (1991), S. 15f; vgl. Lipschitz (1994), S. 262f; vgl. Riesinger (1995), S. 92ff.

<sup>281</sup> Vgl. CNB (1992), S. 10.

### 3.3.2.2 Geld- und Währungspolitik im Zeitablauf

In der Gesamtschau ist auffallend, dass die interne Stabilisierung der Krone auch langfristig überaus erfolgreich war. Nach dem geringen Inflationsschub in der ersten Jahreshälfte 1991 verzeichnete man auch in den Folgejahren selten Inflationsraten von mehr als 10% p.a., was dazu führte, dass nicht nur der nominale, sondern auch der reale Wechselkurs zunächst konstant gehalten werden konnte. Hierzu trug auch der ausgeglichene öffentliche Budgetsaldo im Ausgangspunkt des Transformationsprozesses sowie die maßvollen Budgetdefizite im Transformationsverlauf bei. Zusammen mit erfreulichen Arbeitsmarktdaten (in den ersten fünf Jahren des tschechischen Transformationsprozesses überstieg die Arbeitslosenquote niemals die 3,5%-Marke) sowie einer proklamiert marktwirtschaftlichen Grundhaltung der tschechischen Reformer wurde die Tschechische Republik auch als „tschechisches Wunder“ und Modellreformer bezeichnet.<sup>282</sup>

Ein als gering eingeschätztes Wechselkursrisiko sowie ein positives Zinsdifferential gegenüber dem Ausland führten ab 1993 zu Kapitalimporten, die zeitweise ein derartiges Volumen annahmen, dass sie kaum sterilisierbar waren und somit zur unerwünschten Ausweitung der Geldmenge führten.<sup>283</sup> Zur Rückgewinnung geldpolitischer Autonomie wurden die Bandbreiten der Wechselkursparität Anfang 1996 auf 7,5% ausgeweitet.<sup>284</sup> Allerdings wurde durch das immer noch positive Zinsdifferential gegenüber dem Ausland auch weiterhin Portfoliokapital attrahiert, welches nicht vollständig sterilisiert werden konnte und somit zur *realen Überbewertung* beitrug. Trotzdem konnte der nominale Wechselkurs über einen Zeitraum von mehr als sechs Jahren - ab Februar 1996 innerhalb einer Bandbreite von  $\pm 7,5\%$  - gehalten werden.<sup>285</sup>

Die Erfolgsgeschichte Tschechiens fand schließlich im Mai 1997 mit einer spekulativen Attacke auf die Wechselkursbindung und einer vom Devisenmarkt erzwungenen Abwertung der Krone in Höhe von 10% ihr Ende: Wachsende Leistungsbilanzdefizite aufgrund kräftig steigender Importe, aber nur mäßig steigender bzw. stagnierender Exporte machten die Tschechische Republik ab 1994 bzw. 1995 zur Aufrechterhaltung des externen Gleichgewichts zunehmend von Kapitalimporten abhängig. Auftretende Zweifel hinsichtlich des eingeschlagenen Transformationspfades sowie der Wirkung der von Finanzminister Klaus

<sup>282</sup> Vgl. Horvath/Jonas (1998), S. 1; vgl. Raiser (1994), S. 5ff.

<sup>283</sup> Vgl. OECD (1996), S. 27, S. 44ff; vgl. Hrnčir (1996), S. 180f.

<sup>284</sup> Vgl. OECD (1996), S. 48.

<sup>285</sup> Vgl. Hrnčir (1996), S. 176f.

im April 1997 initiierten restriktiven Fiskalpolitik führten dazu, dass die CNB im Mai 1997 den Großteil ihrer Devisenreserven letztlich erfolglos zur Aufrechterhaltung der Wechselkursparität einsetzen musste.<sup>286</sup> Hiervon hat sich die Tschechische Republik lange Zeit nicht erholt; am deutlichsten zeigte sich die tief greifende Wirtschaftskrise der Tschechischen Republik in den negativen Wachstumsraten der Jahre 1998 bis 2000.

<i>Zeitpunkt</i>	<i>Wechselkursregime</i>
Januar 1991	Fester Wechselkurs gegenüber Währungskorb aus 65% DM und 35% US-Dollar nach vorheriger, einmaliger Abwertung um 42,7%
Februar 1996	Bandbreite von $\pm 7,5\%$ um Leitkurs
Mai 1997	Managed Floating

Tabelle 3-8: Wechselkurspolitik Tschechien

Quelle: CNB

Auf die Wahl einer neuen fixen Wechselkursparität wurde im Nachgang zum Mai 1997 verzichtet. Seit Dezember 1998 verfolgt die CNB eine geldpolitische Strategie des inflation targeting.<sup>287</sup>

### 3.3.3 Ungarn

#### 3.3.3.1 Stabilisierungsprogramm

Ungarn weist unter allen Staaten Mittel- und Osteuropas die eindeutig längste Reformtradition auf. Bereits 1968 kam es zur Einführung punktueller marktwirtschaftlicher Elemente, was sich neben der großen Bedeutung des Privatsektors auch im Währungsbereich manifestierte.<sup>288</sup> So wurde das für die ehemaligen Zentralverwaltungswirtschaften typische System länder- und produktspezifischer Wechselkurse ersetzt durch einen einheitlichen „kommerziellen“ Wechselkurs, der bis 1981 mit dem „offiziellen“ Wechselkurs schrittweise zusammengeführt wurde.

<sup>286</sup> Vgl. Buch/Heinrich (1997), S. 1f; vgl. Horvath/Jonas (1998), S. 21ff.

<sup>287</sup> Vgl. Kutan/Brada (1999), S. 7.

<sup>288</sup> Vgl. Fröhlich (1992), S. 61.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Inflationsrate<sub>CPI</sub> (in %)</b>	29	35	23	23	19	28	24	18	14	10	10
<b>BIP<sub>real</sub> (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)</b>	-3,5	-11,9	-3,1	-0,6	2,9	1,5	1,3	4,6	4,9	4,5	5,2
<b>Arbeitslosenquote (in %)</b>	1,9	7,4	12,3	14,5	12,4	12,1	11,8	11,6	10,1	9,9	..
<b>Budgetsaldo (in % des BIP)</b>	0,0	-3,0	-7,2	-6,6	-8,4	-6,7	-5,0	-6,6	-5,6	-5,6	-3,4
<b>Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)</b>	0,4	0,8	0,9	-9,0	-9,4	-5,6	-3,7	-2,1	-4,9	-4,2	-3,5

Tabelle 3-9: Makroökonomische Kennzahlen Ungarn

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

Zu Beginn des Transformationsprozesses war Ungarn mit einem lediglich mäßigen Geldüberhang konfrontiert.<sup>289</sup> Bemerkenswert ist, dass Ungarn bereits in den achtziger Jahren mehrmals zur Sicherung seiner Wettbewerbsfähigkeit auf das Instrument der Wechselkursabwertung zurückgriff. So waren die moderaten Inflationsraten der achtziger und zu Beginn der neunziger Jahre auch deshalb Ausdruck hartnäckiger Inflationserwartungen.<sup>290</sup> Das Stabilisierungsprogramm beinhaltete die einschlägigen Elemente einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik und Lohnkontrollen sowie den Wechselkurs als nominellen Anker. Charakteristisch ist jedoch, dass sich Ungarn von Anfang an diskretionäre Spielräume gelassen hat, da die Verteidigung eines nominellen Wechselkurses nie zum expliziten Bestandteil des Reformprogramms gemacht wurde.<sup>291</sup>

<sup>289</sup> „The process of reshaping the Hungarian price structure started more than twenty-five years ago. Since then, Hungarian relative prices have gradually approached those in Western Europe.” Bauer (1992), S. 289.

<sup>290</sup> “In the Hungarian economy of the seventies and eighties (..) prices were a matter of conventional consensus between sellers, buyers, and authorities (..) During the eighties, it was usual and tolerated to raise them by 10 percent. Everyone expected an inflation rate of this magnitude, and everyone raised his prices accordingly.” Bauer (1992), S. 294.

<sup>291</sup> Vgl. Fröhlich (1992), S. 62; vgl. Stippler (1998), S. 175.

### 3.3.3.2 Geld- und Währungspolitik im Zeitablauf

Anknüpfend an diese gradualistische Reformtradition weist auch die nach 1989 praktizierte Reformpolitik mehr als in den anderen Ländern diskretionäre Momente auf.<sup>292</sup>

Zum einen kann dies an der äußerst gradualistischen Einführung der Inländerkonvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen ab 1989 abgelesen werden. Dies kann damit begründet werden, dass Ungarn durch eine hohe Auslandsverschuldung gekennzeichnet war. Mit einer Schuldendienstquote von 40% wies Ungarn eine Belastung auf, die der lateinamerikanischen Staaten der achtziger Jahre entspricht. Die pünktliche Bedienung der Auslandsschulden besaß für Ungarn höchste Priorität, so dass alternative Devisenansprüche der Inländer diesem Ziel untergeordnet wurden. Analog stand auch die Wechselkurspolitik lange Zeit im Konflikt zwischen der Instrumentalisierung des Wechselkurses als nomineller Anker und einer Abwertungspolitik zwecks Wiedergewinnung preislicher Wettbewerbsfähigkeit.<sup>293</sup> Zwischen 1989 und 1995 wurde der ungarische Forint trotz Anzeichen einer Abwertungs-Inflations-Spirale fast zwei Dutzend mal diskretionär und ohne Vorankündigung abgewertet.

Der März 1995 markiert eine deutliche Zäsur in der Transformationsgeschichte Ungarns, da sich das makroökonomische Ungleichgewicht im Vorjahr zuspitzte: Die Inflation erhöhte sich, Budgetdefizit und Leistungsbilanzdefizit in Relation zum BIP näherten sich der 9%-Marke.<sup>294</sup> Dies machte eine Neuorientierung der Makropolitik nötig, wobei einer stabilitätsorientierten Geld- und Fiskalpolitik eine Schlüsselrolle zugeordnet war. Das neue Stabilitätsbewusstsein dokumentierte sich schließlich in der Einführung eines Wechselkurssystems des vorangekündigten „crawling band“ sowie der Verfolgung einer restriktiven Fiskalpolitik durch Kürzung der Ausgabenseite. Der Einführung des crawling band ging hierbei eine letztmalige kräftige Abwertung um 9% voran, der Geldpolitik wurde als höchste Priorität die Wahrung der Geldwertstabilität vorgegeben.

Im Rückblick ist die praktizierte Stabilitätspolitik als erfolgreich zu bewerten: Sie führte zum Abbau des „Zwillingsdefizits“ in Form von Leistungsbilanz- und Budgetdefizit, allmählich sinkenden Inflationsraten sowie einem wiedergewon-

<sup>292</sup> Vgl. Fröhlich (1992), S. 61ff; vgl. Ohr (1996b), S. 15; vgl. Dibooglu/Kutan (2000), S. 3.

<sup>293</sup> Vgl. NBH (1989), S. 61ff; vgl. NBH (1991), S. 75ff; vgl. Nemenyi (1996), S. 132f; vgl. Riesinger (1995), S. 97.

<sup>294</sup> Vgl. Dibooglu/Kutan (2000), S. 5; vgl. Szapary/Jakab (1998), S. 696ff.



nenen Vertrauen internationaler Anleger in Form von Direktinvestitionen und Portfoliokapitalimporten.<sup>295</sup>

<i>Zeitpunkt</i>	<i>Wechselkursregime</i>
März 1989	Fester Wechselkurs gegenüber Währungskorb nach vorheriger Abwertung um 10,1%
April 1989	25 diskretionäre Abwertungen des Leitkurses zwischen 1% und 19% im Zeitraum zwischen 04/89 und 03/95
März 1995	Abwertung und crawling band mit Abwertungsrate/Monat von 1,9% und Bandbreite von +-2,5%
Juli 1995	Schrittweise Reduzierung der Abwertungsrate/Monat von 1,3% auf 0,2% zwischen 07/95 und 03/01
Mai 2001	Schwankungsbreite des Bandes von +- 15%

Tabelle 3-10: Wechselkurspolitik Ungarn

Quelle: NBH

### 3.4 Zwischenergebnis

Eine Bestandsaufnahme zeigt, dass als unmittelbare Folge des Verzichts auf eine Währungsreform die ersten Monate nach Freigabe der meisten Preise durch erhebliche monetäre Instabilität gekennzeichnet waren. In Abhängigkeit vom Ausmaß des ursprünglichen monetären Überhangs wurden 1990/91 Inflationsraten verzeichnet, die meist im zwei-, teilweise im dreistelligen Bereich lagen. In den Folgejahren 1992 bis 2000 erhielt die Inflation aufgrund einer Reihe von Faktoren persistenten Charakter auf einem Niveau von zuletzt ca. 10% (vgl. Abbildung 3-3). Analog zum Inflationsproblem unterlagen auch die Wechselkurse einer deutlichen Abwertungstendenz (vgl. Abbildung 3-4).

<sup>295</sup> Vgl. Nemenyi (1996), S. 133ff.

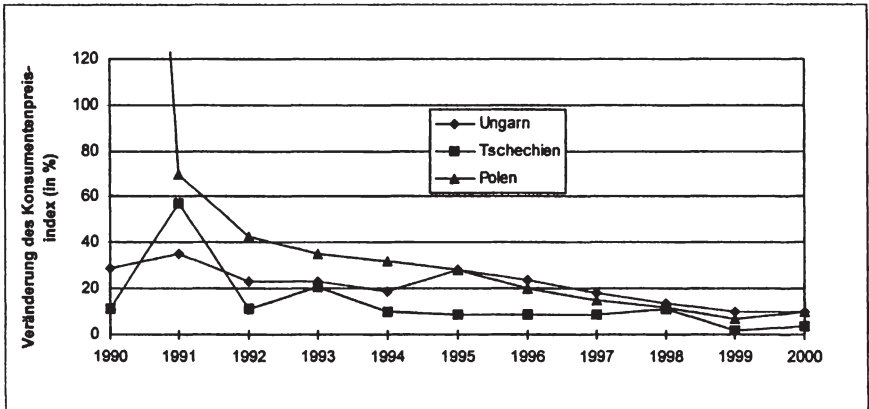


Abbildung 3-3: Inflation in PL, CZ und H

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

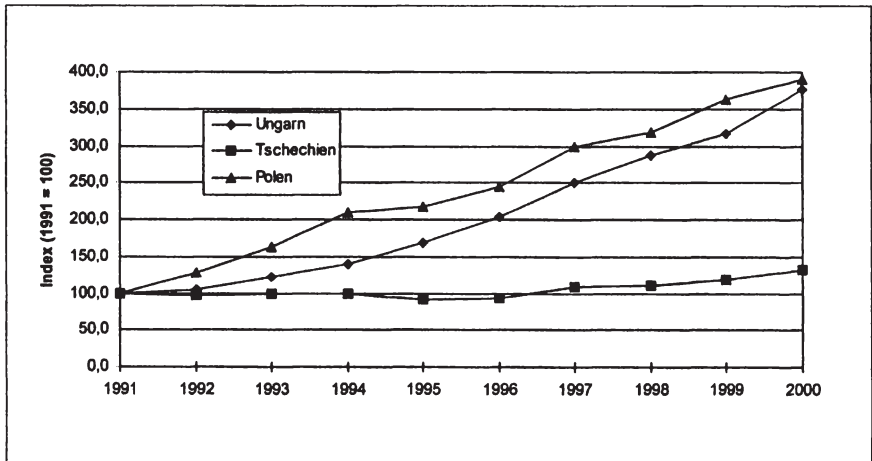


Abbildung 3-4: Nominaler Wechselkurs für PL, CZ und H gegenüber dem US-Dollar

Quelle: IMF (Grundzahlen)

Es konnte gezeigt werden, dass die Durchführung einer konfiskatorischen Währungsreform unter den Bedingungen Mittel- und Osteuropas kaum möglich war. Dies wurde damit begründet, dass weder eine autokratische Regierung für ihre Durchsetzung vorhanden war noch dass sich alternative Möglichkeiten zur Durchführung einer mit Umverteilungswirkungen verknüpften Währungsreform in einer Demokratie ergaben. Hieraus resultierten überschuldete Institutionen, was in Verbindung mit weiteren Faktoren eine ambitionöse geldpolitische Strategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung aufgrund ihrer hohen realwirtschaftlichen Kosten unmöglich machte.<sup>296</sup> Die Gesamtheit aller aufgezeigten restringierenden Faktoren nährt somit die Vermutung, dass eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie *keine rationale wirtschaftspolitische Konzeption* darstellt. „Generell ist bei der Orientierung am westdeutschen Nachkriegsmodell Vorsicht im Hinblick auf die Übertragbarkeit geboten (..) Die Erfahrung Westdeutschlands geht auch nicht auf ein strategisches Gesamtkonzept, sondern auf verschiedene Einzelfaktoren zurück, die im Resultat zu einer erfolgreichen Entwicklung geführt haben.“<sup>297</sup> Diese zurückhaltende Einschätzung der monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie im besonderen und der Rolle wirtschaftspolitischer Konzeptionen im allgemeinen bestätigt sich auch angesichts eines nachträglichen Blicks auf die Konzeption des Austro-Keynesianismus der achtziger Jahre: Diese umfasst eine spezifische und erst im nachhinein rationalisierte Konstellation von Makropolitiken in Österreich im Kontext der fabulösen „Hartwährungsstrategie“: „Charakteristisch für den Austro-Keynesianismus war die Tatsache, dass er nicht durch offizielle Festlegungen der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger zu einem bestimmten Zeitpunkt eingeführt wurde, sondern sich sukzessive, teilweise in „trial-and-error“-Prozessen, teilweise durch implizite Konsense oder als Folgen von durch wirtschaftspolitische Interventionsanforderungen ausgelösten Ad-hoc-Maßnahmen, im Laufe der siebziger Jahre entwickelte.“<sup>298</sup>

### **3.5 Verzicht auf eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie als Entwicklungshemmnis?**

An dieser Stelle drängt sich zwangsläufig die Frage auf, ob der Verzicht auf die besagten Entwicklungsmodule und die daraus resultierende monetäre Instabilität ein Entwicklungshemmnis darstellt, wie dies der Monetärkeynesianismus nahe legt.

<sup>296</sup> Vgl. Bofinger (1993), S. 94f.

<sup>297</sup> Hölscher (1998), S. 414.

<sup>298</sup> Neck (1993), S. 189.

Zumindest Anhaltspunkte zur Klärung dieser Frage können - bei allen erkenntnistheoretischen Vorbehalten gegenüber der Formulierung von Kausalzusammenhängen unter Transformationsbedingungen - im Rahmen eines Quervergleichs gewonnen werden: Bei der Analyse der Entwicklung von Preisniveau und nominalem Wechselkurs fällt auf, dass die in der Gesamtschau stärkste monetäre Instabilität in Polen zu verzeichnen war (Hyperinflation 1989/90, moderate Inflation 1992/2000, Abwertung des Zloty). Bei einem Vergleich der Entwicklung des realen BIP ist jedoch festzustellen, dass Polen unter den betrachteten Ländern die höchste durchschnittliche Wachstumsrate aufzuweisen hat (1990-2000: +2,4%), während das unter monetären Gesichtspunkten bemerkenswert stabile Tschechien durch Stagnation des realen BIP (1990-2000: -0,1%) gekennzeichnet ist.

Ein weiterer Anhaltspunkt für Zweifel am empirischen Gehalt des monetärkeynesianischen Paradigmas ist die Tatsache, dass Ungarn zwischen 1989 und 1995 insgesamt fünfundzwanzigmal auf das Instrument der diskretionären Abwertung zur Rückgewinnung preislicher Wettbewerbsfähigkeit zurückgegriffen hat. Zwar existieren Anzeichen für eine hierdurch ausgelöste Lohn-Preis-Spirale; desaströse Auswirkungen auf den realwirtschaftlichen Sektor in Form niedrigerer Wachstumsraten sind aber auch in diesem Fall - insbesondere im Vergleich zu Tschechien - nicht auszumachen.

Abschließend ist damit festzustellen, dass Währungsreform und stabilitätsorientierte Unterbewertung für die Entwicklung aus absoluter und relativer Armut hilfreich sein können - notwendig sind sie aber nicht. Dieses Ergebnis bestätigt die herrschende, d.h. zurückhaltende Einschätzung des Stellenwerts dieser Entwicklungsmodule für die Wirtschaftsgeschichte der Bundesrepublik Deutschland.<sup>299</sup> Damit nährt die Empirie die Vermutung, dass der Monetärkeynesianismus auf unzulässige Weise *monokausal* argumentiert und die Bedeutung von Preis- und Wechselkursstabilität für den Entwicklungsprozess einer Volkswirtschaft offenkundig *überzeichnet*. Der engere Zusammenhang zwischen monetärer Instabilität und Rückständigkeit im Falle der Nachfolgestaaten der Sowjetunion sowie der Staaten Südosteuropas kann indessen nicht als Bestätigung für den empirischen Gehalt des Monetärkeynesianismus gewertet werden. Der Zusammenhang ist eher darauf zurückzuführen, dass es den genannten Ländern weit mehr als den Ländern der Fallstudie an den notwendigen ordnungspolitischen Entwicklungsbedingungen fehlt.

---

<sup>299</sup> Vgl. Kapitel 2.2.3.3.



#### 4 Bewältigungsstrategien

Im folgenden soll der Frage nachgegangen werden, ob die Bewältigung des Problems *überschuldeter Institutionen* auch jenseits einer Währungsreform möglich ist. Im gleichen Zuge ist zu analysieren, welche Möglichkeiten zur Bewältigung des Problems *monetärer Instabilität* unter besonderer Berücksichtigung des Wechselkurses bestehen. Im Idealfall lassen sich anhand der Fallstudien Polen, Tschechien und Ungarn Ansatzpunkte identifizieren, die die Implementierung einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie zumindest im Ansatz ermöglichen.

Die Eignung der Fallstudien für die Klärung der formulierten Fragen bedarf einer Begründung, da für keines der betrachteten Länder bekannt ist, dass die Verfolgung einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie auf der wirtschaftspolitischen Agenda gestanden hätte. Die Aussagekraft der Fallstudien resultiert aus der Tatsache, dass eine Überschuldungssituation finanzieller Institutionen sowie eine reale Überbewertung des Wechselkurses auch aus Sicht der herrschenden Neoklassik Faktoren darstellen, die eine effiziente Allokation volkswirtschaftlicher Ressourcen verhindern.<sup>300</sup> Ferner erhöht - ausgehend von einer wechselkursbasierten Stabilisierung - eine reale Überbewertung das Risiko einer Währungskrise.<sup>301</sup> Aus diesem Grund lässt die Reaktion der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger auf diese Probleme Rückschlüsse auf die genannte Fragestellung zu. Das Kalkül derartiger Bewältigungsstrategien könnte darin bestehen, wenigstens exzessive Leistungsbilanzdefizite zu verhindern, um übermaßvolle Leistungsbilanzdefizite bzw. eine ausgeglichene Leistungsbilanz eine Liquiditätsprämie zu erzielen, die den heimischen Kredit-Investitions-Mechanismus zumindest nicht restringiert.

Unter Verwendung der Metapher der Währungshierarchie ist im folgenden also zu fragen, welche Chancen zur Eroberung einer zumindest mittleren Position in der Währungshierarchie gegeben sind. Hierbei soll keineswegs die Tatsache bestritten werden, dass die Generierung einer Liquiditätsprämie von einer Vielzahl von Faktoren abhängt: Neben politisch-rechtlichen Faktoren wie z.B. Rechtssicherheit beeinflusst unter anderem die Größe des Währungsraums die Attraktivität einer Währung als Anlagewährung.<sup>302</sup> Die genannten Faktoren liegen jedoch *außerhalb* des unmittelbaren Gestaltungsbereichs der nationalen

---

<sup>300</sup> Vgl. Jochem (1996), S. 123; vgl. Buch (1996a), S. 70f; vgl. Buch (1996b), S. 1f, S. 42ff.

<sup>301</sup> Vgl. Sachs/Tornell/Velasco (1996), S. 193.

<sup>302</sup> Vgl. Frenkel/Goldstein (1998), S. 724ff.

Wirtschaftspolitik und scheiden somit als Ansatzpunkte für mögliche Bewältigungsstrategien aus.

## 4.1 Anpassungsinflation

### 4.1.1 Die Grundüberlegung

Eine Bewältigungsstrategie könnte darin gesehen werden, eine Anpassungsinflation nicht nur zu tolerieren, sondern im Zuge einer möglichst schlagartigen und umfassenden Liberalisierung der Güterpreise bewusst zu fördern, um im Rahmen wirtschaftspolitischer Prioritätensetzung zumindest die Altschulden zu entwerten. Von Interesse ist in diesem Zusammenhang insbesondere der Fall *Polen*: Vor dem Hintergrund eines deutlich größeren Geldüberhangs als in Tschechien oder Ungarn wurde hier der Weg der Anpassungsinflation beschritten. Konsequenz dieser Strategie war die reale Eliminierung von Altschulden, operationalisiert durch einen extrem negativen inflationsbereinigten Kapitalmarktzins im ersten Quartal 1990 (vgl. Abbildung 4-1).<sup>303</sup>

Nun könnte in Anlehnung an die in Kapitel 2 geführte Argumentation eingewandt werden, dass eine Anpassungsinflation mit dem Entwicklungsziel unvereinbar sei.<sup>304</sup> Insbesondere würde sich eine Anpassungsinflation nicht in einem einmaligen Preisniveauschub erschöpfen, sondern aufgrund der einschlägigen Selbstverstärkungsmechanismen stets als lang anhaltender Marktprozess auftreten und damit die Gefahr einer Hyperinflation implizieren: „In the presence of long term staggered contracts, partial indexation and implicit agreements, adjustment will not come as a blip in the price level but as a more or less protracted period of high inflation.“<sup>305</sup>

Im folgenden wird gleichwohl die These vertreten, dass die insbesondere bei monetärkeynesianischen Autoren ausgeprägte Ablehnung einer Strategie der Anpassungsinflation relativiert werden muss: Unbestritten trägt die Strategie einer Anpassungsinflation das Risiko einer *Hyperinflation* in sich. In einem derartigen Szenario, in dem die Vermögenssicherungsqualität des Geldes gleich

---

<sup>303</sup> Es muss jedoch konstatiert werden, dass der Abbau des Geldüberhangs nur ein Grund für die Hyperinflation der Jahre 1989/1990 war, da die Notenbank zur Monetisierung öffentlicher Defizite gezwungen wurde. Vgl. NBP (1989), S. 6; vgl. Berg/Sachs (1992), S. 127f. Vgl. Kapitel 4.1.5.

<sup>304</sup> Vgl. Bähr (1994), S. 60; vgl. Tober (1993), S. 166f; vgl. Bernholz (1990), S. 313; vgl. Calvo/Frenkel (1991b), S. 291.

<sup>305</sup> Dornbusch/Wolf (1990), S. 17f; vgl. Bofinger (1991), S. 393f.

Null ist, sind die Chancen auf wirtschaftliche Entwicklung zweifellos gering. Es darf jedoch nicht übersehen werden, dass eine Altschuldenbefreiung der Unternehmen nach dem Verzicht auf eine Währungsreform nur durch besagte Inflationslösung möglich ist.<sup>306</sup> Unter dem Gesichtspunkt des Altschuldenproblems kann eine Anpassungsinflation daher auch als *getarnte Währungsreform* bezeichnet werden.

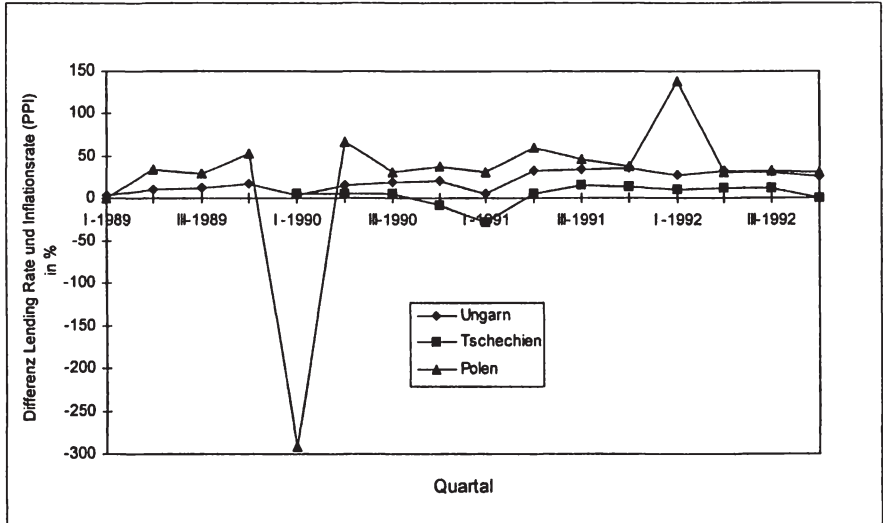


Abbildung 4-1: Inflationsbereinigter Kapitalmarktzins in PL, CZ und H

Quelle: IMF (Grundzahlen)

Von entscheidender Bedeutung ist dabei die Tatsache, dass die Phase einer eventuell entstehenden Hyperinflation nur von kurzer Dauer zu sein braucht, da eine schnelle Stabilisierung grundsätzlich möglich ist. Dies kann zunächst anhand empirischer Indizien begründet werden:<sup>307</sup>

- Die stilisierten Fakten historischer Hyperinflationen und deren Bekämpfung zeigen, dass die Stabilisierung in vielen Fällen nur wenige Monate in Anspruch nahm, die Herbeiführung moderater Inflationsraten also vergleichsweise *schnell* erfolgte

<sup>306</sup> Hinsichtlich der Möglichkeiten und Grenzen der staatlichen Rekapitalisierungspolitik vgl. Kapitel 4.3.

<sup>307</sup> Vgl. Vegh (1995), S. 41ff; vgl. Sargent (1982).



- Der stabilisierungspolitische Verlauf von der Hyperinflation zu moderaten Inflationsraten war meist durch Opferraten gekennzeichnet, die vergleichsweise *gering* waren

Als Erklärung für das Phänomen einer schnellen Stabilisierung bei geringen Outputkosten dient zum einen die Tatsache, dass unter den Bedingungen einer Hyperinflation typischerweise eine *Verkürzung der Laufzeiten nomineller Verträge* stattfindet.<sup>308</sup> Der mit der Inflation verbundene zunehmende Verlust der Geldfunktionen führt dazu, dass die Wirtschaftssubjekte die inländische Währung durch weniger inflationsgefährdete Medien zu ersetzen versuchen. Diese Entwicklung, die sich empirisch als Sinken der Realkasse niederschlägt, wird auch als „Flucht aus dem Geld“ bezeichnet: die inflationsgefährdete inländische Währung wird durch wertstabile ausländische Währungen („Dollarisierung“) oder durch Realaktiva wie z.B. Immobilien oder Edelmetalle substituiert. Aus stabilitätspolitischer Sicht ist die Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit und damit die *Inkaufnahme temporärer Hyperinflation* eine Chance, da erst unter diesen Bedingungen eine Verkürzung der Laufzeit von nominellen Verträgen eintritt, was die *Voraussetzung für Stabilisierung* schafft.

In einem chaotischen Szenario der Hyperinflation wird der Ankündigung eines konsistenten Wechselkursgestützten Stabilisierungsprogramms schließlich hohe *Glaubwürdigkeit* entgegengebracht.<sup>309</sup> Dieser letztgenannte Aspekt macht es notwendig, die in den letzten Jahren vorgebrachte Kritik am Glaubwürdigkeitskonzept in der Geldpolitik zu relativieren.<sup>310</sup> Im folgenden ist daher zunächst das Grundmodell von Barro/Gordon zu skizzieren, bevor auf die einschlägigen wirtschaftspolitischen Implikationen und die jüngste Kritik hieran eingegangen werden soll.

#### 4.1.2 Das Konzept der Glaubwürdigkeit in der Geldpolitik

In den achtziger Jahren wurde wiederholt die schmerzhafteste Erfahrung gemacht, dass die Verfolgung einer Disinflationspolitik mit Output- und Beschäftigungsverlusten verbunden ist.<sup>311</sup> Grundsätzlich stellt sich die Rückführung von

<sup>308</sup> Vgl. Vegh (1995), S. 61f; vgl. Spahn (1999b), S. 288.

<sup>309</sup> Vgl. Dornbusch/Sturzenegger/Wolf (1990), S. 48ff; vgl. Vegh (1995), S. 62f; vgl. Sargent (1982), S. 89f.

<sup>310</sup> Vgl. Blinder (1997), vgl. Spahn (1997), vgl. Spahn (1998a).

<sup>311</sup> Vgl. Fischer (1985), S. 126f; vgl. Spahn (1997). Eine näherungsweise Angabe der Kosten der Inflationsbekämpfung für ein bestimmtes Land und für einen bestimmten Zeitraum gibt die sogenannte Opferrate. Diese errechnet sich als Relation zwischen kumuliertem

Inflationsraten in einem Inflation-Wirtschaftswachstum-Diagramm wie folgt dar:

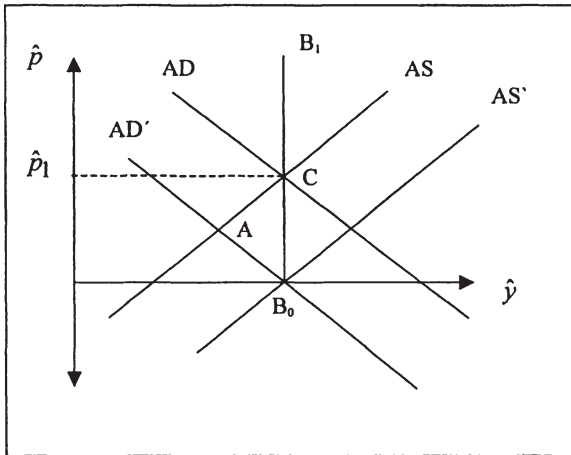


Abbildung 4-2: Interaktion der AS/AD-Kurven und Disinflationpolitik

Quelle: Spahn (1999b), S. 284.

Ausgehend von einem Inflationsgleichgewicht (Punkt  $B_1$ ) erfolgt der Rückgang der Inflationsrate im Idealfall durch eine Interaktion zwischen Angebots- und Nachfrageseite.<sup>312</sup> Liegt die Führungsrolle der Inflationsbekämpfung bei der Geldpolitik, entscheidet die Kooperationsbereitschaft und -fähigkeit der Angebotsseite über die Frage, ob die Reduzierung der Inflationsrate durch eine simultane Verschiebung der Angebotskurve aufgrund verringerter *Inflationserwartungen* unterstützt wird und direkt Punkt  $B_0$  erreicht wird, oder ob der volkswirtschaftlich kostspielige Umweg einer Stabilisierungskrise beschritten werden muss, der ein Nachlassen der Lohn-Preis-Dynamik durch eine vorübergehende Unterbeschäftigungssituation (Punkt  $A$ ) erzwingt. Damit wird deutlich, dass jede Notenbank - unabhängig von ihrer relativen Beschäftigungspräferenz - daran interessiert ist, die Entscheidungsträger der Einkommenspolitik zur Bildung von stabilitätsgerechten Erwartungen zu veranlassen, da dies die Kosten der Disinflationpolitik reduziert.

Rückgang der Inflationsrate und kumuliertem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Vgl. Spahn (1997), S. 8.

<sup>312</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 285ff.

Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass der Begriff der Glaubwürdigkeit seit zwei Jahrzehnten im Zentrum der geldtheoretischen und -politischen Diskussion steht. Im allgemeinen wird Glaubwürdigkeit charakterisiert als Grad der Übereinstimmung zwischen den Erwartungen des privaten Sektors über die zukünftige Politik und der von der Politikinstanz angekündigten Politik.<sup>313</sup> Im Kontext der Geldpolitik stellt Glaubwürdigkeit somit ein Maß dar, wie sehr die privaten Wirtschaftssubjekte der Ankündigung der Notenbank, eine bestimmte Zielinflationsrate zu realisieren, Vertrauen schenken. Unter der Annahme einer perfekten Steuerbarkeit der Inflationsrate durch die Notenbank indiziert eine Diskrepanz zwischen der von den Wirtschaftssubjekten erwarteten Inflationsrate und der von der Notenbank angekündigten Inflationsrate somit einen Mangel an Glaubwürdigkeit.

Ein derartiges *Glaubwürdigkeitsdefizit* kann vorliegen, wenn die Durchführung einer wirtschaftspolitischen Maßnahme zwar zum Zeitpunkt ihrer Ankündigung, nicht jedoch in der Folgeperiode optimal ist. Dies kann mit der veränderten Interessenlage der Politikinstanz begründet werden, die aus der Tatsache resultiert, dass die privaten Wirtschaftssubjekte der Ankündigung der Maßnahme vertrauen und sich auf Basis dieser Erwartung binden, die Politikinstanz in der Wahl ihrer Handlungsalternativen hingegen frei bleibt. Bezogen auf die Geldpolitik bedeutet dies, dass die Ankündigung einer Notenbank in  $t_0$ , eine Politik der Preisniveaustabilität zu verfolgen, nicht glaubwürdig ist, da es in  $t_1$  für die Notenbank optimal ist, am alten Kurs der Geldpolitik festzuhalten.

Im Rahmen des hier angesprochenen Modells von Barro/Gordon wird angenommen, dass die Notenbank ihr Handeln an einer Nutzenfunktion

$$W = \delta(u^* - u) - \hat{p}^2$$

ausrichtet.<sup>314</sup> Der Nutzen  $W$  der Notenbank ist um so größer, je weniger Abweichungen vom Ziel der Preisstabilität auftreten<sup>315</sup> und je stärker die tatsächliche Arbeitslosenquote  $u$  unter die inflationsstabile Arbeitslosenquote  $u^*$  fällt. Die Begründung des positiven Nutzens eines derart „überhöhten“ Beschäftigungsstandes kann – neben politischen Präferenzen – durch die Existenz externer

<sup>313</sup> Vgl. Blackburn/Christensen (1989), S. 2; vgl. Cukierman (1992), S. 148.

<sup>314</sup> Vgl. Barro/Gordon (1983a); vgl. Barro/Gordon (1983b). Die konkrete Modellierung der Nutzenfunktion erfolgt in Anlehnung an die Darstellung bei Spahn (1999b).

<sup>315</sup> Abweichungen vom Preisniveaustabilitätsziel gehen negativ in die Nutzenfunktion ein, wobei sich stärkere Abweichungen aufgrund der Quadrierung überproportional auswirken. Vgl. Barro/Gordon (1983b), S. 104. Bemerkenswert ist, dass sich sowohl die schädlichen Auswirkungen von Inflation als auch von Deflation auf diese Weise erfassen lassen.

Effekte sowie des Hysteresiseffektes erfolgen.<sup>316</sup> Der Faktor  $\delta$  stellt dabei die relative Gewichtung des Beschäftigungsziels im Vergleich zum Preisstabilitätsziel dar. Des weiteren wird unterstellt, dass die Inflationsrate durch die Notenbank perfekt steuerbar ist; es gilt  $\hat{m} = \hat{p}$ . Auf der anderen Seite bilden die privaten Wirtschaftssubjekte Inflationserwartungen als wichtige Komponente ihrer Nominallohnforderungen. Konkret wird davon ausgegangen, dass der private Sektor rationale Erwartungen bildet, und damit auch über die Nutzenfunktion der Notenbank informiert ist. Von zentraler Bedeutung für die *These eines Zeitinkonsistenzproblems* ist die Prämisse, dass die beiden Spieler durch jeweils unterschiedliche Handlungsfreiheit im Zeitablauf gekennzeichnet sind: Während die Notenbank zu jedem Zeitpunkt über diskretionären Handlungsspielraum verfügt, sind die privaten Wirtschaftssubjekte gezwungen, ihre Inflationserwartungen frühzeitig offenzulegen und sich in längerfristigen Tarifverträgen zu binden.<sup>317</sup> Am Beispiel des kurzfristigen trade-off zwischen Inflation und Beschäftigung

$$\hat{p} = \hat{p}^e + \alpha(u^* - u)$$

stellt sich die von Barro/Gordon spieltheoretisch analysierte Interaktion zwischen Notenbank und privatem Sektor wie folgt dar (vgl. Abbildung 4-3).<sup>318</sup> Die Notenbank kann ihr Nutzenniveau erhöhen, wenn sie zu Beginn der Tarifverhandlungen eine geringere Zielinflationsrate ankündigt, als sie nach Abschluss der Tarifverträge tatsächlich erzeugt: Kündigt die Notenbank eine bestimmte Inflationsrate (z.B.  $\hat{p} = 0$ ) an, vertrauen die privaten Wirtschaftssubjekte dieser Ankündigung und binden sich durch eine entsprechende Inflationserwartung in den Tarifverträgen, so ist für die Notenbank die von ihr angekündigte Zielinflationsrate nicht mehr optimal. Vielmehr kann sie ihr Nutzenniveau erhöhen, indem sie überraschend eine höhere Inflationsrate (z.B.  $\hat{p} = \hat{p}_1$ ) realisiert. In der Konsequenz ergibt sich ein Anstieg des Outputs, ein Sinken des Reallohns sowie eine Erhöhung der Beschäftigung für die Dauer der Laufzeit des Tarifvertrages.

<sup>316</sup> Vgl. Barro/Gordon (1983a), S. 593; vgl. Spahn (1998b).

<sup>317</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 297; vgl. Fischer (1997), S. 60.

<sup>318</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 297ff.

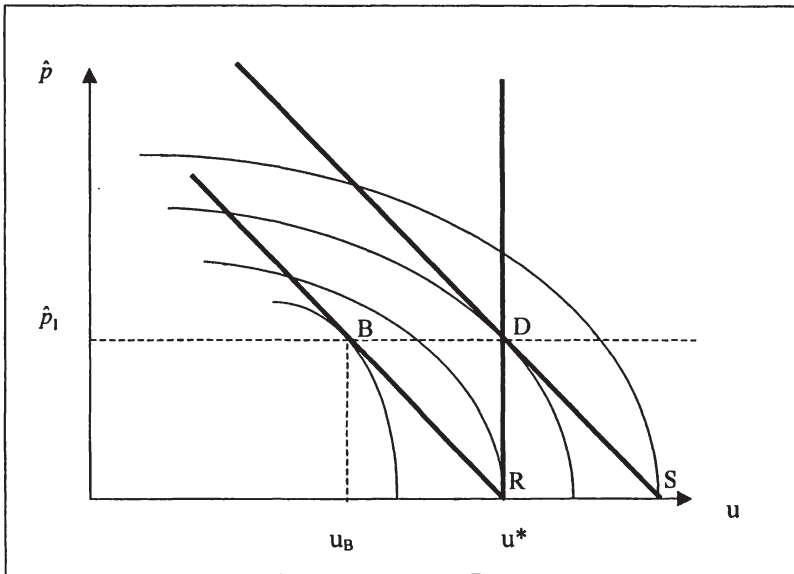


Abbildung 4-3: Grundmodell von Barro/Gordon

Quelle: Spahn (1999), S. 297.

Punkt *B* stellt jedoch kein Gleichgewicht dar, da die privaten Wirtschaftssubjekte annahmegemäß rationale Erwartungen bilden und daher das Betrugsmanöver antizipieren. Dies bedeutet wiederum, dass die Privaten bereits im Vorfeld des Betrugsmanövers eine entsprechend hohe Inflationserwartung ( $\hat{p}^e = \hat{p}_1$ ) bilden werden und in die Tarifverhandlungen einbringen, um sich gegen eine unfreiwillige Senkung ihres Reallohniveaus abzusichern. Der Fortgang der Interaktion zwischen Notenbank und privatem Sektor hängt nun vom Grad der relativen Beschäftigungspräferenz der Notenbank ab.<sup>319</sup> Unter der Bedingung einer starken Beschäftigungspräferenz wird die Notenbank die erhöhten Inflationserwartungen und die daraus resultierenden erhöhten Lohnabschlüsse geldpolitisch alimentieren. In der Konsequenz stellt sich die wohlfahrtstheoretisch inferiore Situation in Punkt *D* mit einer Arbeitslosenquote in Höhe von  $u^*$  und einer Inflationsrate in Höhe von  $\hat{p} = \hat{p}_1$ , ein. Bei einer relativ hohen Präferenz für Preisniveaustabilität wird die Notenbank an ihrem Preisniveaustabilitätsziel festhalten und aufgrund positiver Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte

<sup>319</sup> Vgl. Fischer (1997), S. 63.

einen kontraktiven Schock in Kauf nehmen, der zu Arbeitslosigkeit in Punkt *S* führt. Die wohlfahrtstheoretisch erstrebenswertere Situation *R* kann unter der Bedingung rationaler Erwartungen nicht realisiert werden.<sup>320</sup>

#### 4.1.3 Implikationen des Modells von Barro/Gordon

##### 4.1.3.1 Überblick

An diesem Punkt setzt die Argumentation ein, die eine wohlfahrtstheoretische Überlegenheit institutioneller Reformen der Geldpolitik postuliert. In einer Übersicht können diese Vorschläge wie folgt systematisiert werden:

	<b>diskretionär</b>	<b>regelgebunden</b>
<b>geschlossene Volkswirtschaft</b>	Kontraktlösung Konservativer Notenbanker	Geldmengenregel
<b>offene Volkswirtschaft</b>		Wechselkursbindung

Tabelle 4-1: Institutionelle Ansätze zur Lösung des Glaubwürdigkeitsproblems der Geldpolitik

Quelle: Fischer (1997), S. 68.

In der geschlossenen Volkswirtschaft sowie unter Wahrung diskretionärer Handlungsspielräume der Notenbank existieren zwei Möglichkeiten zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit der Notenbank, um Punkt *R* realisieren zu können. Ein Vorschlag zielt darauf ab, die Etablierung einer von der Politik unabhängigen Notenbank dadurch zu ergänzen, dass ein „konservativer“ Notenbanker mit der Leitung des Notenbankgremiums beauftragt wird.<sup>321</sup> Diese personalistische Lösung des Glaubwürdigkeitsproblems kann so interpretiert werden, dass eine Person ernannt wird, deren Stabilitätspräferenz höher ist als die der Gesellschaft. Wenn diese Stabilitätspräferenz unzweifelhaft und in der Öffentlichkeit bekannt ist, werden die privaten Wirtschaftssubjekte die Ankündigung eines stabilitätsorientierten Kurses der Notenbank auch als glaubwürdig einschätzen. Ein anderer Ansatz zielt auf die Etablierung von mikroökonomischen Anreiz- und

<sup>320</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 299.

<sup>321</sup> Vgl. Rogoff (1985), S. 1179.

Sanktionsmechanismen auf der Leitungsebene der Notenbank ab.<sup>322</sup> So sollen z.B. erfolgsabhängige Gehaltszahlungen verhindern, dass eine andere als auf das vorgegebene Ziel Preisniveaustabilität gerichtete Geldpolitik verfolgt wird.

Ferner könnte Punkt *R* erreicht werden, wenn die dem Zeitinkonsistenzproblem zugrunde liegende Handlungsfreiheit der Notenbank beseitigt wird. Ein nahe liegender Lösungsansatz ist in diesem Zusammenhang die Forderung Friedmans nach einer regelgebundenen Geldpolitik.<sup>323</sup> In ihrer einfachsten Ausprägung sieht dieser Vorschlag eine Geldmengenregel vor, d.h. eine im Idealfall verfassungsrechtlich abgesicherte jährliche Wachstumsrate der Geldmenge um *k* Prozent. Das von Barro/Gordon in den Vordergrund gerückte Betrugsmanöver der Notenbank durch eine schlagartige, überraschende Ausweitung der Geldmenge wird unmöglich, die Notwendigkeit einer vorsorglich erhöhten Inflationserwartung der privaten Wirtschaftssubjekte als Verteidigungsstrategie entfällt.

In der offenen Volkswirtschaft besteht eine alternative Strategie zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik in einer externen Regelbindung durch feste Wechselkurse.<sup>324</sup> Aufgrund der zentralen Bedeutung der glaubwürdigkeitserhöhenden Wirkung einer Wechselkursfixierung für den weiteren Verlauf der Untersuchung soll die Regelbindung durch fixe Wechselkurse im folgenden detailliert dargestellt werden.

#### 4.1.3.2 Regelbindung durch fixe Wechselkurse

Im Grundsatz besteht die Idee einer Regelbindung durch feste Wechselkurse darin, die hohe Glaubwürdigkeit der Notenbank des Ankerwährungslandes zu importieren. Das glaubwürdigkeitserhöhende Moment besteht darin, dass mit der Wechselkursfixierung ein Referenzsystem geschaffen wird, welches transparent und von den privaten Wirtschaftssubjekten leicht zu überwachen ist.<sup>325</sup> Eventuelle Abweichungen von dem Wechselkursziel sind sofort und direkt beobachtbar, so dass eine Politik der Überraschungsinflation von den Privaten früh entdeckt werden kann.

Im Kontext einer Disinflationspolitik kann das Wechselkursregime eine zusätzlich unterstützende Wirkung ausüben, sofern es dazu beiträgt, das Disinflation-

---

<sup>322</sup> Vgl. Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 211ff.

<sup>323</sup> Vgl. Friedman (1970), S. 45ff.

<sup>324</sup> Vgl. Giavazzi/Giovannini (1988); vgl. Giavazzi/Pagano (1988), vgl. Fehn/Modery (1996).

<sup>325</sup> Vgl. Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 324ff.

ziel schneller und mit geringeren Outputverlusten zu realisieren.<sup>326</sup> Dies wird der Fall sein, wenn die Fixierung des Wechselkurses die Inflationserwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte beeinflusst und somit zu einem Verhalten veranlasst, welches mit der gewünschten Inflationsrate vereinbar ist. Die disziplinierende Wirkung eines fixen Wechselkurses lässt sich anhand der Kaufkraftparitätentheorie veranschaulichen. Diese ist in erster Linie ein Ansatz zur Bestimmung des Wechselkurses und erklärt diesen mit Hilfe des „law of one price“ der internationalen Güterarbitrage. Bei freiem Güterverkehr und Abwesenheit von Transaktionskosten kommt es demzufolge zwischen In- und Ausland zu einer Angleichung der Preise handelbarer Güter (absolute Form der Kaufkraftparitätentheorie). Der Wechselkurs  $e$  wird folglich durch das Verhältnis zwischen Inlandspreisniveau  $P$  und Auslandspreisniveau  $P_A$  bestimmt:<sup>327</sup>

$$e = \frac{P}{P_A} \text{ bzw. } P_A \cdot e = P$$

Bei Berücksichtigung von Handelshemmnissen und Transaktionskosten gilt der weniger strenge Zusammenhang, dass das Verhältnis der jeweiligen Veränderung von Inlands- und Auslandspreisniveau, d.h. das Verhältnis von inländischer und ausländischer Inflationsrate zur zentralen Determinante der Wechselkursänderungsrate wird (relative Form der Kaufkraftparitätentheorie):

$$P = \alpha \cdot e \cdot P_A$$

wobei der Parameter  $\alpha$  die als konstant unterstellte Abweichung zwischen dem Preisniveauverhältnis und dem Wechselkurs  $e$  misst.<sup>328</sup>

Im stabilisierungspolitischen Kontext wird die Theorie der Kaufkraftparität jedoch auf andere Weise interpretiert.<sup>329</sup> Erfolgt eine Fixierung des nominellen Wechselkurses und wird der Wechselkurs hierdurch zu einer endogenen Größe, so wird die Theorie der Kaufkraftparität zur *Gleichgewichtsbedingung* für die inländische Inflationsrate.<sup>330</sup> Gilt  $\hat{e} = 0$ , muss ein Inflationsgleichschritt zwischen In- und Ausland vorliegen:

$$\hat{p} = \hat{p}_A$$

<sup>326</sup> Vgl. Obstfeld/Rogoff (1995), S. 76; vgl. Edwards (1993); vgl. Svensson (1994); vgl. Schäfer (1994), S. 193f.

<sup>327</sup> Vgl. Rose/Sauernheimer (1992), S. 177.

<sup>328</sup> Vgl. Rose/Sauernheimer (1992), S. 179.

<sup>329</sup> Vgl. Fischer (1997), S. 73f;

<sup>330</sup> Vgl. Schweickert (1993), S. 210f.



Die Übertragung von Preisstabilität vom Ausland auf das Inland vollzieht sich wie folgt:

- Im Rahmen des direkten internationalen Preiszusammenhangs wird der Einfluss der ausländischen Preisentwicklung um so stärker sein, je höher der Außenhandelsanteil des anbindenden Landes gegenüber dem Ankerwährungsland ist.<sup>331</sup> Diese Voraussetzung ist vor allem in kleinen, offenen Volkswirtschaften gegeben.
- In besonderem Maße wird sich der Stabilitätsimport jedoch über die Inflationserwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte vollziehen.<sup>332</sup> Dies ist der Fall, wenn sich die einkommenspolitischen Entscheidungsträger von vornherein an der Lohnentwicklung im Ankerwährungsland - bereinigt um eventuell divergierende Produktivitätsentwicklungen - orientieren. Eine darüber hinausgehende Lohn- und Preisentwicklung hingegen impliziert eine Aufwertung des realen Wechselkurses, eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und somit eine Gefährdung des Beschäftigungsziels. Die Tarifparteien müssen ihrer neu gewonnenen Verantwortung für das Beschäftigungsniveau Rechnung tragen und auf übermäßig expansive Politik, die mit der gewählten Wechselkursparität nicht vereinbar wäre, verzichten. Rational agierende Tarifparteien werden daher ihre Inflationserwartungen reduzieren und die Disinflationpolitik hierdurch angebotsseitig unterstützen.<sup>333</sup>

Hierbei existiert jedoch ein möglicher Schwachpunkt der Strategie der Wechselkursfixierung: Bei Berücksichtigung von Wechselkurserwartungen der Wirtschaftssubjekte ist nicht ausgeschlossen, dass die Wirtschaftssubjekte die sustainability und damit die Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung bezweifeln: „Thus merely fixing the exchange rate does not solve the problem, because the fixed exchange rate rule is no more credible than a fixed inflation rate rule (..) Anything less than full monetary union will face a credibility problem.“<sup>334</sup> Eine herausragende Rolle erfährt in diesem Zusammenhang das Entscheidungskalkül international agierender Geldvermögensbesitzer. Diese sind angesichts der nie völlig auszuschließenden Möglichkeit einer Auf- oder Abwertung der Währung des sich anbindenden Landes gezwungen, Wechselkurserwartungen zu

---

<sup>331</sup> Vgl. Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 309.

<sup>332</sup> Vgl. Fischer (1997), S. 74.

<sup>333</sup> Vgl. Bofinger/Reischle/Schächter (1996), S. 313; vgl. Sievert (1993).

<sup>334</sup> DeGrauwe (1994), S. 52f.

bilden.<sup>335</sup> Dies resultiert aus der Tatsache, dass Wechselkursänderungen eine erhebliche Bestimmungsgröße der Rendite eines Fremdwährungsassets darstellen. Zu wechselkursrelevanten Größen zählen Inflationsrate, Leistungsbilanzsaldo, Lohnstückkosten, Budgetdefizit etc. und damit Variablen, die nicht nur durch die Geldpolitik, sondern vielmehr aus dem Zusammenspiel von Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik bestimmt werden. Folglich ist davon auszugehen, dass international agierende Geldvermögensbesitzer ihre Wechselkurserwartungen unter dem Gesichtspunkt bilden, ob die aktuelle und zu erwartende wirtschaftliche Entwicklung einer Volkswirtschaft in ihrer Gesamtschau mit der gewählten Wechselkursparität konsistent ist.<sup>336</sup> Von entscheidender Bedeutung ist also das Ausmaß der *Stabilitätsorientierung von Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik* und damit die Frage, inwiefern diese Teilpolitiken mit der Strategie der Wechselkursfixierung vereinbar sind.<sup>337</sup> Der Versuch, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik durch einen festen Wechselkurs zu erhöhen, transponiert das Glaubwürdigkeitsproblem lediglich auf eine andere Ebene, dem Glaubwürdigkeitsproblem fester Wechselkurse.<sup>338</sup>

---

<sup>335</sup> Von einer intensiven Auseinandersetzung mit dem Konzept informationseffizienter Devisenmärkte – also der Fähigkeit des Devisenmarktes, den „richtigen“ Wechselkurs hervorzubringen, der sämtliche für die Wechselkursbildung relevanten Informationen vollständig und unmittelbar widerspiegelt - soll an dieser Stelle abgesehen werden. Es wird vielmehr davon ausgegangen, dass die Devisenmärkte gelegentlich zu Übertreibungen neigen, im übrigen jedoch nicht von einer Entkoppelung der Devisenmärkte von den Fundamentaldaten einer Volkswirtschaft gesprochen werden kann. Vgl. Fischer (1997), S. 85f; vgl. Tietmeyer (1996), S. 1.

<sup>336</sup> „Der international agierende Geldvermögensbesitzer befindet sich seit den 70er Jahren in einer ähnlichen Situation wie ein Anleger in einer geschlossenen Volkswirtschaft, in der es konkurrierende Geschäftsbanken, aber keine Zentralbank gibt. Die einzelnen Banken (Länder) bieten ihm Depositenzertifikate, handelbarer oder nicht handelbarer Art, mit unterschiedlichen (Zins-)Konditionen, aber nicht die Sicherheit einer Konvertierbarkeit dieses Bankgeldes (dieser Währungen) in ein „letztes“, allgemein akzeptiertes Geldmedium, wie es das Zentralbankgeld in einer geschlossenen Wirtschaft darstellt. Während die *Geschäftsberichte* der Banken normalerweise nur für ihre Aktionäre, aber nicht für ihre Depositengläubiger von Interesse sind, werden nun die *Wirtschaftsberichte* aus einzelnen Ländern für die Geldvermögensbesitzer außerordentlich bedeutsam, da sie aus ihnen die Informationen gewinnen können, die ihnen Aufschluss über den erwarteten relativen Wert ihrer in diesen Ländern gehaltenen Forderungen geben.“ Spahn (1989), S. 166.

<sup>337</sup> “Fixed exchange rates are in general no shortcut to credible price stability (..) Monetary stability and credibility are not easily imported, they must be built at home.” Svensson (1994), S. 465.

<sup>338</sup> Vgl. Fischer (1997), S. 83.

Bevor das Erfordernis wechselkurskonformer Teilpolitiken genauer analysiert wird, sind alternative Möglichkeiten der Wirtschaftspolitik zur Verteidigung eines unter Abwertungsverdacht stehenden Wechselkurses zu skizzieren.

Im direkten Einflussbereich der Notenbank stehen die Parameter Devisenbestandspolitik und Zinspolitik. Zunächst kann die Notenbank versuchen, durch *Devisenmarktinterventionen* Angebot und Nachfrage auf dem Devisenmarkt zum Ausgleich zu bringen.<sup>339</sup> Die Spielräume einer derartigen Strategie werden jedoch durch die Tatsache restringiert, dass die Devisenreserven einer Notenbank begrenzt sind. Es muss sogar davon ausgegangen werden, dass eine Interventionsstrategie bereits vor dem vollständigen Einsatz der Devisenreserven aufgegeben werden muss, sofern die Devisenmärkte das bevorstehende Ende der Reserven rational antizipieren und dies weitere Kapitalabzüge induziert.<sup>340</sup> Letztlich wird diese Strategie nur erfolgreich sein, wenn sich weitere für die Wechselkursentwicklung relevante Änderungen des volkswirtschaftlichen Datenkranzes ergeben, die über die Effekte der Devisenmarktintervention der Notenbank hinausgehen. Eine solche Datenänderung könnte die Erhöhung des Geldmarktzinses durch die Notenbank sein.

Bei der Verteidigung eines unter Abwertungsverdacht stehenden Wechselkurses kommt der *Zinspolitik* große Bedeutung zu. Das Kalkül des Einsatzes dieses Aktionsparameters der Notenbank kann wie folgt veranschaulicht werden: Basierend auf der Zinsparitätentheorie

$$i = i^A + \hat{e}^e$$

ist unter der Bedingung hinreichend zinselastischer Kapitalbewegungen eine Zinserhöhung vorzunehmen, wenn international agierende Geldvermögensbesitzer für das Währungsrisiko kompensiert werden sollen, das mit dem Halten der unter Abwertungsverdacht stehenden inländischen Währung verknüpft ist. Kurz- bis mittelfristig kann einer bestehenden Abwertungserwartung auf diese Weise entgegengewirkt werden. Langfristig ist jedoch damit zu rechnen, dass die Devisenmärkte zu der Einschätzung kommen, dass die realwirtschaftlichen Kosten eines dauerhaft hohen Zinsniveaus in Form von Investitionsrückgängen und Beschäftigungsverlusten untragbar sind; die Aufgabe der ursprünglichen Wechselkursparität wird schließlich unvermeidlich.<sup>341</sup>

<sup>339</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 215.

<sup>340</sup> Vgl. Krugman (1979a).

<sup>341</sup> „The effective tactical defense against speculative attack turned out to be more difficult than anticipated. It has mainly to be done by interest rate increases. These may need to be large and costly (.); often the costs are much too high for the defence of the exchange rate

Die Erfolgsfaktoren für die langfristige Aufrechterhaltbarkeit einer Wechselkursbindung sind somit auf der vorgelagerten, grundsätzlicheren Ebene der *Fundamentalfaktoren* zu suchen. Die Verwendung des Wechselkurses als Zwischenziel der Geldpolitik im Stabilisierungsverlauf ist folglich an die Bedingung geknüpft, dass sich die makroökonomischen Fundamentaldaten in einer Art und Weise entwickeln, die mit der gewählten Wechselkursparität konsistent ist. Begreift man die Fundamentalfaktoren als Ergebnis von Geld-, Lohn- und Fiskalpolitik, dann lässt sich die Strategie der Wechselkursfixierung unter der Bedingung globalisierter Finanz- und Kapitalmärkte als Beschränkung der Handlungsspielräume wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger interpretieren.<sup>342</sup> Im folgenden wird daher zu zeigen sein, auf welche Weise die nach der Endogenisierung der Geldpolitik verbliebenen makroökonomischen Handlungsparameter Lohnpolitik und Fiskalpolitik für die sustainability der gewählten Wechselkursbindung Verantwortung tragen.

#### *Erfordernis einer wechsellkursgerechten Fiskalpolitik*

Der Fiskalpolitik sind durch die Wechselkursfixierung Grenzen gesetzt. Der Logik des Mundell-Fleming-Modells folgend führt eine Ausweitung staatlicher Budgetdefizite zu Zinssteigerungen, was bei hinreichend zinselastischen Kapitalbewegungen zu Kapitalimporten und damit zu einer Erhöhung des Devisenangebots führt.<sup>343</sup> Nicht zuletzt historische Erfahrungen ließen die unterstellte Zwangsläufigkeit dieser Wirkungskette fragwürdig erscheinen; beispielsweise führte ein keynesianisches Wirtschaftsexperiment der Regierung Frankreichs 1981/82, welches neben Verstaatlichungen und Regulierungen u.a. auf exzessive Haushaltsdefizite setzte, zu einer ausgeprägt negativen Reaktion der internationalen Devisenmärkte, so dass sich die Regierung bald gezwungen fühlte, wieder zu einem Konsolidierungskurs überzugehen („Mitterrand-Effekt“).<sup>344</sup>

Aus der Perspektive international agierender Devisenmarktakteure kann eine mit Staatsverschuldung verbundene expansive Fiskalpolitik auf die sustainability der Wechselkursfixierung vielmehr wie folgt wirken: Eine stark steigende Staatsver-

---

to be credible.“ Svensson (1994), S. 462. “The problem, of course, is that very few central banks will cling to an exchange-rate target without regard to what is happening in the rest of the economy (..) Over the longer term, these unanticipated interest rate rises (..) have profound negative effects on investment, unemployment, the government budget deficit and the domestic distribution of income. A government pledge that it will ignore such side effects indefinitely to defend the exchange rate is not likely to be credible.” Obstfeld/Rogoff (1995), S. 79f.

<sup>342</sup> Vgl. Fischer (1997), S. 87; vgl. Herr/Spahn (1989), S. 18.

<sup>343</sup> Vgl. Mundell (1962); vgl. Rose/Sauernheimer (1992), S. 237ff.

<sup>344</sup> Vgl. Herr/Spahn (1989), S. 20.

schuldung kann zur Erwartung einer realen Entschuldung des Staats durch Tolerierung oder gar bewusste Herbeiführung hoher Inflationsraten führen.<sup>345</sup> Als Konsequenz erhöhter Inflationsraten würde sich eine reale Aufwertung gegenüber dem Ankerwährungsland einstellen, was angesichts der damit verbundenen Beschäftigungsverluste die Unumgänglichkeit einer nominellen Abwertung erwarten lässt. Die Einschätzung der sustainability der Wechselkursfixierung wird auch negativ betroffen, wenn zusätzlich die Gefahr einer Abwertungs-Inflations-Spirale gegeben ist.<sup>346</sup> Ein eher langfristig wirkender Negativeffekt ist die Tatsache, dass expansive Fiskalpolitik tendenziell zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanz führt. Besteht die Tendenz zur Verhärtung des Leistungsbilanzdefizits, so wird das Land auf lange Sicht zu einem Nettoschuldnerland, was zu permanenten Zins- und Tilgungszahlungen in Fremdwährung führt und damit das Abwertungsrisiko weiter erhöht.<sup>347</sup>

#### *Erfordernis einer wechselkursgerechten Lohnpolitik*

Ähnlich wie für die Fiskalpolitik impliziert die Fixierung des Wechselkurses für die Entscheidungsträger der Lohnpolitik eine deutliche Zäsur. Die Endogenisierung des Wechselkurses bedeutet, dass Fehlentwicklungen gegenüber dem Ankerwährungsland hinsichtlich der Kosten- und Preisentwicklung sowie des Produktivitätsfortschritts nicht mehr mit dem Instrument der nominellen Wechselkursanpassung kompensiert werden können. Als Folge muss sich die Lohnpolitik ihrer Verantwortung bewusst werden, durch eine erhöhte Flexibilität das Wechselkursinstrument zu ersetzen.

Als zentrale Orientierungsgröße der Lohnpolitik muss in der Folge die relative Lohnstückkostensituation gelten, die als „catch-all“-Größe der preislichen Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft gilt.<sup>348</sup> Eine anhaltende Verschlechterung der Lohnstückkostensituation bedeutet eine Beschäftigungsfreisetzung in jenem Sektor, der handelbare Güter herstellt. Die Lohnpolitik muss somit der Entwicklung jener Faktoren Rechnung tragen, die die Veränderung der relativen Lohnstückkostensituation eines Landes gegenüber dem Leitwäh-

<sup>345</sup> Vgl. Herr/Spahn (1989), S. 19.

<sup>346</sup> Vgl. Fischer (1997), S. 99.

<sup>347</sup> Vgl. Herr/Spahn (1989), S. 19. Eine Möglichkeit der Operationalisierung der intertemporalen Budgetrestriktion des Staates besteht in der Forderung nach einer Stabilisierung der Schuldenquote. Vgl. Blanchard/Chouraqui/Hagemann et al. (1990), S. 10f; vgl. Fischer (1997), S. 101ff. Die Tragbarkeit eines Verschuldungsgebarens gilt demzufolge als gegeben, wenn die Fiskalpolitik nicht zu einer langfristig wachsenden, sondern zu einer langfristig konstanten Schuldenquote führt.

<sup>348</sup> Vgl. Fischer (1997), S. 114ff.

rungsland determinieren. Da der nominale Wechselkurs als Determinante der preislichen Wettbewerbsfähigkeit durch die Wechselkursfixierung entfällt, wird die relative Lohnstückkostenposition ausschließlich durch die verbleibenden Einflussgrößen Produktivitätsentwicklung und Nominallohnentwicklung gebildet.

Bei der Frage der Akzeptanz der Wechselkursfixierung durch die lohnpolitischen Entscheidungsträger spielen die institutionellen Bedingungen der Lohnpolitik eine entscheidende Rolle.<sup>349</sup> Die wissenschaftliche Aufarbeitung des Zusammenhangs zwischen dem institutionellen Rahmen der Lohnpolitik und der Entwicklung makroökonomischer Fundamentaldaten ist insbesondere in den achtziger Jahren vollzogen worden. Als wichtiger Parameter der institutionellen Rahmenbedingungen der Lohnpolitik wurde hierbei der Zentralisierungsgrad der Lohnverhandlungen identifiziert. Dieser ist eine Maßgröße dafür, auf welcher Ebene die Lohnverhandlungen in einer Volkswirtschaft stattfinden. Hierbei sind Ausprägungen zwischen den Extremformen „Lohnverhandlung auf betrieblicher Ebene“ und „Lohnverhandlung auf nationaler Ebene“ möglich.

Der *korporatistischen Hypothese* folgend wird die Problemlösungsfähigkeit einer Marktwirtschaft durch die Kooperation ihrer wichtigsten Interessengruppen erhöht.<sup>350</sup> Grundidee ist die Überlegung, dass mit zunehmender Größe einer Interessengruppe deren Möglichkeiten auf Aneignung von Vorteilen zulasten anderer gesellschaftlicher Gruppen sinkt. Im Extremfall werden zentrale Tarifpartner somit die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen ihrer Lohnpolitik antizipieren und im Sinne einer wohlfahrtsmaximierenden Institution handeln.

Die *liberal-pluralistische Hypothese* betont die Bedeutung von Marktkräften für den ökonomischen Erfolg von Volkswirtschaften.<sup>351</sup> Wenn nicht für jedes Unternehmen einzelwirtschaftlich effiziente Lohnsätze ausgehandelt werden können, ergeben sich gesamtwirtschaftlich suboptimale Zustände, wie sie typischerweise aus der Eliminierung von Marktmechanismen resultieren. Die Fähigkeit korporatistischer Lohnfindungssysteme zur Internalisierung derartiger externer Effekte wird von den Vertretern der liberal-pluralistischen Hypothese keineswegs geleugnet. Deren positive Wirkung tritt jedoch zurück gegenüber der Gefahr der langfristigen institutionellen Verkrustung der betrachteten Volkswirtschaft, was den wachstumsfördernden Strukturwandel hemmt.<sup>352</sup>

---

<sup>349</sup> Vgl. Fischer (1997), S. 116f.

<sup>350</sup> Vgl. Schnabel (1993), S. 260.

<sup>351</sup> Vgl. Schnabel (1993), S. 260.

<sup>352</sup> Vgl. Berthold/Fehn (1996), S. 64f; vgl. Schnabel (1993), S. 260.

Schließlich ist an die *U-Kurven-Hypothese* von Calmfors/Driffil zu erinnern, die empirisch der Beobachtung nachgegangen sind, warum nicht nur Länder mit stark dezentralisierten Lohnfindungssystemen Beschäftigungserfolge erzielen konnten, sondern auch Länder mit stark zentralisierten Systemen.<sup>353</sup> Im Ergebnis konstatierten Calmfors/Driffil für den Zusammenhang zwischen Zentralisierungsgrad und der Höhe des Reallohns eine inverse U-förmige Beziehung und damit eine U-förmige Beziehung zwischen der Beschäftigungshöhe und dem Zentralisierungsgrad. Dieser Zusammenhang kann ökonomisch wie folgt erklärt werden:<sup>354</sup> Verfügungsrechtlich gesehen stellt ein zentrales Lohnverhandlungssystem sicher, dass die negativen externen Effekte einer aggressiven und damit beschäftigungsfeindlichen Lohnpolitik internalisiert werden. Eine sehr dezentral organisierte Form der Lohnfindung hingegen ist geeignet, dass firmenspezifischen Gegebenheiten wie Produktivitätsentwicklung und Konkurrenzsituation Rechnung getragen werden kann. Die Reallohn erhöhende Wirkung mittlerer Zentralisierungsgrade der Lohnverhandlungen kann damit erklärt werden, dass unter diesen Bedingungen weder die Tendenz zur Internalisierung externer Effekte noch die oben erwähnten Wettbewerbskräfte wirksam sind.

Für die hier relevante Fragestellung einer wechselkursgerechten Lohnpolitik kann aus diesen Überlegungen kein ideales Lohnfindungssystem abgeleitet werden, da dessen Umsetzung an länderspezifischen Gegebenheiten prinzipiell scheitern kann. Die Aufmerksamkeit wird jedoch auf die entscheidende Tatsache gelenkt, dass die Arbeitsmarktparteien für das Erfordernis einer wechselkursgerechten Lohnpolitik sensibilisiert werden müssen.

#### 4.1.3.3 Kritik am Modell von Barro/Gordon

Die Notwendigkeit institutioneller Reformen der Geldpolitik ist eng mit der Tragfähigkeit der Annahmen des Modells von Barro/Gordon verknüpft. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass - dem spieltheoretischen Charakter des Modells folgend - die Interaktion zwischen Notenbank und privatem Sektor als mehrperiodisches Spiel zu begreifen ist. Das Ergebnis der Interaktion zwischen Notenbank und privatem Sektor hängt damit von spezifischen Bedingungen ab: Bei intertemporaler Maximierung ihrer Zielfunktion muss die Notenbank nunmehr den *Anreizeffekt* einer Überraschungsinflation in Form eines gegenwärtigen Beschäftigungsgewinns mit dem *Abschreckungseffekt* in

---

<sup>353</sup> Vgl. Calmfors/Driffil (1988), S. 19.

<sup>354</sup> Vgl. Calmfors/Driffil (1988), S. 32ff; vgl. Berthold/Fehn (1996), S. 65; vgl. Fischer (1997), S. 118f.

Form zukünftig hoher Inflationserwartungen vergleichen.<sup>355</sup> Ist die Beschäftigungspräferenz der Notenbank vergleichsweise gering (ausgedrückt durch ein niedriges  $\delta$ ), und ist ihre Zeitpräferenzrate niedrig, so wird das hierdurch bestimmte Inflationsgleichgewicht dem Ziel der Preisniveaustabilität relativ nahe sein. Das Kalkül der Notenbank verändert sich nochmals zugunsten des Preisstabilitätsziels, wenn zur Senkung einer einmal entstandenen Inflationserwartung eine Stabilisierungskrise notwendig wird, d.h. wenn die Notenbank zur Wiederherstellung ihrer Reputation die Bereitschaft zeigen muss, das Ziel der Preisstabilität auch unter Hinnahme von Beschäftigungsverlusten zu verfolgen.<sup>356</sup>

Des weiteren kann die realitätsferne *Annahme rationaler Erwartungen* kritisiert werden und statt dessen von adaptiven Erwartungen ausgegangen werden.<sup>357</sup> Bei Unsicherheit über die Zielfunktion der Notenbank ist der private Sektor darauf angewiesen, Erwartungen über den zukünftigen Kurs der Notenbank auf Basis vergangener Inflationsraten zu bilden. Das den Ankündigungen der Notenbank entgegengebrachte Vertrauen wird groß sein, wenn sich deren Ankündigungen bereits in der Vergangenheit als korrekt erwiesen haben, et vice versa. Damit kann die *Reputation* einer Notenbank als ein im Zeitablauf veränderliches Kapitalgut betrachtet werden, das durch eine mit Arbeitslosigkeit verbundene Stabilisierungskrise aufgebaut, bei inflationärer Politik aber wieder vernichtet wird. Eine Notenbank mit einer hohen Reputation hat unter diesen Umständen an einer Überraschungsinflation gar kein Interesse, da dies mit einem Verlust mühsam aufgebauten „Vertrauenskapitals“ verbunden wäre.<sup>358</sup>

Aus Sicht der geldpolitischen Praxis stellt sich die von Barro/Gordon modellierete Zeitinkonsistenzproblematik optimaler Geldpolitik nochmals weniger drastisch dar.<sup>359</sup> Dies liegt darin begründet, dass das Modell vereinfachend davon ausgeht, dass die Inflationsrate nicht nur Zielvariable, sondern auch Instrumentalvariable der Notenbank darstellt. Damit blendet das Modell jedoch unzulässigerweise die von der Geldpolitik ausgelösten Marktprozesse aus, was die Vermutung nährt, dass einer Überraschungsinflation alleine schon die transmissionstheoretischen Voraussetzungen fehlen.<sup>360</sup> Dies ist damit zu begründen, dass ein expansiver geldpolitischer Impuls in Form einer Verringerung des Geld-

---

<sup>355</sup> Vgl. Barro/Gordon (1983b), S. 108; vgl. Spahn (1999b), S. 299f.

<sup>356</sup> Vgl. Spahn (1998a), S. 6.

<sup>357</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 124ff, S. 300ff.

<sup>358</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 301.

<sup>359</sup> Vgl. Blinder (1998), S. 13ff.

<sup>360</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 299.



marktzinses über zwei verschiedene Übertragungskanäle auf das Preisniveau einwirkt.<sup>361</sup>

- Im (langsameren) Marktkanal bewirkt die Senkung des kurzfristigen Geldmarktzinses über Substitutionsketten eine gleich gerichtete Veränderung des langfristigen Kapitalmarktzinses, eine Erhöhung des Wechselkurses und damit eine Erhöhung der Güternachfrage. Bei Engpässen auf der Angebotsseite setzt sich diese in Preissteigerungen um.
- Im (schnelleren) Erwartungskanal kann eine erwartete und/oder beobachtete Senkung des Geldmarktzinses direkt eine Erhöhung der Inflationserwartungen bewirken, die angebotsseitig in die Lohn-Preis-Dynamik einfließt.

Im Rahmen des Barro/Gordon-Modells wird implizit argumentiert, dass die Überraschungsinflation durch den Marktkanal vermittelt wird. Tatsächlich ist aber nur schwer vorstellbar, dass eine deutliche zinspolitische Entscheidung der Notenbank von den Wirtschaftssubjekten unbemerkt bleibt. Angesichts der Wirkungsverzögerungen des Marktkanals von mehreren Quartalen sind Wirtschaftssubjekte selbst bei Berücksichtigung von Tarifbindungsfristen in der Lage, auf das drohende Inflationsszenario durch eine Erhöhung ihrer Inflationserwartung zu reagieren. Damit entfällt jedoch die Notwendigkeit, Inflationserwartungen zu bilden als Verteidigungsstrategie für den Fall, dass die Notenbank eine Politik der Überraschungsinflation betreiben könnte.<sup>362</sup> Ausgehend von der These einer nicht perfekt steuerbaren Inflationsrate ist die Geldpolitik somit nur begrenzt in der Lage, über den Erwartungskanal auf die Inflationsrate Einfluss zu nehmen: „Faktisch besteht Geldpolitik aus einer stets diskretionären Sequenz zinspolitischer Entscheidungen bei unvollkommener Information (...) Das Marktergebnis, die Inflationsrate, ist dabei innerhalb bestimmter Grenzen weder von den Geldpolitikern noch von den Marktakteuren zu prognostizieren.“<sup>363</sup> Unter der zusätzlichen Bedingung von Schocks ist für die Wirtschaftssubjekte ein gradueller, adaptiver Lernprozess über die Zielfunktion der Notenbank sowie deren geldpolitisches Steuerungsvermögen anhand realisierter Inflationsraten sinnvoller.<sup>364</sup> Hinsichtlich der erwähnten Transmissionsmechanismen der Geldpolitik wird der Erwartungskanal durch den Marktkanal in seiner Bedeutung verdrängt.

---

<sup>361</sup> Vgl. Spahn (1998a), S. 7f.

<sup>362</sup> Vgl. Spahn (1998a), S. 8.

<sup>363</sup> Spahn (1998a), S. 13.

<sup>364</sup> Vgl. Spahn (1998a), S. 14.

Damit stellt sich die grundsätzliche Frage, ob das Konzept der Glaubwürdigkeit in der Geldpolitik obsolet ist.<sup>365</sup> Im folgenden wird unter Bezugnahme auf die Stabilisierungsprogramme Mittel- und Osteuropas zu zeigen sein, dass eine derartige Vermutung unzutreffend ist.

#### 4.1.4 Alternative Begründung der glaubwürdigkeitserhöhenden Wirkung einer Wechselkursfixierung

Die These, die Ankündigung einer Zielinflationsrate durch die Notenbank habe *stets* und *unter allen Umständen* keine Relevanz, ist nicht haltbar. Die Konzeption der Glaubwürdigkeit in der Geldpolitik erfuhr im Rahmen der Kritik an Barro/Gordon eine unzulässige Verengung auf den Bereich niedriger Inflationsraten. Herrscht in einer Volkswirtschaft jedoch Inflation auf hohem Niveau,

---

<sup>365</sup> Diese Frage stellt sich auch aufgrund einer empirischen Beobachtung: Bei einem Vergleich der Opferraten ausgewählter Länder fällt auf, dass die Bundesrepublik Deutschland in den achtziger und neunziger Jahren relativ hohe Beschäftigungskosten der Disinflationspolitik aufweist. Vgl. Spahn (1997), S. 7. Offensichtlich konnte nicht einmal die anerkannt hohe Reputation der Bundesbank eine hohe Opferrate verhindern, so dass nach weiteren Faktoren zu suchen ist, die für den Beschäftigungsrückgang verantwortlich sein könnten. Die Tatsache, dass die Kosten der Disinflation progressiv zunehmen, führt zur Vorstellung eines nicht-linearen, konvexen Verlaufs der Phillipskurve. Vgl. Spahn (1997), S. 11; vgl. Fischer/Zurlinden (1997), S. 328. Dies könnte seine Ursache in Rigiditäten der Nominallohn- und Preisbildung haben. Diese führen zu einem Ausschluss von Nominallohnkürzungen, obwohl allokativer, asymmetrische Störungen des Marktsystems relative Lohn- und Preisanpassungen erforderlich machen. Konsequenz dieser Nominallohn- und Preisrigiditäten sind Beschäftigungsverluste. Vgl. Spahn (1999b), S. 286; vgl. Spahn (1997), S. 9f. Dieser Argumentation ist jedoch entgegenzuhalten, dass die meisten Notenbanken auf die Durchsetzung des Ziels der Null-Inflation verzichten und stattdessen eine Zweiprozentnorm verfolgen, so dass ein monetärer Spielraum gegeben sein sollte, der zur Bewältigung mäßiger allokativer Störungen ausreicht. Vgl. Spahn (1997), S. 11; vgl. Howitt (1994), S. 424ff; vgl. Edey (1994), S. 115ff. Eine hierzu verwandte Argumentation zur Begründung des konvexen Verlaufs der Phillipskurve fokussiert die Wertstandardfunktion des Geldes, die in Phasen hoher Inflation leidet und auf andere Medien übergeht, die somit zu Geld werden. In einer solchen Situation werden Wirtschaftssubjekte nicht bereit sein, langfristige nominelle Verträge einzugehen, so dass eine entsprechende schnelle Anpassung der Löhne in der Disinflation möglich ist. Es ist allerdings zu fragen, warum Wirtschaftssubjekte bei einer Notenbank mit ausgeprägter Reputation nicht bereits bei lediglich mäßiger Inflation nur noch kurzfristige Verträge abschließen, eben weil sie vom bedingungslosen Stabilisierungswillen der Notenbank überzeugt sein müssen. Vgl. Spahn (1998a), S. 13. Schließlich ist zu betonen, dass der Verweis auf einen konvexen Verlauf der Phillipskurve zur Erklärung progressiv steigender Outputkosten bei hoher Notenbankreputation ohnehin irreführend ist; dem Glaubwürdigkeitsansatz folgend müsste ein restriktiver Kurswechsel der Notenbank mit einer *Verschiebung der Phillipskurve* nach unten einhergehen.

wird die Ankündigung einer Zielinflationsrate durch die Notenbank - unterstützt durch eine Wechselkursfixierung sowie ein konsistentes Reformprogramm - positive Wirkungen auf die Inflationserwartungen und damit auf den Disinflationserfolg haben, da die transmissionstheoretischen Voraussetzungen unter diesen Bedingungen gegeben sind: "Credibility, however, is dependent not only upon the classical time inconsistency aspects (..), but also upon the expected implementability of the respective strategy (based on a specific nominal anchor) (..)." <sup>366</sup>

Die aufgrund der Angebotsschocks der siebziger Jahre verminderte Steuerbarkeit der Inflationsrate durch die Geldpolitik mag dazu geführt haben, dass es für bundesdeutsche Wirtschaftssubjekte in den Jahren der Ölkrisen und der daraus resultierenden niedrigen bis moderaten Inflationsraten sinnvoll war, Inflationserwartungen *adaptiv* zu bilden. Für polnische Wirtschaftssubjekte hingegen war es ratsam, Inflationserwartungen angesichts chaotischer Zustände aufgrund einer Inflationsrate von 151% (4. Quartal 1989, KPI) bzw. 552% (1. Quartal 1990, PPI) *rational* an der zum 01. Januar 1990 implementierten Wechselkursfixierung auszurichten. Dies lässt zumindest das dramatische Sinken der Inflationsrate (PPI) im 2. Quartal 1990 auf 1,4% vermuten (vgl. Abbildung 4-4).

Die Stabilisierung erfolgte hierbei vor dem Hintergrund einer realwirtschaftlichen Kontraktion, die in vergleichbarer Größenordnung auch in Tschechien und Ungarn zu verzeichnen war. Aus diesem Querschnittsvergleich kann geschlossen werden, dass die Kontraktion des Sozialprodukts in Polen weniger als Ausdruck einer hohen Opferrate denn als Ausdruck der Transformationskrise i.w.S. zu werten ist.

Als Zwischenfazit kann damit festgehalten werden, dass die aus monetärkeynesianischer Perspektive vorgetragenen Argumente gegen eine Anpassungsinflation nur bedingt überzeugend sind: Erstens bliebe nach dem Verzicht auf eine Währungsreform und nun auch auf eine Anpassungsinflation das Problem der Altschulden ungelöst, und zweitens lässt sich eine auftretende Hyperinflation - stabilisierungspolitischer Wille vorausgesetzt - vergleichsweise leicht stabilisieren.

---

<sup>366</sup> Wagner (1999b), S. 5.

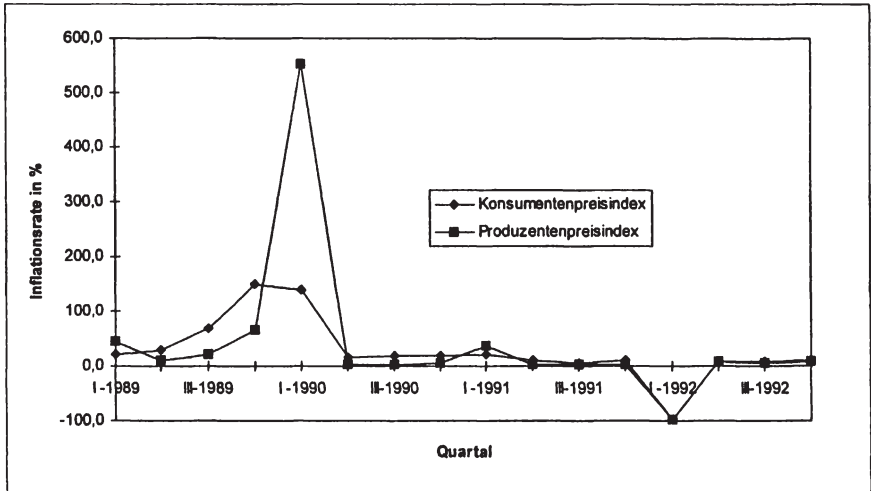


Abbildung 4-4: Hyperinflation und Stabilisierung in Polen 1989/90

Quelle: IMF (Grundzahlen)

#### 4.1.5 Implikationen und Probleme eines wechselkursgestützten Stabilisierungsprogramms

Die Glaubwürdigkeit eines Stabilisierungsprogramms hängt maßgeblich von dessen Konsistenz ab.<sup>367</sup> Dies wurde anhand zahlreicher Stabilisierungsprogramme in Mittel- und Lateinamerika eindrucksvoll bestätigt.<sup>368</sup> Im folgenden ist zu fragen, inwiefern dem Erfordernis wechselkursgerechter Fiskal- und Einkommenspolitik durch entsprechende Reform der Politikfelder in den gewählten Ländern Rechnung getragen wurde.

##### 4.1.5.1 Fiskalpolitik

Die Notwendigkeit einer Reform der Fiskalpolitik stellt sich in besonderem Maße, da die Wirtschaftsgeschichte zeigt, dass Hyperinflationen meist durch die Monetisierung von Budgetdefiziten bedingt waren. Im vorliegenden Zusam-

<sup>367</sup> Vgl. Sargent (1982); vgl. Diehl/Schweickert (1997), S. 19ff; vgl. Hochreiter (2000), S. 160f.

<sup>368</sup> Vgl. Schweickert (1993); vgl. Sachs/Tornell/Velasco (1996); vgl. Edwards (1993); vgl. Edwards (1998); vgl. Svensson (1994); vgl. Dornbusch/Fischer (1986), S. 40; vgl. Corden (1993), S. 203ff.

menhang stellt sich das Problem der Inflationssteuer zwar nicht *originär*, da die erwähnten inflationären Tendenzen auf den Abbau eines Geldüberhangs durch Preisliberalisierung zurückgeführt werden konnten. Das Problem könnte sich allerdings *derivativ* stellen, wie ein Modell von Dornbusch/Sturzenegger/Wolf nahe legt.<sup>369</sup> Diese diskutieren die Frage, welche Determinanten für die mögliche Entwicklung einer exzessiven Inflation zur Hyperinflation zu nennen sind, unter der pessimistischen Annahme, dass Budgetdefizite durch die Notenbank monetisiert werden. Die Auswirkungen von Inflation auf das Budgetdefizit - und damit ein möglicher Rückkoppelungseffekt des geldschöpfungsfinanzierten Budgetdefizits auf sich selbst – kann über mehrere Kanäle erfolgen, wobei der Nettoeffekt nur schwer abgeschätzt werden kann:

- Das Steueraufkommen des Staates nimmt aufgrund des Steuerzahlungslags real ab. Unter inflationären Bedingungen ergibt sich somit eine reale Entwertung der Steuereinnahmen im Zeitraum von der Entstehung der Steuerschuld über die Festsetzung der Steuerschuld bis hin zum Zeitpunkt des Eingangs der Steuerschuld bei den zuständigen Behörden (-)
- Aufgrund der durch die Inflation bedingten Unübersichtlichkeit der Planungshorizonte nimmt die Steuermoral der Wirtschaftssubjekte ab (-)
- Der in inländischer Währung denominierte Staatsschuldenbestand wird real entwertet (+)
- Bei ausbleibender Anpassung der Löhne der im öffentlichen Sektor Beschäftigten an die Inflation sinken die realen Staatsausgaben (+)

Eine Anpassungsinflation *kann* somit dramatische Feedback-Effekte haben, wenn die inflationsbedingte Entwicklung der realen Staatseinnahmen *ceteris paribus* rückläufig ist und Budgetdefizite endogen durch Notenbankkredite alimentiert werden.<sup>370</sup>

Eine inflationsbedingte Vergrößerung des Budgetdefizits im Zuge der Anpassungsinflation in *Polen* konnte jedoch nicht festgestellt werden (vgl. Tab. 3.5). Die der Preisliberalisierung folgende Phase der Hyperinflation im 1. Quartal 1990 war zunächst durch eine Erhöhung des Steueraufkommens gekennzeichnet, was in Verbindung mit Subventionskürzungen auf der Ausgabenseite sogar zu einem *Budgetüberschuss* im Gesamtjahr 1990 führte. Der Olivera-Tanzi-Effekt blieb quantitativ bedeutungslos und wurde durch eine Besonderheit des von den polnischen Reformern zunächst übernommenen Steuersystems aus der

<sup>369</sup> Vgl. Dornbusch/Sturzenegger/Wolf (1990), S. 8ff; vgl. Cagan (1956).

<sup>370</sup> Vgl. Tanzi (1977); vgl. Herr (1993), S. 24; vgl. Bähr (1994), S. 31.

zentralverwaltungswirtschaftlichen Ära überkompensiert: Die überragende Bedeutung der Gewinnbesteuerung bewirkte im Zuge der Anpassungsinflation und der daraus resultierenden Entstehung exzessiver Unternehmensgewinne ein beträchtliches, wenngleich einmaliges Steueraufkommen aus der Körperschaftsteuer.<sup>371</sup> Angesichts des polnischen Falles kann somit festgehalten werden, dass eine hohe Inflationsrate zwar negative Auswirkungen auf das Budget haben *kann*, aber nicht zwangsläufig haben *muss*, da Sonderformen in der Ausgestaltung des Steuersystems den unterstellten Wirkungszusammenhang durchaus überlagern können. Es ist zu vermuten, dass der Budgetüberschuss die Glaubwürdigkeit des polnischen Wechselkursversprechens erhöht hat.<sup>372</sup>

Die entspannte Lage des polnischen Haushalts im Jahr 1990 war jedoch kein Dauerzustand. Die weitere Entwicklung der Ausgabenseite war durch drastisch steigende Sozialausgaben einerseits bei nur mäßig sinkenden Ausgaben für Subventionen sowie staatliche Investitionen andererseits gekennzeichnet – ein Dilemma, das für die Transformationsländer typisch war.<sup>373</sup> Die Entwicklung der Einnahmenseite reflektierte die Problematik des Aufbaus eines neuen Steuersystems: Nachdem das Aufkommen aus der Gewinnsteuer mit dem Abebben der Hyperinflation drastisch zurückging, brach das Steueraufkommen ein. Die Inkonsistenz des polnischen Steuersystems zeigte sich zu diesem Zeitpunkt unter anderem darin, dass das Aufkommen der eigentlich als Lenkungssteuer konzipierten *popiwiek* zwischen 1990 und 1991 von 4,5 auf 12,8% des gesamten Steueraufkommens stieg. Die prekäre Haushaltssituation entspannte sich erstmals grundlegend mit Einführung der Mehrwertsteuer im Juli 1993.

Eine Analyse sämtlicher Transformationsländer unter dem Gesichtspunkt der Tragbarkeit ihrer Verschuldung wurde unter anderem von Budina/Wijnbergen vorgenommen. Demzufolge führte die Interaktion zwischen den einschlägigen Parametern Primärdefizit, Zinssatz und Wachstumsrate des Sozialprodukts sowie dem Aufkommen aus der Inflationssteuer zwischen 1991 und 1996 zu folgenden Ergebnissen: *Polen* gilt als ein Land, dessen Verschuldungsgebaren als „sustainable“ einzuschätzen ist.<sup>374</sup> Hinsichtlich der Frage, welche Gründe für die „sustainability“ zu identifizieren sind, werden neben den bereits thematisierten einmaligen Positiveffekten der Inflation auf das Steueraufkommen das ab 1993 einsetzende Wirtschaftswachstum, das ab 1993 bedeutsame Aufkommen

<sup>371</sup> Vgl. Lenzner (1998), S. 187f; vgl. Bruno (1993), S. 230f.

<sup>372</sup> Vgl. Lenzner (1998), S. 187.

<sup>373</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.3.

<sup>374</sup> Vgl. Budina/Wijnbergen (1997), S. 51.

aus der reformierten Mehrwertsteuer sowie konsequente Subventionskürzungen genannt.<sup>375</sup> Das Verschuldungsgebaren *Tschechiens* ist nach Budina/Wijnbergen ebenfalls als tragbar zu klassifizieren.<sup>376</sup> Auch hier erwies sich das ausgeglichene öffentliche Budget im Ausgangspunkt der Reformbemühungen als hilfreich. Zur Konsolidierung der Einnahmenseite wurde zu Beginn des Transformationsprozesses eine Steuerreform durchgeführt. Auf der Ausgabenseite entfielen ab 1993 die Transfers für den slowakischen Landesteil. *Ungarn* zeichnet sich durch ein Verschuldungsgebaren aus, welches nach Budina/Wijnbergen keine Unbedenklichkeitsbescheinigung verdient hat („borderline case“).<sup>377</sup>

Die Analyse und Interpretation von Budgetdefiziten in Mittel- und Osteuropa kann jedoch nicht ohne Relativierung erfolgen. Dies liegt darin begründet, dass öffentlicher und privater Sektor während der Transformationsphase nicht eindeutig abgrenzbar sind und damit ein erhebliches *Messproblem* vorliegt.<sup>378</sup> Anhand von zwei Problemfeldern soll dies beispielhaft dargestellt werden: Erstens ist zu konstatieren, dass Unternehmen im sozialistischen Mittel- und Osteuropa über die betriebliche Leistungserstellung hinaus auch mit Aufgaben betraut waren, die aus westlicher Sicht als öffentliche Aufgabe zu bezeichnen sind. Als Beispiele sind die Aufrechterhaltung eines Gesundheitsdienstes für die Beschäftigten, Aus- und Weiterbildung, Bereitstellung preisgünstigen Wohnraums etc. zu nennen. Von Bedeutung ist auch, dass es zur Vermeidung offener Arbeitslosigkeit vielfach zu einer Überbesetzung von Arbeitsplätzen kam.<sup>379</sup> Solange die Unternehmen von derartigen Aufgaben nicht entbunden sind, agieren sie während der Transformationsphase als quasi-öffentliche Institution. Zweitens ist die Problematik der uneinbringlichen Kredite im Bankenwesen zu nennen. Unabhängig davon, ob der Schuldner eines notleidenden Kredits ein Unternehmen in Staats- oder Privatbesitz ist, ist zu erwarten, dass das Ausfallrisiko vollständig oder teilweise vom Staat getragen wird.<sup>380</sup> Zusammenfassend bedeutet dies, dass die statistische Erfassung und Ausweisung eines fiskalischen Defizits in den Transformationsländern weitaus problematischer ist als in Marktwirtschaften, da zu dem bekannten fiskalischen Defizit ein quasifiskalisches Defizit in nicht quantifizierbarer Höhe hinzutritt.<sup>381</sup> Damit ist die oben

<sup>375</sup> Vgl. Budina/Wijnbergen (1997), S. 55; vgl. Lenzner (1998), S. 189.

<sup>376</sup> Vgl. Budina/Wijnbergen (1997), S. 51.

<sup>377</sup> Vgl. Budina/Wijnbergen (1997), S. 51.

<sup>378</sup> Vgl. Herr (1994), S. 48; vgl. Tanzi (1993), S. 697ff; vgl. Fuest/Huber (1997), S. 115.

<sup>379</sup> Vgl. Fuest/Huber (1997), S. 115.

<sup>380</sup> Vgl. Kapitel 4.3.

<sup>381</sup> Vgl. Tanzi (1993), S. 698.

referierte Einschätzung der „sustainability“ der Staatsverschuldung in den bezeichneten Ländern mit Vorbehalt zu interpretieren.

Jenseits dieses Messproblems ist auch die *Konzeption* traditioneller Schuldenindikatoren wie z.B. die Stabilisierung der Schuldenquote zu relativieren. So ist zu fragen, ob die strikte Vermeidung deutlicher Budgetdefizite in den ersten Jahren des Transformationsprozesses überhaupt sinnvoll ist. Worin könnten die Opportunitätskosten einer bedingungslosen Austeritätspolitik bestehen? Unter der Annahme, dass die Einnahmenseite des öffentlichen Budgets einen für mehrere Jahre exogenen Faktor darstellt, bliebe zur Vermeidung von Defiziten lediglich die Kürzung von Ausgabenkomponenten. Genau diese Option wäre jedoch mit der Gefahr verbunden, dass der Transformationsprozess als solcher gefährdet wird.<sup>382</sup> So könnte die Regierung unter diesen Umständen dazu neigen, die für den Transformationserfolg konstitutive, aber kostenintensive Maßnahme der Umstrukturierung und Privatisierung ehemaliger Staatsunternehmen aufzuschieben bzw. ganz aufzugeben. Alternativ könnte sich die Regierung dazu gezwungen sehen, zur Finanzierung der systemtransformierenden Maßnahmen auf die Inflationssteuer zurückzugreifen.<sup>383</sup> Letzteres würde das Ziel der Vermeidung einer realen Überbewertung auf *direktem* Wege unmöglich machen.

Zumindest für die Stichhaltigkeit der letztgenannten Vermutung lassen sich empirische Indizien finden. Wie bereits dargestellt wurde, sahen die Zentralbankstatuten der polnischen Notenbank zunächst eine strikte Begrenzung der Kreditfinanzierung des Staates durch die Notenbank vor (Ankauf von Schatzwechseln des Staates in Höhe von maximal 2% der geplanten Staatsausgaben). Diese formale Unabhängigkeit der Notenbank wurde jedoch 1991 bis 1997 vom Parlament mehrere Male durch einfachen Mehrheitsbeschluss außer Kraft gesetzt und die Notenbank gezwungen, höhere Kreditbeträge durch den Ankauf von Schatzwechseln bereitzustellen.<sup>384</sup> Ähnliche Indizien finden sich im Falle Ungarns, wo beispielsweise 1993 das offizielle Budgetdefizit/BIP in Höhe von ca. 7% fast vollständig durch Geldschöpfung finanziert wurde.<sup>385</sup>

Aus den genannten Gründen ist die Verfolgung eines überambitionierten Verschuldungspfades daher nicht ratsam bzw. nicht möglich. Es existieren Anhaltspunkte dafür, dass die Fiskalpolitik vor dem Hintergrund einer rigiden Wechselkursbindung auf Dauer zu expansiv wirkt.

---

<sup>382</sup> Vgl. Fuest (1997), S. 117f; vgl. Tanzi (1993), S. 704ff.

<sup>383</sup> Vgl. Fuest/Huber (1997), S. 118.

<sup>384</sup> Vgl. Hochreiter//Kowalski (2000), S. 11; vgl. Lenzner (1998), S. 189.

<sup>385</sup> Vgl. Hochreiter/Rovelli/Winckler (1996), S. 641.



#### 4.1.5.2 Lohnpolitik

Im folgenden ist zu fragen, ob die Lohnpolitik dem übergeordneten Ziel der Wechselkursbindung Rechnung tragen konnte. Wie bereits gezeigt, war den Transformationsländern insbesondere zu Beginn des Transformationsprozesses eine gewisse Nominallohndynamik inhärent, da bei Lohnverhandlungen in staatlichen Betrieben die Vertretung des Kapitalinteresses nicht gewährleistet war.<sup>386</sup> Ferner existierte - wie bei jedem Stabilisierungsprogramm - die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale.

Die Absicherung eines wechselkursgestützten Stabilisierungsprogramms könnte durch Einkommenspolitik im Sinne staatlicher Eingriffe in den Arbeitsmarkt erfolgen. Als Ausprägungen kommen unter anderem die Implementierung von *Lohnrichtlinien* in Verbindung mit einer Lohnzuwachssteuer sowie die Entwicklung *korporatistischer Lohnfindungssysteme* in Frage.<sup>387</sup> Hinsichtlich der Fallstudien lässt sich feststellen, dass in allen Ländern beide Ausprägungen der Einkommenspolitik praktiziert wurden. Diese sollen im folgenden dargestellt werden, wobei die ausführliche Schilderung eines jeden Instruments jeweils auf ein Land beschränkt bleibt, da sie für die anderen Länder exemplarisch ist und für die Beantwortung der vorliegenden Fragestellung ausreicht.

Eine erste, frühe Initiative der Einkommenspolitik in *Polen* stellte 1990 die im Zuge des Stabilisierungsprogramms eingeführte Lohnzuwachssteuer *popiwek* dar.<sup>388</sup> Ziel der *popiwek* war die Realisierung einer deutlichen Reallohnkürzung zu Beginn des Transformationsprozesses sowie die Verhinderung einer Lohn-Preis-Spirale. Die Lohnrichtlinie ergab sich aus einer teilweisen Indexierung: Zu Beginn des Stabilisierungsprogramms 1990 betrug der Indexierungsfaktor - bezogen auf den Anstieg des Konsumentenpreisindex - 0,2-0,3, ab August

---

<sup>386</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.4.

<sup>387</sup> Vgl. Ahmad/Coricelli/Revenga (1992), S. 4. Die Korporatismusforschung beschäftigt sich allgemein mit dem Vergleich von Systemen des Interessenaustauschs. Bezogen auf den vorliegenden Zusammenhang der Lohnfindung i.w.S. geht es um den Zentralisierungsgrad der Lohnverhandlungen - ein Aspekt, der die Länder Mittel- und Osteuropas mit ihrer ehemals zentralistischen Struktur für den Korporatismus augenscheinlich prädestiniert - sowie die Einbeziehung der Arbeitsmarktparteien in den wirtschaftspolitischen Zielfindungs- und Entscheidungsprozess. Vgl. Fischer (1997), S. 116f; vgl. Jackman (1992), S. 92ff.

<sup>388</sup> Vgl. Ahmad/Coricelli/Revenga (1992), S. 13; vgl. Müller (1995), S. 70ff. Vgl. im folgenden Geißler (1999), S. 73ff. Zur Lohnzuwachssteuer (tax-based-incomes-policy) im allgemeinen vgl. Wallich/Weintraub (1971); vgl. Seidman (1979); vgl. Gapinski (1986); bezogen auf Mittel- und Osteuropa vgl. Tait/Erbas (1997).

0,6.<sup>389</sup> Steuersubjekte waren Unternehmen mit einer staatlichen Beteiligung von mindestens 50%.<sup>390</sup> Steuertatbestand waren Lohnerhöhungen, die oberhalb einer vorgegebenen Lohnrichtlinie lagen. Grundlage der Besteuerung war 1990 die betriebliche Lohnsumme, ab 1991 wurden die Durchschnittslöhne eines Betriebes zugrunde gelegt. Überstieg die monatliche Lohnsumme bzw. die Durchschnittsentlohnung die fest gelegte Norm um bis zu 3%, galt ein Steuersatz von 100%. Lag die Überschreitung höher, galt ein Steuersatz von 200% usw., so dass sich ein progressiver Tarif der popiwek ergab. Um Steuerumgehung zu verhindern, erfasste die popiwek auch Gewinnprämien an die Belegschaft, wobei ebenfalls eine Norm formuliert wurde: Die Prämien aus dem Nettogewinn unterhalb eines bestimmten Anteils (8,5%) an der Lohnsumme blieben steuerfrei; darüber hinausgehende Prämienzahlungen wurden einer progressiven Besteuerung unterworfen.<sup>391</sup>

Die Frage, ob die popiwek mäßigend auf die Lohn-Preis-Dynamik einwirken konnte und somit zur Glaubwürdigkeit des wechselkursgestützten Stabilisierungsprogramms beigetragen hat, ist nicht eindeutig beantwortbar.<sup>392</sup> Die vertretbare These einer nur geringen Effektivität der popiwek lässt sich unter anderem damit belegen, dass vor allem staatliche Großunternehmen die Lohnrichtlinien deutlich überschritten und die Lohnzuwachssteuer trotz negativen Grenzgewinns bereitwillig zahlten – ein Verhalten, das ausschließlich mit dem Fortbestehen weicher Budgetrestriktionen erklärt werden kann.<sup>393</sup>

Anzeichen einer korporatistischen Einkommenspolitik im Falle *Ungarns* lassen sich bereits für das Jahr 1988 ausmachen.<sup>394</sup> Damals bildete sich ein „Nationaler

<sup>389</sup> Vgl. Blanchard/Layard (1992), S. 55; vgl. Calvo/Coricelli (1992), S. 181.

<sup>390</sup> Durch die Beschränkung des Anwendungsbereichs auf Staatsunternehmen sollte ferner die Akzeptanz der Arbeitnehmer zur Privatisierung erhöht werden. Vgl. Jackman (1992), S. 91; vgl. Geißler (1999), S. 73f.

<sup>391</sup> Auch in *Tschechien* praktizierte man eine Lohnzuwachssteuer: In staatlichen Unternehmen mit mehr als 25 Mitarbeitern wurde bei Realloohnerhöhungen oberhalb einer bestimmten Norm eine progressiv gestaffelte Steuer erhoben. Vgl. Stippler (1998), S. 168 (FN); vgl. Klein (1996), S. 215; vgl. Ahmad/Coricelli/Revenga (1992), S. 13. In *Ungarn* galt eine ähnliche Regelung. Vgl. Klein (1996), S. 218; vgl. Ahmad/Coricelli/Revenga (1992), S. 13.

<sup>392</sup> Vgl. Coricelli/Revenga (1992), S. 26f; vgl. Boeri/Terrell (2002), S. 65.

<sup>393</sup> Vgl. Klein (1996), S. 213; vgl. Coricelli/Revenga (1992), S. 27.

<sup>394</sup> Vgl. Kuntze (1998), S. 40ff; vgl. Müller (1995), S. 196ff. In *Polen* trat an die Stelle der popiwek ein „Pakt über die Staatsbetriebe“. Vgl. Geißler (1999), S. 77ff. Dieser sah die Einrichtung einer dreiseitigen Kommission (komisja trojstronna) vor, die sich aus den Parteien Regierung, Gewerkschaften und Arbeitgeberverband zusammensetzt. Aufgabe der Kommission war die Moderierung der Lohnpolitik vor dem Hintergrund der gesamt-

Rat für Interessenausgleich“ aus Repräsentanten von Regierung, Gewerkschaften und Unternehmerverbänden, der 1990 zum „Rat für Interessenausgleich“ mutierte.<sup>395</sup> Die Kompetenzen des Rats waren zweifach: Erstens verfügte der Rat über ein sogenanntes prälegislatives Konsultationsrecht. Dies bedeutet, dass der Rat das Recht hatte, im Vorfeld des Gesetzgebungsverfahrens von Wirtschafts-, Arbeits- und Sozialgesetzen informiert und gehört zu werden. Im Falle von Mindestlöhnen, Arbeitszeit, Kündigungsvorschriften, Feiertagsregelungen etc. besaß der Rat darüber hinaus das Genehmigungsrecht.<sup>396</sup> Zweitens formulierte der Rat Empfehlungen für Lohnerhöhungen. Diese Empfehlungen basierten auf einer gemeinsam erarbeiteten Inflationsprognose, wobei die Lohnempfehlung eine durchschnittliche Steigerungsrate und eine maximale Steigerungsrate enthielt. An diesem Punkt zeigte sich jedoch die mangelnde Durchsetzungsfähigkeit des Rats: Nachdem selbst innerhalb des Rats Uneinigkeit hinsichtlich der Frage herrschte, ob die Empfehlungen lediglich Vorschlagscharakter haben oder verbindlich sein sollten, interpretierte die Regierung die Empfehlungen des Rates als unverbindlich.<sup>397</sup> So wurden die Resolutionen des Rates von der Regierung entweder ignoriert oder nach eigenem Ermessen abgeändert; im Rückblick zeigte sich, dass die vom Rat empfohlene Maximalrate der Nominallohnentwicklung meist eingehalten wurde, die Durchschnittsrate jedoch stets überschritten wurde.<sup>398</sup> Die Situation kulminierte im Jahr 1994/95, als der Rat angesichts massiver makroökonomischer Instabilitäten von der neugewählten ungarischen Regierung Horn bei der Festlegung des Nominallohnwachstums im staatlichen Sektor im Zuge des Stabilisierungsprogramms vom März 1995 übergangen wurde.<sup>399</sup>

Eine abschließende Wirkungsanalyse der staatlichen Regulierung bzw. Einflussnahme auf die Lohnpolitik ist schwierig. Es existieren jedoch Indizien für das Fortdauern weicher Budgetrestriktionen sowie für die Tatsache, dass es sich bei dem ungarischen „Rat für Interessenausgleich“ um einen „Pseudokorporatismus“ handelte. Letztere Einschätzung resultiert aus der Tatsache, dass korporatistische Lohnfindungssysteme besondere Merkmale des Verbändewesens voraussetzen: Repräsentationsmonopol von Arbeitnehmer- und Arbeitgeberver-

---

wirtschaftlichen Situation. Auch in *Tschechien* wurde die Einrichtung einer trilateralen Kommission („Wirtschafts- und Sozialrat“) betrieben. Vgl. Klein (1996), S. 215; vgl. Brüggemann/Gabrisch/Kämpfe et al. (2000), S. 159f.

<sup>395</sup> Vgl. Brusis (1994), S. 5ff.

<sup>396</sup> Vgl. Kuntze (1998), S. 41.

<sup>397</sup> Vgl. Sell (1999), S. 184f.

<sup>398</sup> Vgl. Kuntze (1998), S. 41; vgl. Sell (1999), S. 185f.

<sup>399</sup> Vgl. Sell (1999), S. 185.

band sowie Verpflichtungsfähigkeit der jeweiligen Zentrale gegenüber nachgeordneten Organisationsebenen.<sup>400</sup> Diese Voraussetzungen waren in den betrachteten Ländern nicht gegeben. Insbesondere mit Blick auf die Arbeitnehmerseite fällt auf, dass mit dem Beginn der Reformprozesse eine Zersplitterung der Gewerkschaftsbewegung einsetzte, was die Koordination der Interessen erschwerte.<sup>401</sup>

- Das alte System der Einheitsgewerkschaft wurde abgelöst durch Gewerkschaftspluralismus.<sup>402</sup> Die Gewerkschaften der Neuzeit differenzierten sich einerseits entsprechend ihrer Vergangenheit (Nachfolgeorganisation der ehemaligen Einheitsgewerkschaft oder Gewerkschaftsneugründung) und andererseits entsprechend ihrer Branchenzugehörigkeit aus: In *Ungarn* kam es im März 1990 zur Auflösung der bisherigen Einheitsgewerkschaft, was schließlich zur Bildung von vier branchenspezifischen Nachfolgegewerkschaften und weiteren Konföderationen führte.<sup>403</sup> Daneben wurden zahlreiche neue Gewerkschaften gegründet sowie sogenannte „Arbeiterräte“ auf Betriebsebene, die sich bewusst von den Gewerkschaften abgrenzten. „Ein gemeinsames Charakteristikum des Gewerkschaftspluralismus in allen betrachteten Ländern ist, dass es an einer eindeutigen, komplementären Abgrenzung der Mitgliederdomäne der einzelnen Dachverbände mangelt. Deren Domänen überlappen sich in einem Ausmaß, das Rivalität und Konkurrenz um Mitglieder zum Normalfall der zwischengewerkschaftlichen Beziehungen werden lässt.“<sup>404</sup>
- Die Einzelgewerkschaften verfügten gegenüber ihrer Dachorganisation über eine relativ starke Stellung, die darin zum Ausdruck kam, dass die Dachorganisation die nachgeordneten Organisationsebenen nicht auf ihre Politik verpflichten konnte.<sup>405</sup>
- Schließlich sank auch der Organisationsgrad der Arbeitnehmer; in *Ungarn* fiel der gewerkschaftliche Organisationsgrad in der ersten Hälfte der neunziger Jahre von ca. 90% auf 30-60%.<sup>406</sup>

---

<sup>400</sup> Vgl. Traxler (1995), S. 189.

<sup>401</sup> Vgl. OECD (1995), S. 66f. In Analogie zur Arbeitnehmerseite ist auch die Arbeitgeberseite hochgradig fragmentiert. Vgl. Sell (1999), S. 125ff.

<sup>402</sup> Vgl. Traxler (1995), S. 193.

<sup>403</sup> Vgl. Sell (1999), S. 116ff.

<sup>404</sup> Traxler (1995), S. 193f.

<sup>405</sup> Vgl. Flanagan (1994), S. 182f; vgl. Traxler (1995), S. 194.

<sup>406</sup> Vgl. Flanagan (1994), S. 182; vgl. Sell (1999), S. 119f.

Eine derart fragmentierte Verbändestruktur ist unter Korporatismusgesichtspunkten äußerst problematisch, da weder ein Repräsentationsmonopol der handelnden Akteure gegenüber der jeweiligen Interessengruppe noch die Verpflichtungsfähigkeit der Dachverbände gegenüber nachgeordneten Organisationsebenen gewährleistet ist.<sup>407</sup>

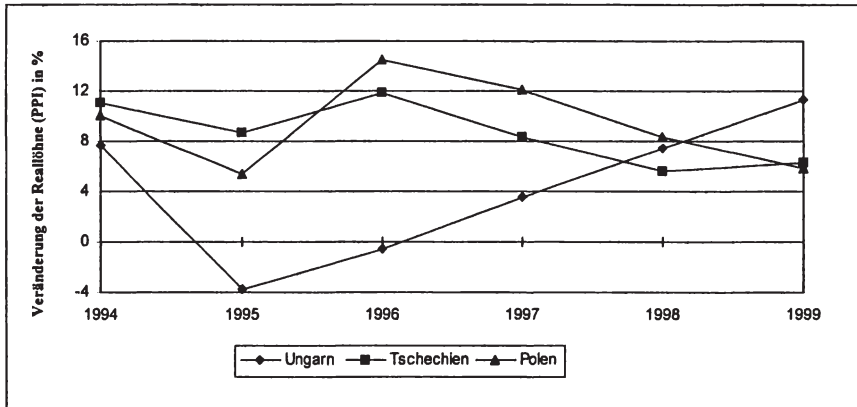


Abbildung 4-5: Reallöhne in PL, CZ und H

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

Abschließend bleibt die vorteilhafte Reallohnentwicklung Ungarns 1995/96 zu erklären. Diese ist Ausfluss des Stabilisierungsprogramms vom März 1995, als im Vorfeld der Einführung des crawling bands eine letztmalige kräftige Abwertung um 9% vollzogen wurde.<sup>408</sup> Zur Vermeidung einer Lohn-Preis-Spirale griff die Regierung nochmals auf das Instrument der Lohnkontrolle zurück. Interessant ist jedoch die Tatsache, dass der Anwendungsbereich der Lohnkontrolle auf den staatlichen Sektor beschränkt war, die Regierung jedoch auf einen mäßigen-

<sup>407</sup> Schließlich indiziert auch die Tatsache, dass die mit Hilfe der Lohnzuwachssteuer abgesicherten Lohnrichtlinien der ersten Transformationsjahre in aller Regel nur für den Staatssektor galten, ein Konfliktfeld zwischen „Stabilisierung“ und „Allokation“: So sehr eine unregulierte Lohnbildung im neugegründeten privaten Sektor unter Stabilisierungsgesichtspunkten problematisch ist, so wünschenswert ist ein deutliches Reallohndifferential zwischen staatlichem und privatem Sektor unter Allokationsgesichtspunkten.

<sup>408</sup> Vgl. Kapitel 3.3.3.2.

den „Demonstrationseffekt“ gegenüber dem privaten Sektor hoffte - und hiermit offensichtlich Erfolg hatte (vgl. Abbildung 4-6).<sup>409</sup>

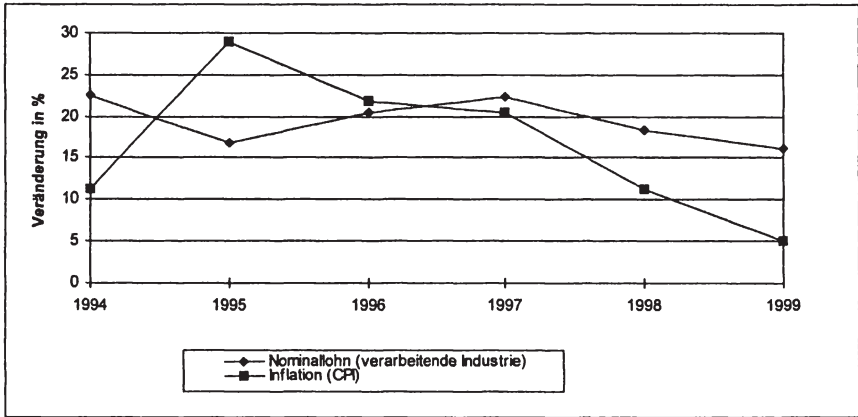


Abbildung 4-6 Komponenten der Reallohnentwicklung in Ungarn

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

### Exkurs: Produktivitätsentwicklung

Alternativ könnte der Produktivitätsfortschritt forciert werden mit dem Kalkül einer Neutralisierung exogener expansiver Lohnpolitik, die sonst zu Preissteigerungen führen würde.<sup>410</sup> So hat Ungarn primär über eine günstigere Reallohnentwicklung zwischen 1993 und 1999, aber auch über eine höhere Produktivitätsentwicklung als Polen oder Tschechien ein Sinken der Lohnstückkosten realisiert (vgl. Tabelle 4-2).

<sup>409</sup> „There is no binding incomes policy guiding wages in the private sector, but the Government expects that the contraction of wages in the public sector will produce a *demonstration effect* (Hervorhebung P.K.) and help constrain wages in the private sector as well.“ World Bank (1995), S. 12; vgl. Dornbusch/Fischer (1993), S. 29; vgl. Kutan/Brada (1999), S. 8. Bei wohlwollender Betrachtung erinnert dieses Moment an eine verhaltensorientierte Wirtschaftspolitik des „moral suasion“, faktisch jedoch eher an ein „muddling through“.

<sup>410</sup> Vgl. Gabrisch (1997), S. 23.

	<b>Lohnstückkosten</b> <b>in DM</b>	<b>Reallohn</b>	<b>Produktivität</b>
<b>Ungarn</b>	-29,8	27,6	79,0
<b>Tschechien</b>	22,0	64,5	67,4
<b>Polen</b>	5,6	70,8	72,4

Tabelle 4-2: Lohnstückkosten, Reallohn und Produktivität 1993-1999 in PL, CZ und H (Veränderung in %)

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

Aus der Vielzahl möglicher Erklärungsansätze für die Produktivitätsentwicklung eines Landes soll hier lediglich ein Aspekt hervorgehoben werden: So kontrovers der mögliche Entwicklungsbeitrag volatilen Portfoliokapitals diskutiert wird, so unstrittig ist die Positivwirkung ausländischer Direktinvestitionen (vgl. Tabelle 4-3).<sup>411</sup>

<sup>411</sup> Im vergangenen Jahrzehnt verzeichneten die Länder Mittel- und Osteuropas fast ausnahmslos Leistungsbilanzdefizite. Einem Leistungsbilanzdefizit steht zwangsläufig ein Kapitalbilanzüberschuss gegenüber, dessen Zusammensetzung für die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes Konsequenzen hat. Kapitalimporte werden in Portfolioinvestitionen und Direktinvestitionen unterteilt, wobei die Abgrenzung zwischen beiden Kategorien nach dem Investitionsmotiv erfolgt. Während Portfolioinvestitionen reine Kapitalanlageentscheidungen darstellen, zielen Direktinvestitionen darauf ab, die Geschäftspolitik eines Unternehmens zu beeinflussen. Die dabei möglichen Ausprägungen einer Direktinvestition sind der Aufbau eigener Tochterunternehmen sowie der Kauf bereits bestehender Unternehmen im Ausland. Der Erklärungsansatz von J. H. Dunning umfasst drei notwendige und insgesamt hinreichende Bedingungen für das Zustandekommen ausländischer Direktinvestitionen; vgl. Dunning (1979); vgl. Dunning (1981); vgl. Lipsey/Feenstra/Hahn et al. (1999), S. 331f:

1. Das Unternehmen verfügt gegenüber seinen Konkurrenten über firmenspezifische Wettbewerbsvorteile. Die Notwendigkeit firmenspezifischer Wettbewerbsvorteile für die Gründung von Auslandsniederlassungen resultiert aus der Tatsache, dass ein ausländischer Investor gegenüber inländischen Konkurrenten Wettbewerbsnachteile hat. Diese Nachteile bestehen in höheren Kosten der Informationsbeschaffung über institutionelle und rechtliche Rahmenbedingungen des Gastlandes sowie in höheren Kommunikationskosten durch den Kontakt zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft. Unter diesen Umständen ist eine Direktinvestition nur dann lohnenswert, wenn das betreffende Unternehmen über firmenspezifische Wettbewerbsvorteile verfügt, die die Nachteile gegenüber einheimischen Konkurrenten aufwiegen. Diese Wettbewerbsvor-

	<b>kumulierter Nettozufluss (in Mio. US-\$)</b>	<b>kumulierter Nettozufluss (in Mio. US-\$ pro Einwohner)</b>
<b>Ungarn</b>	17.770	1.764
<b>Tschechien</b>	14.924	1.447
<b>Polen</b>	20.047	518

Tabelle 4-3: Ausländische Direktinvestitionen 1989-1999 in PL, CZ und H

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

Die Attrahierung ausländischer Direktinvestitionen kann wirtschaftspolitisch gefördert werden. Im vorliegenden Zusammenhang ist vor allem der mit Direktinvestitionen verbundene Transfer von Technologie und Wissen von Interesse.<sup>412</sup> Der relevante Aspekt des damit angesprochenen Globalisierungsphäno-

---

teile können z.B. aus technologischen Wissensvorsprüngen, überlegenen Marketingkenntnissen oder besonderen organisatorischen Fähigkeiten bestehen.

2. Es ist lohnenswert, die Verwertung der firmenspezifischen Wettbewerbsvorteile zu internalisieren. Diese Tatsache ist insofern von Bedeutung, als die Verwertung unternehmensspezifischer Wettbewerbsvorteile nur möglich ist, wenn andere von deren Nutzung ausgeschlossen werden können. Die Absicherung von Eigentumsrechten an geistigem Eigentum ist jedoch mit erheblichen Transaktionskosten verbunden. Für ein mit firmenspezifischen Wettbewerbsvorteilen ausgestattetes Unternehmen kann es deswegen sinnvoll sein, die Erschließung des Auslandsmarktes nicht mit Hilfe grenzüberschreitender Lizenzverträge, sondern mittels Direktinvestitionen zu verfolgen. Die Internalisierung von Märkten stellt eine effiziente Internationalisierungsform dar, solange die dabei auftretenden marginalen Organisationskosten geringer sind als die marginalen Transaktionskosten.
3. Das Zielland der Direktinvestition weist gegenüber anderen Ländern signifikante Standortvorteile auf. Im Vergleich zur Produktzyklustheorie versteht der "eclectic approach" unter Standortvorteilen nicht nur Faktorkostenvorteile, sondern auch Unterschiede in den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen der betrachteten Länder. Insbesondere Industrieländer, die sich auf einem vergleichbaren Stand der wirtschaftlichen Entwicklung befinden, konkurrieren demzufolge mittels unterschiedlicher Regulierungsniveaus sowie unterschiedlichen Höhen der Besteuerung. Verfügt ein Unternehmen über firmenspezifische Wettbewerbsvorteile, deren Internalisierung unter Kostengesichtspunkten ratsam erscheint, so wird es zur Direktinvestition kommen, wenn Standortvorteile im Ausland eine Standortverlagerung lohnenswert machen.

<sup>412</sup> Vgl. Hunya (2001), S. 127f; vgl. Borensztein/DeGregorio/Lee (1998). Hierzu flankierend kann die produktivitätssteigernde Wirkung ausländischer Direktinvestitionen auch durch eine im Vergleich zu inländischen Unternehmen bessere Unternehmenskontrolle (corporate control) erklärt werden. Vgl. Burniaux (1995), S. 111ff.



mens ist die in den letzten Dekaden erhöhte Diffusionsgeschwindigkeit innovativer Technologien durch die zunehmende Bedeutung multinationaler Unternehmen.

#### 4.1.6 Zwischenergebnis

Zusammenfassend ist zu konstatieren, dass eine Anpassungsinflation insbesondere bei einem großen Geldüberhang eine Chance darstellt, da sie eine Entschuldung finanzieller Institutionen ermöglicht und schnell stabilisiert werden kann. Mittel- bis langfristig ist eine Politik der Wechselkursfixierung jedoch zum Scheitern verurteilt, da Fiskal- und Einkommenspolitik sowie weitere Faktoren zwangsläufig das sustainability-Kriterium verletzen.

Persistente *moderate Inflationsraten* gehören somit zu den stilisierten Fakten der Transformationsländer Mittel- und Osteuropas. So ist es allen betrachteten Transformationsländern binnen weniger Jahre gelungen, die Inflationsrate auf Werte von 15-30% p.a. zu reduzieren. Die dauerhafte Senkung von Inflationsraten auf unter 10% p.a. blieb jedoch die Ausnahme. Ausgehend von einem mangelnden Inflationsgleichschritt ist angesichts des Wechselkurses als *Zwischenschritt der Geldpolitik* die Frage von Interesse, welche *Bewältigungsstrategien auf außenwirtschaftspolitischer Ebene* möglich sind, um die Gefahr einer realen Überbewertung zu reduzieren.

## 4.2 Außenwirtschaftspolitik

### 4.2.1 Vorbemerkungen

Die Diagnose einer realen Über- bzw. Unterbewertung ergibt sich aus der Diskrepanz zwischen dem tatsächlichem realen Wechselkurs und dem gleichgewichtigen realen Wechselkurs. Der *tatsächliche reale Wechselkurs*  $e_i^r$  berechnet sich aus dem nominalen Wechselkurs, der um die Inflationsdifferenz entsprechend des gewählten Preisindex (Konsumentenpreisindex, Produzentenpreisindex, Preisindex der handelbaren Güter etc.) bereinigt wird:

$$e_i^r = e \frac{P^*}{P}$$

Der *gleichgewichtige reale Wechselkurs* besitzt die Eigenschaft, mit internem Gleichgewicht (z.B. operationalisiert durch die NAIRU) und externem Gleich-

gewicht (z.B. operationalisiert durch eine ausgeglichene Leistungsbilanz) konsistent zu sein.<sup>413</sup>

Der gleichgewichtige reale Wechselkurs kann Änderungen unterworfen sein. Für Länder mit aufholendem Wachstum gilt dies in besonderem Maße. Eine wichtige Determinante hierbei ist der *Balassa-Samuelson-Effekt*.<sup>414</sup> Dabei handelt es sich um die Erscheinung, dass in aufholenden Ländern die Produktivität im Sektor der handelbaren Güter schneller steigt als im Sektor der nicht-handelbaren Güter. Unter der Annahme einer Lohnangleichung in beiden Sektoren wird die Inflation im Bereich der nicht-handelbaren Güter höher sein als im Bereich der handelbaren Güter. Dies kann damit erklärt werden, dass die Nominalloohnerhöhung im letztgenannten Bereich durch die Produktivitätsentwicklung aufgefangen werden kann, im erstgenannten Bereich aber in den Preisen überwälzt werden muss. Angesichts der Tatsache, dass eine Wechselkursfixierung eine Konvergenz der makroökonomischen Daten der beteiligten Volkswirtschaften und damit auch der Preisentwicklung erfordert, hat der oben beschriebene Effekt eine bemerkenswerte *Implikation*. Diese besteht darin, dass ein aufholendes Land eine höhere Inflationsrate als das Ankerwährungsland aufweisen kann, ohne dadurch einen Verlust preislicher Wettbewerbsfähigkeit zu erleiden. Selbst bei einer rigiden Wechselkursbindung besteht die Gefahr eines externen Ungleichgewichts folglich nicht, da der mangelnde Inflationsgleichschritt des aufholenden Landes mit dem Ankerwährungsland auf den Preisanstieg im Sektor der nicht-handelbaren Güter zurückzuführen ist, der für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit ohne Belang ist. Wenn ein Land ein deutliches Produktivitätswachstum verzeichnet, kann die Problematik einer realen Aufwertung gleichsam entschärft werden, da bei Vorliegen des Balassa-Samuelson-Effekts der gleichgewichtige reale Wechselkurs steigt. Eine ausgeglichene Leistungsbilanz ist dann trotz Aufwertung des tatsächlichen realen Wechselkurses möglich.

Es gibt empirische Anhaltspunkte dafür, dass der Balassa-Samuelson-Effekt in Mittel- und Osteuropa eine bedeutsame Rolle spielt.<sup>415</sup> So ergab sich einerseits eine sukzessive reale Aufwertung des tatsächlichen realen Wechselkurses (vgl. Abbildung 4-7). Gleichzeitig wertete jedoch der gleichgewichtige reale Wech-

---

<sup>413</sup> Zur Bestimmung des gleichgewichtigen realen Wechselkurses sind eine Vielzahl elaborierter Konzepte entstanden. Vgl. Stippler (1998), S. 76ff; vgl. Hinkle/Montiel (1999).

<sup>414</sup> Vgl. Asea/Corden (1994); vgl. Balassa (1964); vgl. Samuelson (1964).

<sup>415</sup> Vgl. Halpern/Wyplosz (1997); vgl. Coricelli/Jazbec (2001); vgl. DeGregorio/Wolf (1994); vgl. Krajnyak/Zettelmeyer (1997); vgl. Backe/Fidmuc/Reininger et al. (2002), S. 24; vgl. DeBroeck/Slok (2001).

solkurs auf. Je nach Beobachtungszeitraum und Ländergruppe geht man davon aus, dass rund die Hälfte der festgestellten realen Aufwertung auf den Balassa-Samuelson-Effekt zurückgeführt werden kann:<sup>416</sup> Hierbei näherte sich der tatsächliche reale Wechselkurs dem gleichgewichtigen realen Wechselkurs sukzessive an.<sup>417</sup>

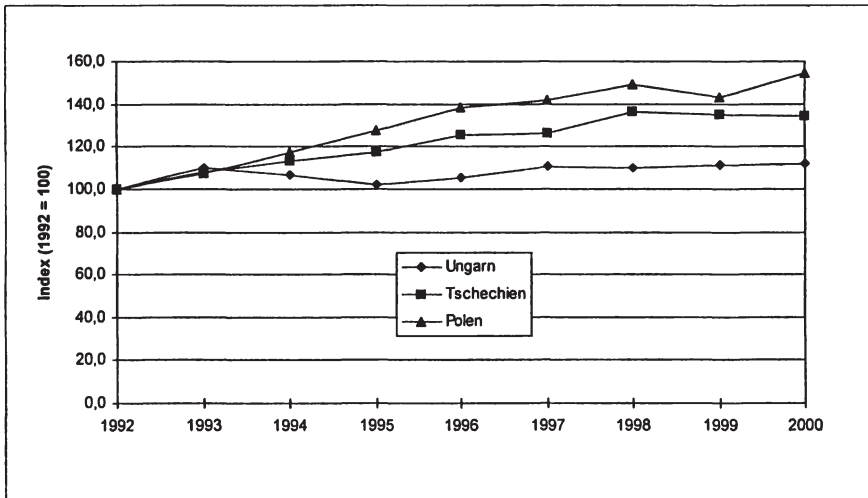


Abbildung 4-7: Realer effektiver Wechselkurs für PL, CZ und H

Quelle: IMF (Grundzahlen)

Der Operationalisierungsproblematik des gleichgewichtigen realen Wechselkurses wird im folgenden dadurch entgangen, dass der entsprechenden Position des Monetärkeynesianismus gefolgt werden soll.<sup>418</sup> Dieser knüpft die Diagnose einer realen Über-/Unterbewertung an das Kriterium einer ausgeglichenen Leistungsbilanz. Die Währung eines Landes ist demzufolge

- real überbewertet, wenn das Land ein Leistungsbilanzdefizit aufweist
- real unterbewertet, wenn das Land einen Leistungsbilanzüberschuss aufweist

<sup>416</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2001), S. 25.

<sup>417</sup> Vgl. Halpern/Wyplosz (1997), S. 436f; vgl. Begg (1998), S. 672ff.

<sup>418</sup> Dies ist schon deshalb notwendig, weil mit dem Versuch der Identifizierung von Bewältigungsstrategien die grundsätzliche Logik des monetärkeynesianischen Paradigmas beibehalten werden muss.

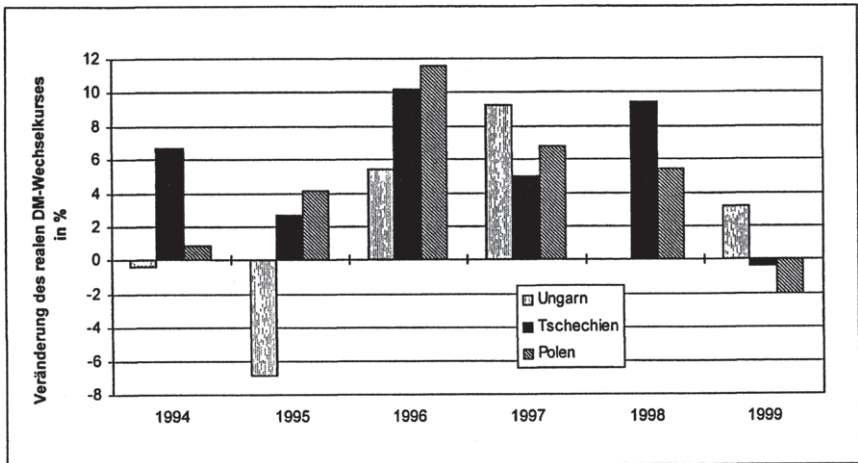


Abbildung 4-8: Veränderung der Wettbewerbsfähigkeit von PL, CZ und H

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

„Ein Land mit Leistungsbilanzüberschüssen wird als *unterbewertet* und ein Land mit Leistungsbilanzdefiziten wird als *überbewertet* definiert (..) Die Scheidelinie zwischen Über- und Unterbewertung beim Leistungsbilanzsaldo von Null festzumachen hat (..) den Vorteil, Unterbewertungen mit der Erhöhung der Nettogläubigerstellung und Überbewertungen mit der Erhöhung der Nettoschuldnerstellung eines Landes gleichzusetzen.“<sup>419</sup> Dies macht nochmals den Zusammenhang zwischen der Erzielung von Leistungsbilanzüberschüssen und der Position der jeweiligen Währung in der Währungshierarchie deutlich.

Aufbauend auf diesen Überlegungen wird im folgenden zu zeigen sein, welche Möglichkeiten zur Vermeidung einer realen Überbewertung identifiziert werden können. Als Ansatzpunkte sind der tatsächliche und der gleichgewichtige reale Wechselkurs von Bedeutung.

#### 4.2.2 Anfängliche reale Unterbewertung

Einige Transformationsländer sind dem Problem des absehbaren mangelnden Inflationsgleichschritts bei gleichzeitiger Wechselkursbindung dadurch begeg-

<sup>419</sup> Herr (1992), S. 165f.

net, dass eine bewusste anfängliche Unterbewertung des Wechselkurses angestrebt wurde.<sup>420</sup>

In *Tschechien* wurde der Wechselkurs in Höhe von 28 Kronen/US-Dollar mit Wirkung zum 01.01.1991 fixiert. Aufgrund der Unsicherheit über den gleichgewichtigen realen Wechselkurs als Referenzmaßstab für die angestrebte reale Unterbewertung erfolgte die Ermittlung des neuen Kurses dadurch, dass sich die währungspolitischen Behörden in mehreren Abwertungsschritten – ausgehend von dem alten kommerziellen Wechselkurs in Höhe von 15 Kronen/US-Dollar – an den neuen Kurs herantasteten.<sup>421</sup> Auch in *Polen* herrschte Unsicherheit über die Höhe des gleichgewichtigen realen Wechselkurses.<sup>422</sup> Letztlich wurde der neue Wechselkurs in Höhe von 9500 Zloty/US-Dollar fixiert. In beiden Ländern wurden – anders als in *Ungarn* - Wechselkursparitäten gewählt, die nach mehrheitlicher Auffassung eine reale Unterbewertung darstellten.<sup>423</sup>

Die Würdigung einer derartigen Strategie muss zu einem ambivalenten Ergebnis kommen: Einerseits fördert eine unterbewertete Währung die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes, da Spielraum für - vermeintlich - unvermeidbare Preisniveausteigerungen geschaffen wird.<sup>424</sup> Andererseits ist zu konstatieren, dass die initiale Abwertung nicht nur einen weiteren inflationären Schock aufgrund verschlechterter terms of trade impliziert, sondern auch die disziplinierende Wirkung des fixen Wechselkurses auf die inländischen Tarifparteien untergräbt.<sup>425</sup> Diese Negativaspekte einer initialen Abwertung wurden auch im Verlauf der Stabilisierungsprogramme *Polens* und *Tschechiens* deutlich.<sup>426</sup> Damit ist zu prüfen, ob jenseits einer realen Unterbewertung im Ausgangspunkt des Transformationsprozesses nicht auch weitere Ansatzpunkte zur Vermeidung eines Überbewertungsszenarios bestehen.

---

<sup>420</sup> Vgl. Nuti (1996a), S. 7f; vgl. Nuti (1996b), S. 140; vgl. DeGrauwe/Kondratowicz (1993), S. 9ff; vgl. Janackova (1995), S. 35f.

<sup>421</sup> Vgl. Hrcir (1999), S. 316ff.

<sup>422</sup> Vgl. Kowalski/Stawarska (1999), S. 355.

<sup>423</sup> Vgl. Nuti (1996b), S. 7.

<sup>424</sup> Vgl. Smeets (1995), S. 94; vgl. Ohr (1996b), S. 4.

<sup>425</sup> Vgl. Fröhlich (1992), S. 37ff; vgl. Allsopp/Kierzkowski (1997), S. 13; vgl. Smeets (1995), S. 94; vgl. Hrcir (1996), S. 170.

<sup>426</sup> Vgl. Kowalski/Stawarska (1999), S. 356; vgl. Hrcir (1999), S. 319f.

### 4.2.3 Vermeidung einer realen Überbewertung im Zeitablauf

Im folgenden ist der Frage nachzugehen, welche wirtschaftspolitischen Ansatzpunkte für die Vermeidung einer realen Überbewertung im Verlauf des Transformationsprozesses gegeben sind.

#### 4.2.3.1 Portfoliokapitalimporte

Wie bereits skizziert wurde, stellt die Existenz weltweit mobilen Portfoliokapitals für emerging markets wie die Transformationsländer Mittel- und Osteuropas ein erhebliches Destabilisierungspotenzial dar. Im vorliegenden Zusammenhang stellt sich insbesondere die Gefahr einer inflationär wirkenden Endogenisierung der Geldmenge, wenn die Notenbank angesichts massiver Kapitalimporte zur Intervention auf dem Devisenmarkt verpflichtet ist.

##### 4.2.3.1.1 Kapitalverkehrsbeschränkungen

Zunächst könnte versucht werden, das Auftreten von einfließendem Portfoliokapital zu verhindern, indem Beschränkungen der Kapitalbilanzkonvertibilität angestrengt werden.

Vollständige Konvertibilität bedeutet, dass eine Währung jederzeit von jedem und zu jedem Zweck zum offiziellen Wechselkurs in fremde Währung umgetauscht werden kann.<sup>427</sup> In einem Regime flexibler Wechselkurse impliziert dies die Erscheinung, dass sich Devisenzu- oder -abflüsse auf den Wechselkurs auswirken. In einem Regime fixer Wechselkurse und entsprechender Interventionspflicht der Notenbanken bedeutet vollständige Konvertibilität bei Devisenzu- oder -abflüssen Veränderungen der Devisenreserven der Notenbank.

Es lassen sich unterschiedliche Ausprägungen von Konvertibilität unterscheiden. Unter Leistungsbilanzkonvertibilität versteht man das Recht, ausländische Güter und Dienstleistungen jederzeit gegen heimische Währung zum jeweils offiziellen Wechselkurs erwerben zu können. Unter Kapitalbilanzkonvertibilität subsumiert man das Recht, ausländische Währung jederzeit zum jeweils offiziellen Wechselkurs erwerben zu können.<sup>428</sup>

---

<sup>427</sup> Vgl. Fröhlich (1992), S. 24ff.

<sup>428</sup> Die Begriffe *Ausländer-* und *Inländerkonvertibilität* sind eng mit dem Begriff des Devisenausländers bzw. -inländers verbunden. Als Devisenausländer werden natürliche und juristische Personen bezeichnet, deren Wohnsitz bzw. Standort das Ausland ist, et vice versa. Die Inländerkonvertibilität beschränkt folglich das Recht auf Devisenum-

Die Notwendigkeit von *Leistungsbilanzkonvertibilität* bereits in den ersten Jahren des Transformationsprozesses bzw. zu dessen Beginn war weit gehend unstrittig. Dies wurde wie folgt begründet:<sup>429</sup>

- Leistungsbilanzkonvertibilität sorgt unter der Bedingung eines Verzichts auf Handelsbeschränkungen dafür, dass die Preisstruktur des Weltmarkts gleichsam importiert wird und eine knappheitsgerechte Reallokation der Produktionsfaktoren im Inland erzwingt
- Leistungsbilanzkonvertibilität bedeutet potentielle Konkurrenz für inländische Unternehmen bereits vor der Privatisierung und ist insofern ein temporärer Ersatz für inländische Wettbewerbspolitik<sup>430</sup>

Deutlich umstrittener hingegen war die Frage nach dem optimalen Zeitpunkt für die Einführung von *Kapitalbilanzkonvertibilität*. Die Befürworter eines sofortigen Übergangs zur Kapitalbilanzkonvertibilität verwiesen auf vier Argumente:<sup>431</sup>

- Die Einführung von Kapitalbilanzkonvertibilität ist als vertrauensfördernde Maßnahme zu interpretieren, da sich die Regierung des Transformationslandes der „Aufsicht“<sup>432</sup> der internationalen Kapitalströme unterwirft und somit gezwungen ist, ein konsistentes und glaubwürdiges Reformprogramm zu entwerfen
- Kapitalbilanzkonvertibilität ermöglicht die Attrahierung von Auslandskapital in Form von Direktinvestitionen und der hiermit verbundenen Technologie

---

tausch auf Inländer, während Ausländerkonvertibilität das Umtauschrecht auf Ausländer bezieht.

<sup>429</sup> Vgl. Gröner/Smeets (1991), S. 362; vgl. Vaubel (1994), S. 561f; vgl. Fröhlich (1992), S. 21ff.

<sup>430</sup> Einige Autoren begründeten ihre Ablehnung der sofortigen Einführung von Leistungsbilanzkonvertibilität mit dem Argument, die Industrie des Transformationslandes könne nicht schlagartig dem Auslandswettbewerb ausgesetzt werden. Dies gelte verstärkt angesichts der Tatsache, dass es zu Beginn des Transformationsprozesses schwierig sei, den Gleichgewichtswechselkurs zu bestimmen. Dieser Punkt der Argumentation verweist - im Falle einer Fixierung des Wechselkurses - auf einen äußerst interessanten Zusammenhang zwischen Wechselkursparität und Liberalisierung der Leistungsbilanztransaktionen: Die Einführung von Leistungsbilanzkonvertibilität stellt für die inländischen Unternehmen eine um so geringere Problematik dar, je höher die gewählte Ausgangsparität des Wechselkurses ist (Preisnotierung), et vice versa.

<sup>431</sup> Vgl. Vaubel (1994), S. 563; vgl. Gröner/Smeets (1991), S. 362ff.

<sup>432</sup> Smeets (1995), S. 97.

- Beschränkungen der Kapitalbilanzkonvertibilität sind nur begrenzt wirksam, da gerade international operierende Konzerne die Möglichkeit haben, Kapital durch gezielte Über- oder Unterbewertung von Warenströmen im Rahmen von Leistungsbilanztransaktionen zu transferieren<sup>433</sup>
- Beschränkungen der Kapitalbilanzkonvertibilität sind mit Kontrollkosten verbunden

Die Befürworter eines gradualistischen Übergangs zur Kapitalbilanzkonvertibilität befürchteten negative Auswirkungen exzessiver und volatiler Kapitalimporte und -exporte.<sup>434</sup> Dies kann insbesondere die Durchhaltbarkeit eines fixen Wechselkurses in Frage stellen. Begründet wurde dies anhand der Überlegung, dass die Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung in den Transformationsländern erheblich und angesichts eines unterentwickelten Kapital- und Finanzsektor die Gefahr einer Kapitalflucht damit hoch sei. Ferner besteht bei massiven Kapitalimporten die Gefahr einer Endogenisierung der Geldmenge, wenn die Notenbank zur Verteidigung des Wechselkurses zu Devisenmarktinterventionen gezwungen ist.

Im folgenden ist der Frage nachzugehen, ob die gewählten Länder von der Möglichkeit einer restriktiven Handhabung der Kapitalverkehrsliberalisierung Gebrauch gemacht haben. Es wird insbesondere zu fragen sein, ob der Umgang mit Portfoliakapital durch besondere Vorsicht gekennzeichnet war.<sup>435</sup>

Die Einführung der Konvertibilität des *polnischen Zloty* war zunächst auf die Leistungsbilanzkonvertibilität und hier die Inländerkonvertibilität beschränkt.<sup>436</sup> Bereits zum 01.01.1990 stand es polnischen Unternehmen sowie Privatpersonen frei, zum offiziellen Wechselkurs Leistungsbilanztransaktionen durchzuführen. Inländische Unternehmen waren jedoch verpflichtet, Deviseneinnahmen aus Exportgeschäften bei der Zentralbank gegen inländische Währung einzutauschen.

---

<sup>433</sup> Vgl. Edwards (1999), S. 67; vgl. Corbo (1999), S. 21. Ebenso kritisch ist eine mögliche Tobin-Steuer zu bewerten. Auf diese soll im folgenden deswegen nicht eingegangen werden. Vgl. Edwards (1999), S. 71f; vgl. Buch/Heinrich/Pierdzioch (1998), S. 10.

<sup>434</sup> Vgl. Kapitel 3.2.3.2.

<sup>435</sup> „It is now conventional wisdom that long-term and more stable flows such as direct investment should be liberalized before shorter-term and less stable flows (..)“ Lipschitz/Lane/Mourmouras (2002), S. 24.

<sup>436</sup> Vgl. Schnatz (1998), S. 185f; vgl. Fröhlich (1992), S. 52.



Demgegenüber herrschte zu Beginn eine stark eingeschränkte Kapitalbilanzkonvertibilität für Inländer.<sup>437</sup> Dies äußerte sich darin, dass es inländischen Unternehmen untersagt war, Fremdwährungskonten im In- oder Ausland zu unterhalten, während privaten Haushalten dies zumindest eingeschränkt gestattet war. In der Folgezeit wurde die Kapitalverkehrsbilanz äußerst zögerlich liberalisiert. Erste Liberalisierungsschritte richteten sich auf die Schaffung von Möglichkeiten für ausländische Direktinvestitionen in Polen. Kapitalexperte waren insbesondere inländischen Unternehmen untersagt und beschränkten sich bis Juni 1991 auf das gegenüber Ausländern gewährte Recht, Gewinnrepatriierung in Höhe von 15% ihres Exportüberschusses durchzuführen. Dieses Recht wurde ab Juni 1991 durch ein Joint-venture-Gesetz dahin gehend ausgeweitet, dass Gewinnrepatriierung nun unbegrenzt möglich war. Die eher zögerliche Vorgehensweise bei der Liberalisierung der Kapitalbilanztransaktionen wurde teilweise explizit mit der Begründung vertreten, dass eine schnellere Liberalisierung der Kapitalbilanz die Durchhaltbarkeit des Wechselkursankers gefährdet hätte.<sup>438</sup> Im Zusammenhang mit den Verhandlungen Polens über eine OECD-Mitgliedschaft markierte insbesondere das Jahr 1996 den Zeitpunkt weiterer Liberalisierungsfortschritte.<sup>439</sup> Mitte 1998 bestanden Restriktionen nur noch hinsichtlich kurzfristiger Kreditzuflüsse und kurzfristiger Portfoliokapitalimporte.<sup>440</sup>

Die Einführung der Konvertibilität der *tschechischen Krone* beschränkte sich zunächst auf die Gewährleistung von Leistungsbilanzkonvertibilität für Inländer im Jahre 1991. Die Konvertibilität der tschechischen Krone wurde seitdem schrittweise ausgedehnt; im Vorfeld des Beitritts zur OECD 1996 wurden weitere Beschränkungen aufgehoben. Im Vergleich mit Polen und Ungarn war Tschechien 1997/1998 mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs am meisten vorangeschritten.<sup>441</sup> Diese Politik wurde begünstigt durch die lang anhaltende Stabilität des monetären Sektors (geringe Inflationsraten, geringes Maß an realer Überbewertung), was das Wechselkursrisiko einer liberalisierten Kapitalbilanz gering erscheinen ließ.<sup>442</sup> Mitte 1998 existierten nur noch wenige Restriktionen (z. B. Genehmigungspflicht beim Erwerb von Anteilen an inländischen Banken).

---

<sup>437</sup> Vgl. Brüggemann/Gabrisch/Kämpfe et al. (2000), S. 135

<sup>438</sup> Vgl. Lipton/Sachs (1990), S. 113.

<sup>439</sup> Vgl. Brüggemann/Gabrisch/Kämpfe et al. (2000), S. 135f.

<sup>440</sup> Vgl. Buch/Heinrich/Pierdzioch (1999), S. 12f.

<sup>441</sup> Vgl. OECD (1996), S. 46; vgl. Buch/Heinrich/Pierdzioch (1999), S. 11; vgl. Horvath/Jonas (1998), S. 21.

<sup>442</sup> Vgl. Brüggemann/Gabrisch/Kämpfe et al. (2000), S. 154.

Ungarn zeigte eine wesentlich gradualistischere Vorgehensweise bei der Einführung der Konvertibilität des *ungarischen Forint*.<sup>443</sup> Dies ist vor dem Hintergrund der Tatsache zu erklären, dass Ungarn im Ausgangspunkt des Transformationsprozesses mit einer enormen Auslandsverschuldung belastet war, was den Umgang mit Devisenreserven zu einem besonders sensiblen Thema machte. So wurde Leistungsbilanzkonvertibilität für Inländer faktisch zwar zum 01.01.91, formal jedoch erst Ende 1993 eingeführt, da sie mit dem Vorbehalt versehen war, gegebenenfalls eingeschränkt zu werden, sofern die Bedienung der Auslandsschulden gefährdet schien. Vollständige Konvertibilität für Leistungsbilanztransaktionen wurde erst 1997 eingeführt.<sup>444</sup> Restriktionen hinsichtlich der Kapitalbilanz wurden mit dem OECD-Betritt Ungarns gelockert; Einschränkungen hinsichtlich kurzfristiger Kreditzuflüsse und kurzfristiger Portfoliokapitalimporte blieben erhalten.

### *Zusammenfassung*

Theoretische Überlegungen sowie die Fallstudien legen nahe, dass eine Politik der Abschottung gegenüber volatilem Portfoliokapital durch Beschränkung des Kapitalverkehrs weder uneingeschränkt sinnvoll noch möglich ist: Kapitalverkehrsbeschränkungen sind stabilitätspolitisch ambivalent, da sie einerseits das Auftreten volatilen Portfoliokapitals erschweren, andererseits aufgrund ihres dirigistischen Charakters das Entstehen von Abwertungserwartungen provozieren. Die Wirksamkeit von Kapitalverkehrsbeschränkungen ist begrenzt, weil diese bei Vorliegen von Leistungsbilanzkonvertibilität umgangen werden können. Damit bleibt für emerging markets wie die Transformationsländer Mittel- und Osteuropas die Erkenntnis, dass die Liberalisierung der Kapitalbilanz unumgänglich ist. Als wirtschaftspolitischer Aktionsparameter bleibt lediglich die *Sequenz der Liberalisierungsschritte*.<sup>445</sup> Hierbei ist nahe liegend, die Liberalisierung kurzfristiger Kapitalbilanztransaktionen hinauszuzögern, bis ein Maximum an Stabilisierung und realwirtschaftlicher Anpassung erfolgt ist.

Nachdem gezeigt wurde, dass Portfoliokapitalströme nach Beginn der Transformationsphase mittel- bis langfristig nicht verhindert werden können, ist das Augenmerk auf einen anderen Aspekt des Portfoliokapitalproblems zu richten: Konkret wird zu klären sein, welche alternative stabilitätspolitische Reaktion zur

---

<sup>443</sup> Vgl. Fröhlich (1992), S. 61f.

<sup>444</sup> Vgl. Buch/Heinrich/Pierdzioch (1999), S. 10.

<sup>445</sup> Vgl. Buch/Heinrich/Pierdzioch (1998), S. 8f. „At the practical policy level the debate has centered, not so much on whether capital controls should be eliminated, but on *when* and *how fast* this should be done. The discussion has come to be known as the ‘sequencing and speed of reform debate’.” Edwards (1999), S. 66.

Vermeidung einer realen Überbewertung auf einen Zustrom von Portfoliokapital denkbar ist.

#### 4.2.3.1.2 Devisenmarktinterventionen

Ein nahe liegendes Instrument zur Isolation der inländischen Volkswirtschaft gegenüber unerwünschten Portfoliokapitalströmen sind Devisenmarktinterventionen. „Monetary policy is likely to be the first line of defense whatever the longer term solution“.<sup>446</sup> *Allgemein* impliziert der Einsatz dieses Instruments die Überzeugung, dass ein stabilisierter Wechselkurs der denkbaren Alternative eines Wechselkurses, der ohne Interventionen der Wirtschaftspolitik zustande kommt, vorzuziehenswert ist.<sup>447</sup> Im Idealfall kann der von Portfoliokapital ausgehende Auf- oder Abwertungsdruck auf den Wechselkurs vollständig neutralisiert werden.

Ein oft diskutiertes Problem ist die Frage der *Wirksamkeit von Devisenmarktinterventionen*. Grundsätzlich ist festzustellen, dass eine Wirksamkeit immer dann gegeben ist, wenn es mittels der Intervention gelingt, die Determinanten von Devisenangebot und -nachfrage (Fundamentaldaten, Wechselkurerwartungen) zu beeinflussen. Als mögliche Wirkungskanäle können der Liquiditätseffekt, der Portfolioeffekt sowie der Signal- bzw. Erwartungseffekt identifiziert werden.<sup>448</sup>

Ein *Liquiditätseffekt* ist dadurch gegeben, dass jede unsterilisierte Intervention im intervenierenden Land Geldmengeneffekte bewirkt.<sup>449</sup> Wichtig ist, dass es

---

<sup>446</sup> Begg (1996), S. 56.

<sup>447</sup> Bei der Strategie des *leaning against the wind* versucht die Notenbank, Tages- oder Wochenschwankungen des marktlich bestimmten Wechselkurses, die als ungerechtfertigt empfunden werden, durch entgegengerichtete Devisenmarktinterventionen zu glätten. Den exzessiven Schwankungen des Wechselkurses wird entgegengewirkt, ohne jedoch daran zu zweifeln, dass der Markt den als fundamental gerechtfertigt angesehenen Wechselkurs hervorbringen kann. Im Rahmen eines *exchange rate targeting* strebt die Notenbank einen bestimmten Zielwechselkurs an. Grundannahme ist die Überlegung, dass der Zielwechselkurs nicht bzw. nicht dauerhaft durch die Transaktionen der privaten Wirtschaftssubjekte zustande kommt, und der Zielwechselkurs wirtschaftspolitisch wünschenswert ist. Vgl. Benesch (1999), S. 56f.

<sup>448</sup> Vgl. Almekinders (1995), S. 14; vgl. Benesch (1999), S. 119ff.

<sup>449</sup> Konkret besteht der Liquiditätseffekt aus zwei Teileffekten, die in ihrer Wirkung gleichgerichtet sind: Der Geldmengeneffekt (z.B. ein Devisenankauf durch die Notenbank führt dem Geschäftsbankensektor Zentralbankgeld zu) beruht auf der Kaufkraftparitätentheorie und führt zu einem Ausgleich der Devisenbilanz über den Gütermarkt. Im Falle einer höheren Anpassungsgeschwindigkeit auf dem Finanzmarkt im Vergleich zum Gütermarkt (Fixpreismodell) hat der alternativ wirkende Zinseffekt eine dem Preiseffekt

den Liquiditätseffekt nur bei nicht-sterilisierten Interventionen gibt, nicht hingegen bei sterilisierten Interventionen. Das unterstellte Wechselkursmodell ist grundsätzlich irrelevant. Die tatsächliche Bedeutung des Liquiditätseffektes kann jedoch als gering eingeschätzt werden: Zum einen erfolgen Interventionen in der geldpolitischen Praxis meistens in sterilisierter Form, zum anderen hat sich die dem Liquiditätseffekt zugrunde liegende Kaufkraftparitätentheorie als ungenügend erwiesen, die Wechselkursentwicklung in der kurzen Frist zu erklären.<sup>450</sup>

Die Tatsache, dass die meisten Devisenmarktinterventionen mit Sterilisierungsbemühungen einhergehen, erklärt sich insbesondere im Falle eines fixen Wechselkursregimes. Bei einem fixen Wechselkurs ist z.B. die Beseitigung des Devisenangebotsüberschusses durch Kauf von Devisen und Verkauf der Inlandswährung notwendig. Dies führt zur Endogenisierung der Geldpolitik und letztlich zu Inflation. *Sterilisierungspolitik* ist somit der folgerichtige Versuch, eine Endogenisierung der Zwischenzielvariable zu vermeiden, d.h. die Geldpolitik unabhängig vom Wechselkurs zu führen.<sup>451</sup> Unter Sterilisierungspolitik i.e.S. versteht man Bemühungen der Notenbank, Angebotsüberschüsse bzw. -fehlbeträge auf dem Devisenmarkt durch Variation der Währungsreserven auszugleichen und die dadurch ausgelösten Effekte auf die Geldbasis durch Wertpapiertransaktionen zu neutralisieren. Von Sterilisierungspolitik i.w.S. wird gesprochen, wenn Notenbanken neben Offenmarktoperationen andere Parameter wie z.B. die Mindestreservpolitik als Instrument zur Steuerung der Geldmenge verwenden.<sup>452</sup> Hierbei wird die Hinterlegung eines Teils der Depositen der inländischen Kreditinstitute bei der Notenbank gefordert, wobei die Höhe des Reservesatzes mit der Depositenart variieren kann.<sup>453</sup> Über die Variation des Kreditschöpfungsmultiplikators wird so der Kreditschöpfungsspielraum des Geschäftsbankensektors gesteuert.

Bezogen auf die Situation der Transformationsländer Mittel- und Osteuropas bestand die Problematik lange Zeit in der Bewältigung des von massiven

---

zeitlich vorgelagerte Wirkung auf den Wechselkurs, der zur Erfüllung der Zinsparitätenbedingung sogar über seinen langfristigen Gleichgewichtswert überschießen muss. Vgl. Benesch (1999), S. 125.

<sup>450</sup> Vgl. Spahn (1999), S. 244.

<sup>451</sup> Vgl. Spahn (1999), S. 222.

<sup>452</sup> Vgl. Begg (1997), S. 43; vgl. Begg (1996), S. 69; vgl. Schnatz (1998), S. 109f; vgl. Buch/Heinrich/Pierdzioch (1999), S. 77f.

<sup>453</sup> So könnten die Sichteinlagen von Gebietsfremden mit einem höheren Reservesatz belegt werden als die von Gebietsansässigen.

Portfoliokapitalimporten ausgehenden Aufwertungsdrucks.<sup>454</sup> Die Wirksamkeit sterilisierter Devisenmarktinterventionen im Falle von Portfoliokapitalimporten wird jedoch oft angezweifelt. So ist der Wertpapierverkauf der Notenbank nur zu steigenden Zinsen möglich, damit die zusätzlich emittierten inländischen Wertpapiere hinreichend an Attraktivität gewinnen. Die für die Portfoliokapitalimporte ursächliche Situation divergierender Fundamentaldaten bleibt damit nicht nur bestehen, sondern verstärkt sich nochmals, was weitere Kapitalimporte induziert - sterilisierte Devisenmarktinterventionen sind im Extremfall wirkungslos.<sup>455</sup>

Die These einer Wirkungslosigkeit sterilisierter Devisenmarktinterventionen hängt eng mit der zugrunde liegenden Prämisse der vollkommenen Substituierbarkeit in- und ausländischer Wertpapiere sowie perfekter Zinselastizität der Kapitalbewegungen zusammen.<sup>456</sup> Es ist aber zu bezweifeln, ob diese Annahme - insbesondere bei einem Vergleich von Wertpapieren zwischen Industrieländern und „emerging markets“ - zulässig ist.<sup>457</sup> Unterstellt man unterschiedliche Risikomerkmale in- und ausländischer Wertpapiere sowie risikoaverse Wirtschaftssubjekte, kann von sterilisierten Devisenmarktinterventionen eine Wirkung über den oben dargestellten Portfolioeffekt erfolgen: Die Wirtschaftssubjekte werden zur Umstrukturierung ihres Portfolios nur dann bereit sein, wenn die zusätzlichen inländischen Wertpapiere einen höheren Ertrag versprechen, da diese als vergleichsweise risikoreich eingeschätzt werden. Dies bedeutet, dass das Erreichen eines bestimmten Anteils inländischer Wertpapiere am Portfolio der Devisenmarktakteure zu einem Versiegen von Portfoliokapitalimporten führt, obwohl ein Zinsgefälle zwischen In- und Ausland besteht. Von einer

<sup>454</sup> Vgl. Corbo (1999), S. 19.

<sup>455</sup> Vgl. Spahn (1999), S. 225ff.

<sup>456</sup> Der *Portfolioeffekt* ist am Beispiel eines unter *Abwertungsverdacht* stehenden Wechselkurses wie folgt zu modellieren: Die Notenbank verkauft Fremdwährung gegen inländische Währung und nimmt anschließend wieder inländische Wertpapiere vom Markt. Hierdurch verändert sie die Zusammensetzung zwischen inländischen und ausländischen Wertpapieren in den Portfolios der Wertpapierbesitzer. Entsprechend im Ausgangspunkt des Sterilisierungsvorgangs die tatsächliche Struktur des Portfolios der gewünschten Struktur, so ist der Anteil ausländischer Wertpapiere größer, der Anteil inländischer Wertpapiere nun kleiner als gewünscht. Die Wertpapierbesitzer werden jedoch nur dann zum Halten der veränderten Portfoliostruktur bereit sein, wenn sich der relative Ertrag der ausländischen Wertpapiere erhöht. Dies kann erreicht werden über einen sinkenden Zins im Inland bzw. über eine Abwertung der ausländischen Währung, was der Entstehung einer Aufwertungserwartung für die Auslandswährung gleichkommt. Die Aufwertungserwartung für die Auslandswährung kompensiert nunmehr das mit der Währungsumschichtung verbundene höhere Risiko des Portfolios. Vgl. Benesch (1999), S. 136ff.

<sup>457</sup> Vgl. Schnatz (1998), S. 110ff.

völligen Wirkungslosigkeit sterilisierter Devisenmarktinterventionen kann in diesem Fall also nicht ausgegangen werden. Ein analoges Ergebnis ergibt sich bei zumindest teilweise wirksamen Kapitalverkehrsbeschränkungen, die einer perfekten Zinselastizität von Kapitalbewegungen entgegenstehen und auf diese Weise Raum für Sterilisierungserfolge schaffen.

Ein zentraler Wirkungskanal von Devisenmarktinterventionen ist schließlich im sogenannten *Signal- bzw. Erwartungskanal* zu sehen.<sup>458</sup> Erwartungseffekte können unabhängig von der Frage der Sterilisierung ausgehen. Angesichts der Tatsache, dass die Wechselkursentwicklung insbesondere von den Wechselkurs-erwartungen der Wirtschaftssubjekte determiniert wird, scheint die Erwartungsbeeinflussung mittels Informationen, die über Interventionen mitgeteilt werden, von entscheidender Bedeutung. Hierbei können Informationen unterschiedlichster Art mitgeteilt werden: Es können gänzlich neue Informationen mitgeteilt werden sowie Informationen, die nach Ansicht der Notenbank von den Devisenmarktakteuren nicht angemessen gewürdigt worden sind; es können Informationen sein, die sich auf die Gegenwart beziehen oder auf die Zukunft.<sup>459</sup>

In den gewählten Ländern waren sterilisierte Devisenmarktinterventionen zur Aufrechterhaltung der Wechselkursparität einerseits und Kontrolle monetärer Aggregate andererseits ein intensiv genutztes Instrument. Die Notwendigkeit

---

<sup>458</sup> Vgl. Benesch (1999), S. 148ff.

<sup>459</sup> Der *Logik effizienter Devisenmärkte* zufolge sind Interventionen von Notenbanken weder notwendig noch wirksam. Dieser Position ist jedoch entgegenzuhalten, dass selbst bei Gültigkeit der These informationseffizienter Devisenmärkte Konstellationen möglich sind, bei denen Interventionen wirksam sind. In erster Linie ist hier die Tatsache zu nennen, dass die privaten Wirtschaftssubjekte über die Ziele einer Notenbank lediglich Vermutungen anstellen können. Dies gilt insbesondere für Notenbanken und Notenbankgouverneure, die erst seit kurzem im Amt sind und daher über keine ausgeprägte Reputation verfügen. Die Zielfunktion einer Notenbank wird daher erst im Zuge der geldpolitischen Praxis - unter anderem mit Durchführung der Interventionen - offenbar, so dass mit der Intervention Informationen bekannt werden, die von den Devisenmarktakteuren verarbeitet werden und sich im Wechselkurs niederschlagen können. Unterstellt man das Konzept effizienter Devisenmärkte in einer weniger strengen Form, ist die Wirksamkeit von Interventionen über den Signaleffekt nochmals deutlicher gegeben. Dies bedeutet, dass die für die Entwicklung des Wechselkurses relevanten Wechselkurserwartungen der Wirtschaftssubjekte in der Weise gesteuert werden können, dass die Notenbank mit den Interventionen über das ihrer Ansicht nach „richtige“ Wechselkursniveau informiert. Dies könnte notwendig sein, wenn sich der Wechselkurs vom fundamental gerechtfertigten Niveau infolge spekulativer Blasen etc. entfernt hat und „falsche“ Wechselkurserwartungen der Marktteilnehmer aus Sicht der Notenbank korrigiert werden müssen. Vgl. Benesch (1999), S. 168ff.

hierzu ergab sich vor allem in den Jahren 1992 bis 1996, als Kapitalimporte ein bislang unbekanntes Ausmaß erreichten:

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Tschechien</b>	-0,3	0,6	0,3	0,0	2,5	3,4	8,2	4,3	1,1
<b>Ungarn</b>	0,7	-0,9	2,4	0,4	6,1	3,2	5,9	1,6	0,4
<b>Polen</b>	1,8	-0,8	2,1	3,9	5,7	0,7	8,1	6,6	7,6

Tabelle 4-4: Nettokapitalimporte in PL, CZ und H (in Milliarden US-Dollar)

Quelle: Buch/Heinrich/Pierdzioch (1999), S. 30.

Anhaltspunkte für das Ausmaß der Sterilisierungsbemühungen der beteiligten Notenbanken erschließen sich anhand einer Aufgliederung der Veränderung der *Geldbasis* (vgl. Tabelle 4-5): Demzufolge hat sich die Geldbasis in den betrachteten Ländern zwischen 1994 und 1997 deutlich erhöht, wobei die ausländische Komponente der Geldbasis einem besonders starken Aufwärtstrend unterlag. Die Sterilisierungsbemühungen der NBP bzw. NBH zeigten sich am deutlichsten 1995 bis 1997 bzw. 1995, als die inländische Komponente der Geldbasis absolut sank.<sup>460</sup>

Der IWF kommt in empirischen Schätzungen des Sterilisationskoeffizienten zu Ergebnissen, die der These der vollständigen Wirkungslosigkeit von Sterilisationsbemühungen widersprechen: Demzufolge lag im Falle Polens und Tschechiens für die Jahre 1994 bis 1996 der Sterilisationskoeffizient zwischen 0,5 bis 0,65; für Ungarn ergab sich bis März 1995, d.h. vor Einführung des crawling pegs, ein Wert von 0,5.<sup>461</sup> Umgekehrt bedeuten diese Ergebnisse aber auch, dass von einer perfekten Abschirmbarkeit der inländischen Geldbasis gegenüber Kapitalimporten nicht gesprochen werden kann. Versuche zur Sterilisierung der Liquiditätseffekte von Devisenmarktinterventionen i.w.S. zeigten ebenfalls nur eingeschränkte Wirkung, so dass die von den Notenbanken angestrebten Wachstumsraten der *Geldmenge* meist deutlich überschritten wurden und damit zu

<sup>460</sup> Auffällig ist das deutliche Sinken des Anteils der ausländischen Komponente der Geldbasisveränderung 1997 in Tschechien, was auf die Aufgabe des fixen Wechselkursregimes zurückgeführt werden kann. Möglichkeiten und Grenzen einer Bewältigungsstrategie der Wechselkurspolitik werden in Kapitel 4.2.3.3 analysiert.

<sup>461</sup> Vgl. Buch/Heinrich/Pierdzioch (1999), S. 84; vgl. Durjasz/Kokoszczynski (1999), S. 154.

persistent moderaten Inflationsraten beitragen, die den Disinflationserfolg verzögerten.<sup>462</sup>

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Tschechien</b>						
- AK	23,0	103,4	156,1	353,8	336,9	320,5
- IK	71,4	61,0	67,8	71,4	32,8	130,4
- Geldbasis	94,4	164,4	223,9	425,2	369,7	450,9
- AK (in %)	24,4	62,9	69,7	83,2	91,1	71,1
<b>Ungarn</b>						
- AK	273,8	549,2	635,7	1575,8	1558,1	..
- IK	614,1	470,0	533,3	-59,6	113,0	..
- Geldbasis	887,8	1019,2	1169,0	1516,2	1671,1	..
- AK (in %)	30,8	53,9	54,4	103,9	93,2	..
<b>Polen</b>						
- AK	6,0	7,7	11,3	36,6	51,8	68,7
- IK	8,9	8,3	8,3	-8,2	-17,5	-25,1
- Geldbasis	14,9	16,0	19,6	28,4	34,3	43,6
- AK (in %)	40,1	48,2	57,8	128,8	151,2	157,6

AK = Auslandskomponente, IK = Inlandskomponente der Geldbasis

Tabelle 4-5: Komponenten der Veränderung der Geldbasis in PL, CZ und H (in Mrd. der Landeswährung)

Quelle: Buch/Heinrich/Pierdzioch (1999), S. 81.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Notenbanken mit den auftretenden Kapitalimporten vor erhebliche Probleme gestellt wurden, denen zunächst mittels Sterilisationspolitik begegnet wurde. Die Effektivität dieser Sterilisierungsbemühungen war aufgrund zinselastischer Kapitalbewegungen - die angesichts bestehender Kapitalverkehrsbeschränkungen jedoch nicht perfekt zinselastisch waren - begrenzt. Ferner brachten die Sterilisierungsbemühungen die einschlägigen quasi-fiskalischen Kosten mit sich, was die ohnehin angespannte fiskalische Situation der Transformationsländer nochmals verschärfte.<sup>463</sup> Im Falle Ungarns wurden die quasi-fiskalischen Kosten der Sterilisierungsbemühungen für 1995 und 1996 kumuliert auf 1,6%, für Polen von 1995 bis 1997 auf 1 bis 1,5% des BIP geschätzt.<sup>464</sup> Die Sterilisierung von Devisenmarktinter-

<sup>462</sup> Vgl. Hrcir (1996), S. 181; vgl. Coorey/Mecagni/Offerdal (1996), S. 50.

<sup>463</sup> Vgl. Begg (1997), S. 41f; vgl. Schnatz (1998), S. 113f.

<sup>464</sup> Vgl. Oblath (1999), S. 131f; vgl. Nuti (2000), S. 57.



ventionen erwies sich somit als kostspielige Strategie, deren Nutzen begrenzt war und mit zunehmender Kapitalmobilität im Zeitablauf weiter sank.<sup>465</sup>

#### 4.2.3.2 Außenhandelsstruktur

Im folgenden soll der Frage nachgegangen werden, auf welche Weise die Beeinflussung der Außenhandelsstruktur dazu beitragen könnte, die Folgen der Schwachwährungsproblematik eines Landes zu bewältigen. Hierbei wird die monetärkeynesianische Ratio modifiziert, aber im wesentlichen beibehalten.

Aus monetärkeynesianischer Perspektive liegt eine *Dominanz der Kapitalbilanz über die Leistungsbilanz* vor.<sup>466</sup> Demzufolge wird der Saldo der Leistungsbilanz durch Kapitalbewegungen bestimmt, die über eine Änderung des Wechselkurses Auswirkungen auf Handelsströme haben. Deutlich wird dies angesichts der Vorstellung eines 2-Länder-Modells bei *Abwesenheit von Kapitalverkehrsströmen*:<sup>467</sup> Eine Exportsteigerung des Landes *A* (aufgrund eines höheren Wirtschaftswachstums im Land *B* oder einer Verbesserung der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit von Produkten des Landes *A*) führt bei einem flexiblen Wechselkurs nur kurzfristig zu einem Leistungsbilanzüberschuss, da die einsetzende Wechselkursaufwertung den Export wieder begrenzt. Umgekehrt würde eine Verringerung der Exporte des Landes *A* ebenfalls zu einem nur temporären Leistungsbilanzdefizit führen, da die unmittelbar einsetzende Abwertung analog für einen Ausgleich der Leistungsbilanz sorgt.

Anhaltende Defizite bzw. Überschüsse in der Leistungsbilanz können aus monetärkeynesianischer Perspektive also nur durch Überschüsse bzw. Defizite in der Kapitalbilanz erklärt werden:<sup>468</sup>

- Der für ein anhaltendes *Leistungsbilanzdefizit* notwendige Kapitalimport ist möglich, wenn Gläubiger zur Finanzierung dieser Defizite bereit sind. Geldpolitisch kann dies dadurch unterstützt werden, dass die aus einem Lei-

---

<sup>465</sup> Vgl. Begg (1997), S. 41.

<sup>466</sup> Vgl. Herr (1992), S. 162; vgl. Spahn (1999b), S. 247f.

<sup>467</sup> Vgl. Spahn (1999b), S. 247.

<sup>468</sup> Bei einem Devisenbilanzsaldo von Null muss einem Leistungsbilanzdefizit ein Kapitalbilanzüberschuss gegenüberstehen; eine die inländische Produktion übersteigende Absorption muss gleichsam durch eine Auslandsverschuldung (Kapitalimport) finanziert werden. Umgekehrt muss einem Leistungsbilanzüberschuss ein Kapitalbilanzdefizit gegenüberstehen, was als Aufbau einer Forderungsposition gegenüber dem Ausland zu interpretieren ist.

stungsbilanzdefizit resultierende Abwertungserwartung durch hohe Zinsen (über-)kompensiert wird.

- Der für einen anhaltenden *Leistungsbilanzüberschuss* notwendige Kapitalexport ist möglich, wenn Gläubiger bereit sind, Forderungen gegenüber ausländischen Volkswirtschaften aufzubauen. Geldpolitisch kann dies dadurch unterstützt werden, dass die aus einem Leistungsbilanzüberschuss resultierende Aufwertungserwartung durch niedrige Zinsen (über-)kompensiert wird.

Realökonomische Faktoren haben bei konstantem Kapitalbilanzsaldo also keinen Einfluss auf den Leistungsbilanzsaldo, sondern lediglich auf den nominalen bzw. realen Wechselkurs. Es ist jedoch zu hinterfragen, ob die postulierte Irrelevanz realökonomischer Faktoren für anhaltende Leistungsbilanzsalden in der vorgebrachten Strenge zu halten ist. Auch im folgenden wird von der logischen Priorität der Kapital- über die Leistungsbilanz ausgegangen und damit von der Vorstellung, dass Leistungsbilanzungleichgewichte Ausdruck der Kreditvergabeentscheidung international agierender Devisenmarktakteure sind. Wenn es aber richtig ist, dass als Kriterium der Kreditvergabe das *Renditekalkül* zu identifizieren ist, gilt folgende Modifikation: Entscheidend ist nicht die Herkunft einer Wechselkursänderungserwartung als Bestimmungsgröße der Rendite einer Portfolioinvestition. Diese *kann* aus einem relativen Stabilitätsvorsprung des In- bzw. Auslands resultieren – aber sie muss es nicht. Entscheidend ist die *Reaktion der Geldpolitik* auf ein einmal entstandenes Leistungsbilanzungleichgewicht. Wie bereits gezeigt, ist z.B. die aus einem Leistungsbilanzüberschuss resultierende Aufwertungserwartung mit niedrigen Zinsen zu beantworten, um Kapitalexporte und damit einen dauerhaften Leistungsbilanzüberschuss zu generieren, et vice versa. Daher kommen auch nicht-preisliche Faktoren der internationalen Wettbewerbsfähigkeit als Bestimmungsgründe des Leistungsbilanzsaldos in Betracht.<sup>469</sup> Der mit einer ausgeglichenen Leistungsbilanz komplementäre reale Wechselkurs in Preisnotierung ist demzufolge *hoch*, wenn die nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit niedrig ist, und er ist *niedrig*, wenn die nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit hoch ist.

<sup>469</sup> Vgl. Halpern/Wyplosz (1997), S. 440f. „Beispielsweise ist eine durch Ausschaltung der Inflationsdifferenzen errechnete reale Aufwertung nicht immer und in vollem Umfang mit einem generellen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit gleichzusetzen. So vergrößert sich etwa mit einer Verbesserung der Produktqualität (..) der Wettbewerbsvorsprung der betreffenden Wirtschaft in qualitativer Hinsicht; tritt parallel dazu eine reale Aufwertung ein, wird dieser Effekt neutralisiert, ein Verlust an Wettbewerbsfähigkeit ist insoweit also nicht gegeben. Auf längere Sicht betrachtet kann sich der reale Außenwert durchaus auch deshalb verändern, weil sich die qualitativen, nichtpreislichen Unterschiede im Produkt- und Leistungsangebot der konkurrierenden Unternehmen verschiedener Länder unterschiedlich entwickeln.“ Deutsche Bundesbank (1995), S. 20.

So ist es insbesondere *Ungarn* gelungen, die in die EU exportierten Produkte zu Preisen abzusetzen, die dem Durchschnitt der von sämtlichen EU-Ländern exportierten Produkte derselben Güterkategorie entsprechen.<sup>470</sup> Dies ist ein Indiz dafür, dass die Qualität ungarischer Produkte dem europaweiten Standard entspricht und Preiszugeständnisse gegenüber Konkurrenzprodukten aus Drittländern unnötig macht, um marktfähig zu sein. Eine alternative Herangehensweise ist der Versuch der Operationalisierung nicht-preislicher Faktoren der internationalen Wettbewerbsfähigkeit durch Ermittlung des Technologiegehaltes des Exportgütersortiments. Die Eignung dieses Indikators als besondere Ausprägung nicht-preislicher Faktoren liegt darin begründet, dass bei technologieintensiven Gütern eine Marktform unvollständigen Wettbewerbs vorliegt, da nur vereinzelt Anbieter (Länder) über das zur Produktion erforderliche technologische Wissen verfügen und sich dementsprechend hohe Preise und Extragewinne erzielen lassen.<sup>471</sup> Auch hier ist festzustellen, dass der Technologiegehalt der Exportprodukte Ungarns am höchsten ist.<sup>472</sup>

#### 4.2.3.3 Nomineller Wechselkurs

“Numerous countries have tried to fix their exchange rates for various reasons, but few have been willing or able to do so for long. Sooner or later, exchange rate stability tends to come into conflict with other policy objectives to which voters attach greater priority.”

Obstfeld (1998), S. 18.

Eine alternative Bewältigungsstrategie könnte darin gesehen werden, nach einer ersten Phase der wechselkursbasierten Stabilisierung die ursprünglich gewählte Wechselkursparität im weiteren Verlauf des Transformationsprozesses aufzugeben. „One of the greatest practical challenges of exchange-rate policy is to recognize that a policy regime appropriate for ending high inflation may well be inappropriate for long-run economic management.“<sup>473</sup> Im besonderen könnte eine – diskretionäre oder regelgebundene – *Abwertung* in Verbindung mit einer

---

<sup>470</sup> Vgl. Havlik/Landesmann/Stehrer (2001), S. 27.

<sup>471</sup> Vgl. Vernon (1979); vgl. Krugman (1979b).

<sup>472</sup> Vgl. Havlik/Landesmann/Stehrer (2001), S. 31.

<sup>473</sup> Sachs (1996), S. 150.

gewissen *Flexibilisierung des Wechselkursregimes* sinnvoll sein.<sup>474</sup> Die Vorstellung einer systematischen Folge „optimaler“ Wechselkursregimes in emerging markets wird auch als währungspolitisches „sequencing“ bezeichnet.<sup>475</sup>

Als Wechselkurspolitik sind die Entscheidungen der staatlichen Träger der Wirtschaftspolitik darüber zu verstehen,<sup>476</sup>

- in welchem Ausmaß die Bildung des Wechselkurses dem Markt überlassen wird (Wechselkursregimepolitik)
- mit welchen Instrumenten in den Devisenmarkt eingegriffen wird, um Höhe und zeitliche Entwicklung des Wechselkurses innerhalb des gegebenen Wechselkursregimes zu beeinflussen (Wechselkursprozesspolitik)

Die Möglichkeiten der Wechselkurs*prozess*politik wurden bereits erläutert: Als Ansatzpunkte für die Wechselkursprozesspolitik kommen Interventionen am Devisenmarkt und Maßnahmen zur Beeinflussung des Kapitalverkehrs in Betracht. Aus diesen Grund sind nun Fragen der Wechselkurs*regime*politik zu diskutieren.<sup>477</sup> Neben der Wechselkursparität sind in diesem Zusammenhang die Bezugsgröße, die Wechselkursflexibilität, die Leitkursflexibilität und die Wechselkursdifferenzierung bedeutsam.<sup>478</sup>

---

<sup>474</sup> Vgl. Sachs (1996), S. 150f; vgl. Begg (1996), S. 56f; vgl. Dornbusch/Sturzenegger/Wolf (1990), S. 58; vgl. Koch (1997), S. 10ff; vgl. Stippler (1998), S. 109ff; vgl. Westphal (1993), S. 75f.

<sup>475</sup> Vgl. Hochreiter (2000), S. 157; vgl. Rosati (1996), S. 178.

<sup>476</sup> Vgl. Duijm (1990), S. 17.

<sup>477</sup> Vgl. Duijm (1990), S. 24ff.

<sup>478</sup> Unter der Wahl der *Bezugsgröße* versteht man die Frage, ob ein einziger bilateraler Wechselkurs oder ein sogenannter Währungskorb, der sich als gewichteter Durchschnitt bilateraler Wechselkurse abbilden lässt, als Zwischenziel fungieren soll. Unter der *Wechselkursflexibilität* versteht man das Ausmaß, in dem der Devisenmarktkurs von der fest gelegten Parität abweichen darf. Die Bandbreite der zulässigen Schwankungen kann dabei entweder offiziell angekündigt werden oder sich implizit aus dem Interventionsverhalten der wechselkurspolitischen Entscheidungsträger ergeben. Die Gestaltung der *Leitkursflexibilität* hingegen ist die Frage nach dem Umfang, der Häufigkeit, der Regelmäßigkeit sowie der Prognostizierbarkeit der Leitkursänderung. Von besonderer Bedeutung ist unter den genannten Merkmalen die Prognostizierbarkeit, d.h. die Frage, ob die Anpassung im Zuge diskretionärer Beschlüsse der wechselkurspolitischen Entscheidungsträger oder im Rahmen einer Regelbindung vollzogen wird. Von einer *Wechselkursdifferenzierung* spricht man, wenn ein bilaterales Währungstauschverhältnis nicht nur durch einen Wechselkurs, sondern in Abhängigkeit von der zugrunde liegenden Transaktion durch eine Vielzahl differenzierter Wechselkurse ausgedrückt wird, die auf staatliche Regulierung zurückzuführen sind.

Mit Blick auf den weiteren Verlauf der Arbeit verdienen unter den denkbaren Ausprägungen von Wechselkursregimes die einseitige Wechselkursbindung mit Möglichkeit der Paritätsänderung sowie der *crawling peg* genauere Betrachtung. Die *einseitige Wechselkursbindung mit Möglichkeit der Paritätsänderung* ist dadurch gekennzeichnet, dass die heimische Währung in einem grundsätzlich festen Verhältnis an eine Leitwährung gebunden wird, der Leitkurs jedoch keine uneingeschränkte Verbindlichkeit genießt.<sup>479</sup> Bei deutlicher Divergenz der wechselkursrelevanten Fundamentaldaten wird von der Möglichkeit der Leitkursanpassung Gebrauch gemacht, wobei Leitkursanpassungen diskretionär und relativ selten erfolgen. Der diskretionäre Charakter dieser Regimeänderung ist für die privaten Wirtschaftssubjekte mit Unsicherheiten verbunden, die destabilisierend wirken können.

Der *crawling peg* stellt wie die meisten Wechselkursregimes eine Mischform zwischen den Extrem Lösungen Fixkursregime und Flexkursregime dar.<sup>480</sup> Er trägt insofern den Charakter eines Festkursregimes, als das anbindende Land verpflichtet ist, den Wechselkurs in engen Grenzen um den gewählten Leitkurs zu halten. Der Flexkurscharakter ist dadurch gegeben, dass der Leitkurs häufigen, meist kleineren Änderungen unterworfen ist. An diesem Punkt ist eine Kategorisierung nach der präzisen Ausgestaltung der Leitkursflexibilität sinnvoll.<sup>481</sup>

- Beim *passiven crawling peg* wird der Leitkurs nachträglich an die Veränderung wechselkursrelevanter Fundamentaldaten im In- und Ausland angepasst. Diese Form der Anpassungsautomatik impliziert eine Unterordnung der Wechselkursparität unter Fehlentwicklungen der anbindenden Volkswirtschaft, da diese gleichsam alimentiert werden. Eine stabilisierende, weil disziplinierende Wirkung ist nicht gegeben. Vorzüge ergeben sich aus der Tatsache, dass im Vergleich zum reinen Fixkurssystem jene Leitkursflexibilität vorhanden ist, die zur Vermeidung exogen bedingter *misalignments* notwendig ist („*real exchange rate targeting*“). Hierdurch kann auf Seiten der Wirtschaftssubjekte das Vertrauen gefestigt werden, dass aufgrund der höheren Schockabsorptionsfähigkeit des gewählten Wechselkursregimes seltener zum

---

<sup>479</sup> Vgl. Duijm (1990), S. 41f.

<sup>480</sup> Vgl. Duijm (1990), S. 49; vgl. Williamson (1981), S. 3.

<sup>481</sup> Desweiteren sind *crawling peg*-Systeme danach zu unterscheiden, an welchem Indikator sich die Leitkursänderung ausrichten soll. Dies könnte jeder Indikator bzw. jedes Indikatorenbündel sein, der bzw. das als wechselkursrelevant eingestuft wird. Als denkbare Größen kommen Leistungsbilanzsaldo, Devisenbilanzsaldo, Devisenreserven oder Inflationsunterschiede in Frage.

Instrument der diskretionären Abwertung bzw. zu Kapitalverkehrsbeschränkungen gegriffen wird als unter den Bedingungen eines Fixkursregimes.

- Beim *aktiven crawling peg* erfolgt die Veränderung des Leitkurses im Vorfeld der Veränderung von Fundamentaldaten in Höhe des angestrebten Umfangs. Mit der Ankündigung der Veränderungsrate erhoffen sich die wechselkurspolitischen Entscheidungsträger Einflussnahme auf die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte. Der entscheidende Unterschied zum passiven *crawling peg* liegt darin, dass bei einer vorangekündigten Abwertungsrate ein größerer Disziplinierungszwang auf die Wirtschaftssubjekte ausgeübt werden kann, sofern die Abwertungsrate bewusst geringer gewählt wird als die prognostizierte Abwertungsrate, die sich aus dem Zusammenspiel der als unvermeidlich angesehenen Fundamentaldaten ergibt („Festkursbindung in der ersten Ableitung“).<sup>482</sup>

Ein zentrales Problem bei der Handhabung dieses „exit“-Problems ist die Frage, welche Außenwirkung die Flexibilisierung des Wechselkurses entfaltet, da nicht ausgeschlossen werden kann, dass die Devisenmarktakteure die Flexibilisierung als Ausdruck nachlassender Stabilisierungsbemühungen werten.<sup>483</sup> Ein Ansatzpunkt zur stabilitätspolitisch reibungslosen Flexibilisierung könnte wie folgt aussehen: So kann die Flexibilitätskomponente (z.B. *crawling peg*) bereits zu einem Zeitpunkt eingeführt werden, der durch starke Kapitalimporte und damit eine *Aufwertungstendenz* charakterisiert ist.<sup>484</sup> Der Entstehung von Zweifeln an der Stabilitätspräferenz der Notenbank wird somit entgegengewirkt.<sup>485</sup> „The time to exit smoothly from an exchange rate peg is before the market expects it.“<sup>486</sup> Ein weiterer möglicher Vorteil dieser Vorgehensweise ist die Tatsache, dass mit einer simultanen Erhöhung der Wechselkursflexibilität (z.B. *crawling band*) ein Unsicherheitsmoment in den Kapitalverkehr eingebracht wird, was die Voraussetzung für die in dieser Phase risikolose Einbahnstraßenspekulation

---

<sup>482</sup> Vgl. Bofinger (1996), S. 80.

<sup>483</sup> Vgl. Helpman/Leiderman/Bufman (1994), S. 276ff.

<sup>484</sup> Vgl. Eichengreen (1999), S. 7f.

<sup>485</sup> In einem weiteren Schritt wäre die simultane Implementierung eines alternativen Zwischenziels der Geldpolitik denkbar, sobald der Wechselkurs z.B. aufgrund der Einführung eines „*crawling band*“ als Referenzpunkt der Erwartungsbildung an Transparenz einbüßt. Vgl. Eichengreen (1999), S. 9. Ist es der Notenbank in den ersten Jahren des Transformationsprozesses schließlich gelungen, ein Mindestmaß an Reputation aufzubauen, könnten diskretionäre Wechselkursanpassungen auch ohne die Gefahr eines Glaubwürdigkeitsverlusts möglich sein. Vgl. Sachs (1996), S. 151.

<sup>486</sup> Begg (1998), S. 686.

beseitigt und die nur begrenzt wirksame Sterilisierungspolitik der Notenbank somit entlastet.<sup>487</sup>

Die in den betrachteten Transformationsländern betriebene Wechselkurspolitik kann überblicksartig wie folgt dargestellt werden (vgl. Tabelle 4-6 - das angegebene Datum markiert jeweils den Zeitpunkt der Einführung des jeweiligen Wechselkursregimes): Für alle Länder gilt, dass die in den ersten Jahren erfolgten diskretionären Abwertungen (Polen, v.a. jedoch Ungarn) vor dem Hintergrund einer nur teilweise liberalisierten Kapitalbilanz stattfanden. Diese Tatsache dürfte die Spielräume für die Verfolgung einer Abwertungspolitik temporär erhöht haben bzw. den Zwang einer strikt wechselkurskonformen Entwicklung der Fundamentaldaten verringert haben.<sup>488</sup>

	Currency Board	Wechselkursbindung	Feste, aber anpassungsfähige Wechselkurse	Crawling Peg	Crawling Band	Managed floating	Freies floating
Polen		01/90	05/91	10/91	05/95	04/00	
Tschechien		01/91				05/97	
Ungarn			03/89		03/95		

Tabelle 4-6: Wechselkurspolitik in PL, CZ und H im Überblick

Quelle: Eigene Darstellung

In der nachfolgenden Zeit haben die gewählten Länder den oben dargestellten Empfehlungen nur teilweise Rechnung getragen. Ein erfolgreiches Beispiel stellt *Polen* dar, wo die Wechselkursflexibilität im Mai 1995 eine Erweiterung auf 7% („crawling band“) und zu Beginn des Jahres 1998 auf 10% erfuhr.<sup>489</sup> Dieser Schritt erfolgte in einer Phase deutlicher Kapitalimporte, so dass die Gefahr einer Währungskrise relativ gering war.

<sup>487</sup> Vgl. Eichengreen (1999), S. 8; vgl. Ohr (1998), S. 264.

<sup>488</sup> An dieser Stelle besteht eine interessante Analogie zur Hartwährungspolitik Österreichs. Sie war dadurch gekennzeichnet, dass die wenig vorteilhafte relative Entwicklung der Fundamentaldaten in den achtziger Jahren zunächst durch Beibehaltung bestehender Kapitalverkehrsbeschränkungen abgestützt wurde. Diese wurden im Zuge der Liberalisierungsforderungen von OECD und EU erst dann abgeschafft, als die österreichischen Fundamentaldaten mit denen der Bundesrepublik konvergierten oder diese gar übertrafen. Vgl. Fischer (1997), S. 153f; vgl. Hochreiter (2000), S. 162f.

<sup>489</sup> Vgl. Eichengreen (1999), S. 8; vgl. NBP (1995), S. 24f.

Als Beispiel einer weniger erfolgreichen Handhabung des „exit“-Problems ist *Tschechien* anzusehen. Aufgrund der allfälligen Sterilisierungsproblematik von Kapitalimporten wurde innerhalb der CNB zwar schon 1995 die Möglichkeit einer Ausweitung der Wechselkursflexibilität (Einführung eines Wechselkursbands) diskutiert. Hierzu kam es jedoch nicht, weil die Wechselkursparität zu diesem Zeitpunkt unter Aufwertungsdruck stand und man die hieraus resultierende - temporäre - Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit tschechischer Exporte scheute: „(..) the anticipated widening of the crown's fluctuation band strengthened the short-term capital inflows, as it was connected to speculations on the nominal appreciation of the crown promoted by improved economic expectations and an inflation drop in the second half of the year. This complicated the widening of the crown's fluctuation band. To impose it at that time would have led to further intensification of the capital inflow and to either a more substantial one-time nominal appreciation of the crown, or an increase in CNB expenditures on sterilisation. Therefore, the CNB policy remained unchanged. At the year-end, these expectations faded as a result of data on a higher balance of trade deficit, and the inflow of speculative capital stopped.“<sup>490</sup>

Mit dem Nachlassen der Kapitalimporte Ende 1995 aufgrund von Neuigkeiten über eine ungünstige Entwicklung der tschechischen Leistungsbilanz änderte sich die Situation schlagartig; die Bedingungen für eine reibungslose Flexibilisierung des Leitkurses verschlechterten sich. Die Erweiterung der zulässigen Schwankungsbreite des sechs Jahre lang stabilen Wechselkurses im Februar 1996 war schließlich ein Schritt in die richtige Richtung. Trotzdem erfolgte diese Maßnahme zu spät und zu zaghaft, so dass die Tschechische Nationalbank im Mai 1997 gezwungen war, die Krone nach einer spekulativen Attacke freizugeben.<sup>491</sup>

Der Fall *Ungarn* verdient Beachtung, weil hier eine kräftige diskretionäre Abwertung zu einem relativ späten Zeitpunkt erfolgte, ohne in eine Währungs-krise zu führen: Nach vielen Quartalen äußerst diskretionärer Geld- und Wechselkurspolitik umfasste das Stabilisierungsprogramm vom März 1995 neben restriktiver Fiskal- und Einkommenspolitik besagte Änderung der Wechselkursparität und die Einführung eines crawling bands. Obwohl die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger angesichts von Leistungsbilanzdefiziten in Relation zum BIP in Höhe von 9% in 1993 bzw. 9,4% in 1994 (vgl. Tab. 3-9) - entgegen der von Eichengreen empfohlenen Handhabung des „exit“-Problems - gleichsam mit dem „Rücken zur Wand“ standen, wurde die Krisenbekämpfung unter

---

<sup>490</sup> CNB (1995), S. 4.

<sup>491</sup> Vgl. Buch/Heinrich (1997), S. 4ff.



Rückgriff auf das Abwertungsinstrument von den Devisenmärkten goutiert, da das Stabilisierungsprogramm als glaubwürdig eingeschätzt wurde.

#### 4.2.3.4 Zwischenergebnis

Der herrschenden Meinung folgend ist die simultane Verfolgung der Ziele „Autonomie der Geldpolitik“, „Freizügigkeit des Kapitalverkehrs“ und „Fixer Wechselkurs“ unmöglich. Unter der Voraussetzung zinselastischer Kapitalbewegungen können sich die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger demzufolge für eine eigenständige Geldpolitik entscheiden, müssen hierbei aber einen flexiblen Wechselkurs in Kauf nehmen, et vice versa. Die Berechtigung dieser Vorstellung bestätigt sich angesichts der oben geschilderten Erfahrungen in Polen, Tschechien und Ungarn. Diese hatten solange Spielräume für eine nicht wechselkursgerechte Entwicklung makroökonomischer Fundamentaldaten, solange Beschränkungen des Kapitalverkehrs existierten. Im Zeitablauf wurden diese jedoch aufgehoben, so dass bei wechselkursinkonformen Fundamentaldaten die Aufrechterhaltung einer festen Wechselkursparität unmöglich wurde.

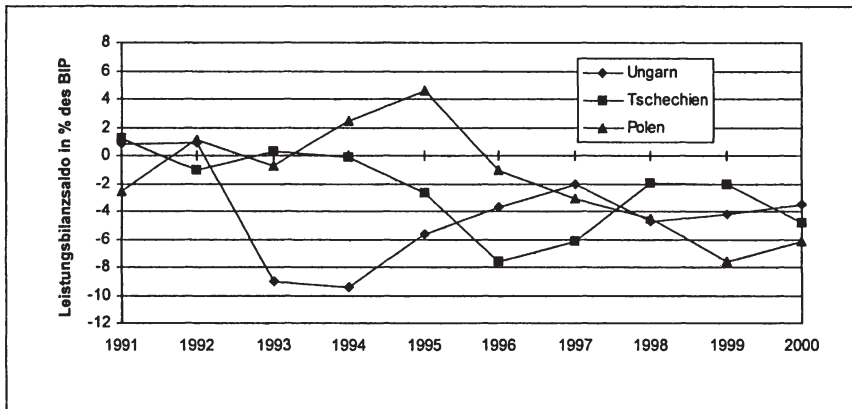


Abbildung 4-9: Leistungsbilanzsaldo für PL, CZ und H

Quelle: EBRD (Grundzahlen)

Das hieraus resultierende „exit“-Problem ist grundsätzlich lösbar; eine Abwertung ist bei aktuell oder antizipativ wechselkursinkonformen Teilpolitiken auch ohne Währungskrise durchführbar. Damit sind allerdings auch die Grenzen von Bewältigungsstrategien auf außenwirtschaftspolitischer Ebene angedeutet:

Möglich scheint lediglich die *Verhinderung einer Währungskrise* durch Vermeidung einer exzessiven realen Überbewertung. Die Erzielung einer ausgeglichenen Leistungsbilanz bzw. eines Leistungsbilanzüberschusses ist jedoch zumindest nach Analyse der gewählten Länder Polen, Tschechien und Ungarn auf diesem Wege unmöglich (vgl. Abbildung 4-9).

#### 4.3 Sonstige Ansatzpunkte

Wurde auf eine Anpassungsinflation zur Lösung des Altschuldenproblems gleichermaßen verzichtet wie auf eine Währungsreform, wäre eine Rekapitalisierung überschuldeter Banken und Unternehmen durch den Staat zu diskutieren. Bei der *Rekapitalisierungspolitik* ist deutlich zwischen der Lösung des Bestandsproblems alter notleidender Kredite und Ansätzen zur Verhinderung der Vergabe neuer, *potentiell* notleidender Kredite zu unterscheiden.<sup>492</sup> Während die letztgenannten Ansätze auf eine Änderung der Anreizsysteme der Banken und damit der Kriterien für die Vergabe zukünftiger Kredite abzielen, konzentrieren sich Strategien zur Lösung des Altschuldenproblems auf die Frage,<sup>493</sup>

- ob und zu welchen Bedingungen notleidende Kredite der Banken durch alternative Vermögenswerte (i.d.R. Anleihen der Regierung) ausgetauscht werden sollen
- ob und zu welchen Bedingungen die Rekapitalisierung der Banken mit einer simultanen Schuldenstreichung der betroffenen Unternehmen verknüpft werden soll

Von Interesse sind zum einen die aus dem Rekapitalisierungsprogramm resultierenden Belastungen für das öffentliche Budget. Es ist zu konzedieren, dass der Gegenwartswert des staatlichen Vermögens von der Durchführung eines Rekapitalisierungsprogramms objektiv unberührt bleibt, da die Entschuldung der Unternehmen lediglich einer Transformation des quasifiskalischen Defizits in das offizielle Staatsdefizit gleichkommt.<sup>494</sup> Trotzdem sind Umstände denkbar, unter denen eine gewisse Zurückhaltung bei der Rekapitalisierung überschuldeter Institutionen angebracht ist - dann nämlich, wenn die Rekapitalisierung die absolute Höhe der Staatsverschuldung in einer derart transparenten Weise aufzeigt, dass es zu einer Vertrauenskrise privater Geldvermögensbesitzer kommt. Der entscheidende Punkt ist jedoch die Tatsache, dass ein Rekapitalisie-

---

<sup>492</sup> Vgl. Buch (1996a), S. 81f.

<sup>493</sup> Vgl. Begg/Portes (1993), S. 240ff; vgl. Buch (1996a), S. 82f.

<sup>494</sup> Vgl. Buch (1996a), S. 82; vgl. Begg/Portes (1993), S. 241.

rungsprogramm nach dem Verzicht auf Währungsreform und Anpassungsinfation und damit dem Verzicht auf eine *Eliminierung* von Schulden letztlich einer *Sozialisierung* von Schulden gleichkommt.<sup>495</sup> Aus monetärkeynesianischer Sicht bleiben die aus der zentralverwaltungswirtschaftlichen Ära stammenden Alt-schulden unangetastet, was bewirkt, dass weiterhin ein die Unternehmen - unmittelbar oder mittelbar - belastender Zinsanspruch erwirtschaftet werden muss. Bei der Durchführung eines Rekapitalisierungsprogramms handelt es sich daher um keine originäre Bewältigungsstrategie.

---

<sup>495</sup> Vgl. Begg/Portes (1995), S. 241; vgl. Calvo/Frenkel (1991a), S. 141ff.

## 5 Zusammenfassung und Schlussfolgerung

Ziel der vorliegenden Arbeit war die Klärung ausgewählter Fragen des Zusammenhangs zwischen dem Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik und einem Prozess nachholender Entwicklung. Dies erfolgte anhand einer Analyse der Transformationsländer Mittel- und Osteuropas unter Bezugnahme auf die Wirtschaftsgeschichte und –entwicklung Westdeutschlands.

Mit dem Zusammenbruch der ehemaligen Zentralverwaltungswirtschaften wurden die Träger der Transformationspolitik mit dem Problem konfrontiert, komplexe Entscheidungen auf nur unsicherer theoretischer Basis zu treffen, da zu diesem Zeitpunkt keine empirisch gehaltvolle Theorie der Systemtransformation existierte. Vor diesem Hintergrund plädierten die meisten Ökonomen insbesondere im deutschsprachigen Raum für die möglichst umfassende und rasche Implementierung marktwirtschaftlicher Elemente analog der konstituierenden Prinzipien der Wirtschaftspolitik Walter Euckens. Dieser gleichsam aus der Not entstandenen Transformationstheorie lag die Überzeugung zugrunde, dass die Einführung marktwirtschaftlicher Allokationsmethoden den wichtigsten und entscheidenden Beitrag zur Gewährleistung eines Aufholprozesses darstellt. Neben der grundsätzlichen Notwendigkeit von Preisniveaustabilität kommt dem Nominalsystem hierbei keine herausragende Bedeutung zu.

Parallel zur oben dargestellten Politikempfehlung formierte sich ein alternativer Ansatz in der Tradition des monetärkeynesianischen Paradigmas. Faktisch handelte es sich um eine Theorie wirtschaftlicher Entwicklung, die um transformationstheoretische Aspekte erweitert wurde. Auffällig ist die Kompromisslosigkeit dieses Ansatzes: Ordnungspolitische Rahmenbedingungen und realwirtschaftliche Faktoren sind für den Entwicklungsprozess nicht irrelevant, aber weit gehend unbedeutend. Von entscheidender Bedeutung ist vielmehr die Vermögenssicherungsqualität der jeweiligen Währung. Diese Kompromisslosigkeit führte zur Notwendigkeit, die auf Hajo Riese zurückgehende Berliner Schule als zentrale Ausprägung des Monetärkeynesianismus ausführlich darzulegen. Demzufolge weist Geld einen ordnungstheoretischen Charakter auf: Eine Geldwirtschaft ist nicht lediglich eine Tauschwirtschaft unter der Verwendung von Geld, sondern ein Wirtschaftssystem sui generis, welches dadurch gekennzeichnet ist, dass ökonomische Interaktionen zwischen arbeitsteilig agierenden Wirtschaftssubjekten in Nominalvariablen abgewickelt werden. Eine besondere Bedeutung kommt dem Zins zu: Die Begründung des Zinses mittels der Liquiditätspräferenztheorie betont die Frage, in welcher Form ein Wirtschaftssubjekt ein gegebenes Vermögen hält. Geld weist hierbei die Eigenschaft auf, dem Liquiditätsbedürfnis der Wirtschaftssubjekte am besten Rechnung zu

tragen, da es als Vermögensaktivum allgemein akzeptiert wird und jederzeit zur Tilgung fälliger Zahlungsverpflichtungen verwendet werden kann. Auf diese Weise kann die Existenz eines positiven Zinssatzes begründet werden: Wirtschaftssubjekte ziehen die Verfügungsgewalt über eigenes Vermögen einer Aufgabe von Verfügungsgewalt vor. Schließlich wurde festgestellt, dass die Akzeptanz eines Geldes sowie die Bereitschaft von Wirtschaftssubjekten, in diesem Geld zu wirtschaften, dessen Knappheit voraussetzt. Eine allgemeine Implikation dieses Wirkungszusammenhangs besteht darin, dass zur Sicherung der Funktionsbedingungen einer Geldwirtschaft die Notwendigkeit einer Antiinflationpolitik besteht.

Für den weiteren Verlauf der Untersuchung waren die entwicklungspolitischen Implikationen des monetärkeynesianischen Paradigmas von entscheidender Bedeutung. Da Entwicklungsunterschiede in erster Linie auf unterschiedliche Vermögenssicherungsqualitäten von Währungen zurückgeführt werden, kann Entwicklung nur über eine Positionsverbesserung der betreffenden Währung in der globalen Währungshierarchie vollzogen werden. Im Idealfall führt dies über eine Erhöhung der Liquiditätsprämie und entsprechender Verringerung des Zinsniveaus bei gegebener Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals zu einem höheren wirtschaftlichen Aktivitätsniveau und damit einer höheren Einkommensbildung. Im Detail lassen sich für den Fall einer rückständigen Ökonomie mit zurückgestauter Inflation zwei zielführende Politikmaßnahmen identifizieren: konfiskatorische Währungsreform und stabilitätsorientierte Unterbewertung. Eine konfiskatorische Währungsreform ist ein Währungsschnitt, der neben dem Abbau eines Geldüberhangs auch die Entlastung der Unternehmen von in der Vergangenheit akkumulierten Verbindlichkeiten gewährleistet. Als Anwendungsfall wurde die deutsche Währungsreform von 1948 diskutiert. Ein weiteres Element einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie ist die Unterbewertung des Wechselkurses. Hierbei favorisiert der Monetärkeynesianismus die Strategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung. Hierunter versteht man eine anhaltende reale Unterbewertung in einem Regime fixer Wechselkurse. Zugrunde liegt eine zweistufige geldpolitische Strategie, deren Zwischenziel der Wechselkurs ist. Aus einer stabilitätsorientierten Unterbewertung resultierende Leistungsbilanzüberschüsse stellen eine Politik der Währungsstärke dar, da die Leistungsbilanzüberschüsse der Knappheit des inländischen Geldes geschuldet sind, zu einem Devisenbilanzüberschuss führen und zum Aufbau einer Gläubigerposition beitragen. Des weiteren stellen Leistungsbilanzüberschüsse einen Nachfrageimpuls dar. Als Anwendungsfall wurde die Geld- und Währungspolitik der BRD 1950/51-1998 diskutiert.

Abschließend wurde der Versuch einer Einschätzung des Stellenwerts beider Politikmaßnahmen für die Entwicklungsgeschichte der Bundesrepublik Deutschland unternommen. Vor dem Hintergrund zweier alternativer Erklärungsansätze (catching-up-Hypothese, Angebots-/Ordnungspolitik) konnte im Rahmen der vorliegenden Arbeit keine abschließende Antwort gegeben werden. Aufgrund des tragfähig erscheinenden Erklärungsansatzes der catching-up-Hypothese sowie Zweifel am relativen Gewicht der Unterbewertungssituation der DM ergaben sich jedoch Anhaltspunkte dafür, dass das monetärkeynesianische Paradigma nicht uneingeschränkt zu überzeugen vermag.

In einem weiteren Schritt waren der Stellenwert von Währungsreform und Unterbewertung im Aufholprozess Mittel- und Osteuropas zu thematisieren. Für die Fallstudien erfolgte die Auswahl der Länder Polen, Tschechien und Ungarn anhand der Kriterien Datenlage, Größe und Homogenität, operationalisiert durch den Transformationsindikator der EBRD. Ferner wurde eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie unter dem Blickwinkel der Theorie der Wirtschaftspolitik betrachtet. Nach Klärung des Begriffs der rationalen wirtschaftspolitischen Konzeption wurden die Bedingungen für die Implementierung einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie in den gewählten Ländern erfasst. Hierbei konnte festgestellt werden, dass die Reformen - im Gegensatz zur deutschen Währungsreform 1948 - unter der Bedingung demokratischer Legitimation vollzogen werden mussten. In einer ersten Einschätzung lautete das Ergebnis, dass der faktische Verzicht auf Währungsreformen in Polen, Tschechien und Ungarn politökonomische Gründe hatte, da konfiskatorische Währungsreformen aufgrund ihres Umverteilungscharakters politisch zu riskant waren. An diesem Punkt war nach alternativen Bedingungen zu suchen, die eine Währungsreform hätten ermöglichen können. Hierbei zeigte sich, dass in Polen und Tschechien zwar Anhaltspunkte für eine „Honeymoonphase“ - also einer Phase politischer Euphorie und ausgeprägter Leidensfähigkeit der Bevölkerung - gegeben war, diese aber offensichtlich zu kurz und/oder zu schwach war. Als weitere Determinante der Reformkapazität konnte die Krisenhypothese identifiziert werden. Hierfür gab es - bezogen auf das Problem der zurückgestauten Inflation - in keinem der betrachteten Länder Anhaltspunkte.

Anschließend wurden die Bedingungen für die Verfolgung einer unterbewertungskonformen Geldpolitik dokumentiert. Es musste festgestellt werden, dass die für eine derartige Politik erforderlichen Voraussetzungen in den betrachteten Ländern nicht vorhanden waren: Die aus dem Verzicht auf eine Währungsreform resultierende Überschuldungssituation des Bankensektors hätte die realwirtschaftlichen Kosten einer restriktiven Geldpolitik zur Absicherung der Unterbewertung prohibitiv teuer werden lassen; Portfoliokapitalimporte stellten

die Notenbanken vor Sterilisationsprobleme; die Fiskalpolitik zeichnete sich durch eine Tendenz zu Budgetdefiziten aus und war - analog wie die Lohnpolitik - übermäßig expansiv.

Im Nachgang zu diesen Betrachtungen erfolgte eine erste empirische Bestandsaufnahme des Transformationsprozesses in den genannten Ländern. Das Hauptaugenmerk lag auf der Stabilisierungspolitik unmittelbar zu Beginn des Transformationsprozesses sowie der Geld- und Währungspolitik bis zur Jahrtausendwende. Die Analyse blieb hierbei zunächst deskriptiv, was darin begründet lag, dass Diskrepanzen zwischen den Politikempfehlungen des monetärkeynesianismus sowie der tatsächlich praktizierten Politik dokumentiert werden sollten. Die Tatsache, dass in keinem der gewählten Länder eine monetärkeynesianische Strategie verfolgt wurde, wurde mit der Einschätzung verbunden, dass eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie keine rationale wirtschaftspolitische Konzeption darstellt bzw. nicht die erforderliche „politische Qualität“ aufweist. Damit bestätigte sich die allgemeine Vermutung, dass rationale wirtschaftspolitische Konzeptionen nicht am Reißbrett entstehen können. Die gewonnenen Erkenntnisse deuten vielmehr darauf hin, dass die Umsetzung einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie an derart viele Nebenbedingungen geknüpft ist, dass nicht von einer „Konzeption“, sondern einer „Utopie“ gesprochen werden muss.

Schließlich wurde nach Anhaltspunkten für die mögliche empirische Falsifizierung des monetärkeynesianischen Paradigmas gesucht. Exemplarisch zeigte sich, dass Tschechien als Land mit der geringsten monetären Instabilität und damit der besten Vermögenssicherungsqualität der Währung die schlechteste realwirtschaftliche Entwicklung aufzuweisen hat. Dies schwächte den empirischen Gehalt des monetärkeynesianischen Paradigmas erheblich.

Nachfolgend wurden die Fallstudien unter einem anderen Gesichtspunkt betrachtet. Es wurde analysiert, ob wirtschaftspolitische Ansatzpunkte identifiziert werden können, eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie zumindest in Ansätzen zu implementieren. Da in keinem der betrachteten Länder die Verfolgung einer monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie auf der wirtschaftspolitischen Agenda stand, bedurfte die Eignung der Fallstudien für diese Fragestellung einer Rechtfertigung. Diese bestand darin, dass die empirisch beobachtbaren Phänomene der Überschuldung finanzieller Institutionen sowie der realen Überbewertung des Wechselkurses auch aus Sicht der herrschenden Neoklassik Krisenpotenziale darstellen. Deswegen ließ die Reaktion der Wirtschaftspolitik auf diese Probleme Rückschlüsse auf die genannte Fragestellung zu. Aus monetärkeynesianischer Perspektive könnte das Kalkül derartiger Bewältigungsstrategien darin bestehen, zumindest exzessive

Leistungsbilanzdefizite zu verhindern, um über maßvolle Leistungsbilanzdefizite bzw. eine ausgeglichene Leistungsbilanz eine Liquiditätsprämie zu erwirtschaften, die den heimischen Kredit-Investitions-Mechanismus zumindest nicht restringiert.

Eine Bewältigungsstrategie könnte darin gesehen werden, eine Anpassungsinflation als Folge der Liberalisierung der Güterpreise zu tolerieren, um zumindest die Altschulden zu entwerten. Von entscheidender Bedeutung ist die Tatsache, dass die Phase einer eventuell entstehenden Hyperinflation nur von kurzer Dauer zu sein braucht, da eine schnelle Stabilisierung bei geringen Outputkosten möglich ist. Dies konnte damit begründet werden, dass unter den Bedingungen einer Hyperinflation typischerweise eine Verkürzung der Laufzeiten nomineller Verträge stattfindet. In diesem Szenario wird der Ankündigung eines wechselkursgestützten Stabilisierungsprogramms - wenn dieses mit einem wirtschaftspolitischen Regimewechsel verbunden ist - schließlich auch hohe Glaubwürdigkeit entgegengebracht. Dies machte es notwendig, die in den letzten Jahren vorgebrachte Kritik am Konzept der Glaubwürdigkeit in der Geldpolitik zu relativieren.

Nach Darstellung des bekannten Zeitinkonsistenzmodells von Barro/Gordon sowie seiner Implikationen wurde die einschlägige Modellkritik erläutert. Von besonderem Interesse erschien jener Teil der Kritik, der auf die mangelnde perfekte Steuerbarkeit der Inflationsrate durch die Notenbank verweist. Die These, die Ankündigung einer Zielinflationsrate durch die Notenbank habe stets und unter allen Umständen keine Relevanz, erwies sich jedoch als nicht haltbar. Es konnte gezeigt werden, dass die Konzeption der Glaubwürdigkeit in der Geldpolitik im Rahmen der Kritik an Barro/Gordon eine unzulässige Verengung auf den Bereich niedriger Inflationsraten erfuhr. Herrscht in einer Volkswirtschaft Inflation auf hohem Niveau, wird die Ankündigung einer Zielinflationsrate im Zuge eines wechselkursgestützten und insgesamt konsistenten Reformprogramms positive Wirkungen auf die Inflationserwartungen und damit auf den Disinflationserfolg haben, da die transmissionstheoretischen Voraussetzungen unter diesen Bedingungen gegeben sind. Diese Überlegungen konnten anhand der gewählten Fallstudien – insbesondere anhand der schnellen Stabilisierung der Hyperinflation Polens – bestätigt werden. Unter dem Gesichtspunkt des Altschuldenproblems wurde eine Anpassungsinflation daher als „getarnte Währungsreform“ bezeichnet.

Mit Blick auf die langfristige Aufrechterhaltbarkeit des Wechselkursankers war der Frage nachzugehen, ob dem Erfordernis wechselkursgerechter Fiskal- und Einkommenspolitik durch entsprechende Reform der Politikfelder Rechnung getragen wurde. Hinsichtlich der Fiskalpolitik wurde festgestellt, dass das



Verschuldungsgebaren Polens und Tschechiens und mit Einschränkungen Ungarns als tragbar klassifiziert werden kann, was als Indiz gewertet wurde, dass es den betreffenden Ländern gelungen ist, die für eine Referenzkursstrategie erforderliche Fiskalreform durchzuführen. Einschränkend wurde jedoch konstatiert, dass die Analyse und Interpretation von Budgetdefiziten in Mittel- und Osteuropa in ihrer Aussagekraft begrenzt ist.

Hinsichtlich der Einkommenspolitik konnte festgestellt werden, dass die gewählten Länder eine Regulierung der Lohnfindungssysteme praktiziert haben. Als Ausprägungen wurden Lohnrichtlinien in Verbindung mit einer Lohnzuwachssteuer sowie der Versuch des „Rückgriffs“ auf korporatistische Lohnfindungssysteme festgestellt. Beide Ausprägungen waren nur mäßig erfolgreich: Die partielle Unwirksamkeit der Lohnrichtlinien war auf das Fortbestehen weicher Budgetrestriktionen, die Unwirksamkeit korporatistischer Lohnfindungssysteme auf die Fragmentierung des Verbändewesens zurückzuführen. Mittel- und langfristig war die Politik der Wechselkursfixierung somit zum Scheitern verurteilt.

Ausgehend vom stilisierten Faktum eines mangelnden Inflationsgleichschritts war vor dem Hintergrund eines fixen Wechselkurses die Frage von Interesse, welche Bewältigungsstrategien auf außenwirtschaftspolitischer Ebene möglich sind, um der Gefahr einer realen Überbewertung zu begegnen. Nach einer Operationalisierung des Begriffs der realen Überbewertung wurde zunächst die Möglichkeit einer anfänglichen realen Unterbewertung im Ausgangspunkt des Transformationsprozesses - praktiziert in Polen und Tschechien - dargestellt und problematisiert. Anschließend war der Frage nachzugehen, welche Ansatzpunkte für die Vermeidung einer realen Überbewertung im Verlauf des Transformationsprozesses gegeben sind. Hierbei wurde deutlich, dass aus dem Auftreten international mobilen Portfoliokapitals weitere Probleme für die Aufrechterhaltbarkeit eines Wechselkursankers resultieren. Die Politik einer Isolation der gewählten Länder Mittel- und Osteuropas durch Aufrechterhaltung von Kapitalverkehrsbeschränkungen war mittel- bis langfristig unmöglich; Devisenmarktinterventionen der Notenbanken zeigten eine im Zeitablauf abnehmende Effizienz. Als interessant erwies sich der ungarische Versuch, eine gezielte Veränderung der Außenhandelsstruktur durch verstärkten Export qualitativ hochwertiger Produkte zu erreichen, um auf diese Weise kostenbedingten Wettbewerbsnachteilen entgegenzuwirken.

Abschließend wurden Spielräume zur Abwertung des nominellen Wechselkurses ausgelotet. Hierbei konnte festgestellt werden, dass das Instrument der diskretionären Abwertung von Polen und Ungarn insbesondere in den ersten Jahren des Transformationsprozesses mehrmals genutzt wurde. Dies führte

deshalb nicht zu einer Abwertungs-Inflations-Spirale, weil die bestehende Regulierung der Lohnfindung, insbesondere aber die damals bestehenden Kapitalverkehrsbeschränkungen die Gefahr einer Destabilisierung reduzierten. Die deutliche Abwertung im Vorfeld der Einführung des crawling band 1995 in Ungarn blieb ohne destabilisierende Wirkung, weil das flankierende Stabilisierungsprogramm als konsistent und glaubwürdig eingeschätzt wurde; die Abwertung der tschechischen Krone 1996 trug hingegen alle Anzeichen einer Währungs-krise. In der Summe wurden die Grenzen von Bewältigungsstrategien auf außenwirtschaftspolitischer Ebene deutlich: Möglich scheint lediglich die Vermeidung einer exzessiven realen Überbewertung und damit die Verhinderung einer Währungs-krise. Die Erzielung einer ausgeglichenen Leistungsbilanz bzw. von Leistungsbilanzüberschüssen ist jedoch unrealistisch.

Schlussfolgernd lässt sich feststellen, dass dem Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik im Aufholprozess keine derart strategische Rolle zukommt, wie dies das monetärkeynesianische Paradigma nahe legt. Diese Einschätzung ist folgenden Tatsachen geschuldet: *Erstens* können die für die Umsetzung einer Unterbewertungsstrategie erforderlichen Voraussetzungen fehlen. *Zweitens* sprechen empirische Indizien gegen den unterstellten strengen Zusammenhang von Vermögenssicherungsqualität einer Währung und realwirtschaftlichem Entwicklungspotenzial. *Drittens* führt der Versuch, eine monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie zumindest in Ansätzen zu verwirklichen, dazu, dass diese bis hin zur Unkenntlichkeit verformt wird. Damit ist nachvollziehbar, warum der monetärkeynesianischen Entwicklungsstrategie die Anerkennung in der Wissenschaftswelt bislang versagt geblieben ist – eine Beobachtung, die mit der These, dass der von Hajo Riese gepflegte unverständliche Sprachcode auch als Immunisierungsversuch gewertet werden kann, konsistent ist.



## Literaturverzeichnis

- Abelshauer, W. (1975), *Wirtschaft in Westdeutschland 1945-1948*, Stuttgart.
- Abelshauer, W. (1983), *Wirtschaftsgeschichte der Bundesrepublik Deutschland (1945-1980)*, Frankfurt/Main.
- Abramovitz, M. (1989), *Thinking about growth*, Cambridge.
- Aghion, P./Blanchard, O./Burgess, R. (1994), The behaviour of state firms in Eastern Europe, pre-privatisation, in: *European Economic Review*, 38, S. 1327-1349.
- Ahmad, J./Coricelli, F./Revenge, A. (1992), Wage policy during the transition to a market economy: The case of Poland – An overview, in: *World Bank (Hrsg.), Wage policy during the transition to a market economy: Poland 1990-91*, World Bank Discussion Papers 158, Washington D. C., S. 1-16.
- Ahrens, J. (1997), Theoretische Grundlagen für die Transformationspolitik in Rußland, in: *Osteuropa-Wirtschaft*, 42, S. 1-32.
- Alchian, A. (1977), Some economics of property rights, in: *Alchian, A. (Hrsg.), Economic forces at work*, Indianapolis, S. 127-149.
- Alesina, A./Drazen, A. (1991), Why are stabilizations delayed?, in: *The American Economic Review*, 81, 5, S. 1170-1188.
- Allsopp, C./Kierzkowski, H. (1997), The assessment: Economics of transition in Eastern and Central Europe, in: *Oxford Review of Economic Policy*, 13, 2, S. 1-22.
- Almekinders, G. J. (1995), *Foreign exchange intervention*, Aldershot.
- Apolte, T. (1992), *Politische Ökonomie der Systemtransformation*, Hamburg.
- Apolte, T./Cassel, D. (1991), Osteuropa: Probleme und Perspektiven der Transformation sozialistischer Wirtschaftssysteme, in: *List-Forum*, 17, 1, S. 22-55.
- Arrow, K. J. (1984), Reale und nominelle Größen in der Wirtschaftstheorie, in: *Bell, D./Kristol, I. (Hrsg.), Die Krise in der Wirtschaftstheorie*, Berlin et al, S. 175-189.

- Asea, P. K./Corden, W. M. (1994), The Balassa-Samuelson model: An overview, in: *Review of International Economics*, 2, 3, S. 191-200.
- Backe, P./Fidrmuc, J./Reininger, T./Schardax, F. (2002), Price dynamics in Central and Eastern European EU accession countries, Working Paper 61, Oesterreichische Nationalbank, Wien.
- Bähr, C. (1994), *Ansätze zu einer Theorie der Währungsreform*, Köln.
- Balassa, B. (1964), The purchasing-power parity doctrine: A reappraisal, in: *Journal of Political Economy*, LXXII, S. 584-596.
- Balcerowicz, L. (1995), *Socialism, capitalism, transformation*, Budapest et al.
- Bango, J. (1991), *Die postsozialistische Gesellschaft Ungarns*, München.
- Barro, R. J./Gordon, D. B. (1983a), A positive theory of monetary policy in a natural rate model, in: *Journal of Political Economy*, 91, 4, S. 589-610.
- Barro, R. J./Gordon, D. B. (1983b), Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, in: *Journal of Monetary Economics*, 12, S. 101-121.
- Bauer, T. (1992), Building capitalism in Hungary, in: Siebert, H. (Hrsg.), *The transformation of socialist economies*, Tübingen, S. 287-303.
- Bayer, N. (1999), *Der Start in die Marktwirtschaft – das tschechische Modell*, Berlin.
- Begg, D. (1996), Monetary policy in Central and Eastern Europe: Lessons after half a decade of transition, IMF Working Paper WP/96/108, Washington D. C.
- Begg, D. (1997), Monetary policy during transition: Progress and pitfalls in Central and Eastern Europe, 1990-6, in: *Oxford Review of Economic Policy*, 13, 2, S. 33-46.
- Begg, D. (1998), Pegging out: Lessons from the Czech exchange rate crisis, in: *Journal of Comparative Economics*, 26, S. 669-690.
- Begg, D./Portes, R. (1993), Enterprise debt and economic transformation: Financial restructuring in Central and Eastern Europe, in: Mayer, C./Vives, X. (Hrsg.), *Capital markets and financial intermediation*, Cambridge, S. 230-261.

- Belke, A./Hebler, M. (2002), EU-Osterweiterung, Euro und Arbeitsmärkte, München et al.
- Benesch, M. (1999), Devisenmarktinterventionen in Theorie und Praxis, Frankfurt/Main et al.
- Berg, A./Sachs, J. (1992), Structural adjustment and international trade in Eastern Europe: The case of Poland, in: *Economic Policy*, 14, S. 117-173.
- Bernholz, P. (1990), Probleme der Währungs- und Budgetpolitik beim Übergang von der zentralgeplanten zur marktwirtschaftlichen Ordnung, in: *Kredit und Kapital*, 23, 3, S. 295-317.
- Berthold, N./Fehn, R. (1996), Evolution von Lohnverhandlungssystemen – Macht oder ökonomisches Gesetz?, in: Berthold, N./Zohlnhöfer, W. (Hrsg.), *Die Tarifautonomie auf dem Prüfstand*, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N. F. 244, Berlin, S. 57-94.
- Blackburn, K./Christensen, M. (1989), Monetary policy and policy credibility: Theories and evidence, in: *Journal of Economic Literature*, 27, 1, S. 1-45.
- Blanchard, O./Chouraqui, J.-C./Hagemann, R. P./Sartor, N. (1990), The sustainability of fiscal policy: New answers to an old question, in: *OECD Economic Studies*, 15, S. 7-36.
- Blanchard, O./Dornbusch, R. (1984), U. S. deficits, the Dollar and Europe, in: *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, 37, S. 89-113.
- Blanchard, O./Dornbusch, R./Krugman, P./Layard, R./Summers, L. (1991), *Reform in Eastern Europe*, Cambridge.
- Blanchard, O./Layard, R. (1992), Post-stabilization in Poland, in: World Bank (Hrsg.), *Wage policy during the transition to a market economy: Poland 1990-91*, World Bank Discussion Papers 158, Washington D. C., S. 51-72.
- Blinder, A. S. (1997), Distinguished lecture on economics in government, in: *Journal of Economic Perspectives*, 11, 2, S. 3-19.
- Boeri, T./Terrell, K. (2002), Institutional determinants of labor reallocation in transition, in: *Journal of Economic Perspectives*, 16, 1, S. 51-76.
- Bofinger, P. (1990), Zur Konzeptualisierung einer Europäischen Geldpolitik, in: Riese, H./Spahn, H.-P. (Hrsg.), *Geldpolitik und ökonomische Entwicklung - Ein Symposium*, Regensburg, S. 123-136.

- Bofinger, P. (1991), Endziel und Vorstufen einer Europäischen Währungsunion als monetärer Rahmen für die Wirtschaftsreformen in Osteuropa?, in: Siebke, J. (Hrsg.), *Monetäre Konfliktfelder der Weltwirtschaft*, Berlin, S. 391-407.
- Bofinger, P. (1993), Erfahrungen mit Geldpolitik bei Existenz starker mikroökonomischer Verzerrungen, in: Herr, H./Westphal, A. (Hrsg.), *Transformation in Mittel- und Osteuropa*, Frankfurt/Main et al., S. 83-108.
- Bofinger, P. (1996), Vertiefung und Osterweiterung der Europäischen Union, in: *Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung*, 65, 1, S. 75-81.
- Bofinger, P. (2000), A framework for stabilizing the Euro/Yen/Dollar triplet, in: *North American Journal of Economics and Finance*, 11, S. 137-151.
- Bofinger, P./Reischle, J./Schächter, A. (1996), *Geldpolitik*, München.
- Bofinger, P./Wollmershäuser, T. (2001), Is there a third way to EMU for the EU accession countries?, in: *Economic Systems*, 25, S. 253-274.
- Bohnet, A./Ohly, C. (1992), Zum gegenwärtigen Stand der Transformations-  
theorie – Eine Literaturstudie, in: *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 41, 1, S. 27-50.
- Boone, P./Horder, J. (1998), Inflation: Causes, consequences, and cures, in: Boone, P. (Hrsg.), *Emerging from communism*, Cambridge/Mass., S. 43-71.
- Borensztein, E./DeGregorio, J./Lee, J.-W. (1998), How does foreign direct investment affect economic growth?, in: *Journal of International Economics*, 45, S. 115-135.
- Bos, E. (1994), Die Rolle von Eliten und kollektiven Akteuren in Transformationsprozessen, in: Merkel, W. (Hrsg.), *Systemwechsel – 1. Theorien, Ansätze und Konzeptionen*, Opladen, S. 81-109.
- Braun, C. (1999), *Hysteresis im Außenhandel: methodische Beurteilung und wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen*, Aachen.
- Brüggemann, A./Gabrisch, H./Kämpfe, M./Linne, T./Orlowski, L./Stephan, J. (2000), *Währungskrisen in Mittel- und Osteuropa*, Baden-Baden.
- Bruno, M. (1993), *Crisis, stabilization and economic reform: Therapy by consensus*, Oxford.

- Brusis, M. (1994), Korporatismus als Transformationskonsens – Der Fall Ungarn im osteuropäischen Vergleich, Arbeitspapier 94/3, Arbeitsgruppe Transformationsprozesse in den neuen Bundesländern an der Humboldt-Universität zu Berlin, Max-Planck-Gesellschaft, Berlin.
- Buch, C. M. (1996a), Banken im Transformationsprozeß - eine Bestandsaufnahme für Polen, die Tschechische Republik und Ungarn, in: Die Weltwirtschaft, 1, S. 70-102.
- Buch, C. M. (1996b), Creating efficient banking systems, Kieler Studien 277, Institut für Weltwirtschaft, Tübingen.
- Buch, C. M./Heinrich, R. P. (1997), The end of the Czech miracle? Currency crisis reveals need for institutional reforms, Kieler Diskussionsbeiträge 301, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Buch, C. M./Heinrich, R. P./Pierdzioch, C. (1998), Taxing short-term capital flows – An option for transition economies?, Kieler Diskussionsbeiträge 321, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Buch, C. M./Heinrich, R. P./Pierdzioch, C. (1999), Foreign capital and economic transformation: Risks and benefits of free capital flows, Kieler Studien 295, Institut für Weltwirtschaft, Tübingen.
- Buchheim, C. (1989), Zur Kontroverse über den Stellenwert der Währungsreform für die Wachstumsdynamik in der Bundesrepublik Deutschland, in: Hampe, P. (Hrsg.), Währungsreform und soziale Marktwirtschaft – Rückblicke und Ausblicke, München, S. 86-100.
- Buchheim, C. (1997), Einführung in die Wirtschaftsgeschichte, München.
- Buchheim, C. (1998), Die Errichtung der Bank deutscher Länder und die Währungsreform in Westdeutschland, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Fünfzig Jahre Deutsche Mark, München, S. 91-138.
- Budina, N./Wijnbergen, S. van (1997), Fiscal policies in Eastern Europe, in: Oxford Review of Economic Policy, 13, 2, S. 47-64.
- Burniaux, J.-M. (1995), Establishing financial discipline: Experience with bankruptcy legislation in Central and Eastern European countries, in: OECD Economic Studies, 25, S. 109-151.



- Busch, B. (1999), Die Osterweiterung der Europäischen Union, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik 249, Institut der Deutschen Wirtschaft, Köln.
- Caesar, R. (1981), Der Handlungsspielraum von Notenbanken, Baden-Baden.
- Calmfors, L./Driffil, J. (1988), Bargaining structure, corporatism and macroeconomic performance, in: *Economic Policy*, 6, S. 13-61.
- Calvo, G. A./Coricelli, F. (1992), Stabilizing a previously centrally planned economy: Poland 1990, in: *Economic Policy*, 14, S. 175- 226.
- Calvo, G. A./Frenkel, J. A. (1991a), Credit markets, credibility, and economic transformation, in: *Journal of Economic Perspectives*, 5, 4, S. 139-148.
- Calvo, G. A./Frenkel, J. A. (1991b), From centrally planned to market economy, in: *IMF Staff Papers*, 38, 2, S. 268-299.
- Calvo, G. A./Leiderman, L./Reinhart, C. M. (1993), Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America, in: *IMF Staff Papers*, 40, 1, S. 108-151.
- Calvo, G. A./Leiderman, L./Reinhart, C. M. (1994), The capital inflows problem - Concepts and issues, *Occasional Papers 56*, International Center for Economic Growth, San Francisco.
- Calvo, G. A./Leiderman, L./Reinhart, C. M. (1996), Inflows of capital to developing countries in the 1990s, in: *Journal of Economic Perspectives*, 10, 2, S. 123-139.
- Cassel, D. (1985), Inflation und Inflationswirkungen in sozialistischen Planwirtschaften, in: Thieme, H. J. (Hrsg.), *Geldtheorie – Entwicklung, Stand und systemvergleichende Anwendung*, Baden-Baden, S. 255-286.
- CNB, Annual Report (verschiedene Ausgaben), Prag.
- Coleman, J. S. (1995), *Grundlagen der Sozialtheorie*, Band 1, München et al.
- Colm, G./Dodge, J. M./Goldsmith, R. W. (1961), Plan für die Liquidation der Kriegsfinanzierung und die finanzielle Rehabilitierung Deutschlands, in: Möller, H. (Hrsg.), *Zur Vorgeschichte der Deutschen Mark - Die Währungsreformpläne 1945-1948*, Basel et al., S. 214-254.

- Coorey, S./Mecagni, M./Offerdal, E. (1996), Disinflation in transition economies: The role of relative price adjustment, IMF Working Paper WP/96/138, Washington D. C.
- Corbo, V. (1999), Macroeconomic policy issues raised by capital inflows, in: Gacs, J./Holzmann, R./Wyzan, M. L. (Hrsg.), The mixed blessing of financial inflows, Cheltenham et al., S. 13-27.
- Corden, W. M. (1993), Exchange rate policies for developing countries, in: The Economic Journal, 103, 416, S. 198-207.
- Coricelli, F./Jazbec, B. (2001), Real exchange rate dynamics in transition economies, CEPR Discussion Paper 2869, London.
- Coricelli, F./Revenga, A. (1992), Wages and unemployment in Poland: Recent developments and policy issues, in: World Bank (Hrsg.), Wage policy during the transition to a market economy: Poland 1990-91, World Bank Discussion Papers 158, Washington D. C., S. 19-49.
- Cukierman, A. (1992), Central bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence, Cambridge.
- Cukierman, A./Miller, G./Neyapti, B. (2001), Central bank reform, liberalization and inflation in transition economies – An international perspective, CEPR Discussion Paper 2808, London.
- Dabrowski, M./Gomulka, S./Rostowski, J. (2001), Whence reform? A critique of the Stiglitz perspective, in: Journal of Policy Reform, 4, 4, S. 291-324.
- DeBoer-Ashworth, E. (2000), The global political economy and post-1989 change, Basingstoke.
- DeBroeck, M./Slok, T. (2001), Interpreting real exchange rate movements in transition countries, IMF Working Paper WP/01/56, Washington D. C.
- DeGrauwe, P. (1994), The economics of monetary integration, 2. Auflage, Oxford.
- DeGrauwe, P. (1996), International money, 2. Auflage, Oxford.
- DeGrauwe, P./Kondratowicz, A. (1993), How much exchange-rate flexibility is needed for Poland?, in: Russian and East European Finance and Trade, 29, Fall, S. 5-39.

- DeGregorio, J./Wolf, H. C. (1994), Terms of trade, productivity and the real exchange rate, NBER Working Paper 4807/1994, Cambridge/Mass.
- Demsetz, H. (1966), Some aspects of property rights, in: Journal of Law and Economics, 9, October, S. 61-70.
- Deutsche Bundesbank (1995), Gesamtwirtschaftliche Bestimmungsgründe der Entwicklung des realen Außenwerts der D-Mark, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Monatsbericht August, S. 19-40.
- Deutsche Bundesbank (2001), Währungspolitische Aspekte der EU-Erweiterung, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Monatsbericht Oktober, S. 15-31.
- Deutsche Reichsbank (1938), Verwaltungsbericht für das Jahr 1937, Berlin.
- Dibooglu, S./Kutan, A. M. (2000), Sources of real exchange rate fluctuations in transition economies: The case of Poland and Hungary, ZEI Working Paper B 14 2000, Bonn.
- Diehl, M./Schweickert, R. (1997), Wechselkurspolitik im Aufholprozeß, Kieler Studien 286, Institut für Weltwirtschaft, Tübingen.
- Dornbusch, R. (1993), The end of the German miracle, in: Journal of Economic Literature, 31, 2, S. 881-885.
- Dornbusch, R. (1996), The effectiveness of exchange-rate changes, in: Oxford Review of Economic Policy, 12, 3, S. 26-38.
- Dornbusch, R./Fischer, S. (1986), Stopping hyperinflations past and present, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 122, S. 1-47.
- Dornbusch, R./Fischer, S. (1993), Moderate inflation, in: The World Bank Economic Review, 7, 1, S. 1-44.
- Dornbusch, R./Fischer, S. (1995), Makroökonomik, 6. Auflage, München et al.
- Dornbusch, R./Sturzenegger, F./Wolf, H. (1990), Extreme inflation: Dynamics and stabilization, in: Brookings Papers on Economic Activity, 2, S. 1-84.
- Dornbusch, R./Wolf, H. (1990), Monetary overhang and reforms in the 1940s, NBER Working Papers Series 3456, Cambridge.
- Drazen, A./Grilli, V. (1993), The benefit of crisis for economic reforms, in: The American Economic Review, 83, 2, S. 598-607.

- Duijm, B. (1990), Wechselkurspolitik für Entwicklungsländer, München.
- Dumke, R. H. (2001), Das sonderbare Wachstum der Transformationsländer: Strukturreformen, Wirtschaftspolitik a la „Washington Consensus“ aber fehlende Akkumulationsdynamik, in: Gerstenberger, W. (Hrsg.), Außenhandel, Wachstum und Produktivität – Fragen im Vorfeld der EU-Erweiterung, Dresden, S. 151-171.
- Dunning, J. H. (1979), Explaining changing patterns of international production: In defence of the eclectic theory, in: Oxford Bulletin of Economics and Statistics, S. 269-295.
- Dunning, J. H. (1981), Explaining the international direct investment position of Countries: Towards a dynamic or developmental approach, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 117, S. 30-64.
- Durjasz, P./Kokoszczynski, R. (1999), Financial inflows to Poland, 1990-1996, in: Gacs, J./Holzmann, R./Wyzan, M. L. (Hrsg.), The mixed blessing of financial inflows, Cheltenham et al., S. 141-167.
- EBRD, Transition report (verschiedene Ausgaben), London.
- EBRD, Transition report update (verschiedene Ausgaben), London.
- Edey, M. (1994), Costs and benefits of moving from low inflation to price stability, in: OECD Economic Studies, 23, S. 109-130.
- Edwards, S. (1992), Stabilization and liberalization policies for economies in transition: Latin American lessons for Eastern Europe, in: Clague, C./Rausser, G. C. (Hrsg.), The emergence of market economies in Eastern Europe, Cambridge/Mass., S. 129-159.
- Edwards, S. (1993), Exchange rates as nominal anchors, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 129, S. 1-32.
- Edwards, S. (1998), Two crises: Inflationary inertia and credibility, in: The Economic Journal, 108, 448, S. 680-702.
- Edwards, S. (1999), How effective are capital controls?, in: Journal of Economic Perspectives, 13, 4, S. 65-84.
- Eichengreen, B. (1999), Kicking the habit: Moving from pegged rates to greater exchange rate flexibility, in: The Economic Journal, 109, March, S. C1-C14.

- Emminger, O. (1976), Deutsche Geld- und Währungspolitik im Spannungsfeld zwischen innerem und äußerem Gleichgewicht (1948-1975), in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975, Frankfurt/Main et al, S. 485-554.
- Emminger, O. (1986), D-Mark, Dollar, Währungskrisen, Stuttgart.
- Eucken, W. (1951), Deutschland vor und nach der Währungsreform, in: Hunold, A. (Hrsg.), Vollbeschäftigung, Inflation und Planwirtschaft, Erlenbach-Zürich, S. 134-184.
- Eucken, W. (1952), Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen.
- Feenstra, R. C. (1998), Integration of trade and disintegration of production in the global economy, in: Journal of Economic Perspectives, 12, 4, S. 31-50.
- Fehn, R./Modery, W. (1996), Können fixe Wechselkurse das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik bei persistenter Arbeitslosigkeit lösen?, in: Kredit und Kapital, 29, 3, S. 370-401.
- Fernandez, R./Rodrik, D. (1991), Resistance to reform: Status quo bias in the presence of individual-specific uncertainty, in: The American Economic Review, 81, 5, S. 1146-1155.
- Fernandez-Arias, E. (1996), The new wave of private capital inflows: Push or pull?, in: Journal of Development Economics, 48, S. 389-418.
- Fernandez-Arias, E./Montiel, P. J. (1995), The surge of capital inflows to developing countries - Prospects and policy response, World Bank, Policy Research Working Paper 1473, Washington D. C.
- Fernandez-Arias, E./Montiel, P. J. (1995), The surge of capital inflows to developing countries - Prospects and policy response, Policy Research Working Paper 1473, World Bank, Washington D. C.
- Fidrmuc, J. (2000), Liberalization, democracy and economic performance during transition, ZEI Working Paper B 5 2000, Bonn.
- Fidrmuc, J. (2001), Democracy in transition economies: Grease or sand in the wheels of growth?, ZEI Working Paper B 09 2001, Bonn.
- Filc, W. (1992), Monetäre Fundierung einer angebotsorientierten Stabilitätspolitik, in: Konjunkturpolitik, 38, 5/6, S. 316-339.

- Fischer, A./Zurlinden, M. (1997), Notenbankunabhängigkeit und Kosten der Inflationsbekämpfung, in: Geld, Währung und Konjunktur, Quartalshefte der Schweizerischen Nationalbank, 15, 4, S. 325-337.
- Fischer, B. (1995), Foreign portfolio investment in emerging markets: A panacea for economic development?, HWWA-Report 148, HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg.
- Fischer, C. (1997), Glaubwürdigkeit in der Währungspolitik, Marburg.
- Fischer, S. (1985), The problem of disinflation, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 105, S. 123-131.
- Flanagan, R. J. (1994), Wage determination and incomes policy during economic transitions in Eastern Europe, in: Herr, H. (Hrsg.), Macroeconomic problems of transformation, Aldershot et al, S. 176-191.
- Frenkel, J. A./Goldstein, M. (1998), Die internationale Rolle der Deutschen Mark, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Fünfzig Jahre Deutsche Mark, München, S. 723-771.
- Friedman, M. (1970), The optimum quantity of money and other essays, London et al.
- Fröhlich, H.-P. (1992), Währungspolitische Reformen in Osteuropa, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik 197, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.
- Fry, M. J. (1998), Assessing central bank independence in developing countries: Do actions speak louder than words?, in: Oxford Economic Papers, 50, S. 512-529.
- Fuest, C./Huber, B. (1997), Government deficits, inflation, and economic transition, in: Konjunkturpolitik, Beiheft 45, Transition in Eastern Europe: Current issues and perspectives, S. 111-133.
- Gabrisch, H. (1997), Reale Aufwertung: Wachstumsbremse für mittel- und osteuropäische Länder, in: Wirtschaft im Wandel, 2, S. 16-23.
- Gapinski, J. H. (1986), TIP and tradition as tools against inflation, in: Journal of Post Keynesian Economics, 8, 4, S. 591-606.
- Geißler, T. (1999), Tarifautonomie in der Transformation, Hamburg.

- Ghosh, A. R./Ostry, J. D. (1993), Do capital flows reflect economic fundamentals in developing countries?, IMF Working Paper WP/93/34, Washington D. C.
- Giavazzi, F./Giovannini, A. (1988), The role of the exchange-rate regime in a disinflation: Empirical evidence on the European Monetary System, in: Giavazzi, F./Micossi, S./Miller, M. (Hrsg.), The European Monetary System, Cambridge, S. 85-111.
- Giavazzi, F./Pagano, M (1988), The advantage of tying one's hands, in: European Economic Review, 32, S. 1055-1082.
- Giersch, H./Paque, K.-H./Schmieding, H. (1992), The fading miracle: Four decades of market economy in Germany, Cambridge.
- Glatzetter, W. (1992), Allgemeine Wirtschaftspolitik, Mannheim.
- Göcke, M. (1993), Starke Hysteresis im Außenhandel, Heidelberg.
- Görgens, E. (1969), Wettbewerb und Wirtschaftswachstum, Freiburg.
- Grilli, V./Masciandaro, D./Tabellini, G. (1991), Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries, in: Economic Policy, 13, S. 342-392.
- Gröner, H./Smeets, H.-D. (1991), Transformation der Außenwirtschaft: Zur Öffnung und Weltmarktintegration geschlossener Volkswirtschaften, in: Hartwig, K.-H./Thieme, H.-J. (Hrsg.), Transformationsprozesse in sozialistischen Wirtschaftssystemen, Berlin et al., S. 357-405.
- Grosfeld, I./Nivet, J.-F. (1999), Insider power and wage setting in transition: Evidence from a panel of large Polish firms, 1988-1994, in: European Economic Review, 43, S. 1137-1147.
- Gundlach, E. (1987), Währungsreform und wirtschaftliche Entwicklung: Westdeutschland 1948, Kieler Arbeitspapiere 286, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Gurley, J. G. (1953), Excess liquidity and European monetary reforms, 1944-1952, in: American Economic Review, XLIII, 1, S. 76-100.
- Hagemann, H. (1999), Colm, Gerhard, in: Hagemann, H. (Hrsg.), Biographisches Handbuch der deutschsprachigen wirtschaftswissenschaftlichen Emigration nach 1933, Band 1, München, S. 104-113.

- Halpern, L./Wyplosz, C. (1997), Equilibrium exchange rates in transition economies, in: IMF Staff Papers, 44, 4, S. 430-461.
- Hansmeyer, K.-H./Caesar, R. (1976), Kriegswirtschaft und Inflation (1936-1948), in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975, Frankfurt/Main, S. 367-429.
- Hartwig, K.-H. (1990), Das Geld- und Bankensystem in den sozialistischen Staaten: Funktionsprobleme und Reformstrategien, in: Siebke, J. (Hrsg.), Monetäre Konfliktfelder der Weltwirtschaft, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Berlin, S. 595-609.
- Hasse, R. H./Penzold, A. (2000), Der deutsche Außenhandel mit den osteuropäischen Beitrittskandidaten – normative und faktische Aspekte, in: Paraskewopoulos, S. (Hrsg.), Die Osterweiterung der Europäischen Union, Berlin, S. 111-135.
- Havlik, P./Landesmann, M./Stehrer, R. (2001), Competitiveness of CEE industries: Evidence from foreign trade specialization and quality indicators, WIIW Research Reports 278, Wien.
- Hayek, F. A. von (1969), Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren, in: Walter Eucken Institut (Hrsg.), Freiburger Studien, Tübingen, S. 249-265.
- Hedrich, C.-C. (1990), Die Geschichte der Reichsbank: Ein Beitrag zu den Diskussionen über die Unabhängigkeit der Notenbank und über gemischt-wirtschaftliche Unternehmen, Diskussionsbeitrag 52, Institut für Volkswirtschaftslehre der Universität Hohenheim, Stuttgart.
- Heinsohn, G./Steiger, O. (1981), Geld, Produktivität und Unsicherheit in Kapitalismus und Sozialismus, in: Leviathan, 9, 2, S. 164-194.
- Heinsohn, G./Steiger, O. (2002), Eigentum, Zins und Geld, 2. Auflage, Marburg.
- Helpman, E./Leiderman, L./Bufman, G. (1994), New exchange rate bands, in: Economic Policy, 19, S. 259-306.
- Herr, H. (1990), Der bundesdeutsche und der japanische Merkantilismus, in: Spahn, H.-P. (Hrsg.), Wirtschaftspolitische Strategien, Regensburg, S. 113-138.
- Herr, H. (1992), Geld, Wahrungswettbewerb und Wahrungssysteme, Frankfurt/Main.



- Herr, H. (1993), Stabilisierung und Akkumulation in Transformationsökonomien, in: Herr, H./Westphal, A. (Hrsg.), Transformation in Mittel- und Osteuropa, Frankfurt/Main et al., S. 17-47.
- Herr, H. (1994), Budgetkrise und Entwicklungsperspektiven der Transformationsländer, in: Konjunkturpolitik, 40, 1, S. 43-66.
- Herr, H. (1995), Marktconstellationen, Wirtschaftspolitik und Entwicklung - das Beispiel der Transformationsökonomien, in: Betz, K./Riese, H. (Hrsg.), Wirtschaftspolitik in einer Geldwirtschaft, Marburg, S. 143-174.
- Herr, H. (2001), Theorien und Erfahrungen ökonomischer Transformation von Planwirtschaften in Geldwirtschaften, in: Hopfmann, A./Wolf, M. (Hrsg.), Transformationstheorie – Stand, Defizite, Perspektiven, Münster et al., S. 255-293.
- Herr, H./Priewe, J. (1995), Entwicklungsstrategien für Transformationsökonomien am Beispiel der Republik Kirgistan - ein Diskussionsbeitrag, in: Osteuropa-Wirtschaft, 40, 1, S. 51-71.
- Herr, H./Spahn, H.-P. (1989), Staatsverschuldung, Zahlungsbilanz und Wechselkurs, Regensburg.
- Herr, H./Voy, K. (1989), Währungskonkurrenz und Deregulierung der Weltwirtschaft, Marburg.
- Herr, H./Westphal, A. (1990), Außenwirtschaftliche Strategien der kleinen Länder Osteuropas und der europäische Integrationsprozeß, in: WSI-Mitteilungen, 7, S. 442-451.
- Herr, H./Westphal, A. (1991a), Die Inkohärenzen der Planwirtschaft und der Transformationsprozeß zur Geldwirtschaft, in: Backhaus, J. (Hrsg.), Systemwandel und Reform in östlichen Wirtschaften, Marburg, S. 139-168.
- Herr, H./Westphal, A. (1991b), Polens Weg in die Geldwirtschaft, in: Konjunkturpolitik, 37, 4, S. 242-272.
- Hinkle, P. J./Montiel, L. E. (1999), Exchange rate misalignment: An overview, in: Hinkle, P. J./Montiel, L. E. (Hrsg.), Exchange rate misalignment, Washington D. C., S. 1-37.
- Hochreiter, E. (2000), Exchange rate regimes and capital mobility: Issues and some lessons from central and eastern European applicant countries, in: North American Journal of Economics and Finance, 11, S. 155-171.

- Hochreiter, E./Kowalski, T. (2000), Central banks in European emerging market economies in the 1990s, Working Paper 40, Oesterreichische Nationalbank, Wien.
- Hochreiter, E./Rovelli, R./Winckler, G. (1996), Central banks and seigniorage: A study of three economies in transition, in: *European Economic Review*, 40, S. 629-643.
- Hölscher, J. (1990), Krisenmanagement und Wirtschaftswunder - Die Überwindung der Zahlungskrise 1950/51, in: Riese, H./Spahn, H.-P. (Hrsg.), *Geldpolitik und ökonomische Entwicklung - Ein Symposium*, Regensburg, S. 33-43.
- Hölscher, J. (1998), Zur Formierung marktwirtschaftlicher Ordnungen in Zentralosteuropa, in: *Konjunkturpolitik*, 44, 4, S. 393-421.
- Holtfrerich, C.-L. (1998), Geldpolitik bei festen Wechselkursen (1948-1970), in: *Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Fünfzig Jahre Deutsche Mark*, München, S. 347-438.
- Horvath, J./Jonas, J. (1998), Exchange rate regimes in the transition economies: Case study of the Czech Republic: 1990-1997, ZEI Working Paper B98-11, Bonn.
- Howitt, P. (1994), Zero inflation as a long-term target for monetary policy, in: *Parkin, M. (Hrsg.), The theory of inflation*, Aldershot, S. 391-432.
- Hrncir, M. (1993a), Financial intermediation in former Czechoslovakia and in the Czech Republic: Lessons and progress evaluation, in: *Economic Systems*, 17, 4, S. 301-327.
- Hrncir, M. (1993b), Geld- und Fiskalpolitik im Transformationsprozeß der CSFR, in: *Herr, H./Westphal, A. (Hrsg.), Transformation in Mittel- und Osteuropa*, Frankfurt/Main et al., S. 234-263.
- Hrncir, M. (1996), Monetary policy in the Czech Republic: Strategies, instruments and transmission mechanisms, in: *Oesterreichische Nationalbank (Hrsg.), Monetary policy in East and West: Strategies, instruments and transmission mechanisms*, Wien, S. 167-186.
- Hrncir, M. (1999), The Czech case: Fixed rates through stages of transition, in: *Sweeney, R. J./Wihlborg, C. G./Willet, T. D. (Hrsg.), Exchange rate policies for emerging market economies*, Boulder et al, S. 309-331.

- Hrncir, M./Klacek, J. (1991), Stabilization policies and currency convertibility in Czechoslovakia, in: *European Economy, Special Edition No. 2, The path of reform in Central and Eastern Europe*, Brüssel, S. 17-39.
- Hunya, G. (2001), International competitiveness: Impacts of foreign direct investment in Hungary and other Central and East European Countries, in: Meusburger, P./Jöns, H. (Hrsg.), *Transformations in Hungary*, Heidelberg et al., S. 124-156.
- IMF (1999), Republic of Poland - Selected issues, Staff Country Report 99/32, Washington D. C.
- IMF, Financial Indicators (verschiedene Jahrgänge), Washington D. C.
- Issing, O. (1990), *Einführung in die Geldtheorie*, 7. Auflage, München.
- Jackman, R. (1992), Wage policy in the transition to a market economy: The Polish experience, in: World Bank (Hrsg.), *Wage policy during the transition to a market economy: Poland 1990-91*, World Bank Discussion Papers 158, Washington D. C., S. 89-97.
- Janackova, S. (1995), Transforming the Czech economy, in: *Eastern European Economics*, 33, 5, S. 33-61.
- Jermakowicz, W. W. (1990), The beginnings of social market economies in Germany and Poland, in: *Forschungsstelle zum Vergleich wirtschaftlicher Lenkungssysteme, Arbeitsberichte zum Systemvergleich 15*, Marburg, S. 71-106.
- Jermakowicz, W. W. (1991), Germany's 1948 currency reform and Poland's shock reform: A comparative analysis after one year, Köln.
- Jochem, A. (1996), Adverse-Selection im Bankensektor als Problem des Transformationsprozesses, in: Schweickert, K./Witt, R. (Hrsg.), *Systemtransformation in Osteuropa*, Stuttgart, S. 123-134.
- Jochimsen, R. (1997), Die Rolle der Geldpolitik im Entwicklungsprozeß der Bundesrepublik Deutschland – Lehren aus der Wiedervereinigung, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Auszüge aus Presseartikeln Nr. 38*, S. 15-22.
- Karl, T. L./Schmitter, P. C. (1991), Modes of transition in Latin America, Southern and Eastern Europe, in: *International Social Science Journal*, 128, The age of democracy, S. 269-284.

- Kath, D. (1989), Inflation und Inflationsbekämpfung in sozialistischen Planwirtschaften, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 34, S. 183-206.
- Keynes, J. M. (1930), Vom Gelde, Neuauflage 1983, Berlin.
- Keynes, J. M. (1933), The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy, in: Moggridge, D. (Hrsg.), The collected writings of John Maynard Keynes, Band 29: The General Theory and after – A supplement, Neuauflage 1979, London, S. 76-87.
- Keynes, J. M. (1936), General theory of employment, interest and money, London, Neuauflage 1964, New York.
- Klein, W. (1996), Der Arbeitsmarkt in den Visegrad-Staaten, in: Osteuropa-Wirtschaft, 41, 3, S. 202-222.
- Klemm, B./Trittel, G. J. (1987), Vor dem „Wirtschaftswunder“: Durchbruch zum Wachstum oder Lähmungskrise?, in: Vierteljahreshefte für Zeitgeschichte, 35, S. 571-624.
- Kloten, N. (1991), Die Transformation von Wirtschaftsordnungen, Vorträge und Aufsätze 132, Walter Eucken Institut, Tübingen.
- Klump, R. (1995), Produktivitätslücken, Konvergenzprozesse und die Rolle der Wirtschaftsordnung: Anmerkungen zur “Catching up”-Hypothese, in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 44, 1, S. 29-44.
- Koch, E. B. (1997), Exchange rates and monetary policy in Central Europe - A survey of some issues, Working Paper 24, Oesterreichische Nationalbank, Wien.
- Kokoszczynski, R. (1996), Monetary policy in Poland: Strategies, instruments and transmission mechanisms, in: Oesterreichische Nationalbank (Hrsg.), Monetary policy in East and West: Strategies, instruments and transmission mechanisms, Wien, S. 162-166.
- Kornai, J. (2001), Hardening the budget constraint, in: European Economic Review, 45, S. 1573-1599.
- Kowalski, T./Stawarska, R. (1999), Poland's exchange rate policy in the 1990s, in: Sweeney, R. J./Wihlborg, C. G./Willet, T. D. (Hrsg.), Exchange rate policies for emerging market economies, Boulder et al, S. 351-374.

- Krajnyak, K./Zettelmeyer, J. (1997), Competitiveness in transition economies: What scope for real appreciation?, IMF Working Paper WP/97/149, Washington D. C.
- Kregel, J. A. (1998), Aspects of a Post Keynesian theory of finance, in: Journal of Post Keynesian Economics, 21, 1, S. 111-133.
- Krugman, P. (1979a), A model of balance-of-payments crises, in: Journal of Money, Credit and Banking, 11, 3, S. 311-325.
- Krugman, P. (1979b), A model of innovation, technology transfer and the world distribution of income, in: Journal of Political Economy, 87, 2, S. 253-266.
- Krugman, P. (1995), Growing world trade: Causes and consequences, in: Brookings Papers on Economic Activity, 1, S. 327-377.
- Kuntze, O. E. (1998), Neue, korporativistische Einkommenspolitik in europäischen Ländern – Anachronismus oder Standortvorteil?, in: ifo-Schnelldienst, 34-35, S. 25-43.
- Kutan, A. M./Brada, J. C. (1999), The evolution of monetary policy in transition economies, ZEI Working Paper B 19/1999, Bonn.
- Lane, T. D. (1992), Wage controls in reforming socialist economies: Design, coverage, and enforcement, in: World Bank (Hrsg.), Wage policy during the transition to a market economy: Poland 1990-91, World Bank Discussion Papers 158, Washington D. C., S. 73-87.
- Leipold, H. (1983), Der Einfluß von Property Rights auf hierarchische und marktliche Transaktionen in sozialistischen Wirtschaftssystemen, in: Schüller, A. (Hrsg.), Property Rights und ökonomische Theorie, München, S. 185-217.
- Lenzner, M. (1998), Glaubwürdigkeit der Geldpolitik im Transformationsprozeß, Baden-Baden.
- Lindlar, L. (1997), Das mißverstandene Wirtschaftswunder, Tübingen.
- Lipschitz, L. J. (1994), Case study of Czechoslovakia, in: Barth, R. C./Wong, C.-H. (Hrsg.), Approaches to exchange rate policies: Choices for developing and transition economies, Washington D. C., S. 262-269.

- Lipschitz, L./Lane, T./Mourmouras, A. (2002), Capital flows to transition economies: Master or servant?, IMF Working Paper WP/02/11, Washington D. C.
- Lipseý, R. E./Feenstra, R. C./Hahn, C. H./Hatsopoulos, G. N. (1999), The role of foreign direct investment in international capital flows, in: Feldstein, M. (Hrsg.), International capital flows, Chicago, S. 307-361.
- Lipton, D./Sachs, J. (1990), Creating a market economy in Eastern Europe: The case of Poland, in: Brookings Papers on Economic Activity, 1, S. 75-147.
- Loewy, M. B. (1988), Reaganomics and reputation revisited, in: Economic Inquiry, 26, S. 253-263.
- Lösç, D. (1993), Der Weg zur Marktwirtschaft, Baden-Baden.
- Loungani, P./Sheets, N. (1997), Central bank independence, inflation, and growth in transition economies, in: Journal of Money, Credit, and Banking, 29, 3, S. 381-399.
- Lucas, R. E. (1996), Nobel lecture – Monetary neutrality, in: Journal of Political Economy, 104, S. 661-682.
- Luhmann, N. (1989), Die Wirtschaft der Gesellschaft, 2. Auflage, Frankfurt/Main.
- Lüken-Klaßen, M. (1993), Währungskonkurrenz und Protektion, Marburg.
- Mankiw, N. G. (2000), Makroökonomik, 4. Auflage, Stuttgart.
- Manz, M. (1985), Stagnation und Aufschwung in der französischen Besatzungszone 1945-1948, Ostfildern.
- Mateju, P./Hanley, E. (1998), Die Herausbildung ökonomischer und politischer Eliten in Ostmitteleuropa, in: Hatschikjan, M./Altmann, F.-L. (Hrsg.), Eliten im Wandel: Politische Führung, wirtschaftliche Macht und Meinungsbildung im neuen Osteuropa, Untersuchungen zur Gegenwartskunde Südosteuropas, 37, Paderborn, S. 145-171.
- Mathieson, D. J./Haas, R. D. (1995), Establishing monetary control in financial systems with insolvent institutions, in: IMF Staff Papers, 42, 1, S. 184-201.
- McKinnon, R. I. (1993), The rules of the game: International money in historical perspective, in: Journal of Economic Literature, 31, 1, S. 1-44.

- Minsky, H. P. (1980), Money, financial markets, and the coherence of a market economy, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, 3, 1, S. 21-31.
- Mitchell, J. (1993), Creditor passivity and bankruptcy: implications for economic reform, in: Mayer, C./Vives, X. (Hrsg.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge 1993, S. 197-224.
- Möller, H. (1976), Die westdeutsche Währungsreform von 1948, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*, Frankfurt/Main, S. 433-483.
- Möller, H. (1991), Ordnungspolitische Aspekte der westdeutschen Währungs- und Wirtschaftsreform von 1948 mit vergleichenden Hinweisen auf die Währungsstabilisierung von 1923 in der Weimarer Republik und auf die Einführung der DM in der DDR am 1. Juli 1990, in: Wagener, H.-J. (Hrsg.), *Anpassung durch Wandel, Evolution und Transformation von Wirtschaftssystemen*, Berlin, S. 209-237.
- Müller, M. (1995), *Lohnpolitik in der Systemtransformation*, Mainz.
- Mundell, R. (1962), The appropriate use of monetary and fiscal policy under fixed exchange rates, in: *IMF Staff Papers*, 9, S. 70-79.
- NBH, *Annual report* (verschiedene Ausgaben), Budapest.
- NBP, *Annual report* (verschiedene Ausgaben), Warschau.
- Neck, R. (1993), Österreich und das Europäische Währungssystem, in: Neck, R./Schneider, F. (Hrsg.), *Österreich und Europa 1993 – Herausforderungen der europäischen Integration für eine kleine offene Volkswirtschaft*, Wien, S. 183-207.
- Nemenyi, J. (1996), Monetary policy in Hungary: Strategies, instruments and transmission mechanisms, in: Oesterreichische Nationalbank (Hrsg.), *Monetary policy in East and West: Strategies, instruments and transmission mechanisms*, Wien, S. 131-161.
- Neumann, M. J. M. (1988), Geldpolitik – Nichtneutralität als Problem, in: *Kredit und Kapital*, Beiheft 10, *Wandlungen des geldpolitischen Instrumentariums der Deutschen Bundesbank*, S. 61-76.
- Newbery, D. M. (1992), Sequencing the transition, in: Siebert, H. (Hrsg.), *The transformation of socialist economies*, Tübingen, S. 161-199.

- Nuti, D. M. (1996a), Exchange rate regimes in the transition economies, in: *Economic Outlook*, 20, 2, S. 6-11.
- Nuti, D. M. (1996b), Inflation, interest and exchange rates in the transition, in: *Economics of Transition*, 4, 1, S. 137-158.
- Nuti, D. M. (2000), The Polish Zloty, 1990-1999: Success and under-performance, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 90, 2, S. 53-58.
- Oberender, P. (1989), Der Einfluß ordnungstheoretischer Prinzipien Walter Euckens auf die deutsche Wirtschaftspolitik nach dem Zweiten Weltkrieg: Eine ordnungspolitische Analyse, in: *ORDO*, 40, S. 321-350.
- Oblath, G. (1999), Capital inflows to Hungary and accompanying policy responses, 1995-1996, in: Gacs, J./Holzmann, R./Wyzan, M. L. (Hrsg.), *The mixed blessing of financial inflows*, Cheltenham et al., S. 105-140.
- Obstfeld, M. (1998), The global capital market: Benefactor or menace?, in: *Journal of Economic Perspectives*, 12, 4, S. 9-30.
- Obstfeld, M./Rogoff, K. (1995), The mirage of fixed exchange rates, in: *Journal of Economic Perspectives*, 9, 4, S. 73-96.
- OECD (1995), Ungarn 1995, OECD Wirtschaftsberichte, Paris.
- OECD (1996), Tschechische Republik 1996, OECD Wirtschaftsberichte, Paris.
- Offe, C. (1991), Das Dilemma der Gleichzeitigkeit, in: *Merkur*, 45, 4, S. 279-292.
- Ohr, R. (1990), Alte und neue Erfahrungen mit festen Wechselkursen, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, S. 509-512.
- Ohr, R. (1996a), Europäische Währungspolitik, in: Ohr, R. (Hrsg.), *Europäische Integration*, Stuttgart et al., S. 201-233.
- Ohr, R. (1996b), Wechselkurspolitik in Osteuropa, Diskussionsbeitrag 122, Institut für Volkswirtschaftslehre der Universität Hohenheim, Stuttgart.
- Ohr, R. (1998), Währungskrisen in emerging markets – Gefahren für Osteuropa?, in: *Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik*, 43, S. 245-268.



- Orlowski, D. (1982), Die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft, Göttingen.
- Pieper, B. (1995), Währung in der Transformation, Baden-Baden.
- Polanski, Z. (1991), Inflation and the monetary system in Poland in the 1980s, and the stabilization program 1990, in: Osteuropa-Wirtschaft, 36, 4, S. 342-363.
- Popper, K. R. (1977), Die offene Gesellschaft und ihre Feinde, Band 1, 5. Auflage, München.
- Pütz, T. (1979), Grundlagen der theoretischen Wirtschaftspolitik, 4. Auflage, Stuttgart et al.
- Pysz, P./Scharff, R. (1988), Polnische Volkswirtschaft in den 80er Jahren – Reformen und wirtschaftliche Ergebnisse, in: Schlüter, R. (Hrsg.), Wirtschaftsreformen im Ostblock in den 80er Jahren, Paderborn, S. 79-106.
- Raiser, M. (1994), Ein tschechisches Wunder? Zur Rolle politikinduzierter Anreizstrukturen im Transformationsprozeß, Kieler Diskussionsbeiträge 233, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Reinhardt, S. (1999), Die Reichsbank in der Weimarer Republik, Frankfurt/Main et al.
- Riese, H. (1987), Strategien der Wirtschaftspolitik: Wohlfahrtsimport versus Wachstumsimport, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 56, 3, S. 177-180.
- Riese, H. (1989), Geld, Kredit, Vermögen, in: Riese, H./Spahn, H.-P. (Hrsg.), Internationale Geldwirtschaft, Regensburg, S. 1-59.
- Riese, H. (1990), Das Forschungsprojekt „Geldpolitik als Grundlage der ökonomischen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland“, in: Riese, H./Spahn, H.-P. (Hrsg.), Geldpolitik und ökonomische Entwicklung - Ein Symposium, Regensburg, S. 2-23.
- Riese, H. (1993), Bausteine einer Makrotheorie der Transformation, in: Herr, H./Westphal, A. (Hrsg.), Transformation in Mittel- und Osteuropa, Frankfurt/Main et al., S. 109-141.

- Riesinger, S. (1995), Darstellung der Wechselkurspolitik in ausgewählten Reformländern, in: Oesterreichische Nationalbank (Hrsg.), Berichte und Studien der Oesterreichischen Nationalbank, 1, S. 92-101.
- Ritschl, A. (1985), Die Währungsreform von 1948 und der Wiederaufstieg der westdeutschen Industrie, in: Vierteljahreshefte für Zeitgeschichte, 33, S. 136-165.
- Rodrik, D. (1993), The positive economics of policy reform, in: The American Economic Review, 83, 2, S. 356-361.
- Rodrik, D. (1996), Understanding economic policy reform, in: Journal of Economic Literature, 34, 1, S. 9-41.
- Rodrik, D. (1998), Symposium on globalization in perspective: An introduction, in: Journal of Economic Perspectives, 12, 4, S. 3-8.
- Rohde, A./Rehbock, T. (2000), Geldpolitische Effekte der Kreditrationierung, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 2, S. 82-89.
- Roland, G. (2002), The political economy of transition, in: Journal of Economic Perspectives, 16, 1, S. 29-50.
- Rosati, D. (1992), The stabilization program and institutional reform in Poland, in: Siebert, H. (Hrsg.), The transformation of socialist economies, Tübingen, S. 249-273.
- Rosati, D. (1996), Exchange rate policies during transition from plan to market, in: Economics of Transition, 4, 1, S. 159-184.
- Roy, T. (2000), Ursachen und Wirkungen der Dollarisierung von Entwicklungsländern, Marburg.
- Sachs, J. (1985), The Dollar and the policy mix: 1985, in: Brookings Papers on Economic Activity, 1, S. 117-185.
- Sachs, J. (1994), Life in the economic emergency room, in: Williamson, J. (Hrsg.), The political economy of policy reform, Washington D. C., S. 501-523.
- Sachs, J. (1996), Economic transition and the exchange-rate regime, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, 86, 2, S. 147-152.

- Sachs, J./Tornell, A./Velasco, A. (1996), Financial crises in emerging markets: The lessons from 1995, in: Brookings Papers on Economic Activity, 1, S. 147-215.
- Salin, E. (1949), Währungsexperimente und Währungsreformen 1945-1948, in: *Kyklos*, 3, S. 97-115.
- Samuelson, P. A. (1964), Theoretical notes on trade problems, in: *The Review of Economics and Statistics*, S. 145-154.
- Sargent, T. J. (1982), The ends of four big inflations, in: Hall, R. E. (Hrsg.), *Inflation: Causes and effects*, Chicago, S. 41-97.
- Sargent, T. J. (1986), Reaganomics and credibility, in: Sargent, T. J. (Hrsg.), *Rational expectations and inflation*, New York, S. 19-39.
- Schäfer, W. (1994), Wechselkurspolitische Optionen für Osteuropa, in: Filc, W./Köhler, C. (Hrsg.), *Integration oder Desintegration der Weltwirtschaft*, Berlin, S. 191-205.
- Schnabel, C. (1993), Korporatismus, zentralisierte Tarifverhandlungen und makroökonomische Performance, in: *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 42, 3, S. 259-272.
- Schnatz, B. (1998), Kapitalzuflüsse und Stabilisierungspolitiken in ausgewählten „Emerging Markets“, Baden-Baden.
- Schweickert, R. (1993), Implikationen alternativer geld- und wechselkurspolitischer Regeln im Transformationsprozeß, in: *Kredit und Kapital*, 26, 2, S. 205-229.
- Seidman, L. S. (1979), The role of a tax-based incomes policy, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 69, 2, S. 202-206.
- Sell, K. (1999), *Konsolidierung zwischen Staat und Markt*, Opladen.
- Shonfield, A. (1968), *Geplanter Kapitalismus: Wirtschaftspolitik in Westeuropa und USA*, Köln.
- Siebert, H. (1989), The half and the full debt cycle, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 125, 2, S. 217-229.
- Sievert, O. (1993), Geld, das man nicht selbst herstellen kann - Ein ordnungspolitisches Plädoyer für die Europäische Währungsunion, in: Bofinger, P.

- (Hrsg.), Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark?, Wiesbaden, S. 13-24.
- Sinn, S. (1988), Zur Wechselkursdebatte in der Bundesrepublik Deutschland in den sechziger Jahren, in: *Die Weltwirtschaft*, 1, S. 72-86.
- Smeets, H.-D. (1995), Preisniveaustabilität durch Wechselkursbindung, in: Thieme, H. J. (Hrsg.), *Geld und Kredit im Transformationsprozeß*, Berlin, S. 81-107.
- Spahn, H.-P. (1989), Deficit Spending und internationale Finanzmärkte, in: Riese, H./Spahn, H.-P. (Hrsg.), *Internationale Geldwirtschaft*, Regensburg, S. 155-186.
- Spahn, H.-P. (1990a), Das Dollar-Problem – Wirtschafts- und Währungspolitik der USA in langfristiger Perspektive, in: Spahn, H.-P. (Hrsg.), *Wirtschaftspolitische Strategien*, Regensburg, S. 139-165.
- Spahn, H.-P. (1990b), Währungssicherung und außenwirtschaftliches Gleichgewicht – Prinzipien der „Geschäftspolitik“ der Bundesbank und volkswirtschaftliche Aufgaben der Geldpolitik, in: Riese, H./Spahn, H.-P. (Hrsg.), *Geldpolitik und ökonomische Entwicklung - Ein Symposium*, Regensburg, S. 45-59.
- Spahn, H.-P. (1991), Das erste und das zweite deutsche Wirtschaftswunder, in: *Wirtschaftsdienst*, II, S. 73-79.
- Spahn, H.-P. (1992a), Geldmengenpolitik in der Bundesrepublik, in: Rühl, C. (Hrsg.), *Probleme der Einheit*, Marburg, S. 119-140.
- Spahn, H.-P. (1992b), Leitwährungsfunktion und Zahlungsbilanz, in: Köhler, C./Pohl, R. (Hrsg.), *Währungspolitische Probleme im integrierten Europa*, Berlin, S. 95-123.
- Spahn, H.-P. (1993a), Das Dilemma der Wirtschaftspolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in: *Konjunkturpolitik*, 39, 1/2, S. 28-48.
- Spahn, H.-P. (1993b), Liquiditätspräferenz und Geldangebot, in: Stadermann, H.-J./Steiger, O. (Hrsg.), *Der Stand und die nächste Zukunft der Geldforschung*, Berlin, S. 245-255.
- Spahn, H.-P. (1995), Die Krise des EWS und die brüchigen Grundlagen der Leitwährungsordnung, in: Thomasberger, C. (Hrsg.), *Europäische Geldpo-*

litik zwischen Marktzwängen und neuen institutionellen Regelungen, Marburg, S. 171-196.

Spahn, H.-P. (1997), Disinflation und Arbeitslosigkeit, Diskussionsbeitrag 139, Institut für Volkswirtschaftslehre der Universität Hohenheim, Stuttgart.

Spahn, H.-P. (1998a), Geldpolitik als Spiel gegen den Markt, Diskussionsbeitrag 160, Institut für Volkswirtschaftslehre der Universität Hohenheim, Stuttgart.

Spahn, H.-P. (1998b), Heterogeneous labour, the unemployment equilibrium, and the natural rate, Schriftenreihe des Promotionsschwerpunkts „Makroökonomische Diagnosen und Therapien der Arbeitslosigkeit“, Stuttgart.

Spahn, H.-P. (1999a), Geldwirtschaft - Eine wirtschafts- und theoriegeschichtliche Annäherung, Diskussionsbeitrag 181, Institut für Volkswirtschaftslehre der Universität Hohenheim, Stuttgart.

Spahn, H.-P. (1999b), Makroökonomie, 2. Auflage, Berlin et al.

Stadermann, H.-J. (1994), Geldwirtschaft und Geldpolitik, Wiesbaden.

Statistisches Bundesamt, Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland (verschiedene Ausgaben), Stuttgart.

Stiglitz, J. E./Weiss, A. (1981), Credit rationing in markets with imperfect information, in: *The American Economic Review*, 71, 3, S. 393-410.

Stippler, I. (1998), Die Rolle der Wechselkurspolitik während des Übergangs von der Plan- zur Marktwirtschaft, Berlin.

Stoetzer, M.-W. (2001), Die Systemtransformation der osteuropäischen Volkswirtschaften, in: *Das Wirtschaftsstudium*, 3, S. 366-372.

Streit, M. (1983), Theorie der Wirtschaftspolitik, 3. Auflage, Düsseldorf.

Stützel, W. (1971), Währungsumstellungen – Eine Nachkalkulation, Frankfurt/Main.

Svensson, L. E. O. (1994), Fixed exchange rates as a means to price stability: What have we learned?, in: *European Economic Review*, 38, S. 447-468.

Szapary, G./Jakab, Z. M. (1998), Exchange rate policy in transition economies: The Case of Hungary, in: *Journal of Comparative Economics*, 26, S. 691-717.

- Tait, A. A./Erbas, S. N. (1997), Excess wages tax, in: Blejer, M. I./Ter-Minassian, T. (Hrsg.), Fiscal policy and economic reform, London, S. 181-222.
- Tanzi, V. (1977), Inflation, lags in collection, and the real value of tax revenue, in: IMF Staff Papers, 24, 1, S. 154-167.
- Tanzi, V. (1993), The budget deficit in transition, in: IMF Staff Papers, 40, 3, S. 697-707.
- Tanzi, V./Tsibouris, G. (2000), Fiscal reform over ten years of transition, IMF Working Paper WP/00/113, Washington D. C.
- Thieme, H. J. (1991), Reformen des monetären Sektors in sozialistischen Ländern: Ursachen, Transformationsbedingungen und institutionelle Voraussetzungen, in: Kredit und Kapital, 24, 1, S. 15-35.
- Tietmeyer, H. (1996), Europäische Geldpolitik in globalen Märkten, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln Nr. 27, S. 1-5.
- Tinbergen, J. (1968), Wirtschaftspolitik, Freiburg.
- Tober, S. (1993), Wirtschaftliche Stabilisierung und Währungsreform in Transformationsökonomien, in: Herr, H./Westphal, A. (Hrsg.), Transformation in Mittel- und Osteuropa, Frankfurt/Main et al., S. 142-171.
- Tober, S. (1995), Die Beendigung extremer monetärer Instabilität, in: Betz, K./Riese, H. (Hrsg.), Wirtschaftspolitik in einer Geldwirtschaft, Marburg, S. 29-52.
- Tober, S. (1999), Die Beendigung extremer monetärer Instabilität, Marburg.
- Traxler, F. (1995), Korporatismus als Problemlösung postkommunistischer Transformation?, in: Sozioökonomische Forschungsansätze, S. 187-199.
- Tuchtfeldt, E. (1980), Wirtschaftspolitik, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, Band 9, Stuttgart et al, S. 178-206.
- Tuchtfeldt, E. (1988), Grundlagen der Wirtschaftspolitik, in: Issing, O. (Hrsg.), Allgemeine Wirtschaftspolitik, 2. Auflage, München, S. 1-18.
- Vaubel, R. (1994), Die Währungsordnung im Transformationsprozeß, in: Hermann-Pillath, C./Schlecht, O./Wünsche, H. F. (Hrsg.), Marktwirtschaft als Aufgabe, Grundtexte zur sozialen Marktwirtschaft, Band 3, Stuttgart, S. 561-573.

- Vegh, C. A. (1995), Stopping high inflation: An analytical overview, in: Siklos, P. L. (Hrsg.), *Great inflations of the 20th century*, Aldershot, S. 35-93.
- Vernon, R. (1979), The product cycle hypothesis in a new international environment, in: *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, S. 255-267.
- Vocke, W. (1956), *Gesundes Geld*, Frankfurt/Main.
- Volkswirtschaftliche Arbeitsgemeinschaft für Bayern (1961), AGFB-Entwurf, in: Möller, H. (Hrsg.), *Zur Vorgeschichte der Deutschen Mark. Die Währungsreformpläne 1945-1948*, Basel et al., S. 407-419.
- Vollmer, R. (1986), Die internationale Wettbewerbsfähigkeit - Kritische Analyse eines heute vielverwendeten Begriffs, in: Kuhn, H. (Hrsg.), *Probleme der Stabilitätspolitik*, Göttingen, S. 199-215.
- Wagener, H.-J. (2000), On the relationship between state and economy in transition, *Frankfurter Institut für Transformationsstudien, Diskussionspapier No. 14/00*, Frankfurt/Oder.
- Wagner, H. (1999), Monetary policy in transition economies: On central bank independence and nominal anchors, *Diskussionsbeitrag 270, Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der Fernuniversität Hagen*, Hagen.
- Wagner, H. (2000), Effects of globalization on national monetary policy, in: Karmann, A. (Hrsg.), *Financial structure and stability*, New York, S. 34-52.
- Wallich, H. C./Weintraub, S. (1971), A tax-based incomes policy, in: *Journal of Economic Issues*, 5, S. 1-19.
- Wandel, E. (1979), Historical developments prior to the currency reform of 1948, in: *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, 135, 3, S. 320-331.
- Wass von Czege, A. (1988), Ungarns „Neuer ökonomischer Mechanismus“ – Reformmodell oder Krisenmanagement?, in: Schlüter, R. (Hrsg.), *Wirtschaftsreformen im Ostblock in den 80er Jahren*, Paderborn, S. 187-207.
- Weber, R. L. (1992), Walter Eucken und der Wandel von Wirtschaftssystemen, in: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 11, S. 579-583.
- Weisfeld, H. (1996), Stabilisierung und Entwicklung, in: Hölscher, J./Jacobsen, A./Tomann, H./Weisfeld, H. (Hrsg.), *Bedingungen ökonomischer Entwick-*

- lung in Zentralosteuropa, Band 4: Elemente einer Entwicklungsstrategie, Marburg, S. 17-61.
- Westphal, A. (1993), Probleme der Geldwertstabilisierung in Transformationsökonomien, in: Herr, H./Westphal, A. (Hrsg.), Transformation in Mittel- und Osteuropa, Frankfurt/Main et al., S. 48-82.
- Wieners, J. (1994), Privatisierung und Unternehmenskontrolle beim Übergang zur Marktwirtschaft, Köln.
- Williamson, J. (1981), The crawling peg in historical perspective, in: Williamson, J. (Hrsg.), Exchange rate rules, New York, S. 3-30.
- Williamson, J. (1993), A cost-benefit analysis of capital account liberalisation, in: Reisen, H./Fischer, B. (Hrsg.), Financial opening, policy issues and experiences in developing countries, Paris, S. 25-34.
- Williamson, J. (1998), Globalization, labour markets and policy backlash in the past, in: Journal of Economic Perspectives, 12, 4, S. 51-72.
- Williamson, J. (2000), What should the World Bank think about the Washington Consensus?, in: The World Bank Research Observer, 15, 2, S. 251-264.
- Williamson, J./Haggard, S. (1994), The political conditions for economic reform, in: Williamson, J. (Hrsg.), The political economy of policy reform, Washington D. C., S. 527-596.
- Winderl, T. (1994), Elitenwechsel in Osteuropa: Versuch einer Typologie, in: Österreichische Zeitschrift für Politikwissenschaft, 23, 4, S. 381-393.
- World Bank (1995), Hungary, World Bank country study, Washington D. C.
- Ziemer, K. (2000), Politischer Wandel in Osteuropa: Die maßgeblichen innenpolitischen Kräfte, in: Brunner, G. (Hrsg.), Politische und ökonomische Transformation in Osteuropa, 3. Auflage, Berlin, S. 11-45.



## HOHENHEIMER VOLKSWIRTSCHAFTLICHE SCHRIFTEN

- Band 1 Walter Deffaa: Anonymisierte Befragungen mit zufallsverschlüsselten Antworten. Die Randomized-Response-Technik (RRT). Methodische Grundlagen, Modelle und Anwendungen. 1982.
- Band 2 Thomas Michael Baum: Staatsverschuldung und Stabilisierungspolitik in der Demokratie. Zur neoinstitutionalistischen Kritik der keynesianischen Fiskalpolitik. 1982.
- Band 3 Klaus Schröter: Die wettbewerbspolitische Behandlung der leitungsgebundenen Energiewirtschaft. Dargestellt am Beispiel der Fernwärmewirtschaft der Bundesrepublik Deutschland. 1986.
- Band 4 Hugo Mann: Theorie und Politik der Steuerreform in der Demokratie. 1987.
- Band 5 Max Christoph Wewel: Intervallarithmetische Dependenzanalyse in der Ökonometrie. Ein konjekturaler Ansatz. 1987.
- Band 6 Heinrich Pascher: Die U.S.-amerikanische Deregulation Policy im Luftverkehrs- und Bankenbereich. 1987.
- Band 7 Harald Lob: Die Entwicklung der französischen Wettbewerbspolitik bis zur Verordnung Nr. 86-1243 vom 01. Dezember 1986. Eine exemplarische Untersuchung der Erfassung der Behinderungsstrategie auf der Grundlage des Konzepts eines wirksamen Wettbewerbs. 1988.
- Band 8 Ulrich Kirschner: Die Erfassung der Nachfragemacht von Handelsunternehmen. Eine Analyse der ökonomischen Beurteilungskriterien und der wettbewerbsrechtlichen Instrumente im Bereich der Verhaltenskontrolle. 1988.
- Band 9 Friedhelm Herb: Marktwirtschaftliche Innovationspolitik. 1988.
- Band 10 Claus Schnabel: Zur ökonomischen Analyse der Gewerkschaften in der Bundesrepublik Deutschland. Theoretische und empirische Untersuchungen von Mitgliederentwicklung, Verhalten und Einfluß auf wirtschaftliche Größen. 1989.
- Band 11 Jan B. Rittaler: Industrial Concentration and the Chicago School of Antitrust Analysis. A Critical Evaluation on the Basis of Effective Competition. 1989.
- Band 12 Thomas März: Interessengruppen und Gruppeninteressen in der Demokratie. Zur Theorie des Rent-Seeking. 1990.
- Band 13 Andreas Maurer: Statistische Verfahren zur Ermittlung von oligopolistischen Strukturen. 1990.
- Band 14 Peter Mandler: Zur ökonomischen und politisch-institutionellen Analyse öffentlicher Kredithilfen. 1992.
- Band 15 Heinrich J. Engelke: Die Interpretation der Rundfunkfreiheit des Grundgesetzes: Eine Analyse aus ökonomischer Sicht. 1992.
- Band 16 Thomas Fischer: Staat, Recht und Verfassung im Denken von Walter Eucken. Zu den staats- und rechtstheoretischen Grundlagen einer wirtschaftsordnungspolitischen Konzeption. 1993.
- Band 17 Stefan Elßer: Innovationswettbewerb. Determinanten und Unternehmensverhalten. 1993.
- Band 18 Reinhard Scharff: Regionalpolitik und regionale Entwicklungspotentiale. Eine kritische Analyse. 1993.
- Band 19 Karin Beckmann: Probleme der Regionalpolitik im Zuge der Vollendung des Europäischen Binnenmarktes. Eine ökonomische Analyse. 1995.

- Band 20 Bernd Nolte: Engpaßfaktoren der Innovation und Innovationsinfrastruktur. Eine theoretische und empirische Analyse für ländliche Wirtschaftsräume in Baden-Württemberg. 1996.
- Band 21 Klaus-Rainer Brintzinger: Die Nationalökonomie an den Universitäten Freiburg, Heidelberg und Tübingen 1918 - 1945. Eine institutionenhistorische, vergleichende Studie der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultäten und Abteilungen südwestdeutscher Universitäten. 1996.
- Band 22 Steffen Binder: Die Idee der Konsumentensouveränität in der Wettbewerbstheorie. Telemekratische vs. nomokratische Auffassung. 1996.
- Band 23 Alexander Burger: Deregulierungspotentiale in der Gesetzlichen Rentenversicherung. Reformnotwendigkeiten versus Reformmöglichkeiten. 1996.
- Band 24 Burkhard Scherer: Regionale Entwicklungspolitik. Konzeption einer dezentralisierten und integrierten Regionalpolitik. 1997.
- Band 25 Frauke Wolf: Lorenzkurvendisparität. Neuere Entwicklungen, Erweiterungen und Anwendungen. 1997.
- Band 26 Hans Pitlik: Politische Ökonomie des Föderalismus. Föderative Kompetenzverteilung im Lichte der konstitutionellen Ökonomik. 1997.
- Band 27 Stephan Seiter: Der Beitrag Nicholas Kaldors zur Neuen Wachstumstheorie. Eine vergleichende Studie vor dem Hintergrund der Debatte über den Verdoorn-Zusammenhang. 1997.
- Band 28 André Schmidt: Ordnungspolitische Perspektiven der europäischen Integration im Spannungsfeld von Wettbewerbs- und Industriepolitik. 1998.
- Band 29 Bernd Blessin: Innovations- und Umweltmanagement in kleinen und mittleren Unternehmen. Eine theoretische und empirische Analyse. 1998.
- Band 30 Oliver Letzgus: Die Ökonomie internationalen Umweltschutzes. 1999.
- Band 31 Claudia Hafner: Systemwettbewerb versus Harmonisierung in Europa. Am Beispiel des Arbeitsmarktes. 1999.
- Band 32 Jürgen Kulle: Ökonomie der Musikindustrie. Eine Analyse der körperlichen und unkörperlichen Musikverwertung mit Hilfe von Tonträgern und Netzen. 1998.
- Band 33 Michael Ganske: Intertemporale Aspekte von Staatsverschuldung und Außenhandel. 1999.
- Band 34 Margit Ströbele: Die Deregulierungswirkungen der europäischen Integration. Das Beispiel der Sondermärkte. 1999.
- Band 35 Marion Benesch: Devisenmarktinterventionen in Theorie und Praxis. Eine umfassende Analyse ihrer Zielsetzungen, Wirkungsweisen und wirtschaftspolitischen Bedeutung. 1999.
- Band 36 Torsten Gruber: Unterschiedliche geldpolitische Transmissionsmechanismen und Stabilitätskulturen als mögliche Ursachen geldpolitischer Spannungen in der Europäischen Währungsunion. 2000.
- Band 37 Bertram Melzig-Thiel: Arbeit in der Informationsgesellschaft. Chancen und Risiken neuer Informations- und Kommunikationstechnologien für die Beschäftigung. 2000.
- Band 38 Annette Fritz: Die Entsorgungswirtschaft im Spannungsfeld zwischen Abfallpolitik und Kartellrecht. Eine industrieökonomische Branchenstudie. 2001.
- Band 39 Harald Strotmann: Arbeitsplatzdynamik in der baden-württembergischen Industrie. Eine Analyse mit amtlichen Betriebspaneldaten. 2002

- Band 40 Dietrich Benner: Qualitätsungewißheit bei Gütern mit Vertrauenseigenschaften. Entwicklung und Anwendung eines entscheidungstheoretisch fundierten Analyserahmens. 2002.
- Band 41 Jürgen M. Schechler: Sozialkapital und Netzwerkökonomik. 2002.
- Band 42 Kay-Uwe May: Haushaltskonsolidierung durch Ausgabekürzungen. Restriktionen und Strategien. 2002.
- Band 43 Peter Kühnl: Der Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik im Aufholprozess. Die monetärkeynesianische Entwicklungsstrategie der Berliner Schule vor dem Hintergrund der makroökonomischen Entwicklung ausgewählter Länder Mittel- und Osteuropas. 2003.