

Sell, Friedrich L.

**Working Paper**

## Währungspolitik im Dienste von Entwicklung: Immer noch ein Forschungsprogramm!

Diskussionsbeiträge, No. 2004,2

**Provided in Cooperation with:**

Bundeswehr University Munich, Economic Research Group

*Suggested Citation:* Sell, Friedrich L. (2004) : Währungspolitik im Dienste von Entwicklung: Immer noch ein Forschungsprogramm!, Diskussionsbeiträge, No. 2004,2, Universität der Bundeswehr München, Fachgruppe für Volkswirtschaftslehre, Neubiberg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/23027>

**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.*

# **Währungspolitik im Dienste von Entwicklung: Immer noch ein Forschungsprogramm!**

**Friedrich L. Sell<sup>#</sup>**

Universität der Bundeswehr München

---

<sup>#</sup> Friedrich L. Sell, Fakultät für Wirtschafts- und Organisationswissenschaften, Institut für Volkswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Makroökonomik und Wirtschaftspolitik, Universität der Bundeswehr München, Werner-Heisenberg-Weg 39, D-85577 Neubiberg, e-mail: [friedrich.sell@unibw-muenchen.de](mailto:friedrich.sell@unibw-muenchen.de), Internet: <http://www.unibw-muenchen.de/campus/WOW/v1061/deutsch/start.html>.



# Inhalt

<b>1</b>	<b>EINLEITUNG.....</b>	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>DIE FRAGESTELLUNG .....</b>	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>DAS TRILEMMA DER WÄHRUNGSPOLITIK UND SEINE IMPLIKATIONEN .....</b>	<b>5</b>
<b>4</b>	<b>EINE ANALYSE DER JÜNGEREN WÄHRUNGSGESCHICHTE DER ENTWICKLUNGSLÄNDER .....</b>	<b>6</b>
<b>5</b>	<b>GIBT ES WEITERE „TRILEMMAS“? .....</b>	<b>17</b>
<b>6</b>	<b>FAZIT UND AUSBLICK.....</b>	<b>20</b>
	<b>LITERATURVERZEICHNIS .....</b>	<b>25</b>



## **Abstract**

In this paper, we first formulate a number of working hypotheses about the likely contributions of exchange rate policy to economic development on the background of the famous “trilemma” which exchange rate policy has to face. Then, we broadly review experiences made by developing countries with different exchange rate regimes in the past 30 years. We find that in addition to the classical trilemma put forward by Bob Mundell (1968) vis-a-vis the exchange rate system, emerging economies have to solve at least one more trilemma located in their domestic financial markets. We show that the alternatives “flexible” or “fixed” exchange rates can only be chosen based on sound economic reasoning with regard to the stance and control of domestic financial markets. From this perspective, one can expect contributions to economic development and even give some advice to China and its current exchange rate policy.

Key words: Exchange Rate System, Economic Development, Tinbergen Problem, Financial Crises

In diesem Beitrag formulieren wir zunächst einige Hypothesen über die möglichen Beiträge der Währungspolitik zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung vor dem Hintergrund des berühmten Trilemmas, das prinzipiell für jede Währungsordnung gelöst werden muss. Anschließend lassen wir in einem Überblick die Erfahrungen Revue passieren, welche von den Entwicklungsländern in den vergangenen 30 Jahren mit unterschiedlichen Wechselkursregimes gesammelt wurden. Dabei stellt sich heraus, dass es neben dem von Mundell (1968) formulierten „klassischen“ Trilemma für die Währungsordnung ein weiteres gibt, welches sich auf die Gestaltung bzw. Kontrolle der internen Finanzmärkte bezieht und gerade von Schwellenländern beachtet werden muss. Die Alternativen „flexible“ versus „feste“ Paritäten können sinnvollerweise nur in Verbindung mit einem bestimmten Entwicklungsstand der internen Finanzmärkte und der Entscheidung für einen der alternativen Kontrollmechanismen gewählt werden. Zueinander passende Lösungen beider Trilemmas lassen dann auch positive Entwicklungsbeiträge erwarten und erlauben es sogar, Empfehlungen für Chinas aktuelle Wechselkurspolitik abzuleiten.

Schlagworte: Währungsordnung, Entwicklung, Tinbergen-Problem, Finanzmarktkrisen

JEL-Klassifikation: O23, O12, F41

## 1 Einleitung

Man ist versucht, sich die Augen zu reiben: forderten die USA noch vor 10, 20 Jahren und zwar im Chor mit dem IWF, die Entwicklungsländer auf, ihre Wechselkurspolitik in Einklang mit ihrer eigenen Geld- und Finanzpolitik zu bringen und sich damit vor Finanzmarktkrisen à la Krugman (1979) abzusichern, konnten sie damals nachgerade froh sein, bei der Entschuldung einiger Entwicklungsländer nicht immer die Hauptlast tragen zu müssen, findet die einzig übrig gebliebene Weltmacht heute gar nichts mehr dabei, von Schwellenländern wie China (vgl. Williamson 2003) ganz ungeniert einen Beitrag zur Reduktion des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits zu verlangen. Nicht genug, dass Euro und Yen in unterschiedlichem Ausmaß ihre Währungen aufwerten lassen sollen, auch andere asiatische Entwicklungsländer (über China hinaus) wurden während der APEC-Konferenz (Konferenz des Asiatisch-Pazifischen Wirtschaftsforums) im Oktober 2003 in diese Richtung gedrängt. Selbst der IWF forderte während seiner Herbsttagung asiatische Staaten, deren Währungen an den US-Dollar gekoppelt sind, auf, den Wert ihrer Valuten nicht länger künstlich niedrig zu halten, auf „Währungsmanipulationen“ zu verzichten und damit einen Teil der Anpassungslast im Zusammenhang mit dem US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizit zu tragen.

Morris Goldstein (2003, S. 1) ist sicher zuzustimmen, wenn er die strategische Unterbewertung des chinesischen Renminbi aus den parallel zu verzeichnenden Überschüssen in Leistungs- und Kapitalverkehrsbilanz Chinas, mit der entsprechenden Folge stark anschwellender Devisenreserven, ableitet. Andererseits fällt es nicht leicht, seine Einschätzung zu teilen, wonach die erwünschte Abwertung „would make a fair contribution to the reduction in global payment imbalances, especially the reduction of the US current-account deficit to a more „sustainable“ level“ (ebenda). Saldenmechanik allein ist bekanntlich noch nie eine hinreichende Erklärung für die Größe von Überschüssen/Defiziten in der Zahlungsbilanz gewesen, sondern nur dafür, dass es in einem geschlossenen System keine Ausgabenüberschüsse an einer Stelle ohne Einnahmenüberschüsse an einer anderen Stelle geben kann. Selbst wenn die USA einziger Handelspartner Chinas wären, ist es kaum vorstellbar, dass der Renminbi spürbar aufwertet, solange sich an dem Spar- Investitionsgefälle in den USA selbst nichts ändert.

Gleichviel. Auffällig ist aber doch und hier deutet sich ein erster Paradigmenwechsel der letzten 10 bis 15 Jahre gegenüber den 1970er und 1980er Jahren an, dass mittlerweile eine ganze Anzahl von Entwicklungs- und Schwellenländern einer Unterbewertung gegenüber einer Überbewertung der eigenen Währung deutlich den Vorzug gibt. Das ist nicht zuletzt auch ein Indiz für den endgültigen Abgesang auf die früher favorisierte „Importsubstitution“ und noch viel mehr auf die ideologisch verfestigten Dependencia-Ansätze. Allerdings sind die Risiken einer Aufblähung der ausländischen

Komponente der Geldversorgung, eines dadurch möglicherweise ausgelösten inländischen Kreditbooms, der die Portfolioqualität der Geschäftsbanken und die Stabilität des inländischen Finanzsektors möglicherweise insgesamt beeinträchtigt, auch nicht unbeträchtlich (Bulir 2002).

Vom IWF hätte man wohl eher einen Vortrag zugunsten einer auf die Entwicklung des inländischen Finanzsektors abgestimmten Liberalisierung des Kapitalverkehrs erwartet (vgl. Arteta et al. 2001). In der neuen Rhetorik äußert sich aber auch ein weiterer Paradigmenwechsel, diesmal in der US-amerikanischen Außenpolitik: nämlich weg von der Multilateralität (im Sinne eines mehr oder weniger wohlwollenden Engagements für die gesamte Weltwirtschaft mit einer gesunden Portion Eigeninteresse) und hin zu mehr Unilateralität (im Sinne einer eher egoistischen Wahrnehmung eigener Machtpositionen)<sup>1</sup>. Aber auch Wim Duisenberg, der vormalige Präsident der EZB, forderte unlängst asiatische Länder unverblümt dazu auf, „einen Beitrag zum Abbau globaler Ungleichgewichte“ zu leisten. Vor wenigen Jahren noch hätte er sich vermutlich damit zufrieden gegeben, von ihnen die Vermeidung neuer Ausbrüche von ansteckenden Finanzmarktkrisen zu fordern. Es geht also für die Entwicklungsländer nicht mehr (nur) darum, eigene Krankheiten zu kurieren bzw. Prävention zu treiben, nein, jetzt sollen sie selbst Feuerwehr zugunsten der Weltwirtschaft spielen.

Das führt uns zu der grundsätzlichen Frage, ob und inwieweit von der Währungspolitik in Zukunft weiterhin – und möglicherweise vor allen anderen Dingen – Beiträge zur Entwicklung von Volkswirtschaften erwartet werden sollten. Und wenn ja: Ist eine solche Aufgabe überhaupt konfliktfrei mit neuen weltwirtschaftlichen „Erfordernissen“ zu verbinden?

## 2 Die Fragestellung

Die Zunft der Ökonomen unterliegt gelegentlich, wie andere Wissenschaften möglicherweise auch, dem fatalen Hang, nicht die entscheidenden Phasen der wirtschaftlichen Entwicklung (also das Erkenntnisobjekt) selbst, sondern statt dessen die diese möglicherweise zum Anlass nehmenden Theoriebildungen (also die Schattenbilder der Wirklichkeitssphäre im Sinne von Platos Höhlengleichnis) zu klassifizieren und zu kategorisieren. Besonders prominent ist das Beispiel der Währungs- bzw. allgemeiner das der Finanzmarktkrisen in Entwicklungs- und besonders in Schwellenländern. Hier liest man mittlerweile häufig von den drei (oder auch vier) „Generationen von Erklärungsmodellen“ oder gar von der Existenz verschiedener „Familien von Modellierungsansätzen“. Das ist etwa so, als würde man die Beschreibung der Renaissance auf die Malerei und ihre Stilrichtungen in dieser historischen Epoche reduzieren.

---

<sup>1</sup> Bemerkenswerterweise warnt Morris Goldstein (2003, S. 3) die USA ausdrücklich davor und empfiehlt „to take a multilateral tack in persuading China to alter its exchange rate policy and should eschew unilateral trade measures directed against China’s exports“.



Entwicklungsländer werden durch einschlägige Organisationen, wie die Weltbank, durch ein niedriges Pro-Kopf-Einkommen und die Anzahl der Menschen charakterisiert, die an der absoluten Armutsgrenze leben. Oberstes Anliegen dieser Länder ist es, den Lebensstandard ihrer Menschen zu verbessern und den Rückstand zu den Bessergestellten in der Weltwirtschaft zu verkürzen. Schwellenländer definieren sich wiederum dadurch, dass sie – selbst keine armen Entwicklungsländer mehr – eine besonders dynamische Entwicklung des Pro-Kopf-Einkommens (PKE) aufweisen und sie diese i. d. R. über eine verstärkte Integration in die Weltwirtschaft zu fördern und stabilisieren suchen. Gerade Schwellenländer sind in den letzten 10 Jahren (aber auch schon früher) mehrfach von „Finanzmarktkrisen“ heim gesucht worden. Eine Finanzmarktkrise lässt sich als das Zusammentreffen einer Währungs- mit einer Banken- und einer Verschuldungskrise (Hofmann 1999, Sell 2001a) auffassen, zumindest aber als das Zusammentreffen von wenigstens zwei der drei genannten Problemlagen.

Kann Währungspolitik im allgemeinen und Wechselkurspolitik im besonderen den Entwicklungsländern bei ihren zentralen Aufgaben helfen? Vermag sie „über den Tag hinaus“, also nachhaltig wirksam zu sein, demzufolge „Entwicklungsbeiträge“ zu leisten? Dazu müssten zunächst die Anforderungen formuliert werden, die an die Währungspolitik zu stellen sind. Wagen wir einen Versuch: Die Währungspolitik steht dann im Dienste von „Entwicklung“, wenn sie dazu beiträgt, eine länger anhaltende *falsche Bewertung* der inländischen Währung (und damit häufig *Zahlungsbilanzprobleme*) zu vermeiden, keine *spekulativen Attacken* und in der Folge möglicherweise *Finanzmarktkrisen* zu provozieren – welche in der jüngeren Vergangenheit bei einer Reihe von Entwicklungsländern einen dramatischen absoluten Rückgang des BIP nach sich zogen –, den *inländischen Finanzsektor zu stabilisieren* und den *endogenen Wachstumsprozessen* in der betreffenden Volkswirtschaft genügend Spielraum zu verschaffen.<sup>2</sup>

Die Theorie der Wirtschaftspolitik im allgemeinen und die der Währungspolitik im besonderen (und eben nicht eine Systematik von Modellklassen) bietet einen vernünftigen Referenzrahmen, um die Erfolgsaussichten bzw. die Risiken<sup>3</sup> und auch (wenigstens einen Teil der genannten) Entwicklungsbeiträge unterschiedlicher währungspolitischer Arrangements zu prüfen. Es wird sich allerdings zeigen, dass gerade die beiden zuletzt genannten Zielsetzungen für Entwicklungs- und Schwellenländer zusätzliche Anforderungen stellen und auch nach weiteren Beurteilungsmaßstäben bzw. Referenzrahmen verlangen.

---

<sup>2</sup> Dabei abstrahieren wir hier von der zusätzlichen Problematik (und der auftretenden Interdependenz), die sich einstellt, wenn etwa der Einfluss einer strategischen Niedrigbewertung oder Höherbewertung des Wechselkurses (als sie die Marktkräfte herbei führen würden) auf die Wachstumsdynamik im Sektor der Tradeables berücksichtigt wird.

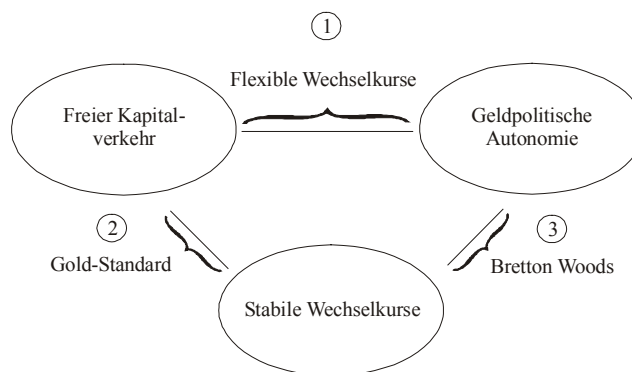
<sup>3</sup> Etwa im Hinblick darauf, eine Finanzmarktkrise auszulösen oder mindestens zu befördern.

### 3 Das Trilemma der Währungspolitik und seine Implikationen

Das sogenannte „währungspolitische Trilemma“ ist zunächst einmal nicht mehr (und auch nicht weniger) als ein Anwendungsfall für das sogenannte Tinbergen-Problem in der Theorie der Wirtschaftspolitik (vgl. im folgenden Sell 2004). Tinbergens Einsicht lautete bekanntlich, dass die Wirtschaftspolitik immer dann in ein „Dilemma“ gerät – und in der Folge unter dem Zwang steht, eines der angestrebten Ziele zu opfern – wenn eine zu geringe Anzahl von (unabhängigen) Instrumenten im Vergleich zu den angestrebten Zielen vorliegt. Dies läßt sich recht gut am Beispiel der Währungspolitik demonstrieren. Hier geht es um die vier Ziele: „ausgeglichene Zahlungsbilanz“, „stabile Wechselkurse“<sup>4</sup>, „freier Kapitalverkehr“ und „autonome Geldpolitik“. Bei den Instrumenten stehen i. d. R. nicht mehr als die drei Maßnahmen: „Zinssatzvariationen“, „Wechselkursvariationen“ und „devisenzwangswirtschaftliche Maßnahmen“ zur Verfügung. Daraus folgt, dass die Währungspolitik auf mindestens eines der oben genannten vier Ziele verzichten muss.

Es kommt aber noch eine Besonderheit hinzu: Instrumente und Ziele sind im Falle der Währungspolitik nicht durchweg unabhängig bzw. voneinander zu trennen. Wird beispielsweise ein „freier Kapitalverkehr“ angestrebt, so fällt das Instrument „Devisenbewirtschaftung“ – jedenfalls zum Teil – zwangsläufig fort: Mindestens die Kapitalverkehrskonvertibilität muss unbeschränkt sein. Kann aber auf Dauer eine beschränkte Leistungsbilanzkonvertibilität mit freiem Kapitalverkehr einhergehen? Wohl kaum. Die Währungspolitik könnte dann nur noch ein weiteres der folgenden Ziele anstreben: „Zahlungsbilanzausgleich“, „stabile Wechselkurse“ oder „autonome Geldpolitik“.

**Abbildung 1: Das währungspolitische Trilemma**



Quelle: Eigenentwurf; Sell (2001a)

Liegen nur drei Ziele und zwei voneinander unabhängige Instrumente vor, so spricht man von dem oben erwähnten „währungspolitischen Trilemma“. Die Gültigkeit eines währungspolitischen Tri-

<sup>4</sup> Der Unterschied zwischen „stabilen“ und „festen“ Wechselkursen ist dabei keineswegs nur ein semantischer. Bei „stabilen“ Kursen hat die Politik sowohl die Möglichkeit, am Devisenmarkt zu intervenieren als auch moderate Paritätsänderungen vorzunehmen. Bei „festen“ Kursen im strikten Sinne fixer Paritäten fallen im schlimmsten Fall beide genannten Optionen weg!

lemmas wurde in der Vergangenheit nicht nur für die Währungspolitik im „Süden“ der Weltwirtschaft, sondern auch sehr gut am Beispiel des Europäischen Währungssystems (EWS) deutlich: Länder, die ihren Wechselkurs im Paritätengitter ohne Auf- oder Abwertungen halten wollten und zur Vorbereitung auf die Europäische Währungsunion freien Kapitalverkehr garantieren mußten, waren faktisch gezwungen, ihre Geldpolitik an dem Muster der Deutschen Bundesbank auszurichten. Die Bundesbank musste allerdings darauf achten, dass ihre eigene Zinspolitik keine zu großen Spannungen in den Partnerländern und umfangreiche Interventionserfordernisse am Devisenmarkt auslöste. Der Preis, der ansonsten gezahlt werden musste, bestand etwa in einem „Realignment“, in dessen Zuge auch die D-Mark aufgewertet wurde. In der heutigen Euro-Zone haben alle beteiligten Länder freiwillig auf eine eigenständige nationale Geldpolitik verzichtet. Dafür hat aber die EZB durchaus „autonome“ Ziele für ihre Geldpolitik formuliert. Weder gegenüber dem Yen noch gegenüber dem US-Dollar bestehen Wechselkursziele. Daher erübrigen sich auch Kapitalverkehrskontrollen. Die EZB hat ihre Lektion gelernt!

#### **4 Eine Analyse der jüngeren Währungsgeschichte der Entwicklungsländer**

Mit dem Ende der Bretton-Woods-Ära wurden nicht nur die Industrie-, sondern auch die Entwicklungsländer in eine größere währungspolitische Autonomie entlassen. Mehr oder weniger freies Floaten wurde von zahlreichen Entwicklungsländern seit 1973 eingeführt. Dies war – im Sinne des „währungspolitischen Trilemmas“ – mit der Hoffnung verbunden, sich von den Einflüssen ausländischer Geldpolitik abzuschirmen, das eigene Geldangebot kontrollieren und damit auch (wieder) konjunkturpolitische Autonomie gewinnen zu können. Es hat sich allerdings früh gezeigt, dass Währungssubstitution in Schwellenländern von erheblicher Bedeutung ist. Diese kann prinzipiell drei Wege nehmen: Sie kann bei steigenden und volatilen Inflationsraten am Ende die inländische Währung vollständig verdrängen (organische Währungsunion), sie kann zweitens bei nachhaltigen Disinflationprozessen als Phänomen verschwinden oder drittens trotz rückläufiger Inflation relevant bleiben (Persistenz<sup>5</sup>). Gerade für letztere Beobachtung gibt es in der jüngsten Zeit zunehmend empirische Evidenz (Kamin/Ericsson 2003).

Unter den Bedingungen von (unvollständiger) Währungssubstitution schwindet die Stabilität der inländischen Geldnachfrage und der Aktionsradius der Geldpolitik ist drastisch eingeschränkt. Geldmarktstörungen führen darüber hinaus bei Währungssubstitution schnell zu einer hohen, uner-

---

<sup>5</sup> Kamin und Ericsson (2003) führen die Persistenz von Währungssubstitution trotz sinkender und weniger volatiler Inflationsraten auf die Transaktionskosten eines erneuten Wechsels in die Binnenwährung zurück und weisen solche Sperrklkenneffekte für die Kassenhaltung Argentiniens in den 1990er Jahren empirisch nach.

wünschten Volatilität des Wechselkurses (Brand 1993). Neuere Untersuchungen (vgl. Berg et al. 2002) zeigen allerdings, dass in der jüngeren Vergangenheit (nach den schweren Finanzmarktkrisen bis einschließlich Ende der 1990er Jahre) einzelne Schwellenländer sowohl in Asien als auch in Lateinamerika mit flexiblen Wechselkursen, die von der heimischen Zentralbank im Bedarfsfalle „gemanagt“ wurden („working float“), durchaus positive Erfahrungen gemacht haben.<sup>6</sup> Als wesentliche Voraussetzungen für eine gute Performance dieses Währungsarrangements dürften dabei die Unabhängigkeit der Zentralbank, das Verfolgen eines klar formulierten geldpolitischen Ziels (von der einfachen Formulierung eines Inflationsziels<sup>7</sup> bis hin zur Anwendung einer „Taylor-Regel“) sowie eine ausreichende Stabilität des inländischen Finanzsektors gelten (ebenda).

Um mehr Handlungsspielraum für die inländische Wirtschaftspolitik zu erreichen und sich besser vor negativen weltwirtschaftlichen Einflüssen abzusichern, wurden von einigen Ländern Politikinterventionen in Form einer Besteuerung von Devisentransaktionen (Derivat der Tobin-Steuer in Chile) und/oder von gezielten Kapitalverkehrskontrollen (Malaysia) eingesetzt. Im Sinne des „währungspolitischen Trilemmas“ war damit wieder mehr Einfluss auf den Wechselkurs verbunden. Chiles Erfahrungen mit einer Besteuerung von Kapitalzuflüssen sind allerdings kein Beleg für Effektivität und Effizienz (Buch/Heinrich/Pierdzioch 1998, Buch 1999). Seit 1991 müssen 20 Prozent der Kredite aus dem Ausland und von Einlagen der Ausländer bei chilenischen Banken auf einem Konto der Zentralbank (mit seitdem veränderlichen Zinssätzen) hinterlegt werden. Es finden sich keine Belege dafür, dass in der Folge die Volatilität der Kapitalströme insgesamt und der Finanzmarktpreise (Zinssätze, Aktienindizes, reale Wechselkurse) gesunken ist. Allerdings sind die Kapitalkosten gestiegen, mit negativen Konsequenzen für die inländischen Investitionen.

Es gibt eigentlich insgesamt wenige aktuelle empirische Belege für einen erfolgreichen gezielten Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen als Instrument makroökonomischer Stabilisierung. Vielleicht mit einer prominenten Ausnahme: Malaysia hat während der Asienkrise von 1997/98 als einziges schwer betroffenes Land jede Hilfe des IWF abgelehnt und eine expansive Geld- und Fiskalpolitik mit Hilfe von Kapitalverkehrskontrollen nach außen abgeschirmt. International ausgewiesene Ökonomen wie Charles Wyplosz (INSEAD) schätzen den Erfolg dieser Wirtschaftspolitik als durchaus hoch ein. Unklar ist allerdings nach wie vor, welche Bedeutung es dabei hatte, dass Malaysia eine ressourcenreiche Ökonomie ist und welchen eigenständigen Beitrag die Kapitalverkehrskontrollen zur wirtschaftlichen Erholung Malaysias geleistet haben (Wyplosz 2001).

---

<sup>6</sup> So zeigen Untersuchungen von Edwards (2002, S. 247 f.), dass Länder mit flexiblen Wechselkursen sich relativ gut gegen Änderungen der Terms of Trade abschirmen können und schneller wachsen als Länder mit rigiden Wechselkursregimes.

<sup>7</sup> Vgl. Hochreiter/Siklos 2002, S. 196.

Die Tobin-Steuer (1978) ist als Konzept für die Beschränkung des Kapitalverkehrs nicht nur von Globalisierungsgegnern, sondern auch von Entwicklungsländern wieder entdeckt worden. Sie erscheint schon aus theoretischen Erwägungen heraus – gerade für Schwellenländer – eher abwegig (vgl. u. a. Frenkel/Menkhoff 2000, S. 65 f.). Dafür gibt es vor allem drei Gründe: (i) je höher der effektive Steuersatz, desto größer muss die Differenz zwischen der Bruttoverzinsung im Schwellenland und dem Zins im Industrieland sein, damit sich eine Zinsarbitrage lohnt. Kommt sie zustande, so muss die kompensierende erwartete Wechselkursänderung entsprechend umfangreich und demzufolge auch der Wechselkursausschlag (Volatilität) deutlich ausfallen; (ii) wäre die Steuer wirksam, dann würde sich die Marktliquidität verringern, von einzelnen Devisengeschäften gingen größere Effekte auf die Kursbildung aus und die Sprunghaftigkeit der Wechselkurse würde zunehmen; (iii) schließlich wird durch die Steuer das Herdenverhalten angeregt, weil Transaktionen einzelner Investoren – trotz geringer Marktliquidität und Steuer – als Signal für profitable private Informationen von anderen Anlegern gewertet werden.

Es gibt allerdings auch gute Argumente für (vorübergehende) Kapitalverkehrskontrollen, die ganz anders motiviert sind: Es besteht nämlich unter den Experten Einigkeit darüber, dass eine verfrühte Deregulierung des Kapitalverkehrs in emerging economies problematisch ist, insbesondere dann, wenn die internen Finanzmärkte wenig liquide, die inländischen Finanzintermediäre nicht zu Marktkonditionen wettbewerbsfähig sind (und daher etwa auf Garantien der Regierungen zurückgreifen) sowie eine stringente Überwachung des inländischen Finanzsektors fehlt (Sell 2001a).

Den „emerging economies“ steht es frei, statt flexibler Wechselkurse, andere Arrangements zu wählen. Die Erfahrungen damit sind sehr verschieden. Unvollständige Kursfixierungen in Gestalt von adjustable pegs, crawling pegs, etc. (in der Literatur gelegentlich zu den so genannten „soft pegs“ zusammengefasst<sup>8</sup>) gelten als ziemlich abgewirtschaftete Regime, insbesondere wegen der in den Finanzmarktkrisen der 1990er Jahre gemachten Erfahrungen (Jochem/Sell 2001, S. 153, Jonas, 2002, S. 25): Nach der Mexikokrise der Jahre 1994/95 waren dies vor allem die Krise der Tschechischen Krone in den Jahren 1996/1997, die Asienkrise im Jahr 1997, die Russlandkrise im Jahr 1998 und die Brasilienkrise in den Jahren 1998/99 (Sell 2001a). Im Sinne des währungspolitischen Trilemmas führen Wechselkursziele unweigerlich dazu, entweder den Kapitalverkehr regulieren oder eine externe Einflussnahme auf die inländische Geldpolitik hinnehmen zu müssen. Bei den „soft pegs“ führen Experten deren Scheitern nicht zuletzt darauf zurück, dass die Geldpolitik die eigenen Regeln verletzte bzw. den Restriktionen des währungspolitischen Trilemmas keine Aufmerksamkeit schenkte.

---

<sup>8</sup> Vgl. Hochreiter/Siklos 2002, S. 196.

Wechselkursziele, so hat gerade die jüngere Vergangenheit gezeigt, müssen nämlich glaubwürdig sein, um Bestand zu haben. So belegt der Fall Brasilien im Jahr 1998/99 die hohen Kosten/Sinnlosigkeit von Devisenmarktinterventionen bei unglaublichen Wechselkursarrangements. Die damalige Kreditgewährung des IWF hat jedenfalls das Misstrauen in das Management des brasilianischen Reals nicht gemildert, sondern womöglich noch gestärkt (Sell 2001a). Mehr oder weniger starre Bindungen an Währungskörbe haben die in sie gesetzten Hoffnungen – die entsprechenden Länder von starken Schwankungen wichtiger Währungen von Industrieländern untereinander abzuschirmen (Bender 1985) – nicht immer erfüllt. In manchen Fällen wurde die Spekulation über die Höhe der einzelnen Korbgewichte und die demnach erforderlichen Interventionen (bei gegebenen exogenen Wechselkursrends) der heimischen Zentralbank angeregt.

Als Alternativen zum mehr oder weniger freien Floaten und zu den „soft pegs“ gelten (vgl. Wagner 2000, S. 192 ff.) Currency Boards (Hongkong, Estland, Litauen, Bulgarien, Bosnien), Dollarisierung (Ecuador, Ost-Timor, Panama, El Salvador, etc.) bzw. Euroisierung (Kroatien) und schließlich eine Wechselkurs- oder Währungsunion (CFA-Franc-Zone).

Im Sinne des „währungspolitischen Trilemmas“ führt ein Currency Board zu einer auf Dauer angelegten Fixierung des Wechselkurses. Die Geldpolitik wird völlig „passiv“, eine rigorose Regulierung des Kapitalverkehrs ist nahezu ausgeschlossen (Sell 1993). Das Beispiel Argentinien hat die Grenzen von Currency Boards aufgezeigt: es ist nicht nur volkswirtschaftlich „teuer“, einen hohen Bestand an Devisenreserven vorzuhalten (deren entgangener Nutzen in unterlassenen inländischen Investitionen besteht), vielmehr sind Currency Boards in zweifacher Hinsicht auch potentielle Kandidaten für spekulative Attacken (Tsang/Ma 2002, S. 55 f.): (i) das „Effizienzrisiko“ steigt, sobald die Arbitrage zwischen offiziellem (höher) und Marktkurs (niedriger) nicht mehr gut funktioniert: eine ungenügende Konvertibilität schränkt die Umwandlung inländischer Depositen, etwa in US-Dollar, deren Angebot durch Akteure am freien Markt und eine neue Kurskonvergenz ein. (ii) Das „systemische Risiko“ ist die latente Gefahr, dass die Regierung den Currency Board aus anderen (vermeintlich „übergeordneten“) Gesichtspunkten bald aufgeben könnte (Zarazaga 1997). Je länger der Currency Board bereits installiert ist, desto größer dürfte dieses systemische Risiko werden.

Der Fall Argentinien<sup>9</sup> demonstriert wiederum, wie schnell die starre Kursbindung eines Currency Boards in Verbindung mit einer nur vorübergehend disziplinierten Haushaltspolitik<sup>10</sup> (zwischen 1991 und 1994) zu einer realen Aufwertung der inländischen Währung und zu entsprechenden

---

<sup>9</sup> Sehr übersichtlich geschildert in Carrera 2002 und in Jonas 2002.

<sup>10</sup> Hohe Devisenreserven und die Parität zum US-Dollar stellten Anreize für das Eingehen einer nicht mehr tragfähigen Auslandsverschuldung dar (vgl. Carrera et al. 2002, S. 13). Zur Problematik der fehlenden Koordination der Fiskalpolitiken der argentinischen Zentralregierung und der Provinzen (vgl. Sell 2003).

Verwerfungen (wie exorbitant hohen Zinssätzen am Kapitalmarkt) im Inland führen kann. Die Befürworter einer befristeten Einführung von Currency Boards – insbesondere zur Stabilisierung ausufernder Inflationsraten – verfügen zudem über kein tragfähiges Rezept, wie die „optimale Dauer“ dieses Regimes und damit der beste Zeitpunkt für die Wahrnehmung einer „exit option“ bestimmt werden könnte. Trotzdem dürfte es diesen besten Austrittszeitpunkt in den meisten Fällen geben. Wird er verpasst, dann drohen sich gegenseitig aufschaukelnde makroökonomischen Ungleichgewichte den Currency Board – wie im Falle Argentiniens seit Januar 2002 gut zu beobachten – zu sprengen<sup>11</sup>. Andere Wechselkursregimes haben dieses Problem so nicht. Man denke etwa an die vergleichsweise unproblematische Erweiterung der Bandbreiten im EWS auf +/- 15% nach den vorausgegangenen Turbulenzen in den Jahren 1992 und 1993.

Bei dem Konzept der „Dollarisierung“ (vgl. Berg 2002, S. 5 f.) ist prinzipiell zu unterscheiden zwischen einer „organischen“ oder „spontanen“ und einer „offiziell eingeführten“ Dollarisierung (Alesina/Barro 2001). Im ersten Fall läuft die Fremdwährung als Parallelwährung zum inländischen Geld um und verdrängt es nach und nach als Zahlungs- und als Wertaufbewahrungsmittel im Sinne des Anti-Greshamschen Gesetzes. Im zweiten Fall übernimmt die Fremdwährung ganz „legal organisiert“ alle Geldeigenschaften der Inlandswährung. Nach dem Kriterium von Helpman und Razin (1982) ist eine organische der offiziell eingeführten Dollarisierung wohl in der Mehrzahl der Fälle überlegen. Denn der Trade-Off zwischen dem Nutzen einer Reduktion der Wechselkursvolatilität und den Kosten einer Reduktion der Diversifizierungsmöglichkeiten in unterschiedlichen finanziellen Assets wird gewissermaßen vom Markt entschieden und nicht durch irgendeine Administration.

Im Sinne des „währungspolitischen Trilemmas“ haben dollarisierte Länder keinen Einfluss mehr auf den Außenwert der „übernommenen“ Währung, ihre Geldpolitik wird in der Notenbank des Ursprungslandes für die im Inland angenommene Währung gemacht und Kapitalverkehrskontrollen machen wenig Sinn, ist doch die erwünschte Aufgabe solcher gerade einer der Auslöser für die Dollarisierung gewesen. Dollarisierte Länder kommen möglicherweise in den Genuss von größerer Preisstabilität (und eines Importes von Glaubwürdigkeit der ausländischen Zentralbank), niedrigeren Zinssätzen, einer geringeren Outputvolatilität<sup>12</sup> und einem erleichterten Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten (Chang/Velasco 2002) bzw. einer stärkeren Integration mit dem Währungsherkunftsland, wenn eine solche über den Handel und/oder den Kapitalverkehr bereits funktioniert.

---

<sup>11</sup> Vgl. Belke/Gros 2002, S. 339.

Diesen Vorteilen stehen aber gravierende Nachteile gegenüber. Diese ergeben sich mindestens in vierfacher Hinsicht: (i) zum einen wegen des Ausfalls von Seigniorage<sup>13</sup> (Alexander/von Fürstenberg 2000, S. 216), (ii) zum zweiten durch die Nachteile einer möglicherweise irreversiblen Abschaffung (Hysterese-Problem) der heimischen Zentralbank – bei Krisenanfälligkeit des inländischen Bankensystems steht damit auch kein „lender of last resort“ zur Verfügung – und (iii) zum dritten im Hinblick auf den Verlust einer „exit option“ durch Abwertung bei Auftreten signifikanter makroökonomischer Schocks. Empirische Untersuchungen von Edwards und Magendzo (2002, S. 13) attestieren dollarisierten Ländern darüber hinaus viertens (iv) niedrigere durchschnittliche Wachstumsraten des PKE als einer Kontrollgruppe nicht-dollarisierter Länder.<sup>14</sup>

Der Übergang von einer bereits faktischen zu einer dann auch offiziellen Dollarisierung wird als unproblematisch, ja zweckmäßig angesehen: „countries that are already substantially dollarized de facto will lose little in going to full dollarization“ (Berg 2002, S. 6). Insgesamt sind die Erfahrungen mit der Dollarisierung spärlich (Liberia hat diese im Jahr 1980 erfolgreich rückgängig gemacht), Ecuador<sup>15</sup>, El Salvador und Guatemala führten den US-Dollar im Jahre 2000 bzw. 2001 als offizielles Zahlungsmittel ein. Alle bisherigen Vorschläge, in Mexiko den US-Dollar offiziell einzuführen, werden überwiegend skeptisch beurteilt (Ibarra/Moreno-Brid 2001)<sup>16</sup>. Längere Beobachtungen gibt es nur zu Panama (seit 1904). Dieses Land ist aber eine sehr kleine und extrem offene Volkswirtschaft und daher nur begrenzt Vorbild für andere emerging economies.

Gegeben die Schwierigkeiten von Dollarisierung und Currency Boards, sind als denkbare Wechselkursregimes für Schwellenländer – neben den flexiblen Wechselkursen und den „soft pegs“ – vor allem unterschiedliche Formen der Währungs Kooperation dieser Länder untereinander als Option zu prüfen. Da Währungs Kooperation auch eine Koordination der Wirtschaftspolitik und einen intensi-

---

<sup>12</sup> Carrera et al. (2002) zeigen die nicht trivialen Bedingungen dafür auf, damit aus der „Möglichkeit“ auch eine „Wahrscheinlichkeit“ wird. Ausschlaggebend dürften die Korrelation der Konjunkturzyklen sowie die Bedeutung unterschiedlicher Transmissionskanäle (Handel versus Kapitalverkehr) sein.

<sup>13</sup> Dieser Mangel kann, worauf Begg (2002, S. 287) hinweist, weitere Probleme nach sich ziehen, etwa wenn die Regierung den Ausfall an Inflationssteuer mit verzerrenden höheren Einkommensteuern und/oder einer entwicklungs-hemmenden Reduktion der Staatsausgaben zu kompensieren versucht.

<sup>14</sup> Im Sinne von Poole (1970) könnte dieses Ergebnis seine Ursache darin haben, dass die dollarisierten Länder in der untersuchten Zeitperiode eher von realen Schocks (Verschlechterungen der Terms of Trade u. ä. m.) als von monetären Schocks betroffen waren. Allerdings kritisiert Hans Genberg (2002, S. 31) in seinem Kommentar die empirische Validität der gewonnenen Ergebnisse von Edwards und Magendzo (2002). Die meisten dollarisierten Ökonomien sind extrem klein; es ist unrealistisch anzunehmen, dass, wenn sie sich eine Zentralbank zulegen würden, ihr Wirtschaftswachstum *deshalb* ansteigen würde. Die von dem nicht ganz kleinen El Salvador seit Ende 2000 mit der Dollarisierung gesammelten Erfahrungen sind andererseits noch viel zu fragmentarisch, um daraus Verallgemeinerungen ableiten zu können (Cardona 2002).

<sup>15</sup> Kopits (2002, S. 267) zeigt allerdings, dass Ecuador – wegen fehlender geeigneter fiskalischer Institutionen, mangelnder Lohnflexibilität und eines brüchigen Bankensystems – mit der verfrühten Dollarisierung sich mehr Nach- als Vorteile eingehandelt hat. Abzulesen an dem Verlust externer Wettbewerbsfähigkeit, dem höher bewerteten Länderrisiko und der gestiegenen Anfälligkeit für exogene Schocks.

<sup>16</sup> „It is illusory to think that the Federal Reserve would modify its practices to give precedence to Mexico’s specific problems“ (Ibarra/Moreno-Brid 2001, S. 14).



ven Meinungs- und Informationsaustausch bedingt, sind dabei die Kosten und Nutzen einer Politikkoordination zu prüfen. Dabei ist dem Phänomen der „Ansteckung“, den Kosten der Verhandlungen (diese steigen mit der Teilnehmerzahl) und der Unsicherheit über das Funktionieren der Weltwirtschaft bzw. der Wirtschaft im gemeinsamen Währungsraum Rechnung zu tragen. Je positiver die Bilanz über den Nettonutzen einer Koordination ausfällt, desto eher können bestimmte Formen der Währungs Kooperation angestrebt werden.

Solche Formen könnten sein: eine Währungsschlange mit oder ohne Tunnel (gemeinsames Floaten), ein Derivat des EWS (mit engeren oder weiteren Bandbreiten, symmetrischen oder asymmetrischen Interventionspflichten), eine Wechselkursunion („leere Zielzone“ in Verbindung mit eigenständiger Geldpolitik und Interventionsverpflichtungen für die beteiligten Länder) und schließlich eine Währungsunion. Jede dieser denkbaren Formen der Währungs Kooperation sollte im Hinblick auf Vor- und Nachteile bei wichtigen Erfolgsindikatoren gegenüber Referenzmodellen, wie dem „freien Floaten“, geprüft werden.

Die Ergebnisse eines eigenen Forschungsprojekts (Jochem/Sell 2001) legen im Hinblick auf das gemeinsame Floaten den Schluss nahe, dass

- Managed Floating und ein gemeinsames Floaten sich ähnlich im Hinblick auf das Ziel einer wirksamen *Inflationsbekämpfung* verhalten; die Aufgabe der Inflationsbekämpfung liegt bei der inländischen Geldpolitik und nicht bei einem externen Anker. Ein Vorteil von Währungs Kooperation zwischen „Weichwährungsländern“ könnte in dem disziplinierenden Effekt der gegenseitigen Kontrolle (u. U. Sanktionen) liegen. Allerdings besteht die grundsätzliche Gefahr, von einer inflationsfreudigen Mehrheit an einer konsequenten Stabilisierungspolitik gehindert zu werden.
- Was die Gefahr eines *zeitkonsistenten* Verhaltens (Risiko des Cheatings) der beteiligten Zentralbanken anbelangt, so weist gemeinsames Floaten deutliche Vorteile gegenüber dem isolierten Managed Floating auf. Insbesondere dann, wenn es eine Verpflichtung gibt, Länder zu sanktionieren, die ein strategisches Realignment anstreben. Allerdings erfordert eine wirksame Bekämpfung des „inflation bias“ – im Gegensatz zum EWS I – eine asymmetrische Ausgestaltung des Interventionsmechanismus oder eine anders geartete „Begünstigung“ der Hartwährungsländer.
- Im Hinblick auf die Gefahr einer *Währungskrise* scheint das isolierte Managed Floating deutliche Vorteile gegenüber dem gemeinsamen Floaten aufzuweisen; das gemeinsame Floaten kann allerdings Prävention dadurch leisten, dass realistische Einstiegsurse gewählt, die Bandbreiten entsprechend dem Ausmaß der bereits erreichten monetären Integration gestaltet werden und

die inländische Finanzsektoren sich in einem „einwandfreien Gesundheitszustand“ befinden. Entscheidend ist auch der Zusammenhalt der Teilnehmer im Falle eines spekulativen Angriffs auf nur ein Mitgliedsland, der durch glaubwürdige Interventionsregeln gestützt wird.

- Was die *Absorptionsfähigkeit exogener Schocks* betrifft, so ist die Unterscheidung zwischen symmetrischen und asymmetrischen Störeinflüssen zentral; korrelieren die Störeinflüsse stark untereinander, dann ist eine hinreichende Wechselkursflexibilität der Schlange gegenüber den wichtigen Währungen in der Weltwirtschaft geboten und ein solches Regime erweist sich in diesem Fall dem autonomen Managed Floating als überlegen. Im Falle asymmetrischer Schocks, bei denen die Störeinflüsse nur wenig untereinander korrelieren, verhält es sich genau umgekehrt.
- Schließlich ist die Frage zu klären, welchem Regime der Vorzug zu geben wäre für den Fall, dass zwischen den betroffenen Ländern latent starke monetäre „*Spill-Overs*“ vorliegen; hier ist die Antwort klar: Der Vorteil der Wechselkursbindung untereinander gegenüber dem autonomen Floating liegt ja gerade darin, starke monetäre Wechselwirkungen zu unterbinden.

Die höchste Stufe geldpolitischer Koordination wird sicher durch eine Währungsunion erreicht.<sup>17</sup> Im Sinne des „währungspolitischen Trilemmas“ kann ein teilnehmendes Land im Grunde genommen weder die (gemeinsame) Geldpolitik, noch externe Wechselkursziele oder Regelungen des Kapitalverkehrs autonom bestimmen (Sell 1993, S. 66). Die CFA-Franc-Zone (ursprünglich 1945 ins Leben gerufen) kann als Fallstudie für das Modell einer Wechselkursunion/Währungsunion in Entwicklungsländern dienen (vgl. Gehle 1998). In Westafrika hatten sich bis 1997 acht, in Zentralafrika bis 1984 jeweils sechs Länder zu einer Währungsunion zusammengeschlossen. Beide Zentralbanken emittieren den CFA-Franc, der in allen Mitgliedsländern der jeweiligen Zone als gesetzliches Zahlungsmittel umläuft. Hinzu kommt als 15. Land die islamische Republik Comoros, in der ebenfalls der CFA-Franc umläuft. Der CFA-Franc ist wiederum mit einem festen Wechselkurs an den Euro (früher an den Franc) gebunden und wird durch eine Konvertibilitätsgarantie des französischen Schatzamtes besichert.

Bis Anfang der 1990er Jahre hat dieses Modell den beteiligten Ländern vergleichsweise niedrige Inflationsraten und überdurchschnittliches Wachstum beschert, auch wenn es sie von negativen Entwicklungen in den Terms of Trade nicht abschirmen konnte. Insbesondere eine undisziplinierte Finanzpolitik wurde für die dann eintretende starke reale Aufwertung des CFA-Francs verantwortlich gemacht (vgl. Giorgini/Holden 2002). Die Politik des „Franc-fort“ der französischen Zentralbank trug ebenfalls dazu bei, die externe Wettbewerbsfähigkeit der beteiligten afrikanischen Länder

zu beeinträchtigen. Im Januar 1994 wurde schließlich der CFA-Franc um 50 Prozent gegenüber dem französischen Franc abgewertet (Gylfason 2000, S. 176). Der ausgelöste Inflationsimport hielt sich stark in Grenzen, eine günstige Entwicklung der Rohstoffpreise trug mit dazu bei, die Exporterlöse anzuregen. Seitdem hat eine wirtschaftliche Erholung eingesetzt, zu der eine verstärkte Überwachung von Budgetdefiziten beigetragen hat.

In Lateinamerika ist es insbesondere der Mercosur (1991 initiierte Zollunion zwischen Argentinien, Brasilien, Paraguay und Uruguay), der den Gedanken einer lateinamerikanischen Währungsunion aufgebracht hat (Grüttner 2002). Als „Einstieg“ erörtert man seit Mitte des Jahres 2003 zwischen Argentinien und Brasilien die Möglichkeit einer gemeinsamen Parallelwährung für den bilateralen Handel. Institutionell wurde die Gründung einer „Monetären Behörde“ beschlossen – offensichtlich nach dem Vorbild des Europäischen Währungsinstituts (EWI), dem Vorläufer der EZB. Mit der Aufgabe der Bindung an den US-Dollar im Rahmen seines „Currency Boards“ schuf Argentinien zu Beginn des Jahres 2002 immerhin eine notwendige, wenngleich in keinem Falle ausreichende Voraussetzung für eine stärkere monetäre Kooperation mit Brasilien. Kommt dieser Vorschlag zu früh? Oder ist er grundsätzlich abwegig? Ist er lediglich „aus der Not geboren“? Was kann er beiden Ländern bringen?

Es wird als kritisches Argument häufig der Gedanke vorgetragen, dass, wie auch die Erfahrungen mit dem System von Bretton Woods gezeigt hätten, eine „gemeinsame Währungspolitik unter gleich Starken ohne eine vollständige Koordinierung kaum zu erreichen (ist); unter gleich Schwachen ist dies wohl unmöglich“ (Schweickert 2001, S. 95). An dieser Aussage ist aber gleich mehreres falsch (allerdings kann die Idee einer Währungsunion auch dann verfehlt sein, wenn die genannte Hypothese verworfen werden muss). Der Reihe nach.

*Erstens:* Es ist eine Chimäre zu glauben, es brauche „gleich Starke“, um Koordinierung zu ermöglichen. Schon Bretton Woods war kein Zusammenschluss von „gleich Starken“, vielmehr hatten die USA mit dem US-Dollar als Leitwährung in diesem Festkurssystem mit Bandbreiten bekanntlich eine Sonderstellung. Und zwar in einem Maße, dass alle (anderen) Staaten dem wirtschaftspolitischen Kurs des Leitwährungslandes folgen mussten. Letztlich beinhaltete dies eine Angleichung der Inflationsraten der einzelnen Länder an diejenige des Leitwährungslandes. Für Währungsunionen zeigt der Blick in die Wirtschaftsgeschichte zudem, dass es i. d. R. eines „Hegemons“ bedurfte, also eines Landes (oder weniger Länder), das in der Lage war, die Initiative zu ergreifen und den anderen Mitgliedern Vorgaben zu machen, damit die Fliehkräfte eines Zusammenschlusses beherrschbar blieben. Die noch junge Geschichte der Europäischen Währungsunion belegt, dass es vor allem

---

<sup>17</sup> Zu den Bestimmungsgründen für eine „optimale Währungsunion“ vgl. Sell 1996.

Deutschland und Frankreich waren, welche zunächst das EWS in Gang gesetzt und später den Weg zur Währungsunion geprägt haben (Ironie des Schicksals, dass beide Länder z. Zt. im Zusammenhang mit dem Stabilitätspakt selbst am Pranger stehen).

*Zweitens:* Die Vorstellung, dass nur Länder mit ähnlich *hohem* wirtschaftlichen Potential („Starke“) für eine Währungskooperation in Frage kommen, ist irrig. Sogar dann, wenn Länder die Kooperation in der Währungspolitik bis hin zu einer Währungsunion verdichten wollen, kommt es überhaupt nicht auf eine wirtschaftliche Homogenität der Länder auf hohem Niveau, sondern eben auf die Homogenität schlechthin an. Es sind ein beträchtliches Gefälle zwischen den beteiligten Ländern – etwa beim PKE – und ein mangelnder Strukturwandel, welche die dringend benötigten Anpassungsprozesse (wie die symmetrische grenzüberschreitende Mobilität der Produktionsfaktoren, die Flexibilität der Faktormärkte und der entsprechenden Faktorpreise,<sup>18</sup> etc.) in einer Währungsunion behindern (Sell 2001b) und nicht *per se* ein vergleichsweise niedriges Durchschnittseinkommen der Union insgesamt. Wie Begg zu Recht feststellt (2002, S. 288), kann eine gemeinsame Zentralbank für solche Ländergruppen eine Zielinflationsrate formulieren, die dem in den beteiligten Ländern vergleichbaren Bedarf an Strukturwandel und Wachstum entgegen kommt.<sup>19</sup>

*Drittens:* Eine „vollständige Koordinierung“ (der Wirtschaftspolitik) findet in keiner der existierenden und funktionierenden Währungsunionen tatsächlich statt, sie ist auch gar nicht nötig. Für die Geldpolitik allemal nicht, sobald sie durch eine supranationale Zentralbank von den nationalen Einflussbereichen abgekoppelt ist. Für die nationalen Fiskalpolitiken gilt zunächst, dass sie sich gemäß dem von Robert Mundell in den 1960er Jahren gelösten „Zuordnungsproblem“ auf die „richtige Aufgabe“ konzentrieren müssen und nicht mehr wirtschaftspolitische Ziele anstreben dürfen als ihnen voneinander unabhängige Instrumente zur Verfügung stehen (Tinbergen-Problem). Eine Währungsunion eröffnet aber für Geld- und Finanzpolitik (sonst nicht ohne weiteres gegebene) Chancen: Sie erleichtert den politischen Konsens zwischen den beteiligten Ländern über eine unabhängige gemeinsame Zentralbank und *kann* als Katalysator für größere fiskalische Disziplin wirken (Berg et al. 2002, S. 223).

Eine ähnliche Rolle, wie sie Frankreich und Deutschland für die Gründung der EWWU gespielt haben, *könnte* – vorsichtig ausgedrückt – in Lateinamerika Brasilien und Argentinien zufallen. Als weitere Kandidaten stünden zunächst die Partner aus dem Mercosur (Paraguay, Uruguay) zur Verfügung. Chile und weitere Handelspartner aus der Region kämen womöglich hinzu. Selbst wenn wir also die oben zitierte Hypothese verwerfen können, ist immer noch kritisch zu prüfen, welche Er-

---

<sup>18</sup> Vgl. dazu auch Hochreiter et al. 2002, S. 308.

<sup>19</sup> Mit anderen Worten: das Problem einer Mindestinflationsrate für den gesamten Währungsraum stellt sich dann, anders als in der Euro-Zone, so nicht (vgl. Sell 2001b).

folgsaussichten und Wohlfahrtswirkungen mit einer engeren Währungs Kooperation und dem Fernziel einer Währungsunion verbunden sein könnten.

Ganz sicher wäre es für die genannten Länder abwegig, die Freihandelszone des Mercosur zu einer echten Zollunion auszubauen. Dazu ist der Handelsaustausch mit den USA (und den übrigen Mitgliedern von NAFTA), aber insbesondere mit Europa, viel zu wichtig. Es spricht aber nichts dagegen, eine verstärkte Integration der Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkte innerhalb des Mercosur und darüber hinaus zu forcieren. Die im Vergleich zu Europa eher geringen Sprach- und Kulturunterschiede dürften dabei hilfreich sein. Insbesondere eine kontrollierte Verbreiterung und Vertiefung der dortigen Finanzmärkte kann dazu beitragen, dass die Konsequenzen externer Schocks besser absorbiert werden können als das in der Vergangenheit der Fall war. Nützlich könnte auch die durchaus positive europäische Erfahrung sein, dass eine stärkere Konvergenz der Wirtschaftspolitiken auch der realökonomischen Konvergenz förderlich ist (Kopits 2002, S. 267).

Bekanntlich sind die Nutzen einer wirtschaftspolitischen Kooperation um so größer, je umfangreicher die ökonomischen „Spill-Overs“ zwischen den Beteiligten sind und je geringer der individuelle Anreiz einzelner Länder ist, einmal eingegangene Verabredungen zu brechen (Sell 2001a, S. 182; Craine 2002). Brasilien hat in den letzten 24 Monaten, als der argentinische Peso zwischenzeitlich mehr als 60 % seines Wertes gegenüber dem US-Dollar einbüßte, der Versuchung widerstanden, den eigenen Wechselkurs zu manipulieren. In einer stärkeren währungspolitischen Kooperation zwischen Argentinien und Brasilien liegt denn auch die Chance für eine nicht nur kurz-, sondern auch mittelfristige Stabilisierung des argentinischen Pesos, wenngleich der wesentliche Beitrag hierzu vor allem von der argentinischen Fiskalpolitik selbst kommen muss. Von einer währungspolitischen Kooperation geht aber allemal ein „heilsam disziplinierender“ Effekt aus. Eine Währungsunion dieser (und weiterer Länder Südamerikas) ist von heute aus gesehen noch ein langfristiges Ziel.<sup>20</sup> Die Alternative „Dollarisierung“ ist dagegen wenig attraktiv. Dazu ist das wirtschaftliche Gefälle zwischen Nord- und Südamerika viel zu groß, von den divergierenden wirtschaftspolitischen Interessen ganz zu schweigen.

An dieser Stelle erscheint ein Zwischenfazit angebracht. Die diskutierten Erfahrungen von Entwicklungsländern mit der Währungspolitik haben aufgezeigt, dass das währungspolitische Trilemma unterschiedlich „gelöst“ werden kann und auch wurde. Eine vorsichtige Bewertung legt die

---

<sup>20</sup> So haben bisherige Untersuchungen zum Mercosur nur eine geringe und kaum signifikante Korrelation in den „underlying economic disturbances“ der beteiligten Länder finden können (Mauro 2002, S. 7). Das weist auf eine erhöhte Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks und demgemäß auf eine noch ungenügende Disposition für eine Währungsunion hin. Hochreiter et al. (2002, S. 312) fügen hinzu, dass die reale Wechselkursvolatilität zwischen den Mercosur-Mitgliedern immer noch hoch, der innergemeinschaftliche Handel im Vergleich zur EU noch niedrig und die Mercosur-Institutionen noch schwach ausgeprägt sind.

Vermutung nahe, dass der Verzicht auf „stabilisierte“ (und doch nicht stabile) Wechselkurse sowie auf schwer zu dosierende Kapitalverkehrskontrollen am ehesten in der Lage sind, eine „falsche Bewertung“ der inländischen Währung zu vermeiden sowie keine „spekulative Attacken“ zu provozieren. Allein: Die schweren Finanzmarktkrisen der 1990er Jahre hatten ihre Ursachen nicht nur in einer mangelnden oder suboptimalen Lösung des währungspolitischen Trilemmas. Sie haben uns vielmehr vor Augen geführt, dass die eingetretenen massiven Entwicklungsrückschläge auch sehr viel mit der ungenügenden „Stabilisierung des inländischen Finanzsektors“ in den betroffenen Ländern zu tun hatte. Nur wenn diese hinzu kommt, kann die Währungspolitik (i. w. S. ) positive Externalitäten zugunsten „endogener Wachstumsprozesse“ leisten.

## 5 Gibt es weitere „Trilemmas“?

Wie Stanley Fisher (2003, S. 19) überzeugend ausführt, ist auch die Lösung des währungspolitischen Trilemmas in einem, was die möglichst geringe Anfälligkeit für Finanzmarktkrisen betrifft, günstigen Sinne, nämlich durch die Wahl flexibler Wechselkurse, keine Garantie für deren Ausbleiben: „However, exchange rate flexibility is not sufficient to prevent crises, for a country may nonetheless get into trouble because of market doubts about its ability to service its debts. ... Even with a flexible exchange rate, excessive indebtedness of either the public or the private sector, and weaknesses in the financial sector, make a country more vulnerable to both, internal and external shocks.“<sup>21</sup> Es gilt demnach möglicherweise mindestens ein weiteres „Trilemma“ zu lösen.<sup>22</sup>

Risiken sind „normale“ Bestandteile jedweder Finanzmarkttransaktionen, entscheidend jedoch ist, dass nach Möglichkeit nur solche Risiken eingegangen werden, die vernünftigerweise gerade noch übernommen werden können. Diese Bedingung wurde mehrfach im Zuge der Asienkrise verletzt: damals wurden exzessive *Liquiditätsrisiken* übernommen (in Folge des „mismatch“ in den Laufzeiten von Aktiva und Passiva), große *Währungsrisiken* provoziert (wegen des Umfangs der kurzfristigen unbesicherten Short-Positionen), darüber hinaus entstanden beträchtliche *Marktrisiken* (durch die Investitionen in stark volatile Anlagen) und schließlich türmte sich ein *nationales Kreditrisiko* auf (weil die Akkumulation vieler Einzelrisiken das gesamte jeweilige Land zum Risikofaktor werden ließ). Zur Eindämmung solcher Risiken werden zum Beispiel die Einführung von Mindeststandards (Basel II) gefordert, deren Einhaltung regelmäßig kontrolliert werden kann sowie ein

<sup>21</sup> Umgekehrt schwinden auch vermeintliche Präferenzen von ausländischen Investoren für feste Paritäten, wenn das Festkurssystem, wie im Falle Argentiniens, in eine internationale Zahlungsunfähigkeit einmündet: „It is not clear, for instance, why investors should have preferred a lower exchange rate risk – but with a greater default risk when exchange rate crises occurred, to a higher exchange rate risk but a lower risk of default (Bordo/Flandreau 2001, S. 31).“

<sup>22</sup> Die folgenden Ausführungen lehnen sich eng an Sell (2001a, S. 169 ff.) an.

subtiles „Risikomanagement“ des privaten Sektors, das bei Versagen durch Interventionen von staatlichen Institutionen korrigiert werden muss.

Währungspolitik i. w. S. (gerade in emerging economies) muss demnach auch die interne Finanzmarktpolitik mit einschließen. Dabei ist möglicherweise eine weitere „impossible trinity“, jetzt für die Ordnung der inländischen Finanzmärkte, zu beachten: In einer ersten Kombination (1) sind Kapitalbewegungen – bei effizienten internen Finanzmärkten – ein Disziplinierungsinstrument zur Verhinderung nicht tragfähiger/nachhaltiger Verschuldungspfade, d. h., sie stellen im Sinne der Renditeerreichung genau so viel externe Finanzierung bereit, wie es das inländische Wohlfahrtsoptimum erfordert. Der Zugang zu den internen (liberalisierten) Finanzmärkten erfolgt ohne Einschränkungen. Eine nachhaltige Auslandsverschuldung ist zunächst schon ein Ziel mit einem hohen Eigenwert. Die vollständige Liberalisierung der internen Finanzmärkte erleichtert darüber hinaus die Allokation knapper Ersparnisse auf die Nachfrage durch Investoren und reduziert zugleich den Umfang der Kapitalkosten, da Aktivitäten ausländischer Investoren die inländische Liquidität vergrößern und die Bewertung inländischer Unternehmen anheben. Der erfolgreiche Verzicht auf Kontrollen und Interventionen setzt im Grunde genommen voraus, dass es weder Marktversagen noch marktverzerrende Eingriffe wie Regierungsgarantien u. ä. m. gibt.

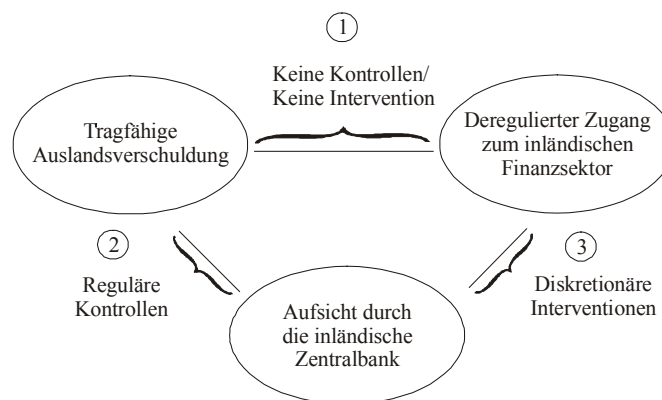
Als ein Hinderungsgrund für eine tragfähige Auslandsverschuldung in emerging economies findet sich in der Literatur (Eichengreen/Hausmann/Panizza 2002) zunehmend das Argument von der „original sin“, die darin besteht, dass (auch fortgeschrittene) Entwicklungsländer i. d. R. nicht oder kaum in der Lage sind, „an den internationalen Finanzmärkten Kredite in eigener Währung aufzunehmen“ (Sander 2004, S. 3) und es deshalb zu Verwerfungen in den Bilanzen der inländischen Schuldner bei erzwungenen oder freiwilligen Abwertungen (eine „fear of floating“ wird in diesem Zusammenhang ins Feld geführt) der inländischen Währung kommt. In der Tat gibt es in der Weltwirtschaft wohl wenig mehr als 25 Länder, die zu einer Auslandsverschuldung in eigener Währung fähig sind (Bordo/Flandreau 2001). Dieses Argument ist sehr ernst zu nehmen, auch wenn es nicht auf Anhieb völlig schlüssig klingt.

Erstens ist daran zu erinnern, dass die Abkehr von Bretton Woods u. a. ja deshalb so begrüßt wurde, weil damit die herausgehobene Stellung der USA, sich unbegrenzt in einer Währung verschulden zu können, die sie selbst schaffen und vermehren konnten, reduziert wurde. Die zurückliegenden Erfahrungen mit einer Auslandsverschuldung in eigener Währung im Falle der USA waren nämlich alles andere als positiv gewesen. Allerdings dürfte es heutzutage kein Schwellenland geben, das eine ähnliche Rolle wie ehemals die USA spielen könnte.

Zweitens müssten effiziente Kapitalmärkte bei Wettbewerb ja gerade dafür sorgen, dass Gläubiger, die kein Währungsrisiko zu tragen haben, entsprechende Nachlässe bei den Kreditkonditionen aus Arbitragegründen gewähren (müssen).<sup>23</sup> Dem steht allerdings entgegen, dass die „Machtverteilung“ auf den internationalen Finanzmärkten ungleich ist und es in der Tendenz die Kreditgeber sind, welche die Konditionen diktieren können. Es mag allerdings Situationen der Überliquidität und der Investitionszurückhaltung in den reifen Industrienationen geben, bei denen auch den Kreditnachfragern aus den emerging economies erhöhte Verhandlungsmacht zukommt.

Drittens könnten die Schuldner aus emerging economies von der Verschuldung in Auslandswährung sogar profitieren, nämlich dann, wenn hohe Wachstumsaussichten in einem vernünftigen ordnungspolitischen Umfeld für anhaltende Kapitalzuflüsse und einen entsprechenden Aufwertungsdruck der Inlandswährung sorgen. Alles in allem dürfte aber die Sichtweise der „original sin“ von größter Relevanz für die meisten Schwellenländer sein.

### Abbildung 2: Das Trilemma der internen Finanzmärkte



Quelle: Sell (2001a); Eigenentwurf

Die zweite Alternative (2) gilt dagegen eher unter der Bedingung nicht vollständig effizienter Finanzmärkte bzw. von (zumindest temporärem) Marktversagen. Eine tragfähige Auslandsverschuldung kommt hier nur im Zusammenhang mit regulären Kontrollen einer Finanzaufsichtsbehörde bzw. Zentralbank zustande. Warum kann die „Supervision“ des inländischen Finanzsektors durch die inländische Zentralbank einen hohen Eigenwert besitzen? Wertvoll ist besonders die Rolle des „lender of last resort“, der zwar einzelne, vom Zusammenbruch bedrohte Banken möglicherweise aus guten Gründen nicht retten will, dafür aber den inländischen Finanzmarkt insgesamt mit soviel Liquidität versorgt, dass eine „ansteckende“ Ausbreitung im gesamten Bankensektor vermieden werden kann. Reguläre Kontrollen kann man sich im übrigen so vorstellen, dass jedes Finanzinsti-

<sup>23</sup> Debt denominated in a currency with a volatile exchange rate is typically sold at a lower price (higher interest rate) to compensate for the risk from investing in that currency“ (Scrimgeour 2002, S. 741).



tut, welches Zugang zu Fazilitäten der Notenbank anstrebt, im Gegenzug der Zentralbank mehr oder weniger regelmäßig Einblick in die eigenen risikobeladenen Transaktionen gewährt.

Die dritte Variante (3) schließlich repräsentiert möglicherweise recht gut den Status Quo in vielen emerging economies. Hier erfolgt die Aufsicht durch die inländische Zentralbank nicht durch reguläre Kontrollen, sondern durch diskretionäre Interventionen, bei gleichzeitig weitgehend dereguliertem Zugang zum inländischen Finanzsektor. Wegen des durch v. Hayek herausgearbeiteten systematischen Versagens von Institutionen bei der Vorhersage von Marktprozessen („Anmaßung von Wissen“) kann in diesem Fall eine tragfähige Auslandsverschuldung wohl kaum garantiert werden. Die Möglichkeiten für das Ausbrechen von Finanzmarktkrisen sind bei dieser „Lösung“ des Trilemmas besonders offensichtlich.

## 6 Fazit und Ausblick

Vor etwa drei Jahren hat der Nobelpreisträger für Nationalökonomie, Robert A. Mundell, die These aufgestellt, es wäre von Vorteil, wenn die Welt zügig zu einer einzigen Währung überginge (Mundell 2000). Diese Forderung scheint ähnlich unrealistisch und auch ökonomisch abwegig, wie es wäre, von den über 200 Ländern in der Welt ausschließlich flexible Paritäten zu fordern (Cohen 2002). Wenn man die alte Sprachfigur von der „Kunstlehre der Wirtschaftspolitik“ noch einmal bemühen will, dann liegt die Herausforderung der Währungspolitik ja gerade darin, ein für einzelne Länder, bestimmte Ländergruppen oder gar Regionen „optimales Währungsarrangement“ zu treffen. Dabei ist der Feststellung zuzustimmen, wonach wohl kein bestimmtes Wechselkursregime für alle Länder zu jeder Zeit angemessen sein kann (Ahmed 2003, S. 182).

Wann aber ist es optimal? Eine *erste* denkbare Antwort geben Hochreiter, Korinek und Siklos (2002, S. 3): „the optimal exchange rate is the one most likely to produce the best conduct in monetary policy“. Theoretisch überzeugend(er) wäre es, wenn der Grad der Wechselkursflexibilität die Eigenschaft einer kontinuierlichen Kontrollvariablen besäße, nach der eine stetige soziale Wohlfahrtsfunktion mindestens zweimal stetig differenzierbar wäre. In dieser Wohlfahrtsfunktion könnte dann u.a. die Überlegung von Hochreiter, Korinek und Siklos „aufgehoben“ werden.<sup>24</sup> Eine *zweite* kommt von Gylfason (2002, S. 51): „To be efficient, and thus to be able to grow rapidly, an economic system must have either flexible labor markets or a flexible exchange rate regime, or both.“ Anders gewendet: je starrer die Löhne/je inflexibler die Arbeitsmärkte, um so eher werden flexible Kurse gebraucht, um Unterbeschäftigung, ja wirtschaftliche Stagnation (ebenda) zu verhindern.

---

<sup>24</sup> Ein solches Ergebnis wäre dann auch etwas „exakter“ als die Wendung, wonach „good monetary policy is possible under different types of exchange rate regimes“ (Bailliu 2002, S. 45).

Grundsätzlich gilt: Je höher der Stand der bereits erreichten wirtschaftlichen Integration – nach Frankel/Rose (1998, 2001) ist dabei eine Orientierung an „natürlichen Handelspartnern“ besonders sinnvoll –, desto eher kann an eine „Fixierung“ der Paritäten gedacht werden. Umgekehrt gilt aber auch: treten Länder der gleichen Währungsunion bei, so erhöht sich ihr Handel untereinander erheblich. Diese Wechselseitigkeit verweist auf die Endogenität der Kriterien für optimale Währungsräume (Eichengreen 1995). Das Endogenitätsphänomen im Zusammenhang mit gemeinsamen Währungsräumen ist in weiten Teilen noch unerforscht.

Die Möglichkeiten einer engen monetären Kooperation von Schwellenländern müssen sich an der oben skizzierten, dem Entwicklungsziel dienenden Aufgabe der Währungspolitik orientieren. Sie scheinen aber noch lange nicht ausgelotet. Es gibt kein Paradigma, wonach nur Länder mit einem hohen Pro-Kopf-Einkommen (PKE) eine Währungsunion eingehen sollten. Wichtiger ist wohl, dass es keine zu großen Unterschiede zwischen diesen Ländern beim PKE gibt. Dies würde eine ähnliche Finanzpolitik erlauben, die Gefahr strategischer Abwertungen untereinander und damit von Ansteckungseffekten deutlich senken und die Ausrichtung an einer „gemeinsamen Inflationsrate“ ermöglichen, welche den, während dynamischer Aufholprozesse plausiblen Balassa-Samuelson-Effekten, genügend Raum gibt. Hinreichend große Flexibilität nach außen könnte darüber hinaus die Gefahr einer realen Aufwertung der beteiligten Währungen gegenüber den wichtigen Industrieländer-Währungen im Norden der Weltwirtschaft begrenzen.

Klar scheint inzwischen auch, dass die einfache „Lektion“ vom Ende der 1990er Jahre (vgl. Faruque 2002; Feldstein 2002) – nach den vernichtenden Erfahrungen mit den „soft pegs“ in jenen Ländern, die schwere Finanzmarktkrisen erfahren haben – nur noch die „reinen Ecklösungen“ („corner solutions“) in Gestalt von völlig fixen oder frei floatenden Wechselkursen als Arrangements für Entwicklungsländer anzustreben (Zettelmeyer 2001, S. 3), als zu undifferenziert zurückgewiesen werden muss (Edwards 2002, S. 237). Beide Ecklösungen sind im übrigen prinzipiell anfällig für die Folgen einer nicht nachhaltigen Finanzpolitik (Tornell/Velasco 2000), flexible Wechselkurse haben dabei den „Nachteil“, den Preis dafür, u. a. in Form gestiegener Inflation, vergleichsweise schnell präsentiert zu bekommen (Carrera 2002, S. 12). Feste Kurse dagegen verschaffen den Inländern über einen längeren Zeitraum hinweg möglicherweise so etwas wie eine „Wechselkursillusion“ und den Glauben, auf Kurssicherung weitgehend verzichten zu können. Wer später zahlt, muss aber eigentlich immer mit einer höheren Faktur rechnen.

Eine der Lehren aus den 1990er Jahren für die sogenannten emerging economies muss sicher lauten, dass Währungspolitik i. w. S. die Gestaltung der internen Finanzmärkte mit einschließt. Erweiterte Währungspolitik hätte demnach nach innen (mindestens) dafür zu sorgen, dass die inländi-

schen Finanzmärkte über genügend Breite und Tiefe verfügen. Wie gezeigt, wird hier häufig eine ähnliche Trilemmasituation („impossible trinity“) vorliegen wie im Bereich der nationalen Währungsordnung. Aber wie lassen sich die Trilemmas der Währungspolitik und der internen Finanzmärkte (Abbildung 1 und Abbildung 2) miteinander verbinden?

Bordo und Flandreau (2001, S. 6) geben eine denkbare Antwort, die mit Hilfe der Systematik unserer beiden Trilemmakonstellationen gut nachvollzogen werden kann: je reifer und entwickelter die inländischen Finanzmärkte sind, desto eher kann auf (externe und interne) Kontrollen verzichtet, eine autonome Geldpolitik (die Befolgung eindeutiger Regeln verschafft dabei Glaubwürdigkeit und reduziert die Volatilität des floatenden Wechselkurses) formuliert und flexible Wechselkurse können „gewagt“ werden. Je breiter und tiefer die inländischen Finanzmärkte, desto geringer ist nämlich die Korrelation der Anlagen untereinander und um so größer sind die Diversifizierungsvorteile, die sie für in- und ausländische Anleger bieten. Das stellt eine gewisse Gewähr dafür dar, dass negative Signale aus einzelne Branchen nicht zu einem allgemeinen Abzug von Kapital und entsprechendem Herdenverhalten führen. In Umkehrung des Kriteriums von Kenen (1969) für die Verzichtbarkeit auf den Wechselkurs als Instrument zur Sicherung des Zahlungsbilanzgleichgewichts, lässt sich demnach die These formulieren, dass reife interne Finanzmärkte nicht nur floatende Wechselkurse ermöglichen, sondern zugleich auch deren Volatilität begrenzen.

Mit einer solchen Politik erhält die Konvertibilität der eigenen Währung einen ähnlich hohen Status wie zu Zeiten des Goldstandards (ebenda, S. 43). In diesem Fall wird die Chance für die Emission von Auslandsschuld in eigener Währung und für die Überwindung der „original sin“ vergleichsweise groß. Das entspräche in unserem eigenen Konzept einer Kombination der Fälle (1) aus Abbildung 1 und (1) aus Abbildung 2.

Umgekehrt verlangen noch unzureichend entwickelte inländische Finanzmärkte (ebenda, S. 52) reguläre Kontrollen nach innen, feste Paritäten nach außen (schon um das Abwertungsrisiko für die weitgehend in Auslandswährung denominierte Schuld zu begrenzen) und den Verzicht auf freien Kapitalverkehr *oder* auf eine autonome Geldpolitik. Im letzteren Fall erhalten wir Lösungen in Gestalt von Currency Boards, Dollarisierung, etc. Das entspräche in unserem Konzept einer Kombination der Fälle (2) aus Abbildung 1 und (2) aus Abbildung 2. Im ersten Fall liegen dagegen unterschiedliche Formen der Währungs Kooperation vor. Das entspräche in unserem Konzept einer Kombination der Fälle (3) aus Abbildung 1 und (2) aus Abbildung 2. Alle genannten Lösungen können für sich eine gewisse Stabilität beanspruchen.

Im Umkehrschluss lässt sich argumentieren, dass besonders solche Länder Gefahr laufen, in den Strudel von Finanzmarktkrisen hinein zu geraten, deren Finanzmärkte noch unterentwickelt sind,

---

die sich gleichwohl nur auf diskretionäre Interventionen oder auf den Verzicht jeglicher Kontrollen der eigenen Finanzmärkte stützen und dies nach außen mit freiem Kapitalverkehr und flexiblen Wechselkursen (bei autonomer Geldpolitik) oder mit freiem Kapitalverkehr und festen Paritäten verbinden. Unnötig zu sagen, dass „soft pegs“ im Vergleich zu flexiblen oder festen Wechselkursen bei ansonsten gleicher Ausgangslage mindestens so schlecht abschneiden. Sind sie zudem noch unglaublich, dann symbolisieren sie definitiv den „worst case“.

Damit schließt sich nun möglicherweise der Kreis: Was können die gewonnenen Einsichten für die aktuelle Währungspolitik Chinas beitragen? Solange die eigenen Finanzmärkte noch den bekannt geringen Reifegrad besitzen, erscheint in der Tat ein übereilter Übergang zum freien Floaten des Renminbi (noch) nicht angezeigt. Insoweit müssen die oben geschilderten Begehrlichkeiten der USA abgewehrt werden. Allerdings könnte der Übergang zu einer Bindung an einen Währungskorb (mit US-Dollar, Euro und Yen) – ein solcher könnte die chinesische Parität in Zukunft stärker von der Entwicklung des US-Dollars abkoppeln – mit einer Vergrößerung der Bandbreiten (Goldstein 2003, S. 2) und einer moderaten Aufwertung verbunden werden. Größere Bandbreiten entmutigen, wie das EWS I vorgeführt hat, spekulative Attacken und Aufwertungen senken den Gegenwert der Auslandsschuld, wirken also invers zur „original sin“. Eine stabile Währungsordnung für den Renminbi und kontrolliert wachsende interne Finanzmärkte ist der beste Beitrag, den China zur eigenen wirtschaftlichen Entwicklung und zugleich auch zur Konfliktentschärfung in der Weltwirtschaft leisten kann. Mehr sollte man von Schwellenländern nicht verlangen. Aber auch nicht weniger.



## Literaturverzeichnis

- Ahmed, S. (2003): Sources of economic fluctuations in Latin America and implications for choice of exchange rate regimes, in: *Journal of Development Economics*, Vol. 72, S. 181-202.
- Alesina, A./Barro, R. (2001), Dollarization, in: *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 2, S. 381-385.
- Alexander, V./von Fürstenberg, G. M. (2000), Monetary Unions – A Superior Alternative to Full Dollarization in the Long Run, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 11, S. 205-225.
- Arteta, C./Eichengreen, B./Wyplosz, C. (2001), When Does Capital Account Liberalization Help More Than it Hurts?, *CEPR Discussion Paper*, No. 2910, London.
- Bailliu, J. (2002), Discussion of Hochreiter, E./Korinek, A./Siklos, P. L., The potential consequences of alternative exchange rate regimes: A study of three candidate regions, *Österreichische Nationalbank Working Paper*, Nr. 76, October, Wien, S. 41-46.
- Begg, D. (2002), Growth, integration, and macroeconomic policy design: Some lessons for Latin America, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, S. 279-295.
- Belke, A./Gros, D. (2002), Monetary integration in the Southern Cone, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, S. 323-349.
- Bender, D. (1985), Wechselkursbindung in Entwicklungsländern: Eine optimale Anpassungsstrategie an flexible Wechselkurse?, in: *Kredit und Kapital*, 18. Jg., Heft 3, S. 320-346.
- Berg, A. (2002), Dollarization, in: *IMF Research Bulletin*, Vol. 3, No. 1, Washington, D. C., S. 1, 5-7.
- Berg, A./Borensztein, E./Mauro, P. (2002), An evaluation of monetary regime options for Latin America, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, S. 213-235.
- Bordo, M. D./Flandreau, M. (2001): Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization. Revised version of paper prepared for the *NBER Conference "Globalization in Historical Perspective"*, The Baltimore Hotel, Santa Barbara, California, 3-5 Mai 2001.
- Brand, D. (1993), Currency Substitution in Developing Countries. Theory and Policy Analysis for Latin America and Eastern Europe, *IFO Studien zur Entwicklungsforschung*, Nr. 24, München.

- Buch, C./Heinrich, R. P./Pierdzioch, C. (1998), Taxing Short-Term Capital Flows – An Option for Transition Economies?, *Kieler Diskussionsbeiträge*, Nr. 321, Kiel.
- Buch, C. (1999), Chilean-Type Capital Controls: A Building Block of the New International Financial Architecture?, *Kieler Diskussionsbeiträge*, Nr. 350, Kiel.
- Bulir, A. (2002) Macroeconomic Policies, in: *IMF Research Bulletin*, Vol. 3, No. 1, S. 1-4.
- Cardona, L. A. A. (2002), Discussion of Edwards, S./Magendzo, I. I., Dollarization and economic performance: What do we really know?, *Österreichische Nationalbank Working Paper*, Nr. 65, July, Wien, S. 33-40.
- Carrera, J. (2002), Hard Peg and Monetary Unions. Main Lessons from the Argentine Experience, *Mimeo University of La Plata And Center Of International Economics*, Buenos Aires.
- Carrera, J. E. (UNLP)/Félicz, M. (PIETTE-CONICET, UNLP)/Panigo, D. (PIETTE-CONICET, UNLP)/Saavedra, M. (UNLP) (2002), How does dollarization affect real volatility? A general methodology for Latin America, *Mimeo University of La Plata and Center of International Economics*, Buenos Aires.
- Chang, R./Velasco, A. (2002), Dollarization: Analytical Issues, *NBER Working Paper*, No. W8838.
- Cohen, B. (2002), Monetary Governance in a World of Regional Currencies, *Mimeo* <http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/working/monetarygovern.html>.
- Craine, R. (2002), Exchange rate regime credibility, the agency cost of capital and devaluation, in: *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 26, S. 1431-1456.
- Edwards, S. (2002), The great exchange rate debate after Argentina, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, S. 237-252.
- Edwards, S./Magendzo, I. I. (2002), Dollarization and economic performance: What do we really know?, *Österreichische Nationalbank Working Paper*, Nr. 65, July, Wien.
- Eichengreen, B. (1995), The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes, in Kenen, P. B. (ed.): *Understanding interdependence: the macroeconomics of the open economy; papers presented at a conference honoring the fiftieth anniversary of Essays in international finance*, Princeton, S. 3-33.
- Eichengreen, B./Hausmann, R./Panizza, U. (2002): Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption, *Conference „Currency and Maturity Mismatching: Redeeming Debt from Original Sin“*, Interamerican Development Bank, Washington, D. C., 21-22 November 2002.

- 
- Faruque, H. (2002), Empirical Analysis of Exchange Rates, in: *IMF Research Bulletin*, Vol. 3, No. 2, S. 1-4.
- Feldstein, M. (2002), Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management, *NBER Working Paper*, No. W8837.
- Fischer, S. (2003): Globalization and its challenges, in: *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol. 93 (2), S. 1-30.
- Frankel, J./Rose, A. (1998), The Endogeneity of the Optimum Currency Area, in: *The Economic Journal*, Vol. 108, S. 1009-1025.
- Frankel, J./Rose, A. (2001), Gewinnen durch gemeinsame Währungen. Currency Boards, Dollarisierung und Währungsunionen erhöhen die Handelsströme und das Wachstum, in: *Financial Times Deutschland*, 23. März 2002, S. 30.
- Frenkel, M./Menkhoff, L. (2000), *Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*, Berlin/Heidelberg/New York.
- Gehle, S. (1998), *Die Franc Zone als inhomogener Währungsraum. Zur Optimalität der Währungs-kooperation der Franc Zone für ihre afrikanischen Mitgliedsländer*, Baden-Baden.
- Genberg, H. (2002), Discussion of Edwards, S./Magendzo, I. I., Dollarization and economic performance: What do we really know?, *Österreichische Nationalbank Working Paper*, Nr. 65, July, Wien, S. 25-32.
- Giorgioni, G./Holden, K. (2002), The crisis of the CFA Franc zone: the case of Côte d'Ivoire, in: *Economic Modelling*, Vol. 19, S. 531-564.
- Goldstein, M. (2003): China's Exchange Rate Regime, in: Speeches, Testimony, Papers, *Institute for International Economics*, 1 October 2003, Washington, D. C.
- Grüttner, A. (2002), Brasilien will die Integration des südamerikanischen Handelsbündnisses vorantreiben, Mercosur-Länder flirteten mit einer eigenen Gemeinschaftswährung, in: *Handelsblatt*, 22. August 2002, S. 32.
- Gylfason, T. (2000), Fix or Flex? Alternative Exchange Rate Regimes in an Era of Global Capital Mobility, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 11, S. 173-189.
- Gylfason, T. (2002), Discussion of Hochreiter, E./Korinek, A./Siklos, P. L., The potential consequences of alternative exchange rate regimes: A study of three candidate regions, *Österreichische Nationalbank Working Paper*, Nr. 76, October, Wien, S. 47-52.



- Helpman, E./Razin, A. (1982): A comparison of exchange rate regimes in the presence of imperfect capital markets, in: *International Economic Review*, Vol. 23, No. 2, S. 365-388.
- Hoffmann, Lutz (1999), Währungskrisen – Systemfehler der globalen Marktwirtschaft?, in: *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, Bd. 48, Heft 1, S. 72-84.
- Hochreiter, E./Korinek, A./Siklos, P. L. (2002), The potential consequences of alternative exchange rate regimes: A study of three candidate regions, *Österreichische Nationalbank Working Paper*, Nr. 76, October, Wien .
- Hochreiter, E./Siklos P. L. (2002), Alternative exchange-rate regimes: The options for Latin America, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, S. 195-211.
- Hochreiter, E./Schmidt-Hebbel, K./Winckler, G. (2002), Monetary union: European lessons, Latin American prospects, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, S. 297-321.
- Ibarra,D./Moren-Brid, J. C. (2001), Currency boards and monetary unions, in Anyul, M. P./Punzo, L. F. (eds.): *Mexico Beyond NAFTA. Perspectives for the European debate*, London and New York, S. 3-20.
- Jonas, J. (2002), Argentina: The Anatomy of a Crisis, *ZEI Working Paper*, No. B12, Bonn.
- Jochem, A./Sell, F. L. (2001), *Währungspolitische Optionen für die Mittel- und Osteuropäischen Beitrittskandidaten zur EU*, Tübingen.
- Kamin, S. B./Ericsson, N. R. (2003): Dollarization in post-hyperinflationary Argentina, in: *Journal of International Money and Finance*, Vol. 22, S. 185-211.
- Kenen, P. B. (1969), The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, in: R. A. Mundell/A. K. Swoboda (Hrsg.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, S. 41-61.
- Kopits, G. (2002), Central European EU accession and Latin American integration: Mutual lessons in macroeconomic policy design, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 13, S. 253-277.
- Krugman, P. R. (1979): A Model of Balance of Payments Crises, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3, S. 311-325.
- Külp, B. (1978): *Außenwirtschaftspolitik*, Tübingen und Düsseldorf.
- Mauro, P. (2001), Currency Unions, in: *IMF Research Bulletin*, Vol. 2, No. 4, Dezember, Washington, D. C., S. 1; 5-7.

- Mundell, R. A. (1968), *International Economics*, New York u. a. O.
- Mundell, R. A. (2000), Currency Areas, Exchange Rate Systems and International Monetary Reform, in: *Journal of Applied Economics*, Bd. 3, Heft 2, S. 217-256.
- Poole, W. (1970), Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 1, S. 197-216.
- Sander, H. (2004): Finanzmarktglobalisierung nach der Asienkrise: Können Entwicklungsländer von internationaler Kapitalmobilität profitieren?, in: R. Ohr (Hrsg.), *Globalisierung – Herausforderung an die Wirtschaftspolitik*, Berlin (in Vorbereitung).
- Schweickert, R. (2001): Der Euro als Ankerwährung. Die mittel- und osteuropäischen Beitrittsländer zwischen Transformation und Integration, *Kieler Studien*, Nr. 312, Berlin, Heidelberg, New York.
- Scrimgeour, D. (2002), Exchange rate volatility and currency union: New Zealand evidence, in: *Journal of Policy Modeling*, Vol. 24, S. 739-749.
- Sell, F. L. (1993): Liberalisierung des Kapitalverkehrs und makroökonomische Stabilisierung, in: *List-Forum*, Bd. 19, Heft 1, S. 64-75.
- Sell, F. L. (1996), On the Theoretical Determination of Optimal Currency Areas in the Framework of Club Theory, in: *Finnish Economic Papers*, Vol. 9, No. 2, S. 126-143.
- Sell, F. L. (2001a), *Contagion in Financial Marktes*, Cheltenham, UK und Northampton, MA, USA.
- Sell, F. L. (2001b), Braucht es monetäre und reale Konvergenz für eine (in einer) Währungsunion? Anmerkungen zu einer aktuellen Debatte, in: *List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik*, Bd. 27, Heft 4, S. 379-398.
- Sell, F. L. (2003), Allianzen zur Wiederherstellung internationaler Zahlungsfähigkeit: Ein Modell für Argentinien?, in: *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaft* (im Druck).
- Sell, F. L. (2004): Das Dilemma des Wohlfahrtsstaates in den Zeiten der Globalisierung, in: R. Ohr (Hrsg.), *Globalisierung – Herausforderung an die Wirtschaftspolitik*, Berlin (in Vorbereitung).
- Tornell, A./Velasco, A. (2000), Fixed versus flexible exchange rates: Which provides more fiscal discipline?, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 45, S. 399-436.
- Tsang, S.-K./Ma, Y. (2002), Currency Substitution and Speculative Attacks on a Currency Board System, in: *Journal of International Money and Finance*, Vol. 21, S. 53-78.

- Wagner, H. (2000), Which Exchange Rate Regimes in an Era of High Capital Mobility?, in: *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 11, S. 191-203.
- Williamson, J. (2003), *The Renminbi Exchange Rate and the Global Monetary System*. Institute for International Economics, Speeches, Testimony, Papers, Washington, D. C.
- Wyplosz, C. (2001), How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?, *CEPR Discussion Paper*, No. 2724, London.
- Zarazaga, J. M. (1997), *Currency Boards And The Problem Of Time Inconsistency: The Role of Fiscal Institutions In Keeping Inflation Low*, in *Currency board system: a stop-gap measure or a necessity* / Tan Pin Neo, Maggie, S. 54-69 und Kommentar S. 69-73.
- Zettelmeyer, J. (2001), Exchange Rate Regimes in Developing Countries and Emerging Markets, in: *IMF Research Bulletin*, Vol. 2, No. 1, S. 2-4.