

Diehl, Markus; Schweickert, Rainer

Book — Digitized Version

Wechselkurspolitik im Aufholprozeß: Erfahrungen lateinamerikanischer, europäischer und asiatischer Länder

Kieler Studien, No. 286

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Diehl, Markus; Schweickert, Rainer (1997) : Wechselkurspolitik im Aufholprozeß: Erfahrungen lateinamerikanischer, europäischer und asiatischer Länder, Kieler Studien, No. 286, ISBN 3161468341, Mohr, Tübingen

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/968>

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.

Kieler Studien

Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Herausgegeben von Horst Siebert

286

Markus Diehl · Rainer Schweickert

Wechselkurspolitik im Aufholprozeß

*Erfahrungen lateinamerikanischer,
europäischer und asiatischer Länder*



J.C.B. MOHR (PAUL SIEBECK) TÜBINGEN

ISSN 0340-6989

792624

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Diehl, Markus:

Wechselkurspolitik im Aufholprozeß : Erfahrungen lateinamerikanischer, europäischer und asiatischer Länder / Markus Diehl ; Rainer Schweickert.

- Tübingen : Mohr, 1997

(Kieler Studien ; 286)

ISBN 3-16-146834-1

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel; J. C. B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen 1997.

Alle Rechte vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es auch nicht gestattet, das Werk oder Teile daraus in irgendeiner Form (Fotokopie, Mikrofilm oder einem anderen Verfahren) zu vervielfältigen oder unter Verwendung elektronischer Systeme zu verarbeiten oder zu verbreiten.

Printed in Germany

ISSN 0340-6989

Vorwort

Die Schwierigkeiten von Transformationsländern, nach dem Zusammenbruch der allumfassenden staatlichen Kontrolle die monetäre Stabilität wiederherzustellen, und die Stabilisierungserfolge von Transformations- und Entwicklungsländern wie Estland, Mexiko und Argentinien haben zu Beginn der neunziger Jahre zur Wiederbelebung einer Debatte beigetragen, die schon beendet schien. Es ging dabei um das Konzept einer monetären Stabilisierung durch Fixierung des Wechselkurses gegenüber einer stabilen Ankerwährung. Theoretisch sollte eine solche Politik bei vollständig flexiblen Preisen zu einer dauerhaften Konvergenz der heimischen Inflationsrate zur Inflationsrate der Ankerwährung führen. Zu Beginn der achtziger Jahre waren jedoch vor allem die lateinamerikanischen Länder Argentinien und Chile mit diesem Konzept gescheitert.

Die Wiederbelebung der Diskussion um die Wechselkursstabilisierung fand deshalb in den neunziger Jahren unter veränderten Vorzeichen statt. Zum einen stand das Problem der Glaubwürdigkeit im Mittelpunkt, d.h. die Frage, ob ein fester Wechselkurs zum Aufbau einer stabilitätspolitischen Reputation beiträgt oder diese vielmehr als Erfolgsbedingung erfordert. Zum anderen wurde den realwirtschaftlichen Folgen einer Wechselkursfixierung mehr Aufmerksamkeit gewidmet, d.h. der Frage, ob eine reale Überbewertung im Zuge der Wechselkursstabilisierung schädlich bzw. zu vermeiden ist.

Die vorliegende Studie versucht, diese zentralen Fragen zu beantworten, indem sie den theoretischen Hintergrund skizziert und intensiv die Erfahrung lateinamerikanischer, europäischer und asiatischer Länder diskutiert. Im einzelnen wurden folgende Länder untersucht: Argentinien, Chile, Mexiko, Spanien, Polen, die Tschechische Republik, Estland, Rußland, die Ukraine, Hongkong, Taiwan, Malaysia und Vietnam. Bei der Länderauswahl wurde der Schwerpunkt darauf gelegt, vor allem erfolgreiche Wechselkursstrategien herauszuarbeiten.

Grundlage dieser Studie war ein Forschungsauftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft zu dem Thema *Wechselkurse und gesamtwirtschaftliche Wachstums- und Stabilisierungspolitik: Wechselwirkungen und Zielkonflikte im Transformations- und Entwicklungsprozeß*, der im September 1996 abgeschlossen wurde. Die Länderstudien wurden in den Fällen ergänzt, in denen bis Juni 1997 wichtige Veränderungen bei der Geld- und Wechselkurspolitik zu verzeichnen waren. Die Autoren bedanken sich bei Rolf J. Langhammer für wertvolle Anre-

gungen, bei Michaela Rank für die Unterstützung der empirischen Arbeit, bei Gretel Glissmann für das Erstellen zahlreicher Versionen des Manuskripts und bei Ute Heinecke für die Betreuung der Schreivarbeiten bis hin zur Drucklegung. Die redaktionelle Überarbeitung des Manuskripts wurde von Sibylle Ruhnke durchgeführt.

Kiel, Juli 1997

Horst Siebert

Inhalt

I. Problemstellung	1
II. Theoretische Grundlagen der Wechselkursstabilisierung	8
1. Ursachen und Auswirkungen realer Wechselkursänderungen	8
2. Theoretische Analyse der Wechselkursstabilisierung	11
a. Zielkonflikte der Wechselkurspolitik	11
b. Alternative Formen der Wechselkursstabilisierung	14
c. Ablauf eines Programms der Wechselkursstabilisierung	17
3. Anforderungen an ein konsistentes Reformprogramm	19
4. Institutionelle Rahmenbedingungen zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit	23
5. Zwischenergebnis	27
III. Erfahrungen mit Wechselkurspolitik in Entwicklungs- und Transformationsländern	29
1. Wechselkurspolitik in Lateinamerika	29
a. Gescheiterte Wechselkursstabilisierung: Argentinien und Chile (1970–1988)	30
b. Priorität für Stabilität: Argentinien seit 1991	34
c. Priorität für realwirtschaftliche Anpassung: Chile seit 1989...	39
d. Warum scheiterte der „Pacto“-Ansatz? Mexiko seit 1988	45
e. Fazit	50
2. Wechselkurspolitik in Europa	51
a. Stabilisierung im EWS: Spanien seit 1980	52
b. Stabilisierung und Transformation I: Polen und die Tschechische Republik seit 1990	60
c. Stabilisierung und Transformation II: Estland seit 1992	72
d. Erste Stabilisierungserfolge: Rußland und die Ukraine seit 1993	79
e. Fazit	85

3. Wechselkurspolitik in Asien.....	86
a. Langfristige Wechselkursfixierung: Hongkong seit 1983	86
b. Gleichgewichtige reale Aufwertung: Taiwan seit 1978.....	92
c. Strukturanpassung ohne Stabilitätsprobleme: Malaysia seit 1977	97
d. Stabilisierung ohne reale Aufwertung: Vietnam seit 1988	101
e. Fazit	103
4. Zwischenergebnis	105
a. Ergebnisse der Länderstudien	105
b. Unterschiede zwischen den Ländergruppen	110
c. Übertragbarkeit der Ergebnisse auf andere Transformationsländer	112
IV. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen und Empfehlungen.....	114
1. Ausgestaltung von Programmen zur Wechselkursstabilisierung...	114
2. Alternative Strategien zur Verringerung von Zielkonflikten	116
3. Möglichkeiten und Grenzen externer Unterstützung	118
V. Zusammenfassung	121
Anhang	137
1. Zwei unterschiedliche Meßkonzepte für den realen Wechselkurs	137
2. Formale Darstellung des „Australischen Modells“	142
3. Definitionen und Quellen für die Länderstudien.....	145
Literaturverzeichnis	146
Schlagwortregister	157

Verzeichnis der Tabellen und Schaubilder

Tabelle 1 — Wechselkursregime in Argentinien und Chile 1970–1988 ...	30
Tabelle 2 — Makroökonomische Kennzahlen für Argentinien und Chile 1970–1988	32
Tabelle 3 — Makroökonomische Kennzahlen für Argentinien 1990–1995	36
Tabelle 4 — Makroökonomische Kennzahlen für Chile 1988–1995.....	41
Tabelle 5 — Makroökonomische Kennzahlen für Mexiko 1988–1995.....	46
Tabelle 6 — Makroökonomische Kennzahlen für Spanien 1980–1995	54
Tabelle 7 — Makroökonomische Kennzahlen für Polen 1990–1995	61
Tabelle 8 — Makroökonomische Kennzahlen für die Tschechische Republik 1990–1995.....	65
Tabelle 9 — Der Staatshaushalt in Polen und der Tschechischen Republik 1992–1994.....	68
Tabelle 10 — Makroökonomische Kennzahlen für Estland 1992–1995	73
Tabelle 11 — Makroökonomische Kennzahlen für Rußland und die Ukraine 1993–1995	80
Tabelle 12 — Wechselkurspolitik in Rußland von Juli 1995 bis Dezember 1996.....	81
Tabelle 13 — Makroökonomische Kennzahlen für Hongkong 1977–1995	88
Tabelle 14 — Makroökonomische Kennzahlen für Taiwan 1978–1995	93
Tabelle 15 — Makroökonomische Kennzahlen für Malaysia 1977–1995...	99
Tabelle 16 — Makroökonomische Kennzahlen für Vietnam 1988–1995....	102
Tabelle 17 — Zusammenfassung der Länderstudien	106
Tabelle 18 — Überblick über die betrachteten Wechselkursregime.....	111
Tabelle A1 — SZR-Gewichte und Weltmarktanteile 1990	139
Tabelle A2 — Veränderung des realen Wechselkurses in Argentinien 1990–1994	140
Tabelle A3 — Veränderung des realen Wechselkurses in Spanien 1987–1991	140

VIII *Verzeichnis der Tabellen und Schaubilder*

Tabelle A4 — Veränderung des realen Wechselkurses in der Tschechischen Republik 1990–1994	140
Tabelle A5 — Veränderung des realen Wechselkurses in Estland 1993–1996	141
Tabelle A6 — Veränderung des realen Wechselkurses in Hongkong 1984–1988	141
Tabelle A7 — Veränderung des realen Wechselkurses in Malaysia 1983–1987	142
Schaubild A1 — Gleichgewichtiger realer Wechselkurs im Australischen Modell	143

I. Problemstellung

Die achtziger Jahre waren für viele Entwicklungs- und Schwellenländer ein „verlorenes Jahrzehnt“, nicht zuletzt als Folge von Fehlentwicklungen bei der Geld- und Wechselkurspolitik dieser Länder. Das nahezu einhellige Ergebnis vieler Analysen über die verbreiteten und anhaltenden Wachstums-, Beschäftigungs- und Schuldenprobleme lautet, daß überbewertete Währungen sowie fehlende fiskal- und geldpolitische Disziplin unter den internen Ursachen von besonderer Bedeutung waren (vgl. z.B. Sachs 1989). Hierbei ist grundsätzlich zu fragen, was Geld- und Wechselkurspolitik zum gesamtwirtschaftlichen Wachstumsprozeß beitragen können.

Um eine Entscheidung zwischen alternativen Politiken treffen zu können, ist also zunächst das Zielsystem für die monetäre Wirtschaftspolitik zu bestimmen. Dies ist durchaus nicht trivial. Zwar ist weitgehend unbestritten, daß Inflation schädlich für die wirtschaftliche Entwicklung ist und daß deshalb die monetäre Wirtschaftspolitik möglichst Preisniveaustabilität herstellen sollte. Vernachlässigt wird jedoch oft eine Differenzierung zwischen Höhe und Variabilität der Inflationsrate, zwischen direkten und indirekten Inflationseffekten sowie realwirtschaftlichen Implikationen.

Berücksichtigt man diese Differenzierungen, dann werden erste Zielkonflikte deutlich (Schweickert 1996a). So führen vor allem die unvorhergesehenen Schwankungen der Inflationsrate und nicht in erster Linie deren Höhe zu erheblichen realwirtschaftlichen Störungen.

- Im Gegensatz zur erwarteten Inflation werden durch unerwartete Schwankungen der Inflationsrate die relativen Preise aufgrund unterschiedlicher Geschwindigkeiten bei der Preisanpassung verzerrt. Dies führt zu Relativpreisänderungen, denen keine realen Schocks zugrunde liegen, oder bewirkt, daß reale Schocks sich nicht in Relativpreisänderungen niederschlagen können, da reale Effekte von Inflationseffekten überlagert werden. In beiden Fällen folgt eine Fehlallokation von Ressourcen und eine Beeinträchtigung des Wirtschaftswachstums (Fischer und Modigliani 1978).
- Unerwartete Schwankungen der Inflationsrate erschweren die Prognostizierbarkeit der Inflationsrate. Die Privaten werden dann ausländische Aktiva oder reale Vermögenswerte als Wertsicherung bevorzugen. Außerdem werden produktive Investitionen dadurch erschwert, daß Nachfrage- bzw. Angebotsentwicklungen bei schwankender Inflationsrate schwer zu prognostizieren sind. Schließlich steigen die Intermediationskosten des Finanzsystems aufgrund steigender Risiken bei der Laufzeitentransformation, der Zunahme schlechter

Kredite und steigender Kosten durch die Zunahme kurzfristiger Geschäfte mit ständiger Prolongation. Sowohl die zunehmende Präferenz für reale Vermögenswerte als auch die steigenden Intermediationskosten des Finanzsektors beschränken die finanziellen Mittel, die für produktive Investitionen zur Verfügung stehen, und beeinträchtigen dadurch den Wachstumsprozeß (Fry 1988: 266 ff.; Corsepius 1989).

Dies bedeutet nun nicht, daß hohe Inflationsraten nicht bekämpft werden sollten. Von ihnen gehen vor allem negative Wirkungen auf den Monetisierungsgrad der Wirtschaft und auf die realen Steuereinnahmen aus (Tanzi 1977). Außerdem entstehen indirekte Kosten durch Ausweichstrategien, da Private versuchen werden, ihre Kontrakte zu indexieren. Dies führt zu einer zunehmenden Verkrustung von Relativpreisen und zu einer abnehmenden Attraktivität der Geldhaltung (Samuelson 1987). Staatliche Stellen versuchen, die Inflationseffekte zu verschleiern, indem sie umfassende Preisregulierungen in Kraft setzen. Die Folge sind Rationierung, Schwarzmärkte, finanzielle Repression.

Um die realwirtschaftlichen Allokationsprozesse möglichst nicht zu stören, sollte es deshalb das Ziel der Geld- und Wechselkurspolitik sein, die Inflationsrate nur auf das niedrigste Niveau zu drücken, auf dem sie auch stabilisiert werden kann, nicht aber, ein ambitiöses Inflationsziel anzustreben, das später im Zusammenspiel mit anderen Entwicklungen, wie einer fehlbewerteten Währung und hoher Arbeitslosigkeit, nicht gehalten werden kann.

Transformationsländer sehen sich bei der Inflationsbekämpfung grundsätzlich vergleichbaren, wenn nicht gar größeren Herausforderungen gegenüber. Nach dem Zusammenbruch der sozialistischen Planwirtschaften Ende der achtziger Jahre waren wie in Entwicklungsländern Indikatoren für monetäre Instabilität wie nicht durchzuhaltende Fiskaldefizite, exzessive Geldschöpfung sowie hohe und volatile Inflationsraten zu beobachten (Siebert et al. 1992; Nunnenkamp 1992). Dabei mußten die Privaten in Transformationsländern erst lernen, mit instabilen Preisen umzugehen, und die Regierungen mußten die Geld- und Wechselkurspolitik nicht nur umgestalten, wie die Regierungen in Entwicklungsländern, sondern völlig neu entwerfen.

Eine zentrale Rolle bei der Um- bzw. Neugestaltung spielt die Glaubwürdigkeit der Geld- und Wechselkurspolitik. Viele Entwicklungsländer haben ihre stabilitätspolitische Reputation im Laufe der siebziger und achtziger Jahre verspielt, so daß erhebliche Unsicherheiten seitens der Privaten hinsichtlich des zukünftigen makroökonomischen Kurses entstanden sind. Außerdem wird die Wirtschaftspolitik in Entwicklungsländern in starkem Maße von Interessengruppen bestimmt, und die Zuverlässigkeit geldpolitischer Entscheidungsträger ist oft gering (Schweickert 1996b; Haggard und Kaufman 1989). Aufgrund der kurzen Zeitspanne seit dem Zusammenbruch der sozialistischen Wirtschaftsstrukturen

sehen sich auch hier die Transformationsländer ähnlichen Problemen gegenüber. Die aus fehlender Reputation, hoher Beeinflußbarkeit und geringer Zuverlässigkeit der Träger der Wirtschaftspolitik resultierende fehlende Glaubwürdigkeit wirtschaftspolitischer Maßnahmen ist gleichbedeutend mit einer impliziten Besteuerung von Anpassungsprozessen und höheren Informationskosten. Zudem gibt sie verstärkt Anlaß zu reformhemmenden Aktivitäten von Interessengruppen (Funke 1991).

Wie eine glaubwürdige Geld- und Wechselkurspolitik auszusehen hat, die in der Lage ist, Inflationsprobleme zu lösen, ist höchst umstritten (Flood und Marion 1991). Als möglicher Ausweg aus dem Dilemma ist seit Ende der achtziger Jahre zunehmend angeregt worden, den Wechselkurs zu fixieren und als nominalen Anker einzusetzen, um den Geldwert zu stabilisieren (z.B. Lipton und Sachs 1990). Ein fester Wechselkurs zu einer stabilen Ankerwährung erhöhe die Glaubwürdigkeit eines Stabilisierungsprogramms dadurch, daß die heimische Regierung mit geringer stabilitätspolitischer Reputation auf jegliche geldpolitische Autonomie verzichtet. Durch die automatische Anpassung der heimischen Liquidität an Veränderungen der Netto-Reserveposition werde die heimische Geldpolitik letztlich von der Geldpolitik der Zentralbank der Ankerwährung bestimmt. Damit werde deren stabilitätspolitische Reputation importiert und die heimische Inflationsrate auf das Niveau der Ankerwährung reduziert. Werden Zweifel an der stabilitätspolitischen Zielsetzung — so die Argumentation weiter — ausgeräumt, entfielen auch Stabilisierungskosten durch eine wesentlich schnellere Anpassung der Entwicklung der Marktpreise an die angestrebte Inflationsrate.

Ob mit der Wechselkursstabilisierung tatsächlich ein dauerhafter Reputationsgewinn verbunden ist, erscheint jedoch zumindest zweifelhaft, wenn man die zahlreichen Fehlschläge des Konzepts in Entwicklungsländern betrachtet (Schweickert et al. 1992). Als besonders drastischer Fehlschlag muß wohl die Wechselkursstabilisierung gelten, die lateinamerikanische Entwicklungsländer Ende der siebziger und Anfang der achtziger Jahre versuchten und die wesentlich zum Ausbruch der Schuldenkrise und damit zu einer Isolation dieser Länder vom Weltkapitalmarkt und zu ihrer nachhaltigen Destabilisierung beigetragen hat. Allgemein deuten diese Erfahrungen darauf hin, daß andere relevante Kriterien bei der Wahl des Wechselkursregimes vernachlässigt werden, wenn das möglichst rasche Erreichen des Stabilitätsziels und die Glaubwürdigkeit der monetären Wirtschaftspolitik zu den alleinigen Kriterien der Entscheidung über ein Geld- und Wechselkurssystem erhoben werden. So wird vernachlässigt, daß neben der Stabilisierung des Preisniveaus von Entwicklungs- und Transformationsländern auch strukturelle Anpassungsprozesse zu bewältigen sind. Wird aber neben der Glaubwürdigkeit auch die Effizienz der Geld- und Wechselkurspolitik beachtet, so wird in der Literatur auf die Kosten fester Wechselkurse im Sinne eines erhöh-

ten Bedarfs an realwirtschaftlicher Anpassungsflexibilität hingewiesen (Balassa 1990; Williamson 1991).

Auf der einen Seite ist also die stabilisierende Wirkung des festen Wechselkurses zu würdigen, der dafür sorgt, daß der internationale Preiszusammenhang wirkt und die Inflation bei handelbaren Gütern unmittelbar gedämpft wird. Auf der anderen Seite birgt eine solche Stabilisierungspolitik die Gefahr, daß die Preise der handelbaren Güter relativ zu den Preisen der nichthandelbaren Güter sehr stark sinken, d.h., daß der reale Wechselkurs aufwertet. Dies war letztlich der Ausgangspunkt dramatischer Fehlschläge von Wechselkursstabilisierungen in Entwicklungsländern, da die reale Aufwertung keine realwirtschaftliche Grundlage hatte und die Währung somit real überbewertet war. Von einer Überbewertung gehen aber erhebliche Störungen des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts und damit des Wachstumsprozesses aus, so daß die Beibehaltung eines gleichgewichtigen realen Wechselkurses mindestens der Inflationsbekämpfung bei der Definition des makroökonomischen Zielsystems gleichgestellt werden sollte:

- Die Produktionsstrukturen werden durch eine Diskriminierung der Produktion handelbarer Güter und eine Begünstigung von import- und kapitalintensiven Produktionslinien verzerrt (Langhammer und Hiemenz 1989). Dies folgt aus einer realen Verteuerung heimischer Produkte und einer realen Verbilligung ausländischer Produkte und ausländischen Kapitals durch die Überbewertung.
- Typischerweise führt die Beeinträchtigung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit heimischer importsubstituierender Industrieprodukte zu einer Verschärfung von Protektionsstrategien mit Hilfe von eskalierenden Zolltarifen und der Ausweitung von nichttarifären Handelsbeschränkungen (Langhammer 1988).
- Die Verzerrung der Produktionsstruktur führt nicht nur zu Ineffizienzen durch eine weitreichende Fehlallokation von Ressourcen, sondern auch zu Zahlungsbilanzproblemen. Strukturelle Handelsdefizite bewirken aber entweder einen Devisenabfluß oder eine zunehmende externe Verschuldung. Um dies zu vermeiden, erfolgt typischerweise ein weiterer Ausbau der Protektionsstrategien mit der Folge einer Zunahme der Umgehungsstrategien durch Schmuggel, Schwarzmärkte und Fehldeklaration, die das Zahlungsbilanzproblem zunehmend verschärfen (Bhagwati 1978).
- Die Überbewertung führt somit zu einer Überschuldung, hoher Arbeitslosigkeit und zu einer extremen Abschottung der heimischen Wirtschaft. Die Kosten dieser Politik mußten im Falle der lateinamerikanischen Entwicklungsländer letztlich vom Staatsbudget getragen werden (Corbo et al. 1986). Entweder wurden die Schuldenberge direkt vom Staat angehäuft oder der Staat übernahm die Schulden vom privaten Sektor, um nach dem Versiegen des externen Liquiditätszuflusses nach Ausbruch der Schuldenkrise den wirtschaftlichen

Zusammenbruch zu begrenzen. Typischerweise wurden die dadurch entstandenen Haushaltsdefizite durch Kredite von der Zentralbank gedeckt und so eine neue Inflationsrunde mit am Ende höheren Inflationsraten eingeläutet.

- Empirische Beobachtungen deuten allgemein darauf hin, daß die indirekten Folgen der Überbewertung durch eine zunehmende Abschottung der Wirtschaft und durch die extreme Verschuldungspolitik wesentlich stärker ins Gewicht fallen als die direkten Allokationswirkungen (Edwards 1988). Die indirekten Wirkungen sorgen außerdem dafür, daß sich eine stabile Koalition etablieren kann, die an der Aufrechterhaltung der Abschottung interessiert ist und somit eine Reformpolitik auf Dauer verhindert (Amelung 1987).

Die hier angesprochene Problematik hat in den neunziger Jahren durchaus nichts an wirtschaftspolitischer Brisanz eingebüßt. Nachdem die meisten Länder ihre Anpassungsschwierigkeiten nach der Schuldenkrise überwunden hatten, strömte — auch als Reaktion auf erneute Versuche einer Wechselkursstabilisierung — wieder frisches Kapital in die Entwicklungsländer und erstmals auch in die Transformationsländer. Auf der Basis der in der Vergangenheit gemachten Erfahrungen standen deshalb viele Länder wiederum vor dem Problem, bei steigendem Netto-Kapitalzufluß entweder bei festem Wechselkurs eine höhere Inflationsrate zuzulassen und damit das Stabilitätsziel zu gefährden, den festen Wechselkurs aufzugeben und eine Aufwertung des nominalen Wechselkurses zuzulassen und die geldpolitische Autonomie wiederzugewinnen, oder den Zusammenhang zwischen Geld- und Wechselkurspolitik durch Sterilisationsversuche oder durch eine Einschränkung der Freizügigkeit des Kapitalverkehrs aufzuweichen (vgl. Frankel 1994; Calvo et al. 1995; Reisen 1993; Fischer und Reisen 1993). Sowohl in Asien als auch in Lateinamerika lag dabei das wirtschaftspolitische Schwergewicht auf einer Dämpfung des realen Aufwertungsprozesses bzw. der Dämpfung der inflationären Wirkungen bei gegebener realer Aufwertung.

Ziel dieser Analyse ist es, den Zusammenhang zwischen Wechselkurspolitik und den gesamtwirtschaftlichen Zielen Stabilität und Wachstum herauszuarbeiten. Im Mittelpunkt steht dabei das Konzept der Wechselkursstabilisierung (*exchange-rate-based stabilization*). Damit wird der Versuch bezeichnet, mit Hilfe einer Fixierung oder Steuerung des nominalen Wechselkurses sowohl das inländische Preisniveau zu stabilisieren (nominales Ziel) als auch die langfristige wirtschaftliche Entwicklung zu fördern (reales Ziel).

In Kapitel II werden zunächst die theoretischen Grundlagen der Wechselkursstabilisierung dargestellt. Zunächst wird die zentrale Rolle des realen Wechselkurses für das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht begründet. Danach werden in einem allgemeinen Modellrahmen die Ursachen realer Wechselkursänderungen beschrieben und mögliche Zielkonflikte zwischen gesamtwirtschaftlicher Stabilisierungs- und Wachstumspolitik, die bei Wechselkursstabilisierung auftreten kön-

nen, herausgearbeitet sowie theoretische Konzepte zu deren Bewältigung diskutiert. Anschließend werden für unterschiedliche Konzepte der Wechselkursstabilisierung idealtypische Entwicklungspfade des realen Wechselkurses und die kurz- und langfristigen Auswirkungen einer Fixierung des nominalen Wechselkurses skizziert. Schließlich werden Wechselwirkungen mit anderen Politikfeldern untersucht sowie Strategien dargestellt, die geeignet sein könnten, Zielkonflikte zu vermeiden bzw. die Glaubwürdigkeit der gewählten Wechselkursstrategie zu untermauern. Als Ergebnis der theoretischen Analyse wird dargestellt, wie bei jeder Form der Wechselkursstabilisierung die gesamtwirtschaftlichen Restriktionen und die ökonomischen Charakteristika des Landes zu berücksichtigen sind. Die systemimmanenten Risiken der unterschiedlichen Konzepte werden ebenso herausgearbeitet wie die Bedeutung komplementärer Reformen, ohne die sich mit keinem Konzept einmal verlorene Reputation wiedergewinnen lassen dürfte.

Auf der Basis der theoretischen Konzepte werden in Kapitel III die Erfahrungen von Entwicklungs- und Transformationsländern mit unterschiedlichen wechselkurspolitischen Strategien ausgewertet. Dabei werden Erfahrungen aus Lateinamerika, Europa und Asien analysiert. Die Skizzierung der Problemstellung legt es dabei nahe, mit einer Diskussion der Erfahrungen lateinamerikanischer Entwicklungsländer zu beginnen. Anschließend soll überprüft werden, ob sich die europäischen Erfahrungen in Schwellen- und Transformationsländern in diese Erfahrungen einfügen lassen. Schließlich ist zu prüfen, ob die asiatischen Erfahrungen einen Sonderfall darstellen.

Bei der Länderauswahl wurde Wert darauf gelegt, vor allem erfolgreiche Wechselkursstrategien herauszuarbeiten. Dies bedeutet, daß für Lateinamerika — nach einer Beschreibung der früheren Fehlschläge in Argentinien und Chile — die positiven Erfahrungen dieser Länder in der jüngeren Vergangenheit im Mittelpunkt stehen, um auf der Basis der dadurch gewonnen Erkenntnisse die Frage beantworten zu können, warum die mexikanische Wechselkurspolitik so dramatisch gescheitert ist. In ähnlicher Weise werden für die europäischen Schwellen- und Transformationsländer zunächst die Wechselkurspolitiken Spaniens, Polens, der Tschechischen Republik und Estlands untersucht, um anschließend eine Einschätzung der derzeitigen Währungspolitiken Rußlands und der Ukraine vornehmen zu können. Als Beispiel für die Wechselkurspolitik in asiatischen Schwellen- und Entwicklungsländern werden schließlich Hongkong, Taiwan und Malaysia betrachtet, um darauf aufbauend die Stabilisierungsbemühungen eines asiatischen Transformationslandes am Beispiel Vietnams zu diskutieren.

Bei der Länderauswahl wurde auch Wert darauf gelegt, möglichst alle relevanten Wechselkursregime zu untersuchen. Dementsprechend reicht das Spektrum von sehr rigiden Festsetzungen des Wechselkurses mit umfassenden institutionellen Absicherungen auf der Basis von Currency Boards (Argentinien, Estland, Hongkong) über eher regelgebundene Wechselkurspolitiken (Spanien,

Mexiko, Polen, Rußland) bis hin zu eher diskretionären Wechselkurspolitiken (Chile, Tschechische Republik, Ukraine, Taiwan, Malaysia, Vietnam). Durch die Länderauswahl ergibt sich somit die Gelegenheit, sowohl ähnliche Wechselkursstrategien in einem unterschiedlichen institutionellen Umfeld, als auch unterschiedliche Wechselkursstrategien in einem ähnlichen institutionellen Umfeld zu betrachten.

In Kapitel IV wird abschließend dargestellt, ob und wie Stabilisierungsprogramme mit einer Wechselkursfixierung als zentralem Element gestaltet werden können, um — bei gegebenen systemimmanenten Risiken — Risiken, die sich aufgrund einer mangelhaften Implementierung ergeben können, auszuschalten. Außerdem werden Alternativen zur Vermeidung von Zielkonflikten sowie die Möglichkeiten und Grenzen externer Unterstützung diskutiert.

II. Theoretische Grundlagen der Wechselkursstabilisierung

1. Ursachen und Auswirkungen realer Wechselkursänderungen

Die realwirtschaftlichen Auswirkungen von Wechselkursänderungen unterscheiden sich qualitativ lediglich nach Branchen, die international handelbare bzw. nichthandelbare Güter (Außenhandelsgüter bzw. Binnengüter) produzieren. In der Regel entwickeln sich Exporte und Importe bei Wechselkursänderungen zwar entgegengesetzt, aber für die Untersuchung des Handelsbilanzsaldos (Nettobetrachtung) spielt dies keine Rolle. Typischerweise umfaßt die Gruppe der Außenhandelsgüter die Landwirtschaft, die Rohstoffproduktion und das Verarbeitende Gewerbe, während die Gruppe der Binnengüter das Baugewerbe und die Dienstleistungen umfaßt. Eine solche Betrachtungsweise läßt sich dadurch rechtfertigen, daß in einer offenen Volkswirtschaft alle Branchen, die handelbare Güter produzieren, gleichermaßen dem Wettbewerb mit ausländischen Anbietern ausgesetzt sind.¹ Für die Entscheidung über Konsum (Nachfrageseite) und Faktorallokation (Angebotsseite) sind die Preisrelationen der jeweils betrachteten Güter² von Bedeutung. Dementsprechend kommt es bei der Analyse der Wechselkurspolitik auf das Verhältnis der Inlandspreise handelbarer zu denen nichthandelbarer Güter an (realer Wechselkurs). Um die Gesamtwirkung der Wechselkursänderungen bezüglich aller ausländischen Währungen abzubilden, wird diese Berechnung für einen gewichteten Durchschnitt der bilateralen Wechselkurse durchgeführt (realer effektiver Wechselkurs).³

Während der nominale Wechselkurs das Tauschverhältnis von zwei Währungen ist, also eine monetäre Größe, ist der reale Wechselkurs ein Verhältnis von Güterpreisen, das realwirtschaftlich interpretiert werden kann. Zum Beispiel ergibt sich als Folge einer realen Änderung eine Verschiebung der inländischen

¹ In der Realität werden nicht alle international handelbaren Güter tatsächlich gehandelt, vor allem aufgrund von Handelsbeschränkungen. Davon soll jedoch zunächst abstrahiert werden.

² Von Unterschieden zwischen Produzenten- und Verbraucherpreisen, die sich durch indirekte Steuern und Subventionen ergeben, wird hier abgesehen. Dies ist zulässig, wenn diese Verzerrungen im Zeitablauf relativ stabil sind, da in diesem Fall die Effekte von Wechselkursveränderungen für beide Preisrelationen gleich sind.

³ Ausführlich zu unterschiedlichen Meßkonzepten siehe Abschnitt 1 des Anhangs.

Nachfrage zugunsten handelbarer Güter, deren Preis relativ zum Preis nichthandelbarer Güter sinkt, und daher kurzfristig — d.h. bei gegebenem inländischen Angebot — ein erhöhtes Handelsbilanzdefizit. Mittelfristig löst die reale Aufwertung bei unveränderten Rahmenbedingungen einen Strukturwandel des inländischen Produktionspotentials zugunsten nichthandelbarer Güter aus. Dieser angebotsseitige Effekt bewirkt eine weitere Erhöhung des Handelsbilanzdefizits. Aufgrund der relativen Verbilligung von Importen und Auslandskrediten wird außerdem auch die Produktion auf der Grundlage ausländischer Vorleistungen gefördert, also je nach Faktorausstattung vor allem rohstoff- oder kapitalintensive Produktionsweisen. Eine dauerhafte reale Wechselkursänderung hat also in der Regel nicht nur kurzfristige Veränderungen zur Folge. Entscheidend für den tatsächlichen Anpassungsprozeß ist jedoch die Handhabung der übrigen wirtschaftspolitischen Instrumente (vgl. Abschnitt II.2).

Die Ursachen realer Wechselkursänderungen in einer offenen Volkswirtschaft lassen sich in einem einfachen Modellrahmen (Australisches Modell) darstellen (vgl. Dornbusch 1980: Kap. 6 und Corden 1994; eine formale Darstellung erfolgt in Abschnitt 2 des Anhangs). Auf der Angebotsseite der Volkswirtschaft werden dabei zwei Sektoren unterschieden, nämlich die Produktion handelbarer und nichthandelbarer Güter. Erstere umfassen sowohl exportierte als auch im Inland abgesetzte handelbare Güter aus heimischer Produktion. Auf der Nachfrageseite werden ebenfalls diese zwei Sektoren unterschieden, wobei nun die handelbaren Güter sowohl importierte als auch im Inland produzierte handelbare Güter umfassen. Weiterhin wird unter der Annahme eines kleinen Landes argumentiert, d.h., die Preise für international handelbare Güter in ausländischer Währung sind für das betrachtete Land durch den Weltmarkt gegeben. Die Preise für nichthandelbare Güter bilden sich dagegen am Inlandsmarkt. Schließlich wird intersektorale Arbeitskräftemobilität und Lohnflexibilität unterstellt, so daß sich in den beiden Sektoren identische Nominallöhne einstellen und gleichzeitig Vollbeschäftigung garantiert ist.

Ausgangspunkt ist das Konzept des gleichgewichtigen realen Wechselkurses,⁴ der durch ein internes und externes Gleichgewicht der Volkswirtschaft bestimmt wird. Dabei wird als internes Gleichgewicht die Übereinstimmung von Angebot und Nachfrage am Inlandsmarkt für nichthandelbare Güter und als externes Gleichgewicht eine ausgeglichene Handelsbilanz bzw. ein dauerhaft finanzierbares Handelsbilanzdefizit⁵ bezeichnet. Eine Änderung des gleichgewichtigen rea-

4 Zur Methodik der empirischen Schätzung von Gleichgewichtswechselkursen vgl. Williamson (1994).

5 Wenn man von Veränderungen der Transfers und Faktoreinkommen aus dem Ausland absieht, ist dies aufgrund der volkswirtschaftlichen Saldenmechanik gleichbedeutend mit der Aussage, daß die nationalen Spar- und Investitionsquoten gegenwärtig auf dem gewünschten Niveau sind.

len Wechselkurses kann sich in diesem Modellrahmen durch angebots- oder nachfrageseitige Änderungen im Inland bzw. im Ausland ergeben. Eine reale Aufwertung kann zum Beispiel das Ergebnis einer dauerhaften Erhöhung der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland, etwa wegen verbesserter Investitionsmöglichkeiten im Inland, einer Änderung der Weltmarktpreise,⁶ einer Produktivitätssteigerung bei der inländischen Produktion handelbarer Güter (Balassa-Samuelson-Effekt) oder dauerhafter Nachfrageverschiebungen zugunsten nichthandelbarer Güter sein (Heitger 1983). Eine reale Aufwertung kann aber auch durch wirtschaftspolitische Einflüsse verursacht werden, wie zum Beispiel eine Erhöhung der Staatsausgaben für nichthandelbare Güter (zum Beispiel öffentliche Bauten), Beschränkungen des Devisen- und Kapitalverkehrs oder eine Erhöhung der Importprotektion bei jeweils festen Wechselkursen. Der gleichgewichtige reale Wechselkurs läßt sich daher im langfristigen Trend zwar als Indikator für die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft interpretieren (Clark et al. 1994); dies gilt jedoch nicht, wenn man lediglich auf kurzfristige Veränderungen abstellt, die häufig durch plötzliche wirtschaftspolitische Kursänderungen hervorgerufen werden. Da erfahrungsgemäß auch Erwartungen den realen Wechselkurs beeinflussen, sind bei der Wahl der wirtschaftspolitischen Strategie nicht nur die direkten Auswirkungen zu berücksichtigen, sondern auch der Einfluß auf die Erwartungen der privaten Akteure (vgl. Abschnitt II.4).

Eine relative Preiserhöhung für nichthandelbare Güter ist — analog zum Stolper-Samuelson-Theorem — mit einer höheren Entlohnung des Faktors verbunden, der bei der Produktion nichthandelbarer Güter relativ intensiv eingesetzt wird. In der Regel ist dies der Faktor Arbeit, so daß eine reale Aufwertung mit einer Erhöhung des Nominallohns relativ zur Kapitalrendite einhergeht. Für die Produzenten handelbarer Güter bedeutet dies eine Erhöhung, aber für die Produzenten nichthandelbarer Güter eine Senkung der (Produzenten-)Reallöhne, die den oben beschriebenen Strukturwandel begleitet. Umgekehrt muß eine reale Abwertung mit einer Senkung der (Produzenten-) Reallöhne im Sektor für handelbare Güter einhergehen, wenn die Vollbeschäftigung erhalten bleiben soll. Angesichts der vom Weltmarkt vorgegebenen Preise für handelbare Güter muß also der Wechselkurs nominal abwerten oder — bei fixen Wechselkursen — der Nominallohn sinken. Daraus läßt sich ableiten, daß bei fehlender Bereitschaft zur Anpassung der Reallöhne zwar ein Strukturwandel zulasten der Produktion nicht-

⁶ Zu beachten ist zwar, daß eine Verschlechterung der Terms of trade nicht automatisch zu einer realen Abwertung führt; vielmehr kommt es auf die Veränderung des aggregierten Preisindex für handelbare Güter an, der in diesem Fall sowohl steigen (Anstieg der Importpreise) als auch sinken (Sinken der Exportpreise) kann. In jedem Fall ergibt sich jedoch durch den Einkommenseffekt der Preisänderung ein realer Abwertungsbedarf.

handelbarer Güter stattfindet, gleichzeitig jedoch Arbeitslosigkeit entsteht (Agénor und Montiel 1996: Kap. 2).

Bei Abweichungen des tatsächlichen vom gleichgewichtigen realen Wechselkurs nach oben oder unten bezeichnet man die Währung als real unterbewertet bzw. real überbewertet. Die beträchtlichen Schwankungen der realen Wechselkurse in den achtziger Jahren lassen vermuten, daß solche Abweichungen in der Realität auch häufig der Fall sind. Eine mögliche Erklärung dafür ist, daß nach Änderung der realwirtschaftlichen Fundamentaldaten der neue gleichgewichtige reale Wechselkurs in der Regel nicht sofort erreicht wird, sondern sich erst nach einer gewissen Frist einstellt. Der Anpassungsprozeß wird zum Beispiel in dem Maße verzögert, wie sich die Preise für nichthandelbare Güter nur langsam anpassen oder die Handelsbilanz nur langsam auf eine Veränderung der Kapitalzuflüsse reagiert (Edwards 1988). Diese Rigiditäten der Gütermärkte führen dann bei hoher internationaler Kapitalmobilität sogar zu einer kurzfristig entgegengesetzten Reaktion des realen Wechselkurses (Overshooting). Für das Ausmaß dieses Effekts ist vor allem die erwartete langfristige Entwicklung des realen Wechselkurses entscheidend (Dornbusch 1989). Umgekehrt ist aber auch denkbar, daß sich eine reale Aufwertung ohne Änderung der realwirtschaftlichen Fundamentaldaten ergibt, zum Beispiel durch eine expansive Geldpolitik bei festen Wechselkursen oder durch eine nominale Aufwertung bei flexiblen Wechselkursen aufgrund spekulativer Kapitalzuflüsse. Die Erfahrung spricht zwar dafür, daß der reale Wechselkurs in solchen Fällen bald wieder zum Ausgangsniveau zurückkehrt, entweder weil die Wechselkursfixierung nicht mehr durchhaltbar ist oder weil es zu einer Umkehrung der Kapitalzuflüsse kommt (vgl. Abschnitt II.3). Trotzdem stellen sich natürlich auch bei ungleichgewichtigen Veränderungen des realen Wechselkurses zunächst die oben beschriebenen Effekte auf Handelsbilanz und Beschäftigung ein. Abschließend ist also festzuhalten, daß reale Wechselkursänderungen nur bei völlig flexiblen Güter- und Faktormärkten unabhängig von dem gewählten nominalen Wechselkursregime sind.

2. Theoretische Analyse der Wechselkursstabilisierung

a. Zielkonflikte der Wechselkurspolitik

Angesichts der langfristigen Folgen realer Wechselkursänderungen wird es als Ziel der Wirtschaftspolitik erachtet, daß der reale Wechselkurs sich nicht erratisch verändert und nicht über einen längeren Zeitraum stark vom Gleichgewichtskurs abweicht. Andererseits wird von der Wechselkurspolitik auch häufig

erwartet, daß nominale Schocks (Veränderung von Inflationsrate, nominalem Wechselkurs und Nominalzins) weitgehend absorbiert werden. Auf den ersten Blick erscheint eine Fixierung des nominalen Wechselkurses gleichermaßen geeignet, sowohl die inländische Inflation zu bekämpfen als auch Schwankungen des realen Wechselkurses zu begrenzen. Außerdem könnten auf diese Weise die Erwartungen der privaten Akteure stabilisiert werden. Allerdings ergeben sich in einer offenen Volkswirtschaft bei der Wechselkursfixierung häufig Konflikte mit realwirtschaftlichen Zielgrößen.

Zum einen können Zielkonflikte zwischen der Geldwertstabilität und der *kurzfristigen Einkommensentwicklung* auftreten. *Erstens* können nominale Schocks aus dem Ausland bei einer Wechselkursfixierung nicht mehr abgefedert werden. Die heimische Volkswirtschaft wird daher ähnliche Einkommensschwankungen erleben wie der Staat, an dessen Währung sie sich gebunden hat. *Zweitens* können inländische Inflationsimpulse nur dann mit Hilfe einer Wechselkursfixierung gedämpft werden, wenn auch eine sofortige Beschränkung der gesamtwirtschaftlichen Kreditvergabe durchgesetzt wird. Ein solcher Ansatz verursacht unter Umständen hohe Anpassungskosten in Form vorübergehender Unterauslastung und Arbeitslosigkeit, jedenfalls dann, wenn die Inflationserwartungen trotz des festen Wechselkurses nicht gebrochen werden konnten. Die Ursache dafür kann in Mechanismen zur nachträglichen Indexierung von Löhnen und Preisen liegen, aber auch in der fehlenden Glaubwürdigkeit des Stabilisierungsprogramms. Dadurch steigt der politische Druck auf die Regierung, Anpassungskosten durch Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik zu mindern und sogar die Wechselkursfixierung aufzugeben. Diese Risiken sind gegen die höhere Stabilität des nominalen Wechselkurses und die damit verbundene Förderung von Außenhandel und Direktinvestitionen aufzuwiegen. Es bleibt also zu untersuchen, ob im Rahmen einer Wechselkursfixierung der Inflationstrend gebrochen werden kann und wie kurzfristige Anpassungskosten vermieden werden können.

Gelegentlich wird argumentiert, daß eine Wechselkursfixierung per se disziplinierend auf die staatliche Finanzpolitik wirkt, da bei inkonsistenter Politik die Aufgabe der Fixierung und damit ein schwerwiegender Reputationsverlust der Regierung drohen würde (Aghevli et al. 1991). Demgegenüber gingen von flexiblen Wechselkursen keine Disziplinierungseffekte aus. Dem kann jedoch entgegengehalten werden, daß auch bei einer weitgehend konsistenten Politik durch eine Fixierung häufig nur die Anpassungskosten verschoben werden. Dies geschieht dadurch, daß der feste Wechselkurs den Inflationsdruck lediglich aufstaut, die Inflation jedoch bei Aufgabe des festen Kurses um so größer ausfällt. Bei flexiblen Wechselkursen treten die Kosten der expansiven Finanzpolitik jedoch schon kurzfristig auf und führen so zu einer unmittelbaren Disziplinierung (Tornell und Velasco 1994).

Darüber hinaus können sich auch Zielkonflikte zwischen der Geldwertstabilität und der *langfristigen Belebung des wirtschaftlichen Wachstums* ergeben. *Erstens* lassen sich ausländische Investoren, deren Kapital und Know-how dringend benötigt werden, nur durch eine zufriedenstellende Infrastruktur gewinnen. Daher könnte die Regierung versucht sein, zugunsten von Senkungen der Unternehmenssteuern und staatlichen Investitionsprogrammen in physische Infrastruktur und das Bildungssystem weiterhin hohe Budgetdefizite durch Geldschöpfung in Kauf zu nehmen.⁷ Dies würde jedoch dem Ziel der Geldwertstabilität zuwiderlaufen, das auch von ausländischen Investoren hinsichtlich seiner Glaubwürdigkeit beurteilt wird. *Zweitens* wird zwar durch die Wechselkursfixierung das Wechselkursrisiko ausländischer Investoren verringert. Soweit diese jedoch mit einer baldigen Aufgabe der Wechselkursfixierung rechnen, werden sie keine langfristigen Kapitalbindungen eingehen und sich — wenn überhaupt — in kurzfristigen liquiditätsnahen Anlagen engagieren. Kurzfristige Kapitalzuflüsse sind jedoch keine geeignete Grundlage für einen langfristigen Wachstumsprozeß. *Drittens* besteht bei ungebrochenem Inflationstrend und Wechselkursfixierung die Gefahr einer ungleichgewichtigen realen Aufwertung, wodurch die im Inland produzierten handelbaren Güter dauerhaft an Wettbewerbsfähigkeit verlieren würden. Die Volkswirtschaft müßte daher auf die Vorteile einer verstärkten internationalen Arbeitsteilung verzichten und die Erhöhung des Handelsbilanzdefizits hinnehmen. Bei solchen realen Aufwertungstendenzen könnte sich also langfristig eine Wechselkursfixierung als Hindernis für den Wachstumsprozeß erweisen.

Im Vergleich dazu bestehen solche Zielkonflikte bei einer monetären Stabilisierung mit flexiblen Wechselkursen nur in eingeschränktem Maße. Zwar kann sich auch hier eine vorübergehende Verschlechterung der Handelsbilanz und Arbeitslosigkeit ergeben, wenn der Strukturwandel des inländischen Angebots zu langsam stattfindet oder wenn die Remonetisierung durch eine zu restriktive Kreditpolitik erschwert wird (Calvo und Végh 1994). Im Gegensatz zur Wechselkursfixierung besteht jedoch auch bei Fortbestehen des Inflationstrends nicht die Gefahr einer realen Aufwertung, da der nominale Wechselkurs reagieren kann. Allerdings ist die heimische Wirtschaftspolitik dadurch nicht völlig frei, da zum Beispiel Zinserhöhungen angesichts internationaler Kapitalmobilität auf die Kapitalbilanz durchschlagen. Außerdem wird für Länder mit wenig entwickelten Finanzmärkten wie Entwicklungs- oder Transformationsländer befürchtet, daß die höhere Flexibilität zu größeren (ungleichgewichtigen) Wechselkursschwankungen führt. Die so hervorgerufene Unsicherheit bezüglich Preisveränderungen und die Schwankungen der dann häufig nur spekulativen Kapitalzuflüsse kann ebenfalls zu kurzfristigen Einkommenseinbußen führen. Aus theoretischer Sicht kann

⁷ In der Realität sind Budgetdefizite allerdings häufiger durch Erhöhung der konsumptiven Staatsausgaben entstanden.

a priori also nicht darüber entschieden werden, mit welcher Wechselkurspolitik die Zielkonflikte minimiert werden können.

Eine umfassende empirische Analyse des tatsächlichen Erfolgs verschiedener Wechselkursregime (Ghosh et al. 1995) hat gezeigt, daß Länder mit festen Wechselkursen im Durchschnitt geringere Inflationsraten aufweisen als solche mit flexiblen Wechselkursen; hinsichtlich der Einkommensentwicklung ließen sich dagegen keine signifikanten Unterschiede erkennen. Dieses Ergebnis spricht dafür, daß die Wechselkurspolitik nicht losgelöst von der Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik insgesamt beurteilt werden kann. Das wird auch von der theoretischen Analyse bestätigt, die der Frage nachgeht, ob eine wachstumsfreundliche Wirtschaftspolitik bei festen Wechselkursen einfacher durchzusetzen ist als bei flexiblen Wechselkursen (Mussa 1986).

b. Alternative Formen der Wechselkursstabilisierung

Unter Wechselkursstabilisierung soll im Folgenden der Versuch verstanden werden, durch Beeinflussung des nominalen Wechselkurses Preisniveaustabilität zu erreichen. Der grundlegende Gedanke dabei ist, durch die Selbstbindung der Geldpolitik an eine Wechselkursregel die Glaubwürdigkeit der Politik zu erhöhen. Darüber hinaus wird auch diskutiert, in welchem Maße sich der reale Wechselkurs an veränderte externe Rahmenbedingungen anpassen und damit auch die realwirtschaftliche Entwicklung fördern kann (Sachs 1987; Edwards 1989). Dabei soll zunächst die Frage offen bleiben, ob das Niveau des realen Wechselkurses dauerhaft beeinflußt werden kann, wie gelegentlich behauptet wird (Dornbusch et al. 1995).

Bei der praktischen Ausgestaltung gibt es eine Reihe unterschiedlicher Konzepte (*IMF Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* versch. Ausgaben); es lassen sich jedoch fünf grundlegende Kategorien unterscheiden, die im folgenden kurz vorgestellt und in Hinblick auf das wichtige Erfolgskriterium der Glaubwürdigkeit untersucht werden. Im Anschluß daran werden für die beiden Extremfälle fester und flexibler Wechselkurse die Wirkungsweise der Stabilisierungspolitik (nominales Ziel) und der Anpassungspolitik (reales Ziel) analysiert.

Das sogenannte *Currency Board*, eine moderne Version des Goldstandards, stellt die eine Extremlösung dar. Dabei wird nationale Währung nur im Austausch gegen eine ausländische Währung zu einem festen Wechselkurs emittiert und volle Konvertibilität der Geldbasis gewährleistet. Da die heimische Geldbasis zu mindestens 100 vH durch Währungsreserven abgedeckt ist, kann auch jede Nachfrage nach Devisen zu diesem Wechselkurs befriedigt werden. Die Entwicklung der gesamten Geldbasis einschließlich nicht umgetauschter Devisen hängt also von der Entwicklung der Zahlungsbilanz, d.h. von den Netto-Zuflüssen von

Währungsreserven ab. Ausgeschlossen wird durch eine solche Konstruktion zunächst nur eine autonome Zentralbankgeldschöpfung, nicht aber eine Steuerung der Geld- und Kreditschöpfung der Geschäftsbanken. Durch die volle Konvertibilität ist jedoch eine Beeinflussung des inländischen Zinsniveaus ausgeschlossen, da internationale Kapitalmobilität für dasselbe Zinsniveau wie im Ausland sorgt. Aus demselben Grund kann auch die inländische Inflationsrate nicht von der Zentralbank beeinflusst werden, da die Geldmengenentwicklung endogen ist; die Inflationsrate entspricht in etwa der ausländischen Inflationsrate, was jedoch in vielen Fällen einen beträchtlichen Fortschritt darstellt.

Ein *frei flexibler Wechselkurs* stellt die andere Extremlösung dar. In einem solchen System enthält sich die Regierung jeder direkten Einflußnahme auf die Wechselkursbildung; insbesondere gibt es keinerlei Kapitalverkehrsbeschränkungen, und es finden (außer zu Transaktionszwecken) keine staatlichen Devisenkäufe bzw. -verkäufe statt. Der Wechselkurs bildet sich somit frei durch privates Angebot und private Nachfrage am Devisenmarkt. Dadurch ist die Regierung umgekehrt frei in der Ausgestaltung ihrer Geldpolitik, vor allem zur Beeinflussung der inländischen Inflationsrate. Indirekt kann zwar durch zinspolitische Maßnahmen auch der nominale Wechselkurs beeinflusst werden; ebenso wie beim Currency Board sind dem bei hoher internationaler Kapitalmobilität jedoch enge Grenzen gesetzt.

Die erste Zwischenlösung kann als *nominales Zielzonen-Konzept* bezeichnet werden. Dabei wird eine zentrale Parität und ein Bereich zulässiger Schwankungen für den nominalen Wechselkurs festgelegt, und die Regierung verpflichtet sich zu (theoretisch unbegrenzten) Interventionen, wenn der Wechselkurs die Grenzen des Bereichs erreicht. In der Realität lassen sich neben mehr oder weniger großen Bandbreiten verschiedene Varianten finden: feste Parität, in Spannungsfällen anpassungsfähige Parität (Beispiel: EWS), oder planmäßig angepaßte Parität (Beispiel: „aktiver Crawling Peg“, d.h. eine feste Abwertungsrate pro Monat). Außerdem kann die Parität natürlich gegenüber einer Währung oder gegenüber einem Währungskorb fixiert werden. Die Koppelung an eine einzelne Währung hat den Vorteil, daß sie transparent und für jeden beobachtbar ist; sie hat dagegen den Nachteil, daß sich der effektive Wechselkurs bei veränderlichen Wechselkursen der übrigen Währungen ständig ändert. Diese Änderungen fallen um so stärker aus, je wichtiger die Außenhandelsbeziehungen zu den Ländern der übrigen Währungen sind. Durch die Koppelung an einen Währungskorb, der die Währungen der wichtigsten Handelspartner enthält, ließe sich diese Störung der Außenhandelsbeziehungen minimieren. Der Einfachheit halber könnte auch an künstliche Währungen gekoppelt werden, die selbst schon einen Währungskorb darstellen, wie z.B. das Sonderziehungsrecht des IWF oder den ECU. Grundsätzlich stellt sich bei jeder dieser Varianten die Frage nach der Glaubwürdigkeit und damit der Stabilität der Zielzone. Diese hängt zum einen von der Angemessenheit

der Parität, zum anderen aber auch von der Bandbreite ab. Eine Parität ist umso glaubwürdiger, je näher sie dem gleichgewichtigen Wechselkurs kommt; dieses Informationsproblem ist jedoch insbesondere während umfassender Reformprozesse wie z.B. in den Transformationsländern kaum zu lösen. Auch die Wahl der Bandbreite ist nicht einfach. Der Nachteil von zu engen Bandbreiten ist nämlich, daß fundamental begründete Paritätsänderungen, aber auch Spekulationen über Paritätsänderungen häufiger auftreten. In diesem Fall wird wie beim Currency Board die Höhe der nationalen Devisenreserven zum entscheidenden Faktor für die Glaubwürdigkeit der Parität. Der Nachteil von zu weiten Bandbreiten ist dagegen, daß Erwartungen wie bei frei flexiblen Wechselkursen durch die Zielzone kaum noch stabilisiert werden können. Aus theoretischer Sicht ist daher die Frage, ob des Zielzonen-Konzept gegenüber den beiden Extrem Lösungen insgesamt vorteilhafter ist, nicht zu beantworten.

Analog wird eine zweite Zwischenlösung als *reales Zielzonen-Konzept* bezeichnet (Williamson 1981). Dabei wird die zentrale Parität und der Schwankungsbereich jetzt für den realen Wechselkurs festgelegt. Häufig wird in Entwicklungs- und Transformationsländern die Variante des „passiven Crawling Peg“ diskutiert, also die regelmäßige nachträgliche Anpassung der nominalen Wechselkurse an die beobachtete Inflationsdifferenz zwischen In- und Ausland. Dabei kann auch das Ziel einer festen realen Auf- oder Abwertungsrate dadurch angestrebt werden, daß der nominale Wechselkurs stärker auf- bzw. abgewertet wird, als es der Inflationsdifferenz entspricht. Gegenüber dem nominalen Zielzonen-Konzept hat diese Lösung den Vorteil, daß ein realwirtschaftlicher Indikator zur Stabilisierung der Erwartungen eingesetzt wird. Die Glaubwürdigkeit einer solchen Lösung ist also von vornherein höher, da auf unerwartete Inflationsschübe oder negative externe Schocks mit einer nominalen Abwertung reagiert werden kann, ohne die Zielzone dabei aufzugeben. Außerdem besteht das Informationsproblem bei der Auswahl der zentralen Parität nur in eingeschränktem Maße, da eine Anpassung des realen Wechselkurses durch nominale Wechselkursänderungen grundsätzlich möglich ist. Dafür entfällt jedoch die bindende Wirkung für die Geldpolitik, da durch eine expansive Geldpolitik, die einen Inflationsschub auslöst, lediglich die nominale Abwertungsrate erhöht wird.

Als dritte Zwischenlösung, die den frei flexiblen Wechselkursen am nächsten kommt, gibt es schließlich noch die Variante *diskretionärer Wechselkurspolitik* (dirty floating). Dabei greift der Staat unregelmäßig und ohne erkennbare Regel in den Devisenmarkt ein. Im Unterschied zu den beiden Zielzonen-Konzepten geht der Staat keinerlei Interventionsverpflichtungen ein; dafür versucht er auch von vornherein nicht, die Erwartungen der privaten Akteure bezüglich der zukünftigen (nominalen bzw. realen) Wechselkursentwicklung zu stabilisieren. Auf diese Weise behält der Staat zwar weitgehend seine geldpolitische Autonomie,

allerdings kann er daher die Glaubwürdigkeit seiner Geldpolitik auch nicht durch die Selbstbindung an eine Wechselkursregel erhöhen.

c. Ablauf eines Programms der Wechselkursstabilisierung

Bis auf den Extremfall frei flexibler Wechselkurse beinhalten alle diese Konzepte eine mehr oder weniger feste Wechselkursfixierung. Die Wirkungsweise einer Wechselkursstabilisierung unterscheidet sich in diesen Fällen nur graduell. Daher wird der typische Ablauf eines Stabilisierungsprogramms mit Hilfe des im Abschnitt II.1 vorgestellten Modellrahmens⁸ nur für den Extremfall dauerhaft fixierter nominaler Wechselkurse skizzieren; dabei wird zunächst von flexiblen Löhnen und Preisen und einer Geldpolitik ausgegangen, die sich an den Währungsreserven der Zentralbank orientiert. Anschließend werden Modifikationen an diesen beiden Annahmen und an der Ausgestaltung der Wechselkurspolitik vorgenommen.

In der Ausgangssituation mit hoher Inflation und entsprechender nominaler Abwertung sei der reale Wechselkurs im Gleichgewicht. Sinkt nach der Fixierung des nominalen Wechselkurses die heimische Inflationsrate nicht auf das Niveau der Ankerwährung ab, kommt es zu einer realen Aufwertung, was eine Vergrößerung des Handelsbilanzdefizits und reale Einkommenseinbußen zur Folge hat. Dadurch kommt es zu Devisenabflüssen,⁹ auf die die Geldpolitik ihrerseits sofort mit einer monetären Kontraktion reagiert. Durch diese Drosselung der inländischen Absorption kommt es zwar wieder zu einem externen Gleichgewicht, aber nur auf Kosten einer Unterauslastung der inländischen Kapazitäten. Diese führt dann solange zu einem Sinken der Preise für nichthandelbare Güter, bis das frühere Niveau wiederhergestellt ist. Die Währung wertet also solange real ab, bis die reale Aufwertung rückgängig gemacht und das alte Realeinkommensniveau wieder erreicht wird. Bei dem neuen gleichgewichtigen realen Wechselkurs und der wiedergewonnenen Geldwertstabilität kann sich im Anschluß die wirtschaftliche Entwicklung — nicht zuletzt durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland — wieder beleben.

Im anderen Extremfall frei flexibler Wechselkurse kommt es dagegen theoretisch selbst kurzfristig nicht zu einer realen Aufwertung. Soweit die inländische Inflation etwa aufgrund zu geringer Kreditrestriktionen weiter anhält, wird der

⁸ Rebelo und Végh (1995) und Roldós (1995) verwenden komplexere, dynamische Modellversionen. Ihre wesentlichen Ergebnisse stimmen jedoch mit den Aussagen der folgenden Darstellung überein.

⁹ Die Devisenabflüsse werden zunächst nur durch das gestiegene Handelsbilanzdefizit verursacht. Durch Erwartungen der Kapitalanleger, daß es zu einer baldigen Aufgabe der Wechselkursfixierung kommen würde, kann dies noch verstärkt werden.

Druck auf den realen Wechselkurs nämlich durch eine sofortige nominale Abwertung abgefangen. Bei schneller Preisreaktion führt eine monetäre Kontraktion unmittelbar zur gewünschten Senkung der Inflationsrate, ohne daß Absorption oder realer Wechselkurs berührt werden. Dagegen führt die monetäre Kontraktion bei langsamer Preisanpassung zu einer Verringerung der Absorption beim bisherigen realen Wechselkurs und damit zu einer Verbesserung der Handelsbilanz. Wegen des erhöhten Devisenangebots wertet die Währung real auf, bis das externe Gleichgewicht wiederhergestellt ist. Die weitere Anpassung erfolgt wie bei festem Wechselkurs: reale Abwertung durch Preissenkung für nichthandelbare Güter bei gleichzeitig wieder steigender Absorption. Insgesamt kann also das Ziel der Geldwertstabilität in diesem Fall schrittweise und ohne große Einkommenseinbußen erreicht werden. Allerdings müssen die Akteure am Devisenmarkt davon überzeugt sein, daß die reale Aufwertung zu Beginn der Stabilisierung nicht den realen Fundamentaldaten entspricht, da es ansonsten nicht zu der beschriebenen Wechselkursanpassung kommt.

Auch die Wirkungsweise einer Anpassung des realen Wechselkurses als Reaktion auf interne oder externe reale Schocks läßt sich in diesem Modellrahmen darstellen. Ein negativer realer Schock in Form einer Verringerung der Kapitalzuflüsse führt dabei zunächst zu einem nicht mehr finanzierbaren Handelsbilanzdefizit bei realer Überbewertung und einem Nachfrageüberhang bezüglich nichthandelbarer Güter. Die reale Anpassung erfordert also auch in diesem Fall eine Drosselung der Absorption und eine Anpassung der relativen Preise. Allerdings läßt sich zeigen, daß die dazu notwendige monetäre Kontraktion im Falle fester Wechselkurse stärker ausfallen muß als im Falle frei flexibler oder anpassungsfähiger Wechselkurse (Schweickert 1993a).

Diese Beschreibung der Anpassungsprozesse hat gezeigt, daß zwei Voraussetzungen für den Erfolg der Wechselkursstabilisierung entscheidend sind: eine ausreichende monetäre Kontraktion und die möglichst rasche Preisanpassung im privaten Sektor (vgl. Abschnitt II.3). Die erste Voraussetzung kann verfehlt werden, wenn es zu Konflikten mit der staatlichen Haushaltspolitik und einer Erschöpfung der nationalen Devisenreserven kommt. Ebenso kann die zweite Voraussetzung unerfüllt bleiben, wenn entweder die Liberalisierung der Güter- und Faktormärkte noch nicht weit genug fortgeschritten ist oder die Inflationserwartungen aufgrund fehlender Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung nicht gebrochen werden können (Abschnitt II.4).

Anstelle einer starren Fixierung wird daher häufig eine regelgebundene Wechselkurspolitik vorgeschlagen, insbesondere in Form von Zielzonen für den realen Wechselkurs. Der Vorteil einer solchen Ausgestaltung ist, daß der kurzfristige Anpassungsdruck verringert werden kann, da bei Inflationsträgheit eine reale Aufwertung vermieden wird und die Erwartungen des Privatsektors wirksam stabilisiert werden. Im Hinblick auf die Durchhaltbarkeit (sustainability) und damit

auch die Glaubwürdigkeit der Wechselkurspolitik ist einer regelgebundenen Politik daher der Vorzug zu geben vor einer Fixierung des nominalen Wechselkurses. Darüber hinaus kann sie in Ländern mit wenig entwickelten Finanzmärkten deshalb vorteilhafter sein, weil sie für die Öffentlichkeit klarer zu verfolgen ist; im Gegensatz zu fixen Wechselkursen wird außerdem keine exakte Geldmengensteuerung benötigt. Allerdings haben die realen Zielzonen gegenüber völlig flexiblen Wechselkursen den Nachteil, daß bei realen Schocks keine automatische Veränderung des realen Wechselkurses zugelassen wird. Insbesondere in den Reformstaaten Mittel- und Osteuropas ist jedoch die Wiedergewinnung internationaler Wettbewerbsfähigkeit durch realistische reale Wechselkurse oberstes Ziel. Soweit es sich dabei um eine einmalige reale Abwertung zu Beginn des Reformprogramms handelt, kann diese ohne weiteres durch eine nominale Abwertung vor Errichtung der Zielzone erreicht werden.

3. Anforderungen an ein konsistentes Reformprogramm

Die Argumente für eine Wechselkursfixierung — schnelle Inflationsdämpfung und höhere Glaubwürdigkeit durch die sichtbare Selbstbindung der Regierung — verlieren an Kraft, wenn die zentrale Erfolgsbedingung verletzt wird, nämlich die Flexibilität der heimischen Geldpolitik und der Preisanpassung. Der Anpassungsverlauf bei fixen Wechselkursen verläuft nämlich länger und mit höheren Einkommenseinbußen, wenn entweder die monetäre Kontraktion verzögert wird oder sich die Preisanpassung im Inland nur langsam vollzieht. Daher wird man in solchen Situationen früher oder später mit einer Abkehr vom begonnenen Reformprogramm rechnen können, also entweder mit einer Rückkehr zu expansiver Geldpolitik oder gar mit einer Aufgabe der fixen Wechselkurse. Allein diese Erwartung kann zum Auslöser für plötzliche Kapitalabflüsse bei den ersten Anzeichen für eine nominale Abwertung werden, was den Druck auf die Regierung noch erhöht. Darüber hinaus wird bei geringer Glaubwürdigkeit auch keine Mäßigung bei der Lohnanpassung zu erreichen sein, was die kontraktive Wirkung der Kreditpolitik noch verschärft. Auch bei flexiblen Wechselkursen kann die zu langsame Anpassung von Löhnen und Preisen den Anpassungsprozeß verzögern, allerdings ohne daß dabei die Probleme aus den übrigen Politikfeldern resultieren. Die bisherige Analyse hat also deutlich gemacht, daß eine Fixierung des Wechselkurses nicht automatisch glaubwürdig ist, sondern daß vielmehr Glaubwürdigkeit und die Einhaltung der geldpolitischen Regel erforderlich sind, damit es zu der gewünschten Stabilisierung kommt. Die Stabilisierung kann unter be-

stimmten Voraussetzungen mit flexiblen Wechselkursen reibungsloser erreicht werden.

In Hinblick auf die Wirksamkeit der Wechselkursstabilisierung ist also Konsistenz mit anderen Politikfeldern, insbesondere der Ausgestaltung der inländischen Geldpolitik und der Liberalisierung der inländischen Güter- und Faktormärkte von zentraler Bedeutung. Das soll nicht bedeuten, daß keine Wahlfreiheit bezüglich des Wechselkursregimes mehr besteht, sondern lediglich, daß Wechselkurspolitik einerseits und Ausgestaltung der übrigen Politikfelder andererseits unbedingt aufeinander abgestimmt werden müssen (Schweickert 1993b). Darüber hinaus sollte vermieden werden, ein Niveau für den realen Wechselkurs anzustreben, das nicht den realen Fundamentalgrößen entspricht und daher unglaubwürdig ist.

Ein konsistentes Reformprogramm erfordert also bei Fixierung des Wechselkurses zunächst eine stabilitätsorientierte Geld- und Kreditpolitik, um eine anhaltende reale Aufwertung zu vermeiden. Daher ist auf eine Sterilisierung von Devisenabflüssen zu verzichten, d.h. die Geldbasis ist in gleichem Umfang zu verringern, da ansonsten der Preissenkungsdruck entfallen würde. Weiterhin ist eine entsprechende Reform der Staatsfinanzen erforderlich, insbesondere das Verbot der Defizitfinanzierung mittels Zentralbankkrediten. Wegen möglicher Verdrängungseffekte am Kapitalmarkt ist das Defizit des Staatshaushalts insgesamt zu verringern, auch wenn ausländische Kredite noch zur Verfügung stehen. Schließlich ergeben sich möglicherweise auch Wechselwirkungen mit dem Steuersystem und den Staatsausgaben. Bei Zielzonen für die realen Wechselkurse sind diese Reformen zwar langfristig ebenfalls erforderlich, bei einem geringeren Reformtempo ist der Stabilisierungserfolg jedoch im Vergleich zur Wechselkursfixierung weniger gefährdet.

Weiterhin ist bei einer Wechselkursfixierung die Entwicklung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs zu beachten. Bei hoher Kapitalmobilität kann es angesichts des — zumindest kurzfristig — verringerten Wechselkursrisikos zu erheblichen Kapitalzuflüssen kommen, die die Sterilisierungsmöglichkeiten der Zentralbank übersteigt. Dadurch wird zwar die Gefahr einer Zahlungsbilanzkrise zunächst verringert, aber diese Gefahr wird umso größer, wenn es zu einer Umkehrung der Kapitalflüsse kommt. Außerdem bewirken die Zuflüsse eine Erhöhung der inländischen Absorption und eine reale Aufwertung und mindern zudem die Durchsetzbarkeit kontraktiver Politiken, also das Gegenteil dessen, was zur Anpassung erforderlich ist. Beschränkungen des Kapitalverkehrs zur Vermeidung dieser vorübergehenden Effekte bergen das Risiko, daß der Zusammenhang zwischen Entwicklung der Devisenreserven und monetärer Kontraktion abgeschwächt wird und somit die Wechselkursstabilisierung mißlingt. Dieses Problem kann auch bei Zielzonen für reale Wechselkurse nicht völlig vermieden werden;

allerdings bietet sich dann kein so starkes Motiv für kurzfristige Kapitalzuflüsse wie aus der Kursgarantie bei einer Wechselkursfixierung.

Entscheidend für den Erfolg eines jeden Konzepts der Wechselkursstabilisierung ist demnach die Geschwindigkeit der Preisanpassung im Inland. Je geringer die Flexibilität von Löhnen und Preisen sowie die Arbeitskräftemobilität ist, umso weniger läßt sich eine Fixierung des Wechselkurses empfehlen. Daraus ergibt sich die Schlußfolgerung, entweder aktiv die Flexibilität zu fördern oder von vornherein eine andere Strategie (Crawling Peg) zu wählen. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, daß Lohn- und Preissetzungsverhalten maßgeblich von Erwartungen bestimmt werden, so daß auch Fragen der Glaubwürdigkeit eine Rolle spielen (vgl. Abschnitt II.4).

Als praktische Lösung zur Milderung der Folgen einer realen Aufwertung bei Inflationsträgheit wird häufig eine überhöhte nominale Abwertung vor der Fixierung vorgeschlagen. Der Inflationstrend könnte sich dann für eine gewisse Zeit noch fortsetzen, ohne daß es zu einer realen Überbewertung kommt. Dieser Vorschlag stößt jedoch schnell an Grenzen, da auf diese Weise gerade in der kritischen Anfangsphase eine Reallohnsenkung und eine Verteuerung der Importgüter hervorgerufen werden kann, was politischen Widerstand gegen die Wechselkursfixierung weckt.

Insgesamt ist es also sinnvoll, die Wechselkursfixierung in ein Reformprogramm einzubinden. Um eine grundsätzliche Vorstellung für ein solches Programm zu entwickeln, wird bei den folgenden Überlegungen eine Situation mit vorausgegangener ungleichgewichtiger realer Aufwertung („Überbewertung“) unterstellt. Diese kann entweder im Zuge einer Wechselkursstabilisierung oder in Folge eines negativen externen Schocks entstanden sein. Inwieweit sich dieses gesamtwirtschaftliche Ungleichgewicht im Verlauf der Wechselkursstabilisierung verringert, hängt von den anderen Politikfeldern ab.

- Die Geldpolitik müßte bei fixen Wechselkursen sofort restriktiver werden, um den inländischen Inflationsdruck zu dämpfen. Konsistenz zwischen Wechselkurs- und Geldpolitik bedeutet also, daß eine Abwertung des nominalen Wechselkurses in dem Maße zugelassen werden muß, wie die Geldpolitik dem inländischen Inflationsdruck nichts entgegensetzt, damit die reale Aufwertung möglichst bald gedämpft werden kann. Konsistenz mit der Fiskalpolitik erfordert dementsprechend, daß die Geldpolitik nicht restriktiver sein kann, als die Entwicklung des Budgetdefizits dies zuläßt. Soweit der Staatshaushalt bisher durch Geldschöpfung der Zentralbank finanziert wurde, erfordert dies eine Ausgabenbeschränkung oder Steuererhöhungen. Wird statt dessen nur ein gleichbleibendes Budgetdefizit auf andere Weise finanziert, führt dies durch Zins- und Mengeneffekte zu einer Verdrängung privater Investitionstätigkeit, die gerade jetzt dringend gebraucht würde. Bei der Aufnahme von Auslands-

krediten ist dagegen zu beachten, daß sich je nach Wechselkursregime die Belastung der öffentlichen Haushalte durch den Schuldendienst schnell erhöhen kann. Dies ist zum Beispiel dann der Fall, wenn es in der Anfangsphase der Wechselkursfixierung zu vergrößerten Handelsbilanzdefiziten bei gleichzeitig vermindertem Wirtschaftswachstum kommt. Ein umfassendes Programm zur Reform der Finanzpolitik bietet jedoch einen Ausweg aus diesem Dilemma. Zum einen ergibt sich im Zuge einer grundlegenden Reform und Vereinfachung des Steuersystems häufig die Chance für mäßige Erhöhungen der Steuereinnahmen, vor allem durch Verbreiterung der Steuerbasis. Zum anderen sollten bei der Reduzierung der Staatsausgaben solche Ausgaben nicht vernachlässigt werden, die durch Investitionen in Infrastruktur und Ausbildung die Grundlagen für die langfristige Belebung des wirtschaftlichen Wachstums schaffen. Die dazu notwendige Flexibilität der Staatsausgaben kann durch eine frühzeitige Reform der Staatsunternehmen erhöht werden. Besondere Anforderungen stellt hingegen häufig die Reform der staatlichen Sozialpolitik, und hier insbesondere des Rentensystems.

- Bei fixen Wechselkursen könnte es zu einer Erschöpfung der Devisenreserven kommen, bevor das externe Gleichgewicht wiederhergestellt worden ist. Diese Gefahr ist besonders groß bei geringer Kreditwürdigkeit im Ausland und anhaltendem Preisdruck im Inland. In einer solchen Situation kommt es häufig zu Spekulationen über eine nominale Abwertung, die — auch wenn eine solche explizit in Abrede gestellt wird — die Gefahr einer Zahlungsbilanzkrise noch erhöht. Bei flexiblen Wechselkursen ist dagegen die Gefahr einer solchen destabilisierenden Spekulation von vornherein geringer. Unabhängig davon könnte die Regierung als Folge realer Aufwertung versucht sein, außenwirtschaftliche Beschränkungen zu ergreifen, um die Handelsbilanz auch ohne Änderung des Wechselkurses auszugleichen. Dadurch würden jedoch lediglich die mit Importen konkurrierenden Branchen geschützt, während die Exportindustrien noch stärker unter Druck gerieten. Eine Verbesserung der Handelsbilanz kann so wohl kaum erreicht werden; statt dessen wäre eine Handelsliberalisierung geeignet, die inländische Produktion handelbarer Güter zu beleben und so für einen Ausgleich der Handelsbilanz zu sorgen. Aber auch die Wechselkurspolitik als solche würde mit erheblichen Glaubwürdigkeitsproblemen konfrontiert, etwa wenn es zu verstärkter Währungssubstitution käme. Das Entstehen eines parallelen Wechselkurses auf informellen Devisenmärkten könnte zwar durch eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs verhindert werden, wohingegen Währungssubstitution nur durch Erfolge in der Stabilitätspolitik gedämpft werden kann. Kurzfristig kann ein fixer Wechselkurs daher wohl nur mit deutlichen Zinserhöhungen verteidigt werden. Die Einführung neuer Kapitalverkehrsbeschränkungen, die häufig zur Vermeidung spekulativer Kapitalzu- und -abflüsse vorgeschlagen wird, verursacht nämlich auch Ko-

sten durch den damit verbundenen Vertrauensverlust und die erzeugte Ineffizienz der Faktorallokation.

- Eine schnelle Anpassung der inländischen Preise kann sich nur dann einstellen, wenn die inländischen Gütermärkte bereits hinreichend liberalisiert sind. Eine außenwirtschaftliche Öffnung kann darüber hinaus dazu beitragen, daß der Wettbewerbsdruck im Inland steigt und so Produktivitätssteigerungen angeregt werden. Dies gilt insbesondere für solche handelbaren Güter, die bisher noch nicht international gehandelt wurden. Dagegen ist von einer Privatisierung staatlicher Unternehmen neben der Entlastung der öffentlichen Haushalte vor allem eine Liberalisierung bei den nichthandelbaren Gütern zu erwarten.
- Neben den Gütermärkten sind auch die Faktormärkte in ausreichendem Maße zu deregulieren. Einerseits ist intersektorale Mobilität von Arbeitskräften erforderlich, um den Strukturwandel im Verlaufe eines realen Anpassungsprozesses zu erreichen. Dabei ist sicherzustellen, daß der Effekt einer realen Abwertung auf die Angebotsseite nicht durch eine übermäßige Nominallohnerhöhung zunichte gemacht wird. Andererseits sind die inländischen Finanzmärkte von solchen administrativen Eingriffen zu befreien, die nicht der Risikovorsorge und damit der Vertrauensbildung dienen. Staatliche Vorgaben für das Zinsniveau oder die sektorale Kreditverteilung, wie sie in Entwicklungs- und Transformationsländern gleichermaßen üblich waren, beschränken nämlich sowohl die effiziente Faktorallokation als auch die Weiterentwicklung der Finanzintermediäre insgesamt.

Als Schlußfolgerung läßt sich festhalten, daß eine Wechselkursfixierung hohe Anforderungen an die Wirtschaftspolitik und an das Verhalten des Privatsektors stellt. Ob und (wenn ja) in welcher Form die Wechselkursstabilisierung erfolgreich ist, hängt entscheidend von der Gestaltung der übrigen Politikfelder ab.

4. Institutionelle Rahmenbedingungen zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit

Die Ursache für das wiederholte Scheitern von Stabilisierungsprogrammen wird häufig im fehlenden Vertrauen der privaten Akteure darin gesehen, daß die Regierung an ihren Reformplänen festhält und das Programm insgesamt erfolgreich sein wird (Borner et al. 1995). Inflations- und Abwertungserwartungen, in deren Höhe sich die Glaubwürdigkeit des Programms widerspiegelt, spielen tatsächlich eine bedeutende Rolle für den Erfolg der Wechselkursstabilisierung, etwa über Preis- und Lohnsetzungsverhalten und Investitionsprozesse (Blackburn und

Christensen 1989). Auch eine Fixierung des Wechselkurses ist nicht per se glaubwürdig, wie die folgenden Überlegungen zeigen. Eine Ursache für diesen Vertrauensverlust, die Inkonsistenz des Reformprogramms, ist bereits beschrieben worden (vgl. Abschnitt II.3); andere Ursachen sollen im Folgenden näher untersucht werden. Diese Überlegungen führen dann zu Empfehlungen für institutionelle Reformen, wobei einzelne dieser Maßnahmen bereits bei der Analyse der Wirkungsweise erwähnt worden sind (vgl. Abschnitt II.2).

Die *erste Ursache* für eine geringe Glaubwürdigkeit liegt dann vor, wenn die privaten Akteure keine Informationen über das tatsächliche Verhalten der Regierung besitzen. Dieses Problem ist zum einen um so größer, je länger die Verzögerung bei der Beobachtung der ökonomischen Effekte ist. Bei einer Fixierung des Wechselkurses ist dies jedoch von relativ geringer Bedeutung, da die Entwicklung des Wechselkurses einfach und ohne Zeitverluste beobachtet werden kann. Das Problem ist zum anderen dann relevant, wenn die Regierung in der Vergangenheit bereits häufiger eine Wechselkursfixierung abbrechen mußte. Die Ankündigung einer erneuten Fixierung wird in einem solchen Falle für sich genommen keine Glaubwürdigkeit genießen, gerade weil die Wechselkursentwicklung so einfach zu beobachten war.

Eine *zweite Ursache* ist das Problem der sogenannten Zeitinkonsistenz (Barro und Gordon 1983). Dieses Problem ergibt sich — vor allem bei Zielkonflikten, wie sie bereits dargestellt wurden — aus der Interdependenz staatlichen und privaten Handelns. In bestimmten Situationen besteht für die Regierung ein Anreiz, von der ursprünglich angekündigten Strategie abzuweichen, nachdem die privaten Akteure sich auf diese Pläne eingestellt haben. Wenn die Lohnabschlüsse zum Beispiel aufgrund der Ankündigung stabilitätsorientierter Geldpolitik maßvoll waren, könnte die Regierung durch eine expansive Geldpolitik die Reallöhne weiter als geplant sinken lassen, um so kurzfristig eine Angebotserhöhung hervorzurufen. Ein ähnlicher Anreiz besteht auch bei einer angekündigten dauerhaften Wechselkursfixierung (Agénor 1994). In dem Maße, wie die privaten Akteure die Unvereinbarkeit von Wechselkursfixierung und expansiver Geldpolitik durchschauen, werden sie jedoch gar nicht erst auf die Ankündigungen eingehen. Ein Reformplan, der den Verdacht einer solchen Zeitinkonsistenz nicht ausräumen kann, ist also ungläubwürdig.

Eine *dritte Ursache* liegt dann vor, wenn die Regierung für ihr Reformprogramm keinen politischen Rückhalt besitzt. In einem solchen Fall rechnen private Akteure damit, daß aufgrund öffentlicher Proteste oder Lobbytätigkeit die ursprünglichen Pläne wieder aufgegeben werden (Alesina und Drazen 1991). Dieses Problem ist natürlich um so größer, je weniger gefestigt die politische Struktur des Staates erscheint und je stärker der Einfluß derjenigen Interessengruppen ist, die durch die geplanten Reformen verlieren würden. Bei einer Wechselkursfi-

xierung sind dies zum Beispiel die Produzenten nichthandelbarer Güter und die in diesem Sektor beschäftigten Arbeitskräfte.

Eine *vierte Ursache* liegt dann vor, wenn die Regierung auf unerwartete externe Schocks nicht angemessen reagieren kann (Dornbusch 1991). Dies kann sowohl an der Schwere des Schocks, aber auch an fehlender Anpassungsfähigkeit der wirtschaftspolitischen Instrumente liegen. In einem wenig entwickelten Bankensektor hat beispielweise die Zentralbank kurzfristig nur geringe Möglichkeiten, die gesamte Kreditschöpfung zu beeinflussen. Dagegen kann der (nominale) Wechselkurs — außer bei einer unwiderruflichen Währungskoppelung — in Ausnahmefällen weiterhin zur Dämpfung externer Schocks dienen. Eine flexible Handhabung der Wechselkurspolitik könnte allerdings den Verdacht der Zeitinkonsistenz wecken und auf diese Weise das gesamte Programm ungläubwürdig erscheinen lassen. Es kommt also darauf an, eine Balance zwischen diesen beiden Problemen zu finden.

In der Praxis erscheint es zwar — selbst im nachhinein — schwierig, die Glaubwürdigkeit eines konkreten Reformprogramms zu beurteilen. Dennoch — oder gerade deswegen — ist es wichtig, Maßnahmen zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit zu ergreifen. Dabei werden in der Literatur mehrere Maßnahmen vorgeschlagen, für die jeweils auch konkrete Erfahrungen vorliegen.

Ein *erster Vorschlag* besteht darin, die Ernsthaftigkeit der Regierungspläne gleich zu Beginn durch deutliche, unumkehrbare Reformen zu signalisieren (Bruno 1992). Auf diese Weise könnte sowohl zeitinkonsistentes Handeln der Regierung verhindert als auch das Informationsproblem gelöst werden. Ausreichende Preisflexibilität, die nicht durch Indexierungsklauseln für Löhne und Preise verhindert wird, und klare Schritte bei der Liberalisierung des Außenhandels könnten ein solches Signal setzen. Für Transformationsländer könnte auch eine feste Vorgabe zur Privatisierung der Staatsbetriebe als ein solches Signal wirken. Allerdings ist in jedem Fall zu beachten, daß der politische Rückhalt in dem Maße schwinden kann, wie diese Maßnahmen Kosten verursachen, zum Beispiel bei den Produzenten von bisher vor Importkonkurrenz geschützten Produkten. Voraussetzung einer solchen Strategie ist daher, daß mit raschen Erfolgen zu rechnen ist.

Ein *zweiter Vorschlag* zielt auf Lohn- und Preiskontrollen ab. Dies wird vor allem dann vorgeschlagen, wenn die Erwartungen der privaten Akteure aufgrund einer chronischen Inflation durch Ankündigungen allein nur schwer zu beeinflussen sind (Persson und van Wijnbergen 1993). Grundsätzlich können solche Maßnahmen nur für einen kurzen Zeitraum eingesetzt werden, da sonst die Flexibilität relativer Preise und Reallöhne verhindert wird. Dennoch ist selbst dann für die Öffentlichkeit nicht mehr erkennbar, ob die Wirtschaftspolitik diesen Spielraum nutzt und tatsächlich stabilitätsorientiert handelt. Die Erfahrung mit solchen Maßnahmen zeigt nämlich, daß die Regierung häufig nicht gehandelt hat und der alte

Inflationstrend nach Aufhebung der Kontrollen wieder eintrat (Kiguel und Liviatan 1992). Lohn- und Preiskontrollen können daher auch zur Vermutung führen, daß Zeitinkonsistenz vorliegt.

Ein *dritter Vorschlag* besteht darin, die Reputation bekannter Politiker oder Institutionen durch deren Einbindung in das Reformprogramm zu nutzen. In Transformationsländern ergibt sich zwar möglicherweise das Problem, Politiker mit einer derartigen Reputation zu finden, aber auch angesehene Personen des öffentlichen Lebens können diese Rolle übernehmen. Außerdem wird in diesem Zusammenhang häufig die Schaffung einer unabhängigen Zentralbank vorgeschlagen. Allerdings muß die Trennung der Verantwortung für Geld- und Finanzpolitik auch faktisch gegeben sein und darf nicht nur juristisch bestehen. Solange dies noch nicht durch konkrete Erfahrungen untermauert werden kann, kann die Schaffung einer unabhängigen Zentralbank vermutlich nur im Zusammenspiel mit anderen Maßnahmen wirken, beispielsweise konkreter Sanktionsmechanismen (Drazen und Masson 1994) oder aber einer Liberalisierung der Kapitalmärkte.

Während die bisherigen Vorschläge darauf abzielen, die Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik allgemein zu erhöhen, behandeln andere Vorschläge speziell die Glaubwürdigkeitsprobleme der Wechselkursstabilisierung.

So besteht ein *vierter Vorschlag* darin, eine unwiderrufliche Währungsunion mit einem anderen Staat einzugehen. Natürlich müßte dieser Staat für seine Stabilitätsorientierung bekannt sein, damit auf diesem Wege nicht Inflation importiert wird. Darüber hinaus sollte in dieser Währung ein großer Teil der Handelsbeziehungen abgewickelt werden, damit Schwankungen des realen Wechselkurses begrenzt werden. Und nicht zuletzt sollten die Wirtschaftsstrukturen der beiden Länder ähnlich sein, damit nicht die Gefahr besteht, daß diese bei externen Schocks unterschiedlich getroffen werden (zu diesen und anderen Überlegungen zur „optimum currency area“ vgl. Bofinger 1993). Allerdings ist auch die Frage zu klären, wie die Steuerung der inländischen Kreditpolitik geregelt ist; in dem Maße wie der andere Staat durch Garantien oder ähnliche Verpflichtungen eingebunden ist, wird dieser auch die Kreditpolitik regeln wollen. Auch bei einem Currency Board ist der Handlungsspielraum der Kreditpolitik eingeschränkt, nämlich durch die Deckungspflicht. Außerdem stellt sich die Frage, inwieweit eine (erfolgreiche) Spekulation gegen eine solche Form der Währungsbindung möglich ist. Während dies bei einer Währungsunion mit Garantien des anderen Staats ausgeschlossen wird, ist bei einem Currency Board eine Spekulation gegen die einseitige Währungsbindung weiterhin möglich bzw. kann letztlich nur mit hohen Kosten abgefangen werden.

Ein *fünfter Vorschlag* besteht darin, einen Stabilisierungsfonds zu schaffen, d.h. zusätzliche Währungsreserven, die vom Ausland für begrenzte Zeit zur Verfügung gestellt werden. Tatsächlich mag das Vertrauen der Öffentlichkeit durch eine solche Maßnahme steigen, da die Anfälligkeit für Zahlungsbilanzkrisen

sinkt. Allerdings werden die übrigen Ursachen für das Glaubwürdigkeitsproblem, insbesondere die fehlende Flexibilität der Güter- und Faktormärkte, dadurch zunächst nicht abgebaut. Durch laufende finanzielle Transfers aus dem Partnerland — wie im Falle der Zahlungen für die neuen Bundesländer — würde der Druck auf die Lohn- und Preisentwicklung sogar vermindert.

Als Fazit läßt sich festhalten, daß sich Glaubwürdigkeit durch keine Lösung automatisch herstellen läßt, insbesondere nicht, wenn starke politische Interessengruppen die positiven Wirkungen der Reformen verhindern. Schon aus diesem Grund wird ein Reformprogramm immer auch Kompromisse enthalten, die den politischen Konsens gewährleisten sollen. Außerdem können nicht alle Glaubwürdigkeitsprobleme gleichermaßen vermieden werden. Von den diskutierten Maßnahmen erscheint die Signalwirkung unumkehrbarer Reformschritte als erfolgversprechendste Lösung.

5. Zwischenergebnis

Die theoretischen Überlegungen haben die grundsätzlichen Chancen und Risiken verschiedener Formen der Wechselkursstabilisierung aufgezeigt, die in den folgenden Länderstudien im Detail belegt werden sollen.

Aus theoretischer Sicht kann eine Wechselkursfixierung nur dann empfohlen werden, wenn das betrachtete Land von Anfang an eine strikte Stabilitätspolitik verfolgen will und wenn es gleichzeitig umfangreiche Liberalisierungsschritte bezüglich der Güter- und Faktormärkte umsetzt. Kurzfristige Einkommenseinbußen können dabei nur verhindert werden, wenn dieses Programm glaubwürdig ist und die inländischen Löhne und Preise relativ flexibel sind. Bestehen von vornherein begründete Zweifel am Vorliegen dieser Voraussetzungen, sollten statt dessen flexible Wechselkurse oder eine Zwischenlösung gewählt werden.

Durch eine regelgebundene Wechselkurspolitik können zwar die Anpassungskosten gemildert werden; es besteht jedoch die Gefahr, daß der Anpassungsdruck (insbesondere bei „passivem Crawling Peg“) zu gering ist, um Inflationsdämpfung und Rückkehr zu stabilem Wachstumspfad zu erreichen.

Die Entscheidung für eine völlig freie Wechselkursbildung ist dagegen nur sinnvoll, wenn die Kapitalmärkte hinreichend entwickelt sind, da ansonsten eine zu hohe Volatilität des nominalen und realen Wechselkurses den Vorteil überkompensiert, den die Chance schrittweiser Anpassung der Wirtschaftspolitik bietet. Auch zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit könnte die Freigabe der Wechselkursbildung beitragen, allerdings verpufft die Wirkung dieses Signaleffekts, wenn sich nicht bald spürbare Verbesserungen einstellen.

Eine pragmatische Alternative könnte aus der Abfolge von fixen Wechselkursen während der ersten Phase der Inflationsbekämpfung und Remonetisierung und einer Rückkehr zu flexiblen Wechselkursen während der Phase von Struktur-anpassung und Wachstum bestehen (Sachs 1996).

III. Erfahrungen mit Wechselkurspolitik in Entwicklungs- und Transformationsländern

1. Wechselkurspolitik in Lateinamerika

Ende der achtziger und zu Beginn der neunziger Jahre erlebte das Konzept einer Inflationsbekämpfung durch feste bzw. quasifeste Wechselkurse eine Renaissance. Die lateinamerikanischen Vorzeigeländer in diesem Zusammenhang waren Mexiko und Argentinien. Daß gerade lateinamerikanische Länder dieses Konzept wieder angewandt haben, mußte zu Beginn zumindest teilweise überraschen.

- Einerseits erscheint die Idee, der nationalen geldpolitischen Behörde die Hände zu binden, indem die Geldpolitik auf das Ziel der Stabilisierung des Wechselkurses als nominalem Anker ausgerichtet wird, gerade vor dem Hintergrund des Mißbrauchs der Geldpolitik als „lender of last resort“ für den Staat und einflußreiche Interessengruppen geradezu zwangsläufig (Dornbusch und Edwards 1991). Außerdem spielt der US-Dollar in Lateinamerika sowieso schon eine zentrale Rolle bei der Festlegung von Kontrakten. Warum also nicht die nationale Währung gegenüber dem US-Dollar fixieren?
- Andererseits sollten die bitteren Erfahrungen, die vor allem lateinamerikanische Länder zu Beginn der achtziger Jahre mit der Wechselkursstabilisierung gemacht haben, zur Vorsicht mahnen. Während der argentinischen „Tablita“, einer festgelegten Rückführung der nominalen Abwertung auf Null (aktiver Crawling Peg), aufgrund weitreichender Inkonsistenzen in der Wirtschaftspolitik Argentiniens von vornherein geringe Chancen zugerechnet werden mußten, galt zumindest die Wechselkursfixierung Chiles als Beispiel dafür, daß das Konzept auch bei konsistenter Wirtschaftspolitik dramatisch scheitern kann (vgl. Corbo et al. 1986; Kiguel und Liviatan 1994).

In diesem Abschnitt sollen deshalb die Erfahrungen der erwähnten lateinamerikanischen Länder — Argentinien, Chile, Mexiko — mit unterschiedlichen Wechselkursregimen ausgewertet werden. In Abschnitt a werden zunächst die Erfahrungen Argentiniens und Chiles in den siebziger und achtziger Jahren untersucht. Auf der Basis der dort gewonnenen Erkenntnisse wird dann in den folgenden Abschnitten b und c die konträre Entwicklung der Wechselkursregime der beiden Länder bis in die achtziger Jahre dargestellt. Schließlich versucht Abschnitt d zu erklären, warum der mexikanische Ansatz, der einen Kompromiß aus dem argentinischen und dem chilenischen Ansatz darstellt, gescheitert ist.

a. **Gescheiterte Wechselkursstabilisierung: Argentinien und Chile (1970–1988)**

Die Erfahrungen Argentiniens und Chiles in den siebziger und achtziger Jahren zeigen, daß zwei Länder, die bei vergleichbaren Startbedingungen vergleichbare Konzepte implementieren, dennoch sehr unterschiedliche Resultate erzielen können. Tabelle 1 zeigt die vier nahezu parallelen Phasen makroökonomischer Politiken in den beiden Ländern. *Phase I* ist durch sozialistische Wirtschaftsregime gekennzeichnet, die in Militärputschen endeten und akzelerierende Inflationsraten und überbewertete Wechselkurse hinterließen (Fanelli et al. 1987: 1; Fernandez 1985: 871; Corbo 1985: 893). *Phase II* ist durch erste marktwirtschaftliche Reformen sowie durch flexible Wechselkurse gekennzeichnet. In *Phase III* schwenkten beide Länder auf feste bzw. quasifeste Wechselkurse um. Argentinien führte die sog. „Tablita“ ein, die einen Zeitplan zur Reduzierung der nominalen Abwertung auf Null darstellte. Bei gegebener Inflationsdifferenz zum US-Dollar entsprach dies einem aktiven Crawling Peg. In Chile wurde der nominale Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar vollständig fixiert. Diese Phase der Wechselkursstabilisierung konnte jedoch nicht durchgehalten werden, und beide Länder kehrten zu einer Politik flexibler Wechselkurse zurück (*Phase IV*).

Die Auswirkungen der makroökonomischen Politiken auf die Inflationsrate, den realen Wechselkurs und die wirtschaftliche Entwicklung entsprachen den Vorhersagen des in Kapitel II skizzierten Modells. In beiden Ländern ging die Inflationsrate während der Phase der Wechselkursstabilisierung zurück; der reale Wechselkurs wertete auf, da die Inflationsraten immer noch signifikant über dem US-Niveau lagen; die Netto-Kapitalzuflüsse stiegen stärker als das Leistungsbilanzdefizit; und die Wachstumsraten lagen aufgrund des Nachfragebooms auf sehr hohem Niveau. Diese expansive Phase der Wechselkursfixierung wurde durch

Tabelle 1 — Wechselkursregime in Argentinien und Chile 1970–1988

Phase	Wechselkurspolitik	Zeitraum ^a	
		Argentinien	Chile
I	Ausgangssituation	1970–1975	1970–1973
II	Flexible Wechselkurse	1976–1978	1974–1979
III	Feste Wechselkurse	1979–1980	1980–1981
IV	Flexible Wechselkurse	1981–1988	1982–1988

^aPhase I endet mit den Militärputschen. Phase III umfaßt die Jahre, für die das Regime fester bzw. quasifester Wechselkurse während des ganzen Jahres in Kraft war.

Quelle: Siehe Text.

einen negativen externen Schock, die Schuldenkrise, beendet. Durch die Umkehr der Kapitalströme war das Leistungsbilanzdefizit nicht mehr finanzierbar und die Währung somit real überbewertet. Beide Länder mußten die Wechselkursfixierung aufgeben, um eine Zahlungsbilanzkrise und einen Run auf die Zentralbank zu verhindern, konnten jedoch dramatische Wachstumseinbrüche nicht vermeiden.

Neben diesen Parallelen waren jedoch drei signifikante Unterschiede zwischen den Ländern zu verzeichnen, die für diese Analyse von Bedeutung sind. *Erstens* zeigt Tabelle 2, daß die Durchführungen der jeweiligen makroökonomischen Strategien in Chile deutlich näher am theoretischen Konzept orientiert waren als in Argentinien. In Phase III wurde die Wechselkursfixierung durch eine monetäre Kontraktion begleitet, um die Inflation zu bekämpfen; in Phase IV wurde die monetäre Expansion konstant gehalten und der nominale Wechselkurs abgewertet, um den realen Wechselkurs anzupassen.

Zweitens mündete in Chile die Abwertungsphase in den achtziger Jahren in ein regelgebundenes Wechselkursregime. Ab 1985 verfolgte Chile einen passiven Crawling Peg, bei dem Schwankungen um die Parität erlaubt waren und zusätzliche diskretionäre Abwertungen für eine Stabilisierung der Devisenbilanz und damit des Anpassungspfades des realen Wechselkurses sorgten. Dagegen war das Wechselkursmanagement in Argentinien hochgradig diskretionär und wechselte ständig zwischen Fixing und Floating, und die Währungsreserven sanken erheblich.

Schließlich fiel, *drittens*, der wirtschaftliche Einbruch in Phase IV in Chile moderater aus als in Argentinien. Die in Tabelle 2 aufgeführten durchschnittlichen Wachstumsraten von $-0,8$ vH für Argentinien und $1,5$ vH für Chile tragen diesen Unterschieden nicht hinreichend Rechnung. So zeigten beide Länder zu Beginn der Phase IV stark negative Wachstumsraten, von denen sich Chile in kurzer Zeit erholte und 1989 ein Wachstum von über 9 vH erzielte, während Argentiniens Wirtschaft weiter schrumpfte.

Das unterschiedliche wirtschaftliche Ergebnis bei vergleichbaren Ausgangsbedingungen und vergleichbaren wirtschaftspolitischen Strategien ist neben den bereits angesprochenen Implementierungsschwächen in Argentinien vor allem auf deutliche Unterschiede der Finanz-, der Handels- und der Kapitalverkehrspolitik zurückzuführen.

In den achtziger Jahren fand in Lateinamerika ein Umdenkprozeß hinsichtlich der Gestaltung der Wirtschaftspolitik im allgemeinen und der Finanzpolitik im besonderen statt (Williamson 1990). Während in den siebziger Jahren hohe Budgetdefizite und eine schwache Steuerbasis noch als unproblematisch und eine Ausweitung der Staatstätigkeit zur Beschleunigung des wirtschaftlichen Aufholprozesses als notwendig angesehen wurde, wurde spätestens während der Anpassungskrise, die auf die Schuldenkrise folgte, die Notwendigkeit finanzpolitischer Reformen grundsätzlich erkannt.

Tabelle 2 — Makroökonomische Kennzahlen für Argentinien (ARG) und Chile (CHI) 1970–1988^a

		Phase I	Phase II	Phase III	Phase IV
Nominaler Wechselkurs ^{b,c}	ARG	49,8	128,5	44,1	203,2
	CHI	102,7	158,6	-5,2	22,2
Geldmenge M1 ^b	ARG	120,4	182,9	117,1	287,4
	CHI	194,2	168,0	25,4	22,3
Verbraucherpreise ^b	ARG	62,4	265,2	130,2	309,6
	CHI	122,2	209,4	27,4	20,3
Realer Wechselkurs ^b	ARG	3,9	-10,3	-29,9	12,2
	CHI	13,3	9,6	-16,8	12,3
BIP ^b	ARG	3,8	0,7	4,3	-0,8
	CHI	1,9	3,8	6,7	1,5
Netto-Kapitalzufluß ^d	ARG	4,8	12,6	43,3	-2,2
	CHI	0,7	21,2	67,8	-28,5
Bestand an Währungsreserven ^d	ARG	84,9	94,8	130,8	78,9
	CHI	58,0	36,3	70,8	89,9
Staatshaushalt ^e	ARG	-4,8	-4,4	-3,1	-6,2
	CHI	-7,7	-0,1	4,0	-1,4
Durchschnittszollsatz ^f	ARG	24,4	35,9	28,3	32,5
	CHI	36,4	12,0	8,0	14,0
Aufschlag am Devisenparallelmarkt(vH)	ARG	48,6	31,3	1,4	44,0
	CHI	573,4	15,4	8,0	25,0
Realzins ^g	ARG	-21,7	-29,2	-3,8	1,4
	CHI	-29,0	-3,3	16,9	5,6

^aZur Definition der Phasen I–IV siehe Tabelle 1; alle Werte sind Periodendurchschnitte. — ^bVeränderung in vH. — ^cEigene Berechnungen; effektive Raten auf der Basis von Welthandelsgewichten. — ^dIn vH der Importe. — ^eSaldo in vH des BIP. — ^fBerechnet nach den tatsächlichen Zolleinnahmen (in vH). — ^gAufgrund von Datenrestriktionen und unterschiedlichen Kapitalmarktpolitiken mußten Zinssätze für Bankeinlagen verwendet werden.

Quelle: IMF *International Financial Statistics* (versch. Ausgaben), Banco Central de Chile (versch. Ausgaben), World Bank (1996), Banco Central de Argentina (1990) und Cowitt (versch. Ausgaben).

Chile hob sich frühzeitig im positiven Sinne von den anderen Staaten ab (Schweickert und Wiebelt 1996). Hier wurden die Probleme nicht nur bereits in den siebziger Jahren erkannt, sondern auch einer Lösung zugeführt. Die chilenische Finanzpolitik war dabei nicht nur im Vergleich mit den europäischen sondern auch mit den asiatischen Schwellen- und Entwicklungsländern außergewöhnlich. *Erstens* konnte Chile schon zu Beginn der achtziger Jahre einen erheb-

lichen Budgetüberschuß aufweisen, der, von wenigen Jahren abgesehen, auch aufrechterhalten werden konnte. *Zweitens* ging über den Zeitraum 1980–93 der Anteil der Staatsausgaben am BIP um ca. 25 vH zurück und näherte sich dem asiatischen Durchschnittswert. *Drittens* ging die direkte Besteuerung zugunsten der indirekten Besteuerung drastisch zurück. Schließlich konnten, *viertens*, die Sozialabgaben drastisch auf nahezu ein Drittel zurückgeführt werden.

Diese Entwicklung war das Ergebnis weitreichender finanzpolitischer Reformen in den siebziger und achtziger Jahren (Meller 1990). Die erste wichtige Reform fand 1975 statt und setzte sowohl auf der Einnahmenseite als auch auf der Ausgabenseite an. Die Einnahmen aus indirekter Besteuerung wurden durch eine Indexierung der Steuerforderungen und die Einführung einer Mehrwertsteuer mit einem einheitlichen Steuersatz für nahezu alle Güter gesteigert. Dies verhinderte die Entwertung der Steuerbasis und erleichterte die Kontrolle der Steuerforderungen. Zusammen sorgten diese Effekte für eine wesentliche Reduzierung der Steuervermeidung. Gleichzeitig wurden schwer zu erhebende direkte Steuern, wie die Kapitalertragssteuer und die Vermögenssteuer, abgeschafft, um die administrative Kapazität auf die Kontrolle der indirekten Besteuerung zu konzentrieren. Gleichzeitig wurde die Ausgabenseite durch eine Rückführung der Beschäftigung im öffentlichen Sektor um 30 vH sowie durch eine Privatisierung der Staatsbetriebe und die Streichung der Subventionen für diese Betriebe entlastet. Der Anteil der Staatsausgaben am Bruttoinlandsprodukt konnte so um ca. 18 Prozentpunkte gesenkt werden.

Der aus den frühen finanzpolitischen Reformen erzielte Konsolidierungserfolg wurde auch während der Anpassungskrise in den achtziger Jahren nicht aufgegeben. Zwar mußten in einigen Jahren wieder (moderate) Budgetdefizite ausgewiesen werden. Dies ist jedoch vor dem Hintergrund der Reform des Sozialversicherungssystems zu Beginn der achtziger Jahre und des dramatisch ansteigenden Schuldendienstes Mitte der achtziger Jahre zu bewerten. Dabei wurde 1981 das Umlageverfahren des Rentensystems praktisch aufgelöst und in ein von privaten Pensionsfonds betriebenes Kapitaldeckungsverfahren umgewandelt (Queisser 1993). Durch die Begleichung alter Rentenansprüche und den Ausfall neuer Einzahlungen in das staatliche Rentensystem entstanden Ausgabeverpflichtungen in Höhe von ca. 3 vH des BIP. Gleichzeitig bediente Chile alle Auslandsschulden bei steigenden Zinssätzen. Dies führte ebenfalls zu einer Haushaltsbelastung in Höhe von ca. 3 vH des BIP (Larraín 1991).

Die dritte wesentliche finanzpolitische Reform konzentrierte sich auf die Einnahmenseite. Sie hatte zum Ziel, die Einkommensbesteuerung zugunsten der Konsumbesteuerung weiter zurückzudrängen (Arellano und Marfán 1989). Im wesentlichen wurden Ersparnisse von der Besteuerung befreit sowie die Steuersätze der Einkommens- und Unternehmensbesteuerung gesenkt.

Aufgrund der finanzpolitischen Reformen in Chile wurden nicht nur Wachstumskräfte gestärkt, sondern durch eine Abkehr von der Verschuldungspolitik auch die Voraussetzungen für eine de facto unabhängige Geldpolitik geschaffen. So konnte im Gegensatz zu Argentinien, das im Untersuchungszeitraum keine wesentlichen finanzpolitischen Reformen durchführte (World Bank 1990), die monetäre Expansion zurückgeführt und auf einem niedrigeren Niveau stabilisiert werden.

Die finanzpolitischen Reformen ermöglichten schließlich auch eine radikale Liberalisierung der chilenischen Wirtschaft. Dabei zeigen die Werte für den durchschnittlichen tatsächlichen Zollsatz, den negativen Realzins und den Aufschlag am Devisenparallelmarkt in Tabelle 2, daß die ursprüngliche Regulierungsdichte in Chile sogar noch höher war als in Argentinien. Danach schaffte Chile alle Handelsbeschränkungen bis auf einen einheitlichen Importzollsatz ab, privatisierte (im zweiten Anlauf) erfolgreich das Bankensystem und schaffte die Diskriminierung ausländischer Investitionen vollständig ab.

Als Fazit läßt sich festhalten, daß sowohl Stabilisierungserfolge als auch Erfolge bei der realwirtschaftlichen Anpassung von finanzpolitischen Reformen und einer Liberalisierung der Güter- und Faktormärkte determiniert werden. Chile war in der Lage, die Inflation dauerhaft zu bekämpfen und die Anpassung des realen Wechselkurses zu stabilisieren, weil die finanzpolitische Konsolidierung die Geld- und Wechselkurspolitik de facto unabhängig machte. Zudem sorgten radikale Liberalisierungsschritte für stärkere Anpassungsanreize und für eine stärkere Anpassungskapazität. Die chilenischen Erfahrungen zeigen jedoch auch, daß selbst bei günstigsten Ausgangsbedingungen die Wechselkursfixierung ohne weitreichende institutionelle Absicherungen — wie sie im nächsten Abschnitt zu diskutieren sein werden — nicht durchzuhalten ist, wenn starke negative externe Schocks eine Abwertung des realen Wechselkurses erzwingen.

b. Priorität für Stabilität: Argentinien seit 1991

Die achtziger Jahre endeten für Argentinien im währungspolitischen Chaos, das in mehreren Hyperinflationen und zahllosen gescheiterten Reformprogrammen gipfelte. Vor diesem Hintergrund unternahm Argentinien im April 1991 einen erneuten Versuch, den Wechselkurs als Stabilisierungsinstrument einzusetzen (Cavallo 1993). Dieser Versuch unterscheidet sich allerdings in seiner Radikalität nicht nur von der „Tablita“ zu Beginn der achtziger Jahre, sondern auch von allen anderen Implementierungen des Konzepts der Wechselkursstabilisierung in Lateinamerika. Die konstituierenden Elemente des sogenannten Konvertibilitätsplans sind

- die Fixierung des Peso/Dollar-Wechselkurses per Gesetz,
- die obligatorische vollständige Devisendeckung für die Peso-Geldbasis,
- das Verbot der Finanzierung von Staatsdefiziten durch die Zentralbank,
- die vollständige Konvertibilität des Peso für alle Leistungsbilanztransaktionen sowie
- die Einführung des US-Dollar als Parallelwährung im Finanzsystem und als legales Zahlungsmittel.

Grundsätzlich fungiert somit die argentinische Zentralbank als Currency Board. Zum festen Wechselkurs wird jedes am Markt auftretende Überschußangebot bzw. jede auftretende Überschußnachfrage befriedigt; Devisenzuflüsse (bzw. -abflüsse) bewirken eine Erhöhung (Dämpfung) der Expansion der Peso-Geldmenge. Dies bedeutet, daß eine diskretionäre Geldpolitik weitgehend ausgeschlossen ist und das Currency Board dafür sorgt, daß die in Kapitel II für den Fall eines festen Wechselkurses beschriebenen Wirkungsketten voll zum Tragen kommen. Aus der obigen Liste institutioneller Maßnahmen ergibt sich ein Maximum an Währungswettbewerb mit dem Ziel, Preisdisziplin durch entsprechende Marktsignale zu erzwingen.

Tabelle 3 zeigt, daß das argentinische Currency Board bei der Inflationsbekämpfung sowohl der argentinischen „Tablita“-Politik als auch dem chilenischen Festkurssystem zu Beginn der achtziger Jahre überlegen war. Ausgehend von einer Situation der Hyperinflation und ökonomischer Stagnation im Jahr 1990 sank die Inflationsrate auf 4 vH im Jahr 1994. Dadurch war es möglich, den realen Aufwertungstrend zu brechen und 1994 sogar umzukehren, ohne vom festen Wechselkurs abzuweichen. Dieser Prozeß war bis einschließlich 1994 mit Wachstumsraten verbunden, die durchaus asiatischen Standards entsprechen. Der Wechselkurs zeigte während der meisten Zeit eine Aufwertungstendenz, so daß die Zentralbank ständig Dollars kaufte und sich die Peso-Geldmenge von 1990 bis 1993 real mehr als verdreifachte.

Der argentinische Erfolg, der in der jüngeren Entwicklungsländergeschichte ohne Beispiel ist, zeigt, daß nur eine radikale Implementierung des Konzepts der Stabilisierung durch Wechselkursfixierung zu einer raschen Anpassung der Inflationsrate an das Niveau der Ankerwährung führt. Dazu war es allerdings erforderlich, die Preissignale, auf deren Wirkung der Konvertibilitätsansatz beruht, zu entzerren. Hierzu wurden radikale komplementäre Reformmaßnahmen durchgeführt (Artana und Navajas 1995 und die in der Quelle zu Tabelle 3 zitierte Literatur).

Zentrales Element war die Konsolidierung der Staatsfinanzen. Schon im zweiten Jahr des Konvertibilitätsprogramms wurde ein Haushaltsdefizit in einen Überschuß umgewandelt, vor allem durch Reformen auf der Einnahmenseite. Dies betrifft in erster Linie die Mehrwertsteuer, die durch Erhöhungen des Steu-

Tabelle 3 — Makroökonomische Kennzahlen für Argentinien 1990–1995

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Währungsreserven ^a	n.v.	119,0	24,7	37,5	3,7	-0,3
Währungsreserven ^b	113,7	115,2	102,1	103,1	98,8	116,5
Geldmenge ^a	1 113,3	141,3	62,5	46,5	4,8	5,9
Verbraucherpreise ^a	1 344,0	84,0	17,5	7,3	3,9	1,6
Realer Wechselkurs ^a	-46	-25	-11	-8	0	4
Reales BIP ^a	- 0,1	8,9	8,7	6,0	7,4	-4,4
Handelsbilanz ^d	5,7	1,8	-1,5	-1,8	-2,3	0,9
Arbeitslosenquote	7,4	6,5	7,0	9,6	11,5	16,4
Direktinvestitionen ^e	1 836	2 439	2 562	3 482	477	1 164
Sonstiges Kapital ^e	-3 981	589	5 775	8 097	9 564	1 132
Währungsreserven ^e	3 121	2 040	3 261	4 279	685	-81
Staatshaushalt ^d	-2,5	-0,8	-0,2	0,9	-0,5	-1,3
Realzins ^d	n.v.	-7,0	-2,5	-1,3	4,1	13,1
Reallohn ^a	-8,9	-11,2	-5,0	-1,6	0,7	-1,4

^aVeränderung in vH. — ^bBestand in vH der monetären Basis. — ^cVeränderung von Jahresendwerten in vH. — ^dSaldo in vH des BIP. — ^eNettozuflüsse in Millionen US- $\text{\$}$.

Quelle: FM (versch. Ausgaben), FIEL (versch. Ausgaben), EIU *Country Report Argentina* (versch. Ausgaben) sowie Abschnitt 3 des Anhangs.

ersatzes, Rationalisierung und Verbreiterung der Steuerbasis und die Wiedereinführung der für die Steuererhebung zuständigen Behörde, zur dominierenden Steuer ausgebaut wurde und wesentlich zur Verbesserung der Steuerbasis beigetragen hat. Die Erlöse aus der Privatisierung der staatlichen Unternehmen trugen während der Jahre 1991 und 1992 noch zur Konsolidierung bei, wurden jedoch schon 1993 als Einnahmenquelle unbedeutend.

Bemerkenswert ist, daß die Konsolidierung trotz der Wiederaufnahme des externen und internen Schuldendienstes gelang. So fiel die Reduzierung der Verschuldung im Rahmen eines Brady-Abkommens eher moderat aus, weil die meisten Gläubiger für den sogenannten Par-Bond ohne Schuldenreduzierung aber mit niedrigen Zinsen optierten. Intern hatte der argentinische Staat Schulden gegenüber den Rentnern akkumuliert, indem er seinen Transferverpflichtungen gegenüber der chronisch defizitären Rentenkasse nicht nachgekommen war. Diese implizite Verschuldung wurde durch die Ausgabe von Wertpapieren explizit gemacht, und die Renten wurden auf das gesetzlich vorgeschriebene Niveau angehoben. Seit 1994 existieren in Argentinien private Rentenkassen nach dem chilenischen Vorbild, so daß der Staat nur noch die Grundrente bereitstellt und ansonsten ein Wahlrecht zwischen öffentlicher und privater Rente besteht. Es ist zu er-

warten, daß die Belastung des Staatshaushaltes dadurch mittel- bis langfristig sinkt. Sowohl die Anhebung der aktuellen Renten als auch der Verlust von Nettoszählern im staatlichen Rentensystem führen allerdings kurzfristig zu einem Anstieg der Transfers an die Rentenkasse.

Die Liberalisierung des Außenhandels, die Argentinien seit 1991 durchgeführt hat, ist ebenfalls beachtlich, wenn man bedenkt, daß die argentinische Volkswirtschaft de facto geschlossen war, d.h., Importe und Exporte waren soweit reguliert, daß kein entscheidender externer Wettbewerbsdruck spürbar war. Inzwischen wurden die Importsteuern vereinfacht und auf 0 (Kapitalgüter) bis 20 vH (Fertigprodukte) gesenkt. Die Exportbesteuerung sowie alle nichttarifären Handelshemmnisse wurden abgeschafft. Letzteres betrifft auch die Anpassung von Normen und Standards an Weltmarktbedingungen, um Wettbewerbswirkungen zu maximieren.

Über einen weitreichenden Privatisierungsprozeß wurde außerdem versucht, die „argentinischen Kosten“ zu senken und die heimische Produktion effizienter zu gestalten. Die Liste der in der ersten Reformphase privatisierten Unternehmen zeigt, daß auch vor sensiblen Bereichen nicht halt gemacht wurde. Privatisiert wurden die Telefongesellschaft, die Fluglinie, TV-Kanäle, petrochemische Firmen, Elektrizitäts-, Gas- und Wasserwerke, ein Stahlwalzwerk, ein Hafen, Hotels, Gebäude, Ölfelder und schließlich Konzessionen für Straßen und Autobahnen.

Mit der Liberalisierung und Deregulierung von Faktormärkten war Argentinien wesentlich vorsichtiger als bei den Gütermärkten. In bezug auf den Arbeitsmarkt wurden zwar Dekrete erlassen, die verlangten, daß Lohnzuwächse an die Produktivitätsentwicklung anzupassen seien und daß Lohnverhandlungen auf Firmenebene stattfinden sollen. Diese Dekrete haben jedoch keine bindende Wirkung für die Tarifparteien. In der Realität sind die Lohnverhandlungen immer noch stark zentralisiert. So wird auf zentraler Ebene ein Basislohn ausgehandelt, der bei dezentralen Verhandlungen als Minimumlohn fungiert. In bezug auf den Kapitalmarkt wird das argentinische Bankensystem nach wie vor von Banken in Staatsbesitz dominiert.

Allerdings dürften Reformverzögerungen in Argentinien weniger ins Gewicht gefallen sein als in anderen Ländern. Erstens besteht in Argentinien die Möglichkeit der Substitution von Peso-Konten und Dollar-Konten, die für eine zügige Anpassung der Nominalzinsen sorgte. Zweitens ist die Macht der argentinischen Gewerkschaften de facto dadurch begrenzt, daß sie innerhalb der peronistischen Partei ihre Machtposition verloren (Reichel 1995). Außerdem wird das Konvertibilitätsmodell durch einen weitgehenden Konsens in der Bevölkerung gestützt, der nicht ausgehandelt wurde, sondern sich durch den unmittelbaren Stabilisierungs- und Wachstumserfolg eingestellt hat. So zeigt Tabelle 3 auch, daß die Lohnentwicklung deutlich hinter dem Anstieg der Konsumentenpreise zurück-

blieb. Die sich daraus ergebene Reallohnsenkung dürfte wesentlich dazu beigetragen haben, daß die argentinischen Exporte trotz realer Aufwertung nicht zurückgingen (Schweickert 1994).

Die Erfahrungen, die Argentinien während der „Tequila-Krise“ Anfang 1995¹⁰ gemacht hat, haben diese Einschätzung eher erhärtet. Die internationalen Anleger, aufgeschreckt durch negative Erfahrungen mit einem (quasi) fixierten Wechselkurs und einem hohen Leistungsbilanzdefizit, hielten sich nun auch in anderen Ländern mit ähnlichen Charakteristika deutlich zurück. Dies betraf auch Argentinien (Tabelle 3). Das Versickern des Kapitalzuflusses im ersten Quartal 1995 hatte die aufgrund des Currency Boards zu erwartenden Konsequenzen für die Geldpolitik. Im ersten Quartal verminderte sich die Geldbasis nominal um nahezu 25 vH (M1: fast 10 vH). Hierbei nutzte die argentinische Zentralbank ihren diskretionären Spielraum, um die Kontraktion der Peso-Geldmenge zu beschleunigen, indem sie mit Hilfe ihrer Überschußreserve die bei der Zentralbank gehaltenen Peso-Reserven der Geschäftsbanken in Dollar-Reserven transferierte. Die argentinischen Preise zeigten daraufhin ein hohes Maß an Flexibilität. Trotz einer Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes um 3 Prozentpunkte im April blieben die Konsumentenpreise im Zeitraum zwischen Februar (Beginn der Krise) und Mai konstant und fielen im Mai 1996 sogar gegenüber dem gleichen Monat im Vorjahr. Damit lag die argentinische Inflationsrate nunmehr deutlich unter der der Ankerwährung. Dadurch wurde die bereits 1994 eingeleitete reale Abwertung verstärkt.

Seit dem Wahlsieg von Präsident Menem im Mai 1995 stiegen dagegen die Einlagen im Bankensystem wieder deutlich an. Als Folge dieser Entwicklung zeigte sich der monetäre Sektor über das ganze Jahr 1995 gesehen erstaunlich stabil: Die Währungsreserven der Zentralbank veränderten sich kaum, die Geldmengenexpansion stieg sogar leicht an und die Nominalzinsen hatten bereits im Januar 1996 das Niveau von Dezember 1994 wieder erreicht.

Die Kosten der Anpassung fielen jedoch im realen Sektor an. So fand 1995 ein erheblicher realer wirtschaftlicher Einbruch statt. Positiv zu Buche schlägt auch die Umwandlung des Handelsbilanzdefizits in einen Überschuß ohne Anpassung des nominalen Wechselkurses. Diese Entwicklung wurde 1995 vor allem von einer Steigerung der Exporte um 32 vH getragen und nicht so sehr — wie bei einer starken monetären Kontraktion und erheblichen Einkommenseinbußen zu erwarten — von einem Rückgang der Importe, die vergleichsweise geringfügig um 13 vH zurückgingen.

Argentinien ist in zweierlei Hinsicht als erster Erfolgsfall einer Stabilisierung durch Wechselkursfixierung in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte der Entwick-

¹⁰ Die Gründe für die „Tequila-Krise“, d.h. für das Scheitern des mexikanischen Stabilisierungsversuches, werden in Abschnitt d ausführlich diskutiert.

lungsländer zu bewerten. Zum einen wurde die Inflationsrate von über 1 000 vH auf das Niveau einer stabilen Ankerwährung reduziert und so der reale Aufwertungs-trend umgekehrt. Zum anderen führte ein dramatischer externer Schock nicht zur Aufgabe der Wechselkursfixierung, sondern zu einer beschleunigten Anpassung. Dies bedeutet, daß zum ersten Mal ein fester Wechselkurs den eigentlichen Hätetest bestanden hat. Es zeigt allerdings auch das hohe systemimmanente Risiko durch die Abhängigkeit der Entwicklung der Geldmenge von der Stabilität der Kapitalzuflüsse. War Ende 1994 ein Szenario mit stabilen Preisen und hohem realem Wachstum noch am wahrscheinlichsten, so trat als Folge der „Tequila-Krise“ eine Rezession ein.

Die Diskussion der Erfahrungen Argentiniens hat deutlich gemacht, daß die Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung von den Erwartungen der Privaten abhängt, ob eine kontraktive Phase realer Abwertung ohne Aufgabe des festen Wechselkurses bewältigt werden kann. Die Wirtschaftspolitik muß darauf ausgerichtet sein, die Voraussetzungen dafür so rasch wie möglich zu schaffen, um den Markttest bei einem negativen externen Schock zu bestehen. Die folgenden grundsätzlichen Ergebnisse lassen sich festhalten:

- Die Wechselkursfixierung erfordert Reformen in den Bereichen Fiskal-, Gütermarkt- und Faktormarktpolitik. Diesem hohen Reformbedarf muß ein entsprechendes Reformpotential gegenüberstehen.
- Für kleine offene Volkswirtschaften, die sich für einen festen Wechselkurs entscheiden, empfiehlt sich die radikale Implementierung: Currency Board und volle Konvertibilität.
- Der Hätetest für eine Wechselkursfixierung ist die Bewältigung eines realen Abwertungsbedarfs. Die Aufgabe des festen Wechselkurses in einer solchen Situation verschärft die Krise.
- Selbst bei erfolgreicher Stabilisierung besteht die Gefahr, zunehmend an Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren und von ausländischem Kapital abzuhängen. Eine Destabilisierung des Kapitalverkehrs führt dann zwangsläufig zu einer Destabilisierung der heimischen Liquidität.

Die jüngsten Erfahrungen Argentiniens zeigen insgesamt, welche Chancen das Konzept der Stabilisierung durch einen festen Wechselkurs bei gegebenem Risiko bieten kann.

c. **Priorität für realwirtschaftliche Anpassung: Chile seit 1989**

Mit einem konsolidierten Staatshaushalt, einem liberalen Handelsregime und privatisierten Staatsbetrieben hätte Chile zwar die Voraussetzungen für eine neuerli-

che Fixierung des Wechselkurses erfüllt. Im Gegensatz zu vielen anderen lateinamerikanischen Ländern, die dies taten, ohne annähernd die chilenischen Voraussetzungen mitzubringen, strich die chilenische Regierung die Wechselkursfixierung jedoch vollständig von der wirtschaftspolitischen Agenda. Grundsätzlich räumte man der realwirtschaftlichen Anpassung und nicht der weiteren Inflationsbekämpfung oberste Priorität ein. Diese wirtschaftspolitische Weichenstellung fand 1985 ihren Ausdruck in der Einführung eines passiven Crawling Pegs. Die zentrale Parität des Peso gegenüber dem US-Dollar wurde dabei täglich angepaßt; die Veränderungsraten wurden monatlich bekanntgegeben und entsprachen der Differenz zwischen der im Vormonat realisierten Inflationsrate in Chile und einer Schätzung der aktuellen US-Inflationsrate; von Zeit zu Zeit fanden außerdem diskretionäre Anpassungen der zentralen Parität statt; die Bandbreite, innerhalb derer der Peso/Dollar-Kurs schwanken durfte, betrug zunächst 2 vH, ab Januar 1988 3 vH, ab Juni 1989 5 vH und ab Januar 1992 10 vH; seit Juni 1992 wird die zentrale Parität nicht mehr gegenüber dem US-Dollar sondern gegenüber einem Währungskorb definiert (Helpman et al. 1994).

Diese Wechselkurspolitik zeigt die klare Präferenz für einen wettbewerbsfähigen Wechselkurs. Die gleitende Anpassung der zentralen Parität um die Inflationsdifferenz zwischen In- und Ausland impliziert einen konstanten realen Wechselkurs, solange der tatsächliche Wechselkurs der zentralen Parität entspricht. Daraus folgt die Neutralität des Wechselkursregimes in bezug auf den realen Wechselkurs. Bewegt sich der tatsächliche Wechselkurs zum oberen (unteren) Ende des Bandes so wertet der reale Wechselkurs ab (auf). Daraus folgt die Möglichkeit der Änderung des realen Wechselkurses durch nominale Wechselkursänderungen bei begrenzter Anpassungsgeschwindigkeit. Bewegt sich der Wechselkurs innerhalb des Währungsbandes, so ist die Geldpolitik autonom. Erreicht der Wechselkurs das Ende des Bandes, so haben Veränderungen des gleichgewichtigen realen Wechselkurses unmittelbare Konsequenzen für die Geldpolitik. Dies war das zentrale Problem für das makroökonomische Management in Chile, nachdem die Kapitalabflüsse gestoppt waren und ausländische Investoren wieder Kapital nach Chile transferierten.

Tabelle 4 zeigt, daß die chilenische Zentralbank einige Zeit benötigte, bevor sie einen Weg fand, gleichzeitig die reale Aufwertung und die Inflation zu dämpfen. Drei Phasen der makroökonomischen Politik können nach 1989, d.h. unter den Bedingungen positiver Netto-Kapitalzuflüsse, unterschieden werden. In der ersten Phase (1989-1990) verstärkten die Kapitalzuflüsse die starken inflationären Impulse, die von der expansiven Fiskalpolitik des Jahres 1988, dem letzten Jahr unter dem Militärregime, ausgingen. Die gerade erst unabhängig gewordene Zentralbank versuchte, die monetäre Kontrolle durch einen starken Anstieg der Zinsen wiederherzustellen. Die gestiegenen Zinsen zogen jedoch zusätzliches Kapital an, und der Wechselkurs wertete relativ zur zentralen Parität auf und erreich-

Tabelle 4 — Makroökonomische Kennzahlen für Chile 1988–1995

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominaler Wechselkurs ^a	11,6	9,0	14,2	14,5	3,8	11,5	3,9	-5,5
Geldmenge ^a	27,1	31,2	23,5	28,1	23,3	23,4	11,3	25,9
Verbraucherpreise ^a	14,7	17,0	26,0	21,8	15,4	12,7	11,4	8,2
Realer Wechselkurs ^a	3	-7	0	-2	-4	0	-2	-6
BIP ^a	7,3	9,9	3,3	7,3	10,7	6,6	4,3	8,5
Arbeitslosenquote	6,3	5,3	5,7	5,3	4,4	4,5	5,9	5,3
Handelsbilanz ^b	7,0	4,5	3,4	4,0	1,5	-2,3	1,4	1,9
Direktinvestitionen ^c	952	1 279	582	400	321	375	845	1 008
Sonstiges Kapital ^c	155	94	2 220	237	2 407	1 948	3 459	-168
Währungsreserven ^c	756	549	2 122	1 049	2 344	171	2 917	740
Staatshaushalt ^b	-0,2	1,8	0,8	1,5	2,2	1,9	1,6	2,5
Realzins ^d	5,7	16,2	18,1	5,5	7,4	10,3	8,0	9,2
Reallohn ^a	7,5	2,2	2,4	1,3	5,3	4,8	5,6	4,2

^aVeränderung in vH. — ^bSaldo in vH des BIP. — ^cNettozuflüsse in Millionen US-\$. — ^dIn Prozent.

Quelle: Siehe Abschnitt 3 des Anhangs und EIU *Country Report Chile* (versch. Ausgaben).

te das untere Ende der Bandbreite. Außerdem dämpften die hohen Zinsen das Wirtschaftswachstum, ohne die inflationäre Entwicklung zu stoppen. In einer zweiten Phase (1991) lockerte die Zentralbank deshalb die Geldpolitik und erlaubt eine stärkere Monetisierung der Devisenzuflüsse. Wie zu erwarten, konnte eine solche Politik weder die reale Aufwertung noch die Inflationsentwicklung stoppen.

Die Politik in der dritten Phase nach Wiedereinsetzen der Kapitalzuflüsse ab 1992 war sehr viel erfolgreicher. Es gelang der chilenischen Zentralbank, sowohl das Tempo der realen Aufwertung zu verlangsamen als auch die Inflation auf einstellige Raten zurückzuführen. Die Geld- und Wechselkurspolitik in dieser Phase kann das erzielte Ergebnis allerdings kaum erklären. Sowohl die im Vergleich zur zweiten Phase geringere Rate der nominalen Abwertung als auch die stärkere monetäre Expansion hätten — bei weiter steigenden Kapitalzuflüssen — zu einer realen Aufwertung und einer Erhöhung der Inflationsrate beitragen müssen. Offensichtlich gelang es der chilenischen Zentralbank in dieser Phase, die Wechselwirkung zwischen Wechselkursregime und Geldpolitik aufzuweichen. Diese Erklärung ist nicht nur konsistent mit den beobachteten makroökonomischen Daten, sondern auch mit der chilenischen Wirtschaftspolitik seit 1992 (Ffrench-Davis et al. 1995):

- Die Zentralbank modifizierte das Wechselkursregime, um die Wechselkursflexibilität und damit auch die Wechselkursunsicherheit zu erhöhen und so Zuflüsse an kurzfristigem Kapital zu dämpfen. Sie erreichte dies durch eine Ausweitung der Bandbreite, durch die Definition der zentralen Parität in bezug auf einen (nicht näher spezifizierten) Währungskorb statt auf eine einzige Währung, durch zahlreiche und sich zum Teil widersprechende diskretionäre Änderungen der zentralen Parität und schließlich durch Interventionen innerhalb der Bandbreite anstatt der zuvor üblichen Interventionen bei Erreichen der Bandbreite.
- Kurzfristige Kapitalzuflüsse wurden außerdem durch eine nicht verzinste Reserveeinlage von 30 vH abgehalten. Diese gilt für alle Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern und für ausländische Investitionen in bestimmte Aktien. Die Reserveeinlage ist unabhängig von der Laufzeit der Investition ein Jahr lang bei der Zentralbank zu halten. Zusätzlich zu dieser steuerpolitischen Maßnahme hält Chile auch weiterhin Kontrollen und Regulierungen der Kapitalflüsse aufrecht.¹¹ Allerdings werden langfristige Investitionen wie ausländische Direktinvestitionen extrem liberal gehandhabt.
- Die Zentralbank sterilisierte außerdem die Effekte des Anstiegs der Devisenreserven in der Folge von Devisenmarktinterventionen durch die Herausgabe von inländischen Schuldverschreibungen.

Dieser pragmatische Ansatz impliziert im Prinzip eine Veränderung des Wechselkursregimes von einem passiven *Crawling Peg* hin zu einer Art regelgeleitetem schmutzigen *Floaten*. Zusätzlich steht die Kapitalverkehrspolitik im scharfen Gegensatz zu der ansonsten sehr liberal ausgelegten Wirtschaftspolitik Chiles. Für diese Politik spricht ihr Erfolg. Im Gegensatz zu vielen anderen lateinamerikanischen Ländern konnte Chile seine außenwirtschaftliche Risikoposition bis 1994 gering halten: Die Netto-Exporte nahmen im hier betrachteten Zeitraum zwar ab, konnten aber als Folge der Stabilisierung des realen Wechselkurs dazu beitragen, das Leistungsbilanzdefizit auf 1,5 vH zu begrenzen; aufgrund der Sterilisierungspolitik nahm die Devisendeckung der Geldbasis von 27 vH im Jahr 1988 auf 75 vH zu; und aufgrund der Diskriminierung nahezu aller Kapitalzuflüsse relativ zu ausländischen Direktinvestitionen stieg der Anteil der Direktinvestitionen (einschließlich aller damit verbundenen Kredite) am gesamten Kapitalzufluß auf 55 vH an. Diese Politik zahlte sich 1995 aus, als ausländische Inve-

¹¹ Kontrollen und Regulierungen umfassen u.a. eine mindestens einjährige Laufzeit für alle ausländischen Investitionen, Minimalstandards für den Betrag und das Rating von American Depositary Receipts (ADRs) und die Emission von Schuldverschreibungen sowie Beschränkungen der ausländischen Investitionstätigkeit über chilenische Banken oder andere Finanzinstitute. Die gesamte ausländische Kapitalverkehr durch den offiziellen Devisenmarkt ist von der Zentralbank zu genehmigen.

storen in der Folge der Tequila-Krise in Mexiko massiv Kapital aus Lateinamerika abzogen. Diese Entwicklung war in Chile nur (in bescheidenem Ausmaß) im ersten Quartal zu beobachten und wurde durch die wieder einsetzenden Kapitalzuflüsse im zweiten Quartal überkompensiert. Realwirtschaftliche Effekte blieben sogar ganz aus (Beyer 1995).

Diese Bewertung der chilenischen Makropolitik bedeutet nun nicht, daß das chilenische Modell als Blaupause für andere lateinamerikanische Länder oder gar für Transformationsländer dienen sollte. Die pragmatische, aber sehr diskretionäre und in Teilbereichen stark interventionistische Politik Chiles erfordert ein hohes Maß an Reputation und Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Behörde. Die Öffentlichkeit muß davon überzeugt sein, daß die geldpolitische Behörde Willens und in der Lage ist, ihren diskretionären Spielraum ausschließlich für die Glättung kurzfristiger Schwankungen der Inflationsrate und des realen Wechselkurses einzusetzen. Den meisten Zentralbanken in Lateinamerika und in Transformationsländern fehlt eine solche Reputation.

Außerdem erfordert die Sterilisierung von Devisenmarktinterventionen einen gut entwickelten heimischen Kapitalmarkt, der in der Lage ist, Schuldverschreibungen der Zentralbank zu absorbieren. In Chile konnte sich ein solcher Markt entwickeln. Hierfür sind vor allem die finanzpolitischen Reformen verantwortlich. Die Nachfrage nach Kapitalmarktinstrumenten wurde durch die Privatisierung der Rentenversicherung angeregt, und private Pensionsfonds sind auch die Hauptabnehmer der Zentralbankpapiere. Außerdem schaffte der Rückzug des Staates als Anbieter von Schuldverschreibungen Platz für private Anbieter. Dieser Rückzug des Staates war das Ergebnis einer über 15 Jahre durchgehaltenen finanzpolitischen Disziplin. Von 1979 bis 1994 zeigte das Staatsbudget in 9 Jahren einen Überschuß. Defizite über 1 vH des BIP wurden nur in den Jahren der akuten Anpassungskrise (1983–1985) zugelassen und lagen hier bei moderaten 2,2–2,9 vH.

Versucht man die Frage nach dem optimalen Währungsregime für die Erreichung von Stabilität und wirtschaftlicher Entwicklung im Lichte der Analyse des argentinischen und des chilenischen Vorgehens in den neunziger Jahren zu beantworten, so muß man zunächst festhalten, daß es ein derartiges Währungsregime nicht gibt, daß aber drei grundsätzliche Überlegungen einen Fingerzeig geben können:

- *Erstens* hängt die optimale Wahl von den Ausgangsbedingungen ab, da sowohl eine stabile als auch eine wettbewerbsfähige Währung notwendige Voraussetzungen für eine dauerhaftes Wirtschaftswachstum sind. Eine Stabilisierungsstrategie mit flexiblem Wechselkurs birgt dabei ein geringeres Risiko in bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit. Deshalb wird eine Stabilisierung mit festem Wechselkurs nur dann optimal sein, wenn ein entsprechend hoher Ertrag

in Form einer starken Reduzierung der Inflationsrate auf ein moderates Niveau zu erwarten ist. Dies wird nur bei einer Hyperinflation oder sehr hohen Inflationsraten der Fall sein.

- *Zweitens* hängt die optimale Wahl von den makroökonomischen Restriktionen und der Reformkapazität eines Landes ab. Auch hier zeigt sich die Strategie der Stabilisierung mit festem Wechselkurs als Strategie mit hohem Risiko. So sind eine finanzpolitische Konsolidierung und eine Liberalisierung von Güter- und Faktormärkten zwar Voraussetzungen für einen Stabilisierungserfolg bei festen und flexiblen Wechselkursen. Bei festem Wechselkurs müssen jedoch noch nicht vollzogene Reformen innerhalb kürzester Frist implementiert werden, um die Glaubwürdigkeit der Strategie zu sichern.
- *Drittens* hängt die optimale Wahl von der geldpolitischen Kontrolle ab. Da ein System flexibler Wechselkurse mehr Raum für diskretionäre Geldpolitik bietet, werden nur Zentralbanken mit einer hohen geldpolitischen Reputation bezüglich der verfolgten Ziele und unterstützt durch einen gut ausgebauten heimischen Kapitalmarkt in der Lage sein, Bedenken an der Glaubwürdigkeit ihrer Politik zu zerstreuen.

Die Wechselkurspolitiken in Argentinien und Chile verdeutlichen die angesprochenen Zielkonflikte. Die geldpolitischen Behörden Argentiniens hatten die Kontrolle über die Geldpolitik vollständig verloren und sahen sich einer Hyperinflation gegenüber. Die Wahl des festen Wechselkurses kann somit durch die ungünstigen Ausgangsbedingungen und die fehlende Kontrolle erklärt werden. In der Folgezeit unternahm Argentinien radikale Reformmaßnahmen, um seine Reformrückstände zu kompensieren und makroökonomische Restriktionen zu lockern. Im Gegensatz zu Argentinien war Chile nicht aufgrund ungünstiger Ausgangsbedingungen und einer fehlenden Kontrolle über die Geldpolitik gezwungen, den Wechselkurs zu fixieren, und konnte es sich daher erlauben, mit diskretionären und interventionistischen Maßnahmen möglichst beide Ziele — Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit — zu erreichen. Dabei hatte bei moderaten Inflationsraten jedoch stets die Wettbewerbsfähigkeit oberste Priorität.

Der langfristige Erfolg Chiles zeigt auch, daß ein an einem passiven Crawling Peg orientiertes Wechselkursregime ausreichend flexibel zu handhaben ist, um eine mittel- bis langfristige Orientierung für die Geld- und Wechselkurspolitik in Lateinamerika zu bieten. Dagegen hat das Currency Board eindeutig seine Vorteile in der kurzen Frist, weil es eine schnelle Stabilisierung ermöglicht. Für Länder mit sehr hohen Inflationsraten würde sich somit die optimale Strategie über die Zeit verändern, d.h., kurzfristig wäre ein Currency Board geeignet, die Stabilität der Währung herzustellen, während mittel- bis langfristig ein passiver Crawling Peg die Wettbewerbsfähigkeit der Währung sichern könnte. Die Ankündigung, ein Currency Board beizubehalten, wäre somit aber zeit-inkonsistent

und kaum glaubwürdig. Besteht das Problem also im Übergang zwischen beiden Regimen, so sollten Entwicklungs- und Transformationsländer „...think hard and long before making a commitment to a fixed nominal exchange rate for the indefinite future“ (Williamson 1991: 403). Im Zweifelsfall heißt dies, daß der Wettbewerbsfähigkeit oberste Priorität eingeräumt werden sollte.

d. Warum scheiterte der „Pacto“-Ansatz? Mexiko seit 1988

In diesem Abschnitt ist zu überprüfen, inwieweit die bisher aus den Erfahrungen Argentinien und Chiles gewonnenen Erfahrungen das Scheitern des mexikanischen „Pacto“-Ansatzes erklären helfen. Die Wechselkurspolitik Mexikos seit 1988 kann in vier Phasen eingeteilt werden:

- Von Februar bis Dezember 1988 war der Wechselkurs gegenüber dem Dollar fixiert.
- Danach wurde die Parität täglich um einen festen absoluten Wert angepaßt, der zunächst 1 Peso betrug, danach auf 0,4 Pesos (November 1990) bzw. auf 0,2 Pesos (November 1991) gesenkt und schließlich wieder auf 0,4 Pesos (Oktober 1992) erhöht wurde.¹²
- Im November 1991 wurde außerdem ein Wechselkursband eingeführt, das durch zwei Paritäten definiert wurde: Die untere Parität wurde auf dem Stand des Wechselkurses im November 1991 eingefroren, und die obere Parität wurde nach wie vor täglich wie oben beschrieben angepaßt.
- Schließlich wurde die Wechselkursfixierung im Dezember 1994 aufgegeben und durch ein Floaten des Peso gegenüber dem Dollar ersetzt.

Grundsätzlich war der Peso/Dollar-Wechselkurs also zwischen Februar 1988 und Dezember 1994 entweder fixiert oder folgte einem aktiven Crawling Peg, d.h., die Abwertungsrate lag deutlich unter der Inflationsdifferenz zwischen Mexiko und den Vereinigten Staaten. Mexiko verfolgte damit das Ziel, die heimische Inflationsrate auf das US-Niveau zu reduzieren. Unterstützt werden sollte die Preisanpassung durch die Pacto-Vereinbarungen zwischen Regierung, Unternehmen und Gewerkschaften, bei denen Zielgrößen für die Preisentwicklung eines Warenkorb und für die Lohnentwicklung festgelegt wurden (Dornbusch und Werner 1994).

Die makroökonomischen Kennzahlen (Tabelle 5) zeigen deutlich, daß es Mexiko nicht gelang, den Stabilisierungsprozeß durch eine „weiche Landung“ abzuschließen. So konnte zwar die Inflationsrate auf 7 vH (1994) reduziert werden,

¹² Die Angaben gelten für alte Pesos. Am 1.1.1993 wurde der neue Peso mit einem Wert von 1 000 alten Pesos eingeführt.

Tabelle 5 — Makroökonomische Kennzahlen für Mexiko 1988–1995

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Währungsreserven ^{a,b}	-72,2	13,8	33,6	142,8	30,4	56,3	-122,4	-19,9
Nominaler Wechselkurs ^a	64,9	8,3	14,3	7,3	2,6	0,7	8,3	90,2
Geldmenge M1 ^a	67,8	37,3	63,1	123,9	15,1	17,7	1,1	3,5
Verbraucherpreise ^a	114,3	20,1	26,5	22,7	15,5	9,8	7,0	35,0
Realer Wechselkurs ^a	-18	-10	-1	-9	-6	-8	6	51
BIP ^a	1,2	3,3	4,5	3,6	2,8	0,7	3,5	-6,9
Arbeitslosenquote	3,2	2,5	2,6	2,6	2,9	3,4	3,7	6,3
Handelsbilanz ^c	1,5	-0,2	-1,2	-3,2	-5,6	-4,2	-5,1	2,9
Direktinvestitionen ^d	2 011	2 785	2 548	4 742	4 393	4 389	10 973	6 963
Sonstiges Kapital ^d	-3 165	-922	6 935	20 578	22 074	28 196	3 615	7 216
Währungsreserven ^d	-6 721	542	3 261	8 154	1 173	6 057	-18 864	10 654
Staatshaushalt ^c	-9,7	-4,9	-2,8	-0,2	1,6	0,4	-0,8	-0,7
Realzins ^c	-21,8	20,4	8,4	-0,1	3,3	0,7	14,2	7,5
Reallohn ^a	-1,0	11,3	3,2	5,2	2,0	-1,4	-1,0	-18,5

^aVeränderung in vH. — ^bGesamter Finanzsektor. — ^cSaldo in vH des BIP. — ^dNettozuflüsse in Millionen US-\$. — ^eIn Prozent (Durchschnittskosten der Kreditaufnahme).

Quelle: Siehe Abschnitt 3 des Anhangs sowie Banco de Mexico (1996), GFB (versch. Ausgaben) und GFBA (versch. Ausgaben).

die Abnahme der Devisenreserven machte jedoch die Verteidigung des Wechselkurses zunehmend schwierig, so daß schließlich im Dezember 1994 das Wechselkursmanagement vollständig zusammenbrach — mit der Folge einer dramatischen nominalen Abwertung.

Tabelle 5 zeigt auch, wie es zu einer solchen Situation kam. Der nominale Wechselkurs war als nominaler Anker weitgehend ineffektiv. Ein Vergleich der Veränderungen des nominalen Wechselkurses, des Konsumentenpreisindex und der Löhne zeigt deutlich, daß sich die mexikanischen Preise eher an den Lohnabschlüssen orientierten als am Wechselkurs. Diese wiederum waren jedoch inkonsistent mit dem durch die Wechselkursbindung implizit vorgegebenen Inflationsziel. Die Strategie, den nominalen Anker durch einen breiten sozialen Konsens zu stützen, muß damit als gescheitert beurteilt werden. Auf jeden Fall haben die Lohnabschlüsse über einen Kostendruck erheblich zum Beharrungsvermögen der mexikanischen Inflationsrate beigetragen.

Eine weitere Inkonsistenz offenbart die Betrachtung der Entwicklung von Währungsreserven und Geldmenge. Mit Ausnahme der Jahre 1991–1993 war die Geldpolitik insofern expansiv ausgerichtet, als die Geldmengenexpansion deutlich (vor allem 1988) über der Veränderungsrate der Reserven lag. Außerdem wurde 1991 die kräftige Zunahme der Währungsreserven nur in geringem Maße sterilisiert und somit die Chance vergeben, über eine restriktivere Geldpolitik zu-

mindest die Reserverdeckung der heimischen Geldmenge weiter zu erhöhen. Insgesamt nutzte die mexikanische Geldpolitik ihren diskretionären Spielraum aus, der aus der Variation der Reserverdeckung folgt. Die im Zweifelsfall expansive Geldpolitik war jedoch nicht geeignet, den Desinflationsprozeß zu beschleunigen (Brand und Röhms 1995).

Die Inkonsistenzen der Lohn- und Geldpolitik trugen wesentlich zu der realen Aufwertung des Peso bei, die sich aus der geringen nominalen Abwertung und der langsamen Inflationsanpassung ergab. Tabelle 5 zeigt, daß die reale Aufwertung 1988 bei festem Wechselkurs begann und sich bis 1994 kontinuierlich fortsetzte. Eine Ausnahme bildet lediglich das Jahr 1990, in dem die Wechselkursanpassungen von 1 Peso pro Tag für einen in Kaufkraftparitäten gemessen nahezu konstanten realen Wechselkurs sorgten. Es kann vermutet werden, daß die Beibehaltung eines de facto passiven Crawls für Mexiko eher geeignet gewesen wäre, als die danach erfolgte Reduzierung des Crawls. Im Umkehrschluß machte Mexiko — bei gegebener Lohn- und Geldpolitik — exzessiven Gebrauch vom Wechselkursinstrument (Bergsten und Cline 1995).

Die Folge der aus der Kombination von Wechselkurs-, Lohn- und Geldpolitik folgenden realen Aufwertung war ein zunehmendes Leistungsbilanzdefizit. Getrieben wurde das Leistungsbilanzdefizit vor allem von einem Umschwung in der Handelsbilanz, die sich von einem Überschuß von 1,5 vH des BIP auf ein Defizit von etwa 5 vH des BIP (1994) verschlechterte. Die Wahrscheinlichkeit eines wachsenden Defizits aufgrund einer realen Aufwertung begründet die Notwendigkeit komplementärer Reformmaßnahmen in den Bereichen Fiskalpolitik sowie Güter- und Faktormärkte, um die Wettbewerbsfähigkeit wieder herzustellen. In diesen Bereichen wurden in Mexiko zwar gegenüber Anfang der achtziger Jahre erhebliche Fortschritte erzielt. Gemessen am ehrgeizigen Wechselkurs- bzw. Inflationsziel erwiesen sich die Maßnahmen jedoch als ungenügend (Langhammer und Schweickert 1995; OECD 1992; EIU *Country Profile Mexico* versch. Ausgaben; interne Unterlagen der Weltbank):

- Die beachtliche Konsolidierung des Staatshaushalts erfolgte vor allem über Ausgabenkürzungen zu Lasten der staatlichen Investitionen. Außerdem nahm die Steuerquote — bedingt durch Senkungen vor allem des Mehrwertsteuersatzes — stetig ab. Vor dem Hintergrund der Notwendigkeit, das heimische Angebot zu stärken, ist eine solche Entwicklung doppelt bedenklich: Zum einen bleiben notwendige Investitionen in Infrastruktur und Humankapitalbildung aus, weil die Finanzierung über Neuverschuldung ausgeschlossen ist, und zum anderen wird versäumt, den Konsum zu besteuern und somit die Investitionstätigkeit zu begünstigen.
- Trotz einer erheblichen Deregulierung verblieb im Bereich der Gütermärkte noch ein erhebliches Reformpotential, dessen Nutzung die Wettbewerbsfähig-

keit gestärkt und die Voraussetzungen für eine Umstrukturierung des Angebots verbessert hätte. Im Rahmen der Handelsliberalisierung in der Uruguay-Runde überbot Mexiko zwar andere Entwicklungsländer in bezug auf die bindende Reduzierung von Zöllen und dem prozentualen Anteil dieser Zölle an der Gesamtheit aller Zölle. Im Vergleich zu anderen OECD-Ländern, zu denen Mexiko seit 1994 gehört, besteht jedoch noch erheblicher Aufholbedarf. Dies gilt auch für die Behandlung ausländischer Direktinvestitionen. Vor allem in den Sektoren Dienstleistungen, Infrastruktur und Rohstoffe bestehen noch Einschränkungen für Auslandsbeteiligungen (GATT 1993).

- Bei der Deregulierung des Finanzsektors genöß lediglich der Wertpapiermarkt Priorität. Hier erfolgte im Gegensatz zum Bankensektor die Öffnung gegenüber ausländischen Investoren relativ früh. Als Folge dieser Politik blieb der Finanzsektor in Mexiko im Vergleich mit asiatischen Volkswirtschaften relativ klein. Außerdem sorgte ein geringer Wettbewerb für hohe reale Kreditzinsen (zwischen 18 und 25 vH). Die Finanzierungsbedingungen für Investitionen in einen adäquaten Kapitalstock waren somit ungünstig.
- Der Arbeitsmarkt war von Deregulierungsbemühungen weitgehend ausgeschlossen. In bezug auf eine notwendige Angebotsflexibilität sind vor allem zwei Aspekte der immer noch bestehenden Regulierungen bedenklich. Erstens sind die obligatorischen Lohnnebenkosten mit 50 vH im internationalen Vergleich sehr hoch. Sie betragen in Chile 21 vH und sind in Spanien, Frankreich und Italien geringer, die innerhalb der OECD eine Spitzenreiterrolle einnehmen. Zweitens gelten hohe Zwangsabfindungen bei Entlassungen, die vom Niveau her mit denen Spaniens und Italiens vergleichbar sind – beides Länder mit sehr rigiden Arbeitsmärkten. Aus diesen Regulierungen ergeben sich erhebliche Hindernisse für die Ausweitung der Beschäftigung im formalen Sektor, eine Beeinträchtigung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und eine geringe Arbeitsmobilität.

Das durch die reale Aufwertung und die unzureichende Angebotsreaktion hervorgerufene Leistungsbilanzdefizit konnte bis 1994 durch den Zustrom von Auslandskapital finanziert werden. Das Defizit mußte jedoch zunehmend von Portfoliakapital finanziert werden, das durch hohe Realzinsen und eine boomende Börse angezogen wurde. Im Vergleich zu Direktinvestitionen ist solches Kapital wesentlich weniger verläßlich bei der dauerhaften Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten. Dies zeigte sich im Dezember 1994, als die ausländischen Investoren ihre Risikoeinschätzung änderten, die Zuflüsse von Portfoliakapital versiegt und der Wechselkurs nicht mehr zu halten war.

Die Einschätzung der mexikanischen Wirtschaftspolitik durch die Finanzmarktakteure wechselt traditionell zwischen Euphorie und Ernüchterung. So war ein solcher Umschwung schon bei Ausbruch der Schuldenkrise zu verzeichnen,

die wie die derzeitige „Tequila-Krise“ von Mexiko ausgelöst wurde. Im Falle der Tequila-Krise besteht dazu allerdings erheblich weniger Anlaß. Die weitreichenden, aber nicht hinreichenden Reformbemühungen Mexikos sind ausreichend gewürdigt worden (OECD 1992). Allerdings besteht auch kein Anlaß, den volatilen Kapitalströmen bzw. den ausländischen Investoren allein den „schwarzen Peter“ zuzuschreiben.

Richtig ist, daß die Krise von den sich von Mexiko abwendenden Investoren ausgelöst wurde. Spätestens zu diesem Zeitpunkt war das Leistungsbilanzdefizit nicht mehr haltbar und der reale Wechselkurs dramatisch überbewertet. Ob er es vor 1994 schon war, ist offen für Interpretationen. Solange die Währungsreserven sich stabil entwickeln und die Arbeitslosenquote konstant bleibt, besteht auch bei einer starken realen Aufwertung kein Grund, eine Überbewertung anzunehmen.

Richtig ist aber auch, daß die reale Aufwertung ein mit wachsendem Leistungsbilanzdefizit zunehmendes Risiko beinhaltet. Mitverantwortlich für die reale Aufwertung waren die inkonsistente Geld- und Lohnpolitik. Die Übersetzung der realen Aufwertung in ein zunehmendes Handelsbilanzdefizit wurde durch Reformdefizite in den Bereichen Staatshaushalt, Güter- und Faktormärkte erleichtert. Die ausländischen Investoren, die das Defizit finanzierten, wurden schließlich durch die politischen Ereignisse des Jahres 1994 verunsichert. An allen Entwicklungen trägt die mexikanische Wirtschaftspolitik zumindest eine Mitverantwortung.

Richtig ist schließlich, daß viele Bereiche der mexikanischen Wirtschaftspolitik beispielhaft für Reformen in anderen Entwicklungsländern sein können. Doch kann nicht an der Tatsache vorbeigesehen werden, daß bei einer Stabilisierung durch Wechselkursfixierung selbst geringe Verzögerungen im Reformtempo und geringe Inkonsistenzen zum Aufbau einer Risikoposition beitragen. Ein solches Risiko kann auch bei geringen Verschlechterungen des externen Umfelds kulminieren. Dies bedeutet, daß — wie auch schon von den chilenischen und argentinischen Erfahrungen belegt — dieses Stabilisierungskonzept ein hohes systemimmanentes Risiko in sich birgt.

Ein Vergleich der jüngeren Erfahrungen Argentiniens und Mexikos ist nur bedingt möglich, da 1994 das Leistungsbilanzdefizit Argentiniens lediglich 3,9 vH des Bruttoinlandsprodukts betrug im Vergleich zu 8,2 vH in Mexiko. Das Ausbleiben frischen Kapitals mußte Mexiko deshalb schwerer treffen als Argentinien. Andererseits profitierte Mexiko von einer — in dieser Höhe — beispiellosen internationalen finanziellen Unterstützung. Folgende Gründe sprechen für eine insgesamt positivere Bewertung der argentinischen Stabilisierungsbemühungen:

- Während Argentinien durch die Beibehaltung der Wechselkursfixierung die heimischen Preise weiter stabilisiert hat, mußte Mexiko die Stabilisierungser-

folge der letzten sechs Jahre abschreiben, ohne eine Rezession vermeiden zu können.

- Während die Glaubwürdigkeit der argentinischen Wirtschaftspolitik durch die Beibehaltung der Regelbindung für die Geldpolitik gestiegen sein dürfte, muß sie in Mexiko nach 1994 neu gewonnen werden.

e. Fazit

Diese unterschiedlichen Erfahrungen sprechen eindeutig für die Extremlösung Currency Board — vorausgesetzt das Stabilitätsziel genießt bei der Gestaltung der Wirtschaftspolitik oberste Priorität. Für Argentinien war diese Wahl des makroökonomischen Zielsystems angesichts des wirtschaftspolitischen Chaos sicher angebracht und das Currency Board wahrscheinlich die einzige Strategie zur Wiederherstellung der Glaubwürdigkeit der monetären Wirtschaftspolitik. Zu betonen ist jedoch, daß durch das Wechselkursregime allein keine Glaubwürdigkeit geschaffen und schon gar nicht importiert werden kann. Wichtiger ist die Einbindung der Wechselkurspolitik in ein radikales und konsistentes Reformpaket — noch wichtiger scheint die Beibehaltung der Strategie unter Druck zu sein.

Schon bei Erreichen einer moderaten Inflationsrate ändert sich jedoch die Entscheidungsgrundlage für die Wahl der wirtschaftspolitischen Priorität: Das hohe Risiko einer realen Überbewertung bei Wechselkursfixierung steht dann einem vergleichsweise geringen Nutzen einer weiteren Stabilisierung des Preisniveaus entgegen. Vor einem solchen Hintergrund zeigen sich die Vorteile der chilenischen Strategie. Der passive Crawling Peg mit Bandbreite erlaubt sowohl eine Anpassung des realen Wechselkurses als auch den Einsatz der Geldpolitik zur mittelfristigen Stabilisierung des Preisniveaus. Allerdings setzt dies eine hinreichende Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Behörde und insbesondere eine hinreichende Kontrolle der monetären Aggregate durch diese Behörde voraus. Als Voraussetzung für erfolgreiche Devisenmarktinterventionen ist dabei eine dauerhafte Konsolidierung der Staatsfinanzen und der Aufbau eines absorptionsfähigen Kapitalmarktes erforderlich. Sind diese Voraussetzungen nicht gegeben oder treten starke Änderungen der Nettozuflüsse an ausländischem Kapital ein, so müssen die Bandbreiten erweitert werden, um die Autonomie der Geldpolitik zu sichern.

Gemessen an diesen beiden wechselkurspolitischen Strategien hat Mexiko schwere wirtschaftspolitische Fehler begangen:

- Das Ziel der Senkung der Inflationsrate auf ein einstelliges Niveau genoß auch bei moderaten Inflationsraten noch oberste Priorität.

- Die Geld- und Lohnpolitik nutzte ihren Spielraum nicht zu einer Dämpfung des Preisanstiegs.
- Bei steigenden Kapitalzuflüssen wurde schließlich die Bandbreite zulässiger Wechselkursschwankungen verengt.
- Unter Druck wurde die Strategie geändert.

Ein aktiver Crawling Peg bietet somit weniger die Möglichkeit, die Vorteile eines festen Wechselkurses bzw. eines passiven Crawling Pegs automatisch zu vereinigen, sondern macht es statt dessen wahrscheinlich, daß die Nachteile beider Strategien zum Tragen kommen. Aus den hier betrachteten Erfahrungen lateinamerikanischer Länder lassen sich also folgende Empfehlungen für die Gestaltung der Wechselkurspolitik ableiten:

- die Implementierung eines Currency Boards bei einem Einsatz der Wechselkurspolitik zur kurzfristigen Stabilisierung des Preisniveaus;
- die Implementierung eines passiven Crawling Pegs zur Absicherung einer Strategie gleichzeitiger und mittelfristig angelegter Dämpfung der Inflationsrate und Anpassung des realen Wechselkurses.

2. Wechselkurspolitik in Europa

Wie in Lateinamerika wurde auch in Europa die Wechselkurspolitik durch das Konzept eines nominalen Ankers wesentlich mitbestimmt.

- Mit Ausnahme Griechenlands haben alle Marktwirtschaften der westlichen und südlichen Peripherie versucht, durch einen stabilen und institutionell abgesicherten Wechselkurs zur Deutschen Mark die heimische Inflation zu bekämpfen und die realwirtschaftliche Integration zu forcieren (Collignon 1994).
- Auch die Wechselkurspolitik der Staaten in Mitteleuropa (Visegrád-Staaten) und in den Nachfolgestaaten der Sowjetunion setzte auf die stabilisierende Wirkung des nominalen Ankers, um den Transformationsprozeß zu beschleunigen (Lipton und Sachs 1990; Schmieding 1992; Sell 1993; Bofinger 1996).

Im folgenden sollen exemplarisch die Erfahrungen Spaniens (Abschnitt a), Polens und der Tschechischen Republik (Abschnitt b) und Estlands (Abschnitt c) ausgewertet werden, und auf dieser Basis soll eine Einschätzung der Wechselkurspolitiken Rußlands und der Ukraine (Abschnitt d) vorgenommen werden.

Im Vergleich zum lateinamerikanischen Ländersample handelt es sich hierbei um eine Ländergruppe mit sehr heterogenen Rahmenbedingungen für die Wech-

selkurspolitik. So gehören alle hier betrachteten lateinamerikanischen Länder zur Gruppe der Länder mit mittlerem Einkommen; gemessen in Kaufkraftparitäten betrug die Differenz zwischen Mexiko (niedrigstes Pro-Kopf-Einkommen) und Chile (höchstes Pro-Kopf-Einkommen) 1994 gerade 21 vH (World Bank 1996). Außerdem litten alle Länder unter den Folgen der Schuldenkrise und sahen sich der Herausforderung gegenüber, ihre hochregulierten Marktwirtschaften gegen den Widerstand heimischer Interessengruppen zu liberalisieren. Bei den Staaten der europäischen Peripherie handelt es sich dagegen zum einen um Industrieländer mit Zugang zu den europäischen Institutionen und zum anderen um Transformationsländer, wie die Visegrád-Staaten und die Nachfolgestaaten der Sowjetunion. Dabei erreichte die Ukraine 1994 gerade 20 vH des spanischen Einkommensniveaus. Eine Auswertung der europäischen Erfahrung kann somit Aufschluß darüber geben, ob die Skepsis gegenüber dem Konzept eines festen Wechselkurses als nominaler Anker auch für Länder mit unterschiedlichem Einkommensniveau und unterschiedlich weit entwickelten marktwirtschaftlichen Institutionen berechtigt ist.

a. Stabilisierung im EWS: Spanien seit 1980

Die Wechselkurspolitik Spaniens ist im Zusammenhang mit dem Prozeß der Integration in die Europäische Union (EU) zu sehen. Nach dem Beitritt zur EG im Jahre 1986 trat Spanien 1989 auch dem Europäischen Währungssystem (EWS) bei. Dementsprechend sind mit allen übrigen Währungen des EWS bilateral sogenannte Leitkurse vereinbart worden, um den der Wechselkurs der Peseta zunächst innerhalb einer Bandbreite von 6 vH schwanken durfte (Collignon 1994). An festgelegten Punkten vor Erreichen der Grenze dieses zulässigen Bereichs besteht für die spanische Zentralbank (und für die jeweils betroffene Notenbank) Interventionspflicht. Im Falle dauerhafter Spannungen im EWS sind Änderungen der Leitkurse vorgesehen, wobei die Zustimmung aller beteiligter Staaten erforderlich ist. Durch die fehlenden Sanktionsmöglichkeiten bei Verletzung der Interventionspflicht und durch die Möglichkeit diskretionärer Leitkursänderungen hängt die Wechselkursstabilität im EWS im wesentlichen von der Geld- und Wechselkurspolitik des betreffenden Landes ab. Dies zeigte sich deutlich in der jüngsten Krise des EWS in den Jahren 1992 und 1993. Gegenüber der D-Mark ist die Peseta (gemessen am bilateralen Leitkurs) Ende 1992 um etwa 11 vH, im Mai 1993 um 8 vH und im März 1995 um 7 vH abgewertet worden; im August 1993 wurden die Bandbreiten im EWS auf ± 15 vH erhöht (Giovannini 1993; EIU *Country Profile Spain* versch. Ausgaben). Ungeachtet dieses Rückschritts bei der Wechselkursstabilisierung ist es erklärtes Ziel der spanischen Regierung, an der Europäischen Währungsunion von Beginn an teilzunehmen. Der Vertrag

von Maastricht nennt hierfür fünf Kriterien: das Inflationskriterium, das Zinskriterium, das Wechselkurskriterium, das Defizitkriterium und das Verschuldungskriterium.¹³

Aus diesen institutionellen Rahmenbedingungen für die spanische Geld- und Wechselkurspolitik sind nun zwei Tatbestände abzuleiten, die für die folgende Analyse wichtig sind. *Erstens* genießt das Ziel der Inflationsbekämpfung oberste Priorität. Ohne eine erhebliche Reduzierung des Inflationsniveaus wäre eine Teilnahme an einem System mit fester Parität nicht in Frage gekommen, und ohne eine weitere Reduzierung des Inflationsniveaus wird auch eine Teilnahme an der Europäischen Währungsunion (wahrscheinlich) nicht in Frage kommen. *Zweitens* ist die institutionelle Bindung der Wechselkurspolitik im EWS erheblich schwächer ausgeprägt als etwa in einem Currency Board. Bei der Analyse der spanischen Politik wird es deshalb darauf ankommen, die tatsächlich verfolgten Politiken zu identifizieren.

Tabelle 6 zeigt, daß Spanien im Zeitraum 1980–1994 beide Konzepte zur Preisstabilisierung verfolgt hat. Die einzelnen Stabilisierungsperioden lassen sich mit Hilfe der Entwicklung des realen Wechselkurses unterscheiden. Hauptstabilisierungsinstrument in der ersten Periode (1980–1985) war eine restriktive Geldpolitik. Während der Realzins im Trend stieg, wertete der reale Wechselkurs ab, d.h., der nominale Wechselkurs wurde nicht aktiv zur Inflationsbekämpfung eingesetzt. In der zweiten Periode (1986–1992) wechselte Spanien die Stabilisierungsstrategie und setzte auf Wechselkursstabilisierung. Dies wird wiederum durch die Entwicklung des realen Wechselkurses angezeigt, der nun schon vor dem formalen Eintritt in das EWS einen deutlichen Aufwertungsstrend zeigte. Die EWS-Krise 1992 erzwang schließlich die Rückkehr zur geldpolitischen Stabilisierungsstrategie, da die bilateralen Leitkurse bei einer Bandbreite von ± 15 vH ihre Ankerfunktion verloren hatten.

Versucht man nun den Erfolg der einzelnen Stabilisierungsperioden anhand der makroökonomischen Kennzahlen in Tabelle 6 abzugreifen, so ergibt sich zunächst ein gemischtes Bild. Die erste geldpolitische Stabilisierungsperiode war insofern erfolgreich, als nicht nur die Inflationsrate nahezu halbiert wurde, sondern sich außerdem die Handelsbilanz verbesserte und die Wachstumsrate anstieg. Allerdings verdoppelte sich sowohl das Budgetdefizit als auch die Arbeitslosenquote. Dies deutet darauf hin, daß in Spanien eine sehr enge Zusammenhang zwischen der Geldpolitik auf der einen Seite und der Fiskalpolitik und dem Arbeitsmarkt auf der anderen Seite bestand. Steigende Realzinsen bewirken eine Erhöhung des Budgetdefizits und eine steigende Arbeitslosenrate.

¹³ Für eine Diskussion der Beitrittskriterien, insbesondere der Defizit- und Verschuldungskriterien, siehe Schweickert (1996c, 1996d).

Tabelle 6 — Makroökonomische Kennzahlen für Spanien 1980–1995

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominaler Wechselkurs ^a	6,8	28,8	19,0	30,6	12,1	5,8	-17,6	-11,8	-5,7	1,6	-13,9	1,9	-1,5	24,3	5,3	-6,9
Geldmenge ^a	16,8	15,8	16,1	-2,9	5,0	11,8	27,3	8,5	11,5	13,8	13,6	12,8	6,8	9,4	7,1	6,6
Verbraucherpreise ^a	15,6	14,6	14,4	12,2	11,3	8,8	8,8	5,3	4,8	6,8	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7
Realer Wechselkurs ^a	4	13	3	17	-1	-1	-10	-6	-4	-5	-11	0	-1	20	5	-4
BIP ^a	1,3	-0,2	1,6	2,2	1,5	2,6	3,2	5,6	5,2	4,7	3,7	2,3	0,7	-1,2	2,1	3,0
Arbeitslosenquote	12,0	14,0	16,5	18,0	20,0	21,0	21,0	20,5	19,5	17,3	16,3	16,3	18,4	22,4	24,2	22,9
Handelsbilanz ^b	-2,4	-2,1	-1,9	-0,9	2,1	1,9	2,1	-0,2	-1,8	-4,1	-4,7	-3,1	-2,8	-0,6	0,1	0,2
Direktinvestitionen ^c	1 182	1 436	1 272	1 379	1 523	1 718	3 073	3 825	5 786	6 955	10 461	8 051	11 084	5 492	5 528	2 676
Sonstiges Kapital ^c	4 472	4 859	1 214	2 889	3 639	-4 870	-4 663	10 435	8 840	11 378	13 960	27 129	-1 641	-2 853	2 553	-4 268
Währungsreserven ^c	-795	-802	-3 266	-270	4 817	-2 275	2 344	12 706	8 416	4 716	7 188	14 307	-17 809	-4 808	50	-6 491
Staatshaushalt ^b	-3,7	-4,6	-7,4	-7,6	-9,8	-7,8	-6,0	-4,5	-0,4	-3,3	-3,4	-3,2	-4,3	-6,9	-7,7	-6,2
Realzins ^d	1,3	0,7	0,6	2,8	5,3	4,7	3,4	11,1	7,6	9,0	9,3	8,5	8,3	8,2	4,3	5,4
Reallohn ^a	2,8	-2,0	1,4	2,9	0,4	1,3	2,2	2,2	1,7	0,6	2,0	2,3	1,8	2,2	-0,8	0,8

^aVeränderung in vH. — ^bSaldo in vH des BIP. — ^cNettozuflüsse in Millionen US-\$. — ^dIn Prozent.

Quelle: Siehe Abschnitt 3 des Anhangs sowie EIU *Country Profile Spain* (versch. Ausgaben) und OECD (1994a).

Der Übergang zur Wechselkursstabilisierung vor dem Eintritt in das EWS brachte eine Verbesserung der makroökonomischen Indikatoren: Die Inflationsrate sank kontinuierlich bis auf unter 5 vH, die reale Wachstumsrate stieg über 5 vH, das Budgetdefizit verringerte sich, und die Arbeitslosigkeit ging zurück. Allerdings ist auch deutlich zu erkennen, daß diese Entwicklung wesentlich von den massiven Kapitalzuflüssen bestimmt wurde. Mit deren Hilfe konnten das aufgrund der realen Aufwertung ansteigende Handelsbilanzdefizit finanziert und die Devisenreserven erhöht werden.

Dieser positive Trend kehrte sich nach 1989 jedoch um, d.h., auch bei weiter steigenden Kapitalzuflüssen stiegen Inflationsrate, Budgetdefizit und Arbeitslosenquote wieder an, und das Wirtschaftswachstum verlangsamte sich. Dies deutet darauf hin, daß die Kapitalzuflüsse nicht zu einer positiven Angebotsreaktion führten, sondern vor allem die Inflation wieder beschleunigten. In Folge dieser Entwicklung erhöhte sich die spanische Risikoposition durch wachsende interne und externe Ungleichgewichte. Deutliches Signal hierfür war ein Realzins, der noch über dem Niveau der ersten geldpolitischen Stabilisierungsphase lag.

Das Risiko zeigte sich in den Jahren 1992 und 1993, als Spanien aufgrund stark rückläufiger Kapitalzuflüsse und schwindender Währungsreserven gezwungen war, den Wechselkursanker aufzugeben und zur geldpolitischen Stabilisierungsstrategie zurückzukehren. Dieser Wechsel brachte nun zwar einen deutlichen Stabilisierungserfolg wie in der ersten — freiwilligen — geldpolitischen Stabilisierungsperiode. Dieser Erfolg mußte nun jedoch mit einer Rezession, einem steigenden Budgetdefizit und einer nochmaligen Erhöhung der Arbeitslosenquote bezahlt werden.

Insgesamt entwickelten sich die makroökonomischen Indikatoren wie dies für den Fall einer kleinen, offenen Volkswirtschaft mit temporären Kapitalzuflüssen vermutet werden kann: Wird die Boom-Phase nicht dazu genutzt, um die Angebotsreaktion und die Preisflexibilität in der Volkswirtschaft zu erhöhen, wird die anschließende Kontraktion schärfer ausfallen als ohne die vorhergehende Boom-Phase. So zeigt ein Vergleich der makroökonomischen Indikatoren für 1986, dem Jahr des Wechsels zur wechselkurspolitischen Stabilisierungsstrategie, und 1994, daß Spanien eine niedrigere Inflationsrate mit einem niedrigeren Wirtschaftswachstum, einem höheren Budgetdefizit und einer höheren Arbeitslosenquote bezahlt hat. Außerdem war der erreichte Stabilisierungserfolg immer noch nicht ausreichend, um sich für eine Teilnahme an der EWU zu qualifizieren. Inzwischen wird aufgrund weiterführender Stabilitätsbemühungen unter den Bedingungen quasiflexibler Wechselkurse allgemein erwartet, daß Spanien mit Ausnahme der finanzpolitischen Kriterien alle Konvergenzanforderungen des Maastricht-Vertrages erfüllt. Somit bestehen gute Chancen, beim Start der Währungsunion dabei zu sein (Schweickert 1997).

Dies bedeutet nun nicht, daß die wechselkurspolitische Stabilisierungsstrategie in Spanien zum Scheitern verurteilt war und ist. Es bedeutet, daß komplementäre Reformen in der Vergangenheit unzureichend waren und in der Zukunft verstärkte Reformbemühungen unternommen werden müssen, will Spanien an der EWU teilnehmen. Die Diskussion der makroökonomischen Kennzahlen hat bereits offenbart, daß für ein reibungsloses Funktionieren des Wechselkursankers vor allem eine Konsolidierung des Staatsbudgets sowie eine Verbesserung der Flexibilität des Arbeitsmarktes und der Allokation finanzieller Ressourcen gefordert ist.¹⁴ Tatsächlich sind in diesen Politikbereichen in Spanien erhebliche Defizite, aber auch ernsthafte Reformbemühungen zu erkennen.

Die finanzpolitische Situation Spaniens wird von zwei Faktoren bestimmt (EC 1994): einem stetigen Anstieg der staatlichen Einnahmen- und Ausgabenquoten sowie der expansiven Fiskalpolitik Ende der achtziger und zu Beginn der neunziger Jahre. Hinter dem stetigen Anstieg der Ausgabenquote steht vor allem der Aufbau eines voll ausgeprägten Wohlfahrtsstaates nach dem Vorbild der weiter entwickelten westeuropäischen Industrieländer. Nach dem Zusammenbruch der Diktatur startete Spanien von einem sehr niedrigen Niveau der sozialen Sicherung und steigerte in den siebziger und achtziger Jahren sowohl die Ausgaben für staatliche Dienstleistungen wie Ausbildung und Gesundheit als auch direkte Einkommenstransfers wie Pensionen, Arbeitslosenunterstützung und Subventionen. Diese Entwicklung führte dazu, daß die sozialpolitisch motivierten Ausgaben 1993 mehr als die Hälfte der Staatsausgaben und mehr als ein Viertel des Bruttoinlandsprodukts ausmachten.

Eine weitere Quelle ständig steigender Staatsausgaben bilden die Überschneidungen der Zuständigkeiten der zentralen Regierung, der autonomen Regionen und der lokalen Behörden. Grundsätzlich zeigt die vertikale Staatsstruktur in Spanien eine deutlich stärkere Zentralisierung auf der Ausgaben- als auf der Einnahmenseite. Deshalb ist vor allem der zentrale Haushalt stark von der konjunkturellen Lage abhängig. Schließlich stiegen als Folge hoher Budgetdefizite und hoher Zinsen die Zinszahlungen als Anteil an den Staatsausgaben und am BIP seit Beginn der achtziger Jahre stetig an. 1993 betrug sie bereits 12,1 vH der Staatsausgaben und 4,8 vH des BIP. Verstärkt wurde diese Entwicklung durch die Aufgabe der bevorzugten Kreditvergabe spanischer Banken an den Staat, die im Zusammenhang mit der Kapitalmarktpolitik noch zu diskutieren sein wird.

Diese mittel- bis langfristigen Trends bedeuten nun nicht, daß die hohen Budgetdefizite vorgegeben waren. Vor allem die Boom-Phase gegen Ende der

¹⁴ Von den kritischen Reformbereichen fehlen bei dieser Aufzählung die Handelspolitik und die Kapitalverkehrspolitik. Diese Politikbereiche, die die Offenheit der Volkswirtschaft betreffen, werden für Spanien als EU-Mitglied bereits durch die Vereinbarungen des Gemeinsamen Marktes geregelt. Sie standen damit nicht zur wirtschaftspolitischen Disposition.

achtziger und zu Beginn der neunziger Jahre bot die Chance, den Staatshaushalt zu konsolidieren. Die spanische Regierung ließ es jedoch nicht zu, daß die automatischen Stabilisatoren zu einer Defizitreduzierung führten. Vielmehr sorgten diskretionäre Ausgabenerhöhungen dafür, daß das strukturelle Defizit und die Gesamtnachfrage weiter erhöht wurden. Die expansive Fiskalpolitik mußte durch eine restriktive Geldpolitik kompensiert werden, um den zu Beginn der achtziger Jahre erzielten Stabilisierungserfolg nicht zu gefährden. Wie oben bereits ausgeführt, ist dies nur teilweise gelungen und hatte außerdem hohe Kosten: Hohe Realzinsen verstärkten die reale Aufwertung der Peseta und verminderten so die Wettbewerbsfähigkeit der spanischen Wirtschaft. Die Mischung aus expansiver Fiskalpolitik und restriktiver Geldpolitik bewirkte eine Reallokation von Ressourcen vom Verarbeitenden Gewerbe in den Dienstleistungssektor und führte zu einem außenwirtschaftlichen Ungleichgewicht. Eine restriktive Fiskalpolitik hätte zumindest die reale Aufwertung dämpfen können, die zu einem steigenden Abwertungsdruck führte.

Soll eine ähnliche Entwicklung in der Zukunft verhindert werden, so muß eine Konsolidierung des Staatshaushalts vor allem über eine Ausgabenkürzung erfolgen, da die Spielräume für weitere Einnahmenerhöhungen sehr begrenzt sind. Hier konnten die Staatseinnahmen bereits durch eine umfassende Reform der Einkommensbesteuerung, die Einführung der Mehrwertsteuer und eine allgemeine Verbreiterung der Steuerbasen zwischen 1980 und 1993 von 29,9 auf 41,6 vH des BIP gesteigert werden. Außerdem wird die Besteuerung des Faktors Arbeit eher zurückgeführt werden müssen, um die hohe Arbeitslosigkeit zu bekämpfen. Wie in anderen westeuropäischen Staaten hängt somit die Konsolidierung des Staatshaushalts wesentlich von der Reformierbarkeit des Systems der sozialen Sicherung im weiteren Sinne ab.

Wie bei der Finanzpolitik, so bestanden in der hier betrachteten Periode auch bei der Arbeitsmarktpolitik deutliche Reformrückstände (OECD 1994a). Inadäquate Regulierungen spiegeln sich hier vor allem in sehr rigiden Real- und Nominallöhnen wider. Bis 1994 nahm Spanien unter den OECD-Ländern mit der niedrigsten Nominallohnreaktion auf steigende Arbeitslosenzahlen den dritten und unter den OECD Ländern mit der niedrigsten Reallohnreaktion den zweiten Platz ein. Darüber hinaus zeigte sich ein nichtlinearer Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Löhne und der Arbeitslosenquote. Mit steigender Arbeitslosenquote nahm die Lohnreaktion sogar noch ab. Dies führte insgesamt dazu, daß sich die Reallohnentwicklung nahezu vollständig vom Konjunkturzyklus abkoppelte: Zwischen 1986 und 1993 (mit Ausnahme von 1989) nahmen die Reallöhne nahezu konstant um 2 vH zu, obwohl die Arbeitslosigkeit zunächst um 5 Prozentpunkte fiel, um danach wieder um 6 Prozentpunkte zu steigen (Tabelle 6).

Eine erste Begründung für diese Lohnstarrheit findet sich im spanischen Tarifsystem. Hier finden Verhandlungen sowohl auf der zentralen Ebene als auch auf

der regionalen bzw. sektoralen Ebene statt. Die Lohnhöhe bzw. die Tarifbedingungen werden jedoch im wesentlichen zentral bestimmt. Dies führt tendenziell zu einer stärkeren Lohnerhöhung als bei dezentralen Verhandlungen. Die Real-löhne sind außerdem nach unten wenig flexibel, da Indexierungsvereinbarungen eine große Rolle spielen. Solche Indexierungsvereinbarungen wurden zwar zu Beginn der neunziger Jahre offiziell abgeschafft, dennoch beinhalteten 85 vH aller Lohnvereinbarungen im privaten Sektor Indexierungsklauseln. Im staatlichen Sektor betrug die Quote sogar 95 vH. Von staatlichen Unternehmen gingen außerdem in der Regel Impulse für weitere Lohnsteigerungen aus, da die Löhne hier über dem Niveau im privaten Sektor lagen und für die Lohnverhandlungen im privaten Sektor Signalfunktion besaßen.

Lohnrigiditäten werden außerdem durch den umfassenden Kündigungsschutz gefördert. Traditionell bildete bis Mitte der siebziger Jahre der umfassende Kündigungsschutz ein Gegengewicht zu einem sehr niedrigen Lohnniveau und einem sehr geringen Niveau sozialer Absicherung. Diese indirekte Form der sozialen Absicherung wurde auch dann beibehalten, als ihre Rechtfertigung durch die in der Zwischenzeit erfolgten Lohnanpassungen und den Ausbau des Sozialstaates entfiel. So verhindern rigide Vorschriften für die Entlassung von Arbeitskräften, daß die Belegschaft rechtzeitig verringert und eventuell ein Konkurs, d.h. ein Verlust aller Arbeitsplätze, abgewendet werden kann. Außerdem sind die legalen Abfindungszahlungen mit die höchsten in der OECD. Sie vermindern den Anreiz der Arbeitnehmer, in Abschwungphasen Lohnabschläge in Kauf zu nehmen. In die gleiche Richtung wirkt auch die großzügige Arbeitslosenunterstützung.

Mobilitätshemmnisse auf dem spanischen Arbeitsmarkt erwachsen auch aus einem hohen Anteil an ungelerten Arbeitskräften. So konnte zwar der Unterschied in den Arbeitslosenquoten für Bevölkerungsgruppen mit unterschiedlicher Ausbildung seit Mitte der achtziger Jahre reduziert werden, dennoch liegt die Arbeitslosenquote der Arbeiter mit Berufsausbildung immer noch 10 Prozentpunkte über der der Akademiker, und die Arbeiter mit mittlerer Berufsausbildung stellen über 50 vH der Arbeitslosen.

Inzwischen hat die spanische Regierung erkannt, daß der Arbeitsmarkt sehr viel flexibler werden muß, wenn der reale Anpassungsprozeß an veränderte weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen auch bei eingeschränkter Flexibilität des nominalen Wechselkurses reibungslos funktionieren soll. So ist seit Beginn der neunziger Jahre eine deutliche Veränderung der Reformbemühungen festzustellen. Waren die Reformen zuvor selektiver Natur und daher wenig effektiv, wird nun versucht sowohl die budgetwirksamen Maßnahmen als auch die Regulierungen auf breiter Front zurückzuführen bzw. auf eine erhöhte Flexibilität der Arbeitsmärkte auszurichten.

Eine ähnliche Entwicklung wie bei der Arbeitsmarktpolitik ist auch in bezug auf die spanische Kapitalmarktpolitik festzustellen (EC 1994). In der ersten Hälfte

te der achtziger Jahre mußte das Bankensystem einen vorher festgesetzten Teil seiner Kreditauslagen für die Finanzierung der staatlichen Budgetdefizite zur Verfügung stellen. Diese Kreditkoeffizienten wurden erst 1992 vollständig abgeschafft. Die Banken wurden so nicht nur daran gehindert, die Kreditallokation zu optimieren, sie mußten die Kredite für den Staat auch zu einem geringeren als dem Marktzins bereitstellen. Dies führte insgesamt zu einer verschärften Kreditrationierung und sehr hohen Kreditzinsen für den privaten Sektor. Diese Tendenz wurde noch dadurch verstärkt, daß der Staat einen weiteren Teil seines Defizits durch direkte zinslose Ausleihungen bei der Zentralbank finanzierte. Die entsprechenden Sterilisierungsversuche der Zentralbank, die ihren grundsätzlich restriktiven Kurs beibehalten wollte, führten dann zu einer weiteren Liquiditätsverknappung für die Banken und zu weiteren Zinssteigerungen für Kredite an den privaten Sektor.

Ab Mitte der achtziger Jahre nahmen diese Einflüsse auf die Kreditallokation grundsätzlich ab, da der spanische Staat sich nun zunehmend über den Kapitalmarkt finanzierte. Die grundsätzlich expansive Fiskalpolitik und die konterkarierende restriktive Geldpolitik wirkten sich dennoch negativ auf die Kreditallokation aus. Zum einen versuchte die Zentralbank das Zinsniveau hochzuhalten, um inflationäre Impulse zu dämpfen. Zum anderen griff sie auch auf direkte quantitative Beschränkungen der Kredite an den privaten Sektor zurück, um den bei festem Wechselkurs fehlenden Spielraum bei der Zinspolitik zu kompensieren.

Unter diesen Bedingungen wurden die strukturellen Defizite des spanischen Bankensystem konserviert. Diese zeigten sich deutlich in hohen Intermediationskosten. Verantwortlich hierfür waren neben hohen Kosten staatlicher Liquiditäts- und Insolvenzvorschriften vor allem das geringe Wettbewerbsniveau. So zeigten die spanischen Banken im internationalen Vergleich einen überdurchschnittlichen Arbeitskräfteeinsatz und eine überdurchschnittliche Ausweitung des Zweigstellennetzes. Insgesamt litt Spanien bis in die neunziger Jahre an einem ineffizienten und überdimensionierten Bankensystem, das auf einem geschlossenen Inlandsmarkt operierte und gegenüber ausländischer Konkurrenz abgeschottet war. In den neunziger Jahren allerdings fand ein erheblicher Konzentrationsprozeß statt, der auch dazu geführt hat, daß die Intermediationskosten nun abnehmen.

Insgesamt zeigen die Analysen der spanischen Finanz-, Arbeitsmarkt- und Kapitalmarktpolitiken, daß die wechselkurspolitische Stabilisierung nicht von Anfang an zum Scheitern verurteilt war, sondern unter einer mangelnden Absicherung durch komplementäre Reformen litt. Spätestens nach Beginn des Eintritts in das EWS hätten alle Maßnahmen eines konsistenten Stabilisierungsprogramms darauf abzielen müssen, eine reale Aufwertung zu verhindern bzw. zu dämpfen. Diese hätte vor allem erfordert, den Nachfragedruck durch eine restriktive Fiskalpolitik zu dämpfen. Unter den gegebenen Umständen eines erheblichen Kreditbedarfs des Staates und massiver Kapitalzuflüsse zielte die spanische Zentralbank

darauf ab, exogene Erhöhungen des Geldangebots zu sterilisieren. Inflexibilitäten auf den Arbeits- und Kapitalmärkten verhinderten in der Folge, daß von der realen Aufwertung eine Angebotsreaktion ausgelöst wurde, die für einen neuen gleichgewichtigen realen Wechselkurses gesorgt und somit die Gefahr einer Überbewertung reduziert hätte.

Für die Länder an der europäischen Peripherie, die entweder bereits Mitglieder der EU sind oder dies in absehbarer Zeit werden wollen und die darüber hinaus am monetären Integrationsprozeß in Europa teilhaben wollen, ergeben sich aus dem spanischen Beispiel grundsätzliche Lehren. Das systematische Risiko bei einer Strategie der Stabilisierung durch Wechselkursfixierung nimmt in dem Maße zu, in dem der Staatshaushalt ein hohes Defizit aufweist, die Reallöhne nicht flexibel sind und das Finanzsystem einen Umstrukturierungsprozeß nicht steuern kann. Entscheidend sind vor allem der Status quo und die Reformbereitschaft bei der Finanzpolitik.

Das spanische Beispiel hat jedoch eine weitere interessante Implikation. Es wurde bei der Diskussion der makroökonomischen Kennzahlen während der drei Stabilisierungsperioden angedeutet, daß die erste Stabilisierungsperiode, die vor allem auf eine restriktive Geldpolitik setzte, deshalb nicht eindeutig positiv zu bewerten war, weil sie zu steigenden Budgetdefiziten und steigenden Arbeitslosenzahlen führte. Bei erfolgreichen finanz-, arbeitsmarkt- und kapitalmarktpolitischen Reformen wären also nicht nur die Wahrscheinlichkeit eines Scheiterns der wechselkurspolitischen Strategie vermindert, sondern auch die Erfolgsbedingungen der geldpolitischen Strategie verbessert worden. Die angesprochenen Reformen sind also in jedem Falle notwendig, um Preisstabilität und wirtschaftliches Wachstum zu sichern.

b. Stabilisierung und Transformation I: Polen und die Tschechische Republik seit 1990¹⁵

Von einer Auswertung der Erfahrungen Polens und der Tschechischen Republik (TR) mit der seit Beginn des Transformationsprozesses (Polen: 1990; TR: 1991) verfolgten Wechselkurspolitik sind deshalb wichtige Erkenntnisse zu erwarten, weil beide Länder zu Beginn den Wechselkurs als nominalen Anker eingesetzt haben. Während Polen diese Strategie bereits nach kurzer Frist wieder aufgeben mußte, hält die Tschechische Republik nach wie vor daran fest.

Anfang 1990 wurde in Polen mit dem Balcerowicz-Programm eine radikale Reform des gesamten Wirtschaftssystems eingeleitet. Ein wesentlicher Bestand-

¹⁵ Soweit nicht anders vermerkt, beziehen sich die Daten und Aussagen bis einschließlich 1992 auf die ehemalige Tschechoslowakei.

teil dieses Programms war der feste Wechselkurs als nominaler Anker (Heinrich 1991). Der offizielle Wechselkurs zum US-Dollar wurde im Januar um 81 vH abgewertet und auf dem neuen Niveau von 9500 Zloty/US-Dollar fixiert. Da ungeachtet des konkreten Einzelfalls über das Gleichgewichtsniveau des realen Wechselkurses immer erhebliche Unsicherheit besteht, läßt sich das polnische Vorgehen rechtfertigen, im Zweifel eine anfängliche reale Unterbewertung der Währung vorzunehmen. Gegebenenfalls kann eine Korrektur später durch einen einmaligen Preis- und Lohnsprung erfolgen. Diese einmalige Niveaueinpassung stellt per se keinen inflationären Impuls dar, sofern sie nicht die Glaubwürdigkeit der Stabilisierungsbemühungen untergräbt (Bofinger 1996). So zeigte sich in Polen dann auch ein starker Preisanstieg im Januar und Februar 1990, der die anfängliche Unterbewertung jedoch nicht vollständig kompensierte. Demgemäß zeigt Tabelle 7 eine leichte reale Abwertung von 1989 auf 1990.

Der nominal fixierte Wechselkurs konnte zunächst auch leicht verteidigt werden. Dank eines wachsenden Handelsbilanzüberschusses in harter Währung, neuer Kredite des IWF und anderer westlicher Institutionen sowie als Folge erfolgreicher Umschuldungsverhandlungen mit ausländischen Gläubigern nahmen die Währungsreserven bis Ende 1990 stetig zu (OECD 1994b). Die Exporterfolge der polnischen Wirtschaft im Jahr 1990 auf westlichen Märkten lassen sich zum

Tabelle 7 — Makroökonomische Kennzahlen für Polen 1990–1995

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominaler Wechselkurs ^a	560,0	10,5	29,5	33,1	25,4	6,6
Geldmenge ^a	160,1	37,0	57,5	36,0	38,2	35,0
Verbraucherpreise ^a	555,4	76,7	45,3	36,9	33,3	26,8
Realer Wechselkurs ^a	10	-34	-6	-2	-2	-10
BIP ^a	-12,1	-7,6	2,6	3,8	5,2	7,0
Arbeitslosenquote	6,1	11,8	13,6	16,6	16,0	14,9
Handelsbilanz ^{b,c}	7,4	0,1	0,6	-2,7	-1,0	-1,6
Direktinvestitionen ^d	89	298	665	1 697	1 846	3 617
Sonstiges Kapital ^d	-900	1 763	3 236	3 972	2 582	9 303
Währungsreserven ^d	2 418	-830	616	100	1 514	8 431
Staatshaushalt ^b	3,1	-3,8	-6,0	-2,8	-2,7	-2,7
Realzins ^e	-7,8	-11,7	1,6	4,2	3,7	2,7
Reallohn ^a	-24,4	-0,3	-2,7	-2,9	1,8	3,0

^aVeränderung in vH. — ^bSaldo in vH des BIP. — ^cNur Güterhandel. — ^dNettozuflüsse in Millionen US-\$. — ^eIn Prozent.

Quelle: Siehe Abschnitt 3 des Anhangs, BMWi (1996) sowie *Statistical Appendix* (1996).

Teil damit erklären, daß sich die Zuwächse auf ein sehr niedriges, durch frühere handelspolitische Restriktionen auf beiden Seiten zu erklärendes Ausgangsniveau beziehen. Sie sind jedoch auch ein Anzeichen dafür, daß zumindest Teile der polnischen Industrie aktiv auf die veränderte Nachfragesituation reagiert haben. Die Tatsache, daß die Exporte in den Westen erst im dritten und vierten Quartal 1990 sprunghaft anstiegen, weist darauf hin, daß die Exporteure Zeit benötigten, um nach dem Wegfall des staatlichen Außenhandelsmonopols die logistischen Voraussetzungen für den Westhandel zu schaffen. Die Hartwährungsexporte profitierten auch davon, daß der Transferrubel als Handelswährung immer mehr an Bedeutung verlor. Insgesamt ergab sich für 1990 ein beachtlicher Handelsbilanzüberschuß.

Im Laufe des Jahres 1990 und insbesondere 1991 verschlechterte sich die außenwirtschaftliche Situation jedoch zunehmend. Dies war auf der einen Seite bedingt durch den endgültigen Zusammenbruch der Sowjetunion, die in der Vergangenheit rund zwei Drittel der polnischen RGW-Exporte aufgenommen hatte. Auf der anderen Seite zeigte sich auch eine kräftige Steigerung der Importe in harter Währung und aus westlichen Industrieländern. Letztere Entwicklung wurde durch die zunehmende reale Aufwertung des Zloty begünstigt. Als Folge beider Entwicklungen wurde die Handelsbilanz zunehmend defizitär.

Um den Abfluß an Devisenreserven zu stoppen, wurde (nach einer diskretionären Abwertung im Mai 1991) im Oktober 1991 ein neues Wechselkursregime eingeführt (EIU *Country Profile Poland* versch. Ausgaben; Gaspar 1995). Dieses kann als aktiver Crawling Peg beschrieben werden. Grundsätzlich wurde dabei der nominale Wechselkurs in Relation zu einem Währungskorb, bestehend aus US-Dollar (45 vH), Deutscher Mark (35 vH), britischem Pfund (10 vH), sowie französischem Franc und Schweizer Franken (je 5 vH), automatisch angepaßt. Die Anpassungsrate für den nominalen Wechselkurs betrug dabei zunächst 1,8 vH pro Monat, d.h. 23,9 vH pro Jahr. Tabelle 7 zeigt, daß diese Abwertungsrate zwar deutlich unter der Inflationsrate lag, daß aber der reale Wechselkurs durch die nominalen Wechselkursanpassungen tatsächlich stabilisiert werden konnte. Allerdings gelang dies bei anfangs moderaten Kapitalzuflüssen zunächst nur mit zusätzlichen diskretionären nominalen Abwertungen. Nach dem starken Anstieg der Kapitalzuflüsse¹⁶ von 1993 bis 1995 wurde die monatliche Abwertungsrate von 1,8 auf 1,2 vH verringert und die zulässige Schwankungsbreite um die zentrale Parität auf 7 vH nach beiden Seiten erweitert.

Wichtig für die Beurteilung der Wechselkurspolitik ist daher die tatsächliche Entwicklung des Wechselkurses. Nimmt man hierfür exemplarisch den Wechsel-

¹⁶ Die in Tabelle 7 wiedergegebenen Zahlen zur Höhe der Direktinvestitionen in Polen beruhen auf Schätzungen des IMF (1996c, 1997) und liegen über den Angaben der polnischen Investitionsbehörde (vgl. BMWi 1996). Die Veränderung der Nettozuflüsse seit 1991 verläuft jedoch in beiden Quellen ähnlich.

kurs zum US-Dollar, so zeigt Tabelle 7, daß bis 1993 die Abwertungsrate und die Inflationsrate eine deutliche Konvergenz zeigten. Dies bedeutet, daß sich der aktive Crawling Peg de facto zu einem passiven Crawling Peg wandelte. Nach 1993 ging dann die Abwertungsrate wesentlich stärker zurück als die Inflationsrate, die Wechselkurspolitik wurde also wieder aktiv, ohne jedoch eine drastische reale Aufwertung hervorzurufen.

Für den Zusammenhang zwischen Wechselkurspolitik, Stabilisierung und Wirtschaftswachstum bedeutet dies, daß Polen im Laufe des Jahres 1992 seine wirtschaftspolitische Agenda neu formuliert hat und im folgenden nicht mehr der Inflationsbekämpfung, sondern der realwirtschaftlichen Anpassung oberste Priorität einräumte. Betrachtet man die wirtschaftliche Entwicklung, so muß diese Politik als grundsätzlich erfolgreich bezeichnet werden. So hat sich zwar das Tempo des Rückgangs der Inflationsrate verlangsamt, es ist allerdings ein eindeutiger und stabiler negativer Trend zu beobachten, der die Erwartungsbildung der Öffentlichkeit erleichtert. Außerdem gelang eine Stabilisierung des realen Wechselkurses und damit der für den internationalen Handel relevanten Relativpreise. Dies dürfte wesentlich zu der Stabilisierung des Handelsbilanzdefizits und zu einem beschleunigten Wachstumsprozeß beigetragen haben.

In der Tschechischen Republik verlief die Wechselkurspolitik zu Beginn des Transformationsprozesses nahezu deckungsgleich zur polnischen Vorlage (OECD 1996; Hrnčir und Matousek 1995). Zunächst wurde 1990 die Krone kräftig abgewertet und so in vier Schritten der nominale Wert der Krone gegenüber dem US-Dollar nahezu halbiert. Anfang 1991 wurde dann der Wert der Krone gegenüber einem Währungskorb stabilisiert. Dieser Währungskorb berücksichtigte zunächst den US-Dollar, die Deutsche Mark, den österreichischen Schilling, das britische Pfund, den französischen Franc und den Schweizer Franken mit wechselnden Gewichten. Seit Mai 1993 gehen nur noch der US-Dollar (35 vH) und die Deutsche Mark (65 vH) in den Währungskorb ein. Ziel der Anpassungen der Gewichte war dabei, die außenwirtschaftliche Verflechtung adäquat abzubilden und schließlich die Berechnung transparenter zu machen. Probleme, den Wechselkurs zu verteidigen, traten erst Anfang 1996 auf. Dabei zeigte sich das auch bei den lateinamerikanischen Ländern beobachtete Muster. Zunächst führten Kapitalzuflüsse zu einer Aufwertungstendenz. Um nicht noch weitere Zuflüsse anzuziehen, wurde die Bandbreite der zulässigen Wechselkursschwankungen deshalb im Februar 1996 von $\pm 0,5$ vH auf $\pm 7,5$ vH erhöht. Tatsächlich blieb der Wechselkurs bis Ende 1996 im oberen Drittel dieser erweiterten Bandbreite. Anfang 1997 endete die Expansionsphase und bei abnehmenden Kapitalzuflüssen geriet die Krone zunehmend unter Abwertungsdruck. Schließlich wurde Ende Mai 1997 die Zielzone nach umfangreichen Interventionen der Zentralbank auf-

gegeben, und die Krone wertete gegenüber dem Währungskorb um etwa 10 vH ab.¹⁷

Trotz der anfänglichen Gemeinsamkeiten der polnischen und der tschechischen Währungspolitik lassen sich drei wichtige Unterschiede festhalten. *Erstens* war der Wert der tschechoslowakischen Krone bereits seit Beginn der achtziger Jahre gegenüber einem Währungskorb stabil. Im technischen Sinne fand also zu Beginn der Transformation kein Wechsel des Wechselkursregimes statt. *Zweitens* war es zwar die erklärte Politik der Tschechischen Republik, den nominalen Wechselkurs zu stabilisieren, um so die Inflationsbekämpfung zu unterstützen. Zu keinem Zeitpunkt fand dabei allerdings eine verbindliche Festlegung eines Wechselkursniveaus oder eines bestimmten Zeitabschnitts für die Wechselkursstabilisierung statt. Es handelt sich also um eine de-facto-Stabilisierung des Wechselkurses. *Drittens* schließlich wurde die Wechselkursstabilisierung bis Anfang 1996 durchgehalten.

Vergleicht man die Ergebnisse dieser Politik mit denen in Polen, so fällt zunächst auf, daß auch in der Tschechischen Republik die anfängliche nominale Abwertung von geringer Effektivität bezüglich der Stabilisierung des realen Wechselkurses war und durch den im Zuge der Preisliberalisierung erfolgten Inflationsschub teilweise wieder kompensiert wurde (Tabelle 8). Es zeigen sich aber auch die aufgrund der dann unterschiedlichen Wechselkurspolitiken zu erwartenden Unterschiede. So konnte einerseits die Inflationsrate auf ein einstelliges Niveau reduziert werden, andererseits wertete der reale Wechselkurs stetig auf.

Interessant ist dabei die Wirkung auf die tschechische Handelsbilanz. Während sie sich 1991 erwartungsgemäß bei einer realen Abwertung verbesserte und 1995 bei einer realen Aufwertung verschlechterte, zeigte sie von 1992 bis 1994 trotz der realen Aufwertung eine Tendenz zur Verbesserung. Offensichtlich konnte die tschechische Wirtschaft ihre Wettbewerbsposition nach einer Neuorientierung der Handelsströme auch ohne Hilfe des Wechselkursinstruments zumindest halten. Erst die drastische Beschleunigung der Kapitalzuflüsse überforderte offensichtlich die kurzfristigen realwirtschaftlichen Anpassungsmechanismen.

In bezug auf das Wirtschaftswachstum läßt sich schließlich nur schwer zwischen Polen und der Tschechischen Republik diskriminieren. Einerseits gelang es Polen bereits im zweiten Jahr nach Beginn des Transformationsprozesses, den realen Einkommensverlust zu stoppen und auf einen positiven Wachstumspfad

¹⁷ Zum gegenwärtigen Zeitpunkt (Juni 1997) ist noch unklar, ob die Tschechische Republik wieder zu einer Fixierung des Wechselkurses zurückkehrt. Nach der sprunghaften Wechselkurskorrektur erscheint dies zumindest nicht unrealistisch. Für eine ausführliche Diskussion siehe Buch und Heinrich (1997).

Tabelle 8 — Makroökonomische Kennzahlen für die Tschechische Republik^a 1990–1995

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominaler Wechselkurs ^b	19,3	64,2	-4,1	3,1	-1,2	-7,8
Geldmenge ^b	0,5	26,8	17,3	20,3	20,8	19,6
Verbraucherpreise ^b	10,0	57,7	10,8	20,4	10,0	9,1
Realer Wechselkurs ^b	19	8	-8	-14	-6	-9
BIP ^b	-1,2	-14,2	-6,4	-0,9	2,1	4,8
Arbeitslosenquote	0,8	4,1	2,6	3,5	3,2	2,9
Handelsbilanz ^c	-2,4	3,5	-2,4	1,1	-1,2	-8,4
Direktinvestitionen ^d	187	586	1 073	564	762	2 531
Sonstiges Kapital ^d	456	-291	-1 037	1 913	2 625	5 700
Währungsreservend	-1 127	2 064	-139	3 060	2 366	7 453
Staatshaushalt ^c	n.v.	-1,9	-3,3	0,4	1,0	0,6
Realzins ^e	n.v.	n.v.	2,2	-6,1	3,0	4,1
Reallohn ^b	-5,7	-24,6	9,9	3,7	6,5	8,0

^aBis 1992 Tschechoslowakei. — ^bVeränderung in vH. — ^cSaldo in vH des BIP. — ^dNettozuflüsse in Millionen US-\$. — ^eIn Prozent.

Quelle: Siehe Abschnitt 3 des Anhangs sowie BMWi (1996) und *Statistical Appendix* (1996).

einzuschwenken. In der TR dauerte dieser Prozeß ein Jahr länger. Allerdings kann die TR für 1993 durch die Folgen der Teilung der Tschechoslowakei besondere Umstände geltend machen. Bereinigt man die zeitlichen Abstände um ein Jahr, so ergibt sich im vierten Jahr nach Beginn der Transformation eine höhere Wachstumsrate als für Polen (4,8 vH gegenüber 3,8 vH).

Zu klären ist also, warum es der Tschechischen Republik im Vergleich zu Polen gelang, den nominalen Anker in Form eines festen Wechselkurses bis 1996 beizubehalten und wie dies in bezug auf die daraus resultierende wirtschaftliche Entwicklung zu bewerten ist. Es ist dabei im folgenden zu belegen, daß — wie schon für den Fall der lateinamerikanischen Entwicklungsländer und für den Fall Spaniens gezeigt — Unterschiede bei der Finanzpolitik sowie bei der Flexibilität von Güter- und Faktormärkten Unterschiede der Wechselkurspolitik und deren Wirkungen erklären können.

Hierzu ist zunächst das Gegenstück zur Wechselkurspolitik, die Geldpolitik, zu betrachten. Die Tabellen 7 und 8 zeigen hier einen deutlichen Unterschied. Während der Phase der Wechselkursfixierung lag die Geldmengenexpansion in Polen deutlich über 100 vH, in der Tschechischen Republik dagegen deutlich unter 30 vH. Die polnische Geldpolitik war daher kaum geeignet, den festen Wech-

selkurs durch eine möglichst rasche Inflationsbekämpfung abzusichern. Als zweiter Unterschied in der Geldpolitik fällt auf, daß die polnische Geldmengenexpansion in der Folgezeit immer noch deutlich über 30 vH lag und daß ein recht enger Zusammenhang zwischen Geldmengenexpansion und Inflationsrate bestand. In der Tschechischen Republik fand dagegen nach der hohen Expansionsrate im ersten Transformationsjahr eine Stabilisierung der Geldmengenexpansion bei 20 vH statt, wobei die Inflationsrate trotzdem auf ein einstelliges Niveau zurückging.

Bezieht man die institutionellen Rahmenbedingungen für die Geldpolitik in Polen und der Tschechischen Republik in die Überlegungen ein, so lassen sich diese unterschiedlichen Entwicklungen erklären (Buch 1995). Bei der heimischen Komponente der Geldbasis zeigt sich in der Tschechischen Republik als Reflex des Rückzugs des Staates aus der Wirtschaft ein abnehmender Bestand an Forderungen gegenüber dem Staat und eine zunehmende Bestimmung der heimischen Komponente der Geldbasis durch Kredite an Unternehmen und Haushalte. Die Gestaltung der tschechischen Geldpolitik wurde deshalb in zunehmendem Maße de facto unabhängig von der finanzpolitischen Lage. Dennoch lag die Expansion der Geldmenge M2 seit ihrer Einführung 1992 über den Zielgrößen. Verantwortlich hierfür ist allerdings die ausländische Komponente der Geldbasis im Zusammenspiel mit der Verteidigung des festen Wechselkurses. Die Geldmengenexpansion war somit nachfragebedingt und hatte keinen Inflationseffekt. Dieser Remonetisierungsprozeß ist ein deutlicher Beleg für die Glaubwürdigkeit der verfolgten Reformstrategie.

Für Polen ist eine Bewertung der Geldpolitik deutlich schwieriger, da keine expliziten Zielgrößen für die Geldmengenexpansion formuliert wurden. Die Veränderungen der Geldbasiskomponenten zeigt hier allerdings deutlich die de facto Abhängigkeit der polnischen Geldpolitik von den Finanzierungsbedürfnissen des öffentlichen Sektors. Während 1989–1990 die Kredite an die staatseigenen Betriebe die Geldbasisentwicklung dominieren, übernahmen in den folgenden Jahren Kredite an den Staatshaushalt diese Rolle. Dies zeigt an, daß die Zentralbank keineswegs aufgehört hat, die Finanzierungslücke bei den staatseigenen Betrieben zu finanzieren, sondern daß dies nunmehr indirekt über den Staatshaushalt erfolgt. Der enge Zusammenhang zwischen Geldmengenexpansion und Inflationsentwicklung zeigt dann auch, daß diese de-facto-Abhängigkeit der polnischen Geldpolitik von der Finanzpolitik im weiteren Sinne von der Öffentlichkeit kritisch begleitet wurde und demzufolge die reale Geldnachfrage nicht gestiegen ist.

Der unterschiedliche Grad der Unabhängigkeit der Geldpolitik spiegelt die unterschiedliche finanzpolitische Lage in den beiden Ländern wieder. Die Tabellen 7 und 8 zeigen hier das Entstehen von Haushaltsdefiziten in einer ersten Reformphase und deren Reduzierung ab 1993. Dabei fällt der Saldo des Staatshaushalts

für die Tschechische Republik aber um ca. 3 vH des BIP günstiger aus. Dies bedeutet eine Stabilisierung des Staatsdefizits ab 1993 in Polen knapp unter 3 vH des BIP und einen Haushaltsüberschuß in der TR.¹⁸

Für Polen ist zunächst festzuhalten, daß der sehr starke Anstieg des Defizits natürlich keine solide Ausgangsbasis für eine glaubwürdige geldpolitische Restriktion und die glaubwürdige Fixierung des Wechselkurses darstellte. Die Rückkehr zu moderaten Defiziten, die, unter gegebenen Kapitalmarktbedingungen, immer noch eine erhebliche Belastung für die Geldpolitik darstellen, ist auf eine Reihe von Maßnahmen zurückzuführen, die sich hauptsächlich auf die Einnahmenseite erstreckten (OECD 1994b). Zu den wichtigsten Maßnahmen zählten die Erhebung einer Importsonderabgabe von 6 vH ab Dezember 1992, die Ablösung der auf eine enge Bemessungsgrundlage abstellenden Umsatzsteuer durch eine Mehrwertsteuer mit Wirkung vom Juli 1993 sowie eine Reduzierung der Rentenindexierung um 9 vH ab März 1993. Die Einnahmen des Zentralhaushaltes sollten sich im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt bei ca. 27 vH stabilisieren, während auf der Ausgabenseite mit einem Rückgang um 1,5 Prozentpunkte gerechnet wurde.

Im Endeffekt schloß der Staatshaushalt 1993 mit einem Defizit von 2,8 vH des BIP wesentlich günstiger als erwartet. Dies war vor allem auf die günstige Entwicklung der Einnahmenseite zurückzuführen (vgl. Tabelle 9). Besonders bedeutend waren die Mehreinnahmen aus der personenbezogenen Einkommensteuer. Dies erklärte sich daraus, daß die Einkommen der Selbständigen 1992 zu niedrig veranlagt worden waren und es 1993 zu Steuernachzahlungen kam. Bei der Mehrwertsteuer war unterstellt worden, daß das monatliche Aufkommen in etwa dem der erweiterten Umsatzsteuer entsprechen würde, tatsächlich lagen die monatlichen Eingänge gegen Ende des Jahres aber höher.

Tabelle 9 zeigt, daß im Gegensatz zur Einnahmenseite die Ziele auf der Ausgabenseite nicht erreicht werden konnten. Im Vergleich zu 1992 stiegen die Einnahmen des Zentralhaushaltes bis 1994 um 3 Prozentpunkte des BIP an. Die Ausgabenseite verzeichnete dagegen nach einem vorübergehenden Rückgang der Ausgaben einen Gesamtanstieg von 1 Prozentpunkt. Zu berücksichtigen ist außerdem, daß der Haushalt der Zentralregierung nur einen Teil des Staatssektors repräsentiert, dessen Gesamtausgaben bei 50 vH des BIP liegen. In der weiteren Abgrenzung schließt der Sektor Staat z.B. elf außeretatmäßige Fonds mit ein. So werden der Sozialversicherungsfonds zu etwa 25 vH, die landwirtschaftliche Rentenkasse zu nahezu 100 vH und die Beschäftigungsfonds zu etwa 60 vH von Transfers aus dem Zentralhaushalt finanziert. Tabelle 9 macht deutlich, daß die

¹⁸ Die angegebenen Werte beziehen sich auf das Defizit des Zentralhaushalts und schließen für die Tschechische Republik vor 1993 den Haushalt der Slowakei mit ein.

Defizite des Zentralhaushaltes wesentlich auf Transfers zugunsten dieser Fonds zurückzuführen sind. Von der Reformkapazität in diesem Bereich dürfte es deshalb wesentlich abhängen, ob Polen sein Haushaltsdefizit beseitigen kann, um so die Voraussetzungen für eine restriktivere Geldpolitik zu schaffen. Dabei sind drei Problembereiche zu erkennen. *Erstens* müssen gleichzeitig die Grenzsteuersätze gesenkt werden; *zweitens* muß es gelingen, den Privatsektor entsprechend seinem Anteil an der Wirtschaft zu besteuern; *drittens* — und damit eng verknüpft — muß die Effektivität der Steuererhebung verbessert werden.

In der Tschechischen Republik wurden 1993 ebenfalls Steuerreformen durchgeführt (IMF 1995a): Die Umsatzsteuer wurde durch eine Mehrwertsteuer und spezifische Verbrauchssteuern ersetzt, die Unternehmensbesteuerung wurde durch die Einführung eines einheitlichen Steuersatzes vereinfacht, und eine personenbezogene Einkommenssteuer wurde eingeführt. Die Effekte der Steuerreform waren im Vergleich zu denen in Polen eher gering und durch den Anstieg von sonstigen Einnahmen bedingt. Außerdem wurde in den Jahren mit Budgetüberschüssen eine Politik der Steuersatzsenkung verfolgt.

Tabelle 9 — Der Staatshaushalt in Polen und der Tschechischen Republik 1992–1994

	Polen			Tschechische Republik		
	1992	1993	1994 ^a	1992	1993	1994
	Gesamthaushalt (vH des BIP)					
Einnahmen	45,1	47,7	46,2	48,3	49,9	48,4
Ausgaben	50,0	50,0	50,0	48,8	49,4	50,7
Außerordentl. Einnahmen	—	—	—	-1,7	0,9	1,8
Saldo	-4,9	-2,9	-3,8	-2,2	1,4	0,5
	Zentralhaushalt ^b (vH des BIP)					
Einnahmen	27,1 (27,2)	28,9 (29,5)	30,1 (30,1)	43,8 (43,8)	37,8 (37,8)	36,7 (36,7)
Ausgaben	33,2 (21,3)	32,3 (20,8)	34,2 (22,9)	44,4 (32,1)	37,4 (33,1)	35,7 (30,5)
Saldo	-6,0 (5,8)	-2,8 (8,1)	-4,1 (7,2)	-0,6 (11,7)	0,4 (4,7)	1,0 (6,2)
^a Vorläufige Ergebnisse, daher nicht vergleichbar mit Tabelle 7. — ^b In Klammern: ohne Transfers an andere öffentliche Haushalte.						

Quelle: OECD (1994b) und IMF (1995a, 1995b).

Auf der Ausgabenseite entfielen die Transfers zugunsten des früheren slowakischen Landesteils, und die Ausgaben für das Gesundheitssystem wurden in einem National Health Fund ausgegliedert. Als direkte Konsequenz ergab sich eine drastische Reduzierung des Anteils des Zentralhaushaltes am BIP, ein Trend, der sich auch 1994 fortsetzte. Allerdings zeigt Tabelle 9, daß der Anteil des Gesamthaushaltes am BIP auf 50,7 vH stieg und damit knapp über dem polnischen Niveau lag. Außerdem lag das Ausgabenniveau des Zentralhaushaltes während der gesamten Zeitspanne deutlich über dem der polnischen Zentralregierung und näherte sich erst 1994 an. Der Haushaltsüberschuß im Falle der Tschechischen Republik und das Defizit im Falle Polens erklärt sich somit durch den höheren Anteil der Staatseinnahmen am Bruttoinlandsprodukt.

Eine mögliche Erklärung für das höhere Steuerpotential im Falle der Tschechischen Republik können die unterschiedlichen Privatisierungsstrategien liefern. Polen hat die Privatisierung lediglich für kleinere Unternehmen durchgeführt und auf eine Verbesserung des Managements von Staatsbetrieben gesetzt. Gerade im Falle Polens ist bekannt, daß es nicht gelungen ist, die staatseigenen Unternehmen harten Budgetrestriktionen zu unterwerfen (Buch et al. 1994: Kap. C.III). Ein Indiz für weiche Budgetrestriktionen sind dabei neben dem Aufbau einer wechselseitigen Verschuldung zwischen diesen Betrieben der Ausfall bzw. der Aufschub fälliger Steuerzahlungen. Weil insolventen Staatsbetrieben der Konkurs erspart blieb, beliefen sich die gewährten Steuerstundungen Anfang 1992 auf fast 85 vH des Budgetdefizits. Dieses Problem hat die Tschechische Republik durch eine zügige Privatisierung der staatseigenen Betriebe mit dem Abschluß der Voucher-Privatisierung vermieden (Raiser 1994).

Festzuhalten bleibt, daß die geld- und finanzpolitischen Voraussetzungen für die Durchhaltbarkeit des nominalen Ankers in Form eines festen Wechselkurses in der Tschechischen Republik im Gegensatz zu Polen gegeben waren bzw. während des Transformationsprozesses geschaffen wurden. Zu erklären bleibt wie diese Tatsache mit der guten wirtschaftlichen Entwicklung insbesondere in der Tschechischen Republik zusammenhängt. Gemäß den theoretischen Überlegungen dürfte dies vor allem mit der Flexibilität der Güter- und Faktormärkte zu erklären sein. Wie schon für Spanien, so gilt auch für Polen und die Tschechische Republik, daß die Liberalisierung der Gütermärkte wesentlich von ihrer Strategie bestimmt wird, sich in die Europäische Union zu integrieren und daß diese Strategie durch die Assoziierungsverträge im Bereich des Handels und der Währungskonvertibilität frühzeitig festgelegt war (Langhammer 1992). Als Vorteil der Tschechischen Republik bleibt die weiter fortgeschrittene Privatisierung festzuhalten.

Bei der Betrachtung der Faktormärkte fällt zunächst auf, daß sich die Arbeitslosenquoten in beiden Ländern dramatisch unterscheiden. Die Arbeitslosenquote scheint sich in Polen bei 15 vH, in der Tschechischen Republik dagegen bei le-

diglich 3 vH zu stabilisieren. Dabei waren in beiden Ländern zu Beginn der neunziger Jahre zunächst Reallohnsenkungen zu verzeichnen, die im weiteren Verlauf des Transformationsprozesses jedoch teilweise durch Reallohnsteigerungen kompensiert wurden. Berechnet man die Reallohnsenkung die von 1989 auf 1995 erfolgte, so ergibt sich für Polen mit 25,3 vH sogar ein wesentlich stärkerer Rückgang als für die Tschechische Republik (6,8 vH). Sinkende Reallöhne waren demnach in Polen keine hinreichende Bedingung für eine Erhöhung der Beschäftigung und für sich genommen noch kein Signal für eine effiziente Anpassung auf dem polnischen Arbeitsmarkt.

Ein Vergleich der Arbeitsproduktivität und der Reallohnentwicklung in Polen und der Tschechischen Republik ergibt hier ein vollständiges Bild (Raiser 1994). So ist in Polen der Reallohn, gemessen in Produzentenpreisen, relativ zur Arbeitsproduktivität bis Ende 1991 kontinuierlich gestiegen, und der Industriesektor verzeichnete negative Profitraten. In der tschechischen Industrie dagegen fielen die Reallöhne nach dem Beginn der Transformation aufgrund einer bemerkenswerten Lohndisziplin noch stärker als die Arbeitsproduktivität und hatten auch 1993 noch nicht das Niveau von 1989 erreicht.

Außerdem spricht einiges für eine besonders hohe intersektorale Arbeitsmobilität im Falle der Tschechischen Republik. Der Vergleich mit Polen zeigt, daß in der Tschechischen Republik das potentielle Arbeitslosenproblem im Industriesektor sogar noch größer war als im Nachbarstaat. In Polen gingen nur knapp die Hälfte aller verlorenen Arbeitsplätze auf das Konto der Industrie. Im Gegensatz zu Polen schlug sich der Rückgang der Beschäftigung jedoch nur zum Teil in einer erhöhten Arbeitslosenzahl nieder. Es scheint hier nicht unplausibel, die Differenz zwischen Beschäftigungsrückgang und Anstieg bei den Arbeitslosen mit Schätzungen über das Ausmaß der Schattenwirtschaft in Verbindung zu bringen. Nach Schätzungen sind etwa 160 000–240 000 Personen in der Tschechischen Republik inoffiziell beschäftigt. Dies entspricht in etwa dem statistisch zu beobachtenden Ausscheiden von 300 000 Erwerbspersonen.

Es ist somit zu vermuten, daß in der Tschechischen Republik eine hohe Arbeitskräftemobilität und Reallohnflexibilität (relativ zum Produktivitätsfortschritt) an die Stelle des nominalen Wechselkurses als Anpassungsmechanismus für den realen Wechselkurs treten und als Signal für die im Transformationsprozeß essentiell wichtige realwirtschaftliche Reallokation von Ressourcen dienen konnten. In Polen war dies nicht der Fall. Die relativ hohe Arbeitskräftemobilität und Reallohnflexibilität auf dem tschechischen Arbeitsmarkt waren im wesentlichen die Folge einer Arbeitsmarktpolitik, die aus vier Komponenten bestand: einer straffen Lohnpolitik, moderaten Lohnnebenkosten, einer unattraktiven Unterstützung im Falle der Arbeitslosigkeit und einer aktiven Arbeitsmarktpolitik.

Begleitet wurde diese Arbeitsmarktpolitik durch die Schaffung harter Budgetrestriktionen für die tschechischen Unternehmen im Zuge der Privatisierung und

der Konsolidierung der Staatsfinanzen. Einen wesentlichen Beitrag hierzu dürfte auch die Kapitalmarktpolitik geleistet haben (Buch 1996; Raiser 1994). *Erstens* wurden durch die Festsetzung von Obergrenzen für die Kreditvergabe an Staatsunternehmen die Staatsbanken daran gehindert, alten Kunden neue Kredite zur Überbrückung von Zahlungsschwierigkeiten anzubieten. *Zweitens* hat bereits die tschechoslowakische Regierung Schritte zur Rekapitalisierung des Bankensystems unternommen. Dabei wurden Kredite in Staatsschuldscheine mit einer Laufzeit von 8 Jahren konvertiert, das Eigenkapital der Banken aufgestockt oder uneinbringbare Forderungen beglichen. Entscheidend für die Konsolidierungsansätze war, daß sich die Banken die Schuldner aussuchen konnten, denen ein Schuldenerlaß zugute kommen sollte. Damit wurden den Banken frühzeitig Anreize gegeben, sich über die Situation ihrer Kreditnehmer zu informieren. Schließlich wurde schon im März 1991 eine gestaffelte Steigerung der Mindesteigenkapitalquote von 4,5 auf 8 vH festgelegt. *Drittens* hat sich insbesondere die tschechische Regierung um eine Zunahme des Wettbewerbs auf den Kapitalmärkten bemüht. Anfang 1992 wurden ausländische Banken ohne Beschränkung zugelassen, seit März 1993 sind 4 Banken ganz in ausländischem Besitz, an weiteren 17 von insgesamt 48 Banken bestanden ausländische Beteiligungen. *Viertens* wurde die Kapitalmarktreform mit der Privatisierungsstrategie verknüpft, indem im Zuge der Voucher-Privatisierung Investmentfonds gegründet werden konnten, die als Kapitalsammelstellen einen ersten Schritt hin zu einem Universalbankensystem erlaubten. Die tschechischen Kapitalmarktreformen dürften deshalb wesentlich zu einer effizienten Restrukturierung der Angebotsseite und damit zu einem reibungslosen Funktionieren des Wechselkursankers beigetragen haben. Als entscheidender Vorsprung gegenüber Polen fällt dabei die Rekapitalisierung des Bankensystems ins Gewicht.

Insgesamt kann man als Fazit der vergleichenden Analyse der Erfahrungen Polens und der Tschechischen Republik festhalten, daß die Durchhaltbarkeit eines stabilen Wechselkurses im Falle der Tschechischen Republik und dessen Aufgabe im Falle Polens auf Unterschiede in denjenigen Politikbereichen zurückgeführt werden kann, die auch im Falle der lateinamerikanischen Entwicklungsländer bzw. im Falle der monetären Integration Spaniens in die EU den Erfolg bzw. den Mißerfolg des Wechselkursankers begründet haben: die Finanz-, die Arbeitsmarkt- und die Kapitalmarktpolitik. Hierbei ist festzuhalten, daß beide Länder gemessen an ihrer Reformkapazität das adäquate Wechselkursregime gewählt haben. Im Falle Polens erlaubt der aktive Crawling Peg eine eindeutige Priorität der realwirtschaftlichen Anpassung und eine Anpassung an die jeweils erzielten Reformfolge. Im Falle der Tschechischen Republik bestand lange Zeit aufgrund der erzielten Reformfortschritte kein Widerspruch zwischen Stabilisierung und realwirtschaftlicher Anpassung: Die Geldpolitik war de facto unabhängig von der Finanzpolitik, die Lohnanpassungen kompensierten den Ausfall des Wechsel-

kursinstruments, und der Aufbau eines effizienten Kapitalmarktes erleichterte die Verbesserung der Angebotsbedingungen und damit die Vermeidung starker Änderungen der Relativpreise. Die Erfahrungen beider Länder belegen also wiederum, daß ein Wechselkursanker allein kein radikales Reformprogramm erzwingen kann, daß aber umgekehrt ein vorhandenes Reformpotential freigesetzt werden kann. Wie schon im Falle Argentiniens ist auch das Beispiel der Tschechischen Republik Beleg dafür, daß notwendige Reformen auch und gerade nach der Stabilisierung des Wechselkurses zu bewerkstelligen sind. Wie schon im Falle Mexikos zeigt sich allerdings auch die hohe Abhängigkeit von Entwicklungen des Kapitalverkehrs.

c. Stabilisierung und Transformation II: Estland seit 1992

Als erster Nachfolgestaat der Sowjetunion ersetzte Estland Ende Juni 1992 den russischen Rubel durch eine eigene Währung („Kroon“ bzw. Estnische Krone) (Buch 1993). Gleichzeitig entschied sich Estland für einen festen Wechselkurs gegenüber der D-Mark von 8:1. Zu diesem Kurs garantiert die estnische Zentralbank den unbegrenzten Umtausch von heimischem Bargeld in D-Mark. Außerdem sollen Bargeldmenge und Mindestreserven der Geschäftsbanken zu mindestens 100 vH durch Währungsreserven der Zentralbank abgedeckt sein (modifiziertes Currency Board). Die anfängliche Deckung war durch die zurückerhaltenen nationalen Goldreserven aus der Vorkriegszeit von etwa 120 Mill. US-\$ garantiert. Auch der Umtausch von in Estland gehaltenen privaten Devisenbeständen (De-Dollarisierung) hat zur Reservenerhöhung beigetragen (Bennett 1993). Beim Marktkurs werden Schwankungen von bis zu 3 vH um diesen Kurs zugelassen. Eine Abwertung der Krone gegenüber der D-Mark kann nur vom estnischen Parlament, nicht aber von der Zentralbank vorgenommen werden. Der Wechselkurs gegenüber allen anderen Währungen bildet sich dagegen frei; die bisherigen Kursbewegungen verliefen parallel zu Auf- bzw. Abwertungstendenzen der D-Mark. Für Leistungsbilanztransaktionen war die Krone von Beginn an konvertibel (für Rubel: erst seit Dezember 1993). Die letzten Devisenbeschränkungen im Kapitalverkehr wurden im Mai 1994 aufgehoben. Seit Mai 1992 ist Estland Mitglied des Internationalen Währungsfonds, seit August 1994 ist die Krone voll konvertierbar.

Tabelle 10 zeigt, daß es Estland ähnlich wie Argentinien gelungen ist, durch die Einführung eines festen Wechselkurses zu einer stabilen Ankerwährung eine Hyperinflation zu bekämpfen. Vom ersten Halbjahr zum zweiten Halbjahr 1992 fiel die durchschnittliche monatliche Inflationsrate von 33 auf 11 vH. Anders als in Argentinien konnte die Inflation bisher jedoch nicht vollständig beseitigt wer-

Tabelle 10 — Makroökonomische Kennzahlen für Estland 1992–1995

	1992	1993	1994	1995
Währungsreserven ^a	101,7	47,1	4,2	18,0
Währungsreserven ^b	193	136	128	127
Geldmenge ^{a,c}	n.v.	54,4	34,2	27,1
Verbraucherpreise ^a	1 069,3	89,8	47,7	28,9
Realer Wechselkurs ^a	n.v.	-45	-30	-26
BIP ^a	-21,6	-8,4	-0,1	3,2
Arbeitslosenquote ^d	n.v.	5,5	5,4	5,0
Handelsbilanz ^e	-4,6	-4,1	-11,3	-9,0
Direktinvestitionen ^f	80	154	212	199
Sonstiges Kapital ^f	-43	86	-37	63
Währungsreserven ^f	203 ^g	212	18	113
Staatshaushalt (Ausgaben inkl. durchgereicherter Kredite) ^e	0,8 (-0,2)	1,6 (-0,7)	2,9 (1,3)	-0,5 (-0,8)
Realzins ^h	n.v.	-1,5	-12,3	-7,9
Reallohn ^a	-38,5	5,2	4,9	7,9

^aVeränderung in vH. — ^bBestand in vH der monetären Basis. — ^cOhne Bankeinlagen der Zentralregierung. — ^dArbeitsuchende inkl. registrierte Arbeitslose. — ^eSaldo in vH des BIP. — ^fNettozuflüsse in Millionen US-\$. — ^gDarunter Goldreserven im Wert von etwa 120 Mill. US-\$. — ^hIn Prozent.

Quelle: Siehe Abschnitt 3 des Anhangs sowie Eesti Pank *Annual Report* (versch. Ausgaben) und IMF (1996a).

den.¹⁹ Für das Einmünden in eine chronische Inflation könnten mehrere Ursachen verantwortlich sein. *Erstens* wurde kurz vor der Währungsunion auch der Transformationsprozeß mit der Freigabe der administrierten Preise in Gang gesetzt. Es hat sich bereits für Polen und die Tschechische Republik gezeigt, daß dies zunächst einen kräftigen Inflationsschub auslöst. Allerdings zeigte der Fall der Tschechischen Republik auch, daß dieser Inflationsschock bei festem Wechselkurs bereits im ersten Jahr nach der Preisreform absorbiert werden konnte. *Zweitens* fand ein Inflationsimport aus dem Rubel-Raum statt, indem die für Estland wichtigen Energiepreise durch Anhebung der Rubel-Preise, d.h. eine Terms-of-trade-Verschlechterung, kräftig stiegen. Für diesen Preisschock gilt jedoch auch, daß er zu einem einmaligen Inflationsschub führt, nicht aber zu einer chronischen Inflation.

¹⁹ Erstaunlich sind dabei die anhaltend hohen Preissteigerungen für handelbare Güter (etwa 20 vH pro Jahr). Dahinter verbirgt sich vermutlich nur eine verzögerte Anpassung an die Weltmarktpreise.

Drittens fand auch ein Inflationsimport aus den westlichen Industrieländern statt, weil die estnische Krone zum Zeitpunkt der Währungsreform im Juni 1992 offensichtlich unterbewertet war (IMF 1996). Für die Parität war nämlich der aktuelle Schwarzmarkt-Wechselkurs des Rubel zugrunde gelegt worden. Dies wurde in der Folgezeit durch die im Vergleich zum westlichen Ausland deutlich höhere Inflation zumindest teilweise aufgehoben. Zwischen Juni 1992 und Mai 1996 ist der reale Wechselkurs der Krone zu den Währungen westlicher Handelspartner um etwa 80 vH gefallen, davon um über 50 vH im zweiten Halbjahr 1992 (siehe Tabelle A5).²⁰

Viertens verzeichnete Estland einen starken Anstieg der Kapitalzuflüsse und damit einen Liquiditätszufluß. Eine dominierende Rolle spielten dabei Direktinvestitionen aus Skandinavien. Insgesamt lagen die Direktinvestitionen bei einer Größenordnung von jährlich etwa 5 vH des BIP bzw. 20 vH der Investitionen. Dagegen waren die sonstigen Kapitalzuflüsse von geringerem Umfang und zeigten beachtliche Schwankungen. Der Nettoabfluß in 1994 und damit die geringe Reservensteigerung dürfte mit den Abwertungsgerüchten in der zweiten Jahreshälfte zusammenhängen (Eesti Pank *Annual Report* versch. Ausgaben). Ursache dafür waren vermutlich die wieder aufkeimende Inflation in der ersten Jahreshälfte (durchschnittlich 5 vH pro Monat im Vergleich zu 3 vH in 1993) und die politischen Spannungen mit Rußland. Schon 1995 hatte sich die Lage jedoch anscheinend wieder beruhigt, nicht zuletzt als Folge finanzieller und technischer Unterstützung durch den IWF.

Insgesamt stiegen die Währungsreserven der Zentralbank lediglich 1993 stark an,²¹ und die monetäre Expansion lag 1994 deutlich und 1995 immer noch signifikant über dem Zuwachs an Währungsreserven. Dies war deshalb möglich, weil die estnische Zentralbank seit der Einführung des Currency-Board-Systems zwar grundsätzlich eine regelgebundene Geldpolitik verfolgt, allerdings dabei mit einem gewissen Spielraum ausgestattet ist. In Abweichung vom reinen Currency Board hat die estnische Zentralbank eine „lender of last resort“-Funktion: Die Banken-Abteilung der Zentralbank kann Banken mit Liquidität helfen, aber nur durch Verkauf von Überschußreserven²² an die Emissions-Abteilung im entsprechenden Umfang. Im August 1994 war es zu Zahlungsschwierigkeiten der Sozial-

²⁰ Die Entwicklung des Wechselkurses zum russischen Rubel war hingegen von extremen Schwankungen geprägt (Eesti Pank *Bulletin* versch. Ausgaben). Im zweiten Halbjahr 1992 wertete die Krone gegen den Rubel um über 100 vH auf, danach im Laufe des Jahres 1993 um etwa 60 vH real ab. Seitdem schwankt der reale Wechselkurs gegenüber dem Rubel nur noch geringfügig um den Wert von Juli 1992.

²¹ Der hohe Wert für 1992 spiegelt lediglich die Rückübertragung der Goldreserven im Zuge der Gründung der estnischen Zentralbank wider.

²² Der Deckungsgrad (Währungsreserven in vH der Geldbasis) betrug Anfang 1996 noch 120 vH.

bank gekommen, die mit Hilfe von Zentralbankkrediten (insgesamt fast 400 Mill. Kroon = 50 Mill. DM) bis März 1995 noch über Wasser gehalten wurde, bevor sie an die staatliche Nord-Estland Bank verkauft wurde.

Dies bedeutet, daß inflationäre Tendenzen von Anlaufschwierigkeiten beim Aufbau eines privaten Kapitalmarktes ausgingen. Allgemein sind die Kapitalmarktreformenten in Estland relativ weit fortgeschritten (Buch et al. 1995: 81 ff.). So ist es Estland im Gegensatz zu anderen Nachfolgestaaten der Sowjetunion gelungen, tatsächlich ein zweistufiges Bankensystem einzuführen und vergleichsweise scharfe Vorschriften in bezug auf Großkredite, die risikogewichtete Eigenkapitalquote und Liquiditätsanforderungen zu erlassen. Außerdem spielen notleidende Kredite im Vergleich zu anderen Transformationsländern keine große Rolle, und die Konkursdrohung ist in der Regel glaubwürdig, da bereits einige Banken, darunter auch drei der größeren Banken, Konkurs anmelden mußten.

Als Indiz für die Effizienz des Bankensektors kann die Zinsentwicklung dienen. Die Zentralbank gibt einen Korridor für den Geldmarktzinssatz vor, der sich am FIBOR orientiert. Alle übrigen Zinssätze bilden sich dagegen frei; sie liegen bisher über dem deutschen Zinsniveau, mit deutlich fallendem Abstand (Eesti Pank *Bulletin* versch. Ausgaben). Dieser Abstand deutet jedoch nicht auf ein Währungsrisiko hin, da für in Estland vergebene Fremdwährungskredite nahezu dieselben Zinsen verlangt werden. Vielmehr spiegelt sich sowohl in den hohen Kreditzinsen als auch in der kurzen Fristenstruktur das hohe Kreditrisiko wieder. Auch die Umwandlung von Bankeinlagen in ausländischer zu solchen in inländischer Währung deutet darauf hin, daß der derzeitige geldpolitische Kurs von den Marktteilnehmern als glaubwürdig eingeschätzt wird. Insgesamt hat die estnische Kapitalmarktpolitik die de-facto-Unabhängigkeit der Geldpolitik also eher gestärkt.

Gleiches gilt für die Finanzpolitik. De jure darf die Zentralbank seit der Währungsreform 1992 keine Kredite an die Regierung vergeben. Inländische Geschäftsbanken dürfen außerdem lediglich kurzfristige Liquiditätsengpässe der öffentlichen Haushalte überbrücken. De facto bestand für solche Finanzierungsmechanismen auch kein Bedarf, da das Budgetdefizit seit 1992 auf unter 1 vH des BIP begrenzt werden und 1994 sogar ein Überschuß erzielt werden konnte. Auch bei Berücksichtigung der an Staatsunternehmen durchgereichten Kredite ergaben sich höchstens geringe Defizite (Tabelle 10).

Auf der Einnahmenseite sorgt dabei seit 1993 ein neues Steuersystem für eine solide Einnahmenbasis (Schweickert 1995). Dabei spielt die Mehrwertsteuer die wichtigste Rolle bei der Staatsfinanzierung. Sie wird als einstufige Verkaufssteuer mit einem Steuersatz von 18 vH erhoben; die Steuerbasis wird systematisch erweitert. Drei Faktoren dürften dazu beigetragen haben, daß die Mehrwertsteuereinnahmen sogar überproportional angestiegen sind. Dies sind der moderate Steuersatz, die relativ geringen administrativen Anforderungen und der schnelle

Stabilisierungserfolg, der die Möglichkeit der Steuervermeidung durch Verschieben der Steuerzahlung zunehmend einschränkte. Bei den direkten Steuern wurde ebenfalls ein relativ einfaches System implementiert. Sowohl für die Körperschaftsteuer als auch (ab 1994) für die Einkommensteuer gilt ein einheitlicher und proportionaler Steuersatz von 26 vH. Sowohl die überschaubare Zahl von Ermäßigungen und Ausnahmen (Schrader 1994) als auch der wiederum moderate Steuersatz dürften die Gewähr dafür bieten, daß die direkte Besteuerung nicht zu einer leistungshemmenden Belastung für den Privatsektor führt. Aufgrund der Tatsache, daß für die estnische Wirtschaft 1996 wiederum ein positives reales Wachstum erwartet wird und die Finanzverwaltung zunehmend an Effektivität gewinnt, ist die Grundlage für eine Steigerung der realen Steuereinnahmen gelegt.

Auch der Privatisierungsprozeß kommt inzwischen zügig voran. Bis Ende 1994 wurden bereits alle kleineren Staatsbetriebe verkauft, hauptsächlich an die bisherigen Manager. Aufgrund der stabilen Haushaltslage konnte es sich die estnische Regierung außerdem leisten, für die mittleren und großen Staatsbetriebe erst 1993 eine Privatisierungsagentur nach dem Treuhandmodell einzurichten. Bis Ende 1995 sind auf diese Weise 450 der 500 Betriebe durch Direktverkauf mit Beschäftigungs- oder Investitionsauflagen privatisiert worden. Lediglich Infrastruktur- und Versorgungseinrichtungen sind noch in staatlichem Besitz (IMF 1996).

Insgesamt läßt sich festhalten, daß die stabilitätsorientierte estnische Finanzpolitik auf einer gesunden Basis steht. Die Finanzierung des Staatshaushalts hängt weder von Zentralbankkrediten noch von Handelssteuern ab. Ausländische Kredite und der entsprechende Schuldendienst, die nicht im Budget ausgewiesen werden, stellen keine wesentliche Belastung dar und sind weitgehend für Infrastrukturinvestitionen zweckgebunden. Die Finanzierung der noch verbleibenden Staatsunternehmen ist vom Budget getrennt, so daß die Staatsausgaben nicht ohne weiteres für die Subventionierung notleidender Unternehmen instrumentalisiert werden können.

Im Gegensatz zum positiven Beitrag der Finanz- und Kapitalmarktpolitik zur Inflationsdämpfung war die Lohnpolitik in dieser Beziehung wenig hilfreich. Seit September 1992 hatte die Regierung mit Lohnleitlinien und einer Lohnzuwachssteuer versucht, die Lohnsteigerungen im Staatssektor zu bremsen und so die Inflationsdynamik zu brechen. Dieser Versuch wurde jedoch bald wieder aufgegeben, und die Nominallöhne stiegen wieder schneller an. Vor dem Hintergrund der starken Reallohneinbuße in 1992 haben die Reallohnsteigerungen²³ (seit 1993

23 Monatsangaben sind angesichts des im Dezember gezahlten variablen Jahres-Bonus nur schwer zu interpretieren. In Tabelle 10 wird deshalb das durchschnittliche Jahressgehalt mit dem des Vorjahres verglichen.

durchschnittlich 6 vH pro Jahr) bisher noch keine realwirtschaftlichen Konsequenzen gehabt. Die registrierte Arbeitslosigkeit lag bisher unter 2 vH, und selbst die Quote der Arbeitsuchenden liegt bei nur 5 vH.

Auch die wirtschaftliche Entwicklung spricht nicht für deutlich negative Wirkungen der realen Aufwertung. Nach der Unabhängigkeit von der Sowjetunion (1991) war das Bruttoinlandsprodukt stark zurückgegangen, was vor allem daran lag, daß Estland keine Zuschüsse und Kredite von Rußland mehr erhielt und der Außenhandel mit Rußland nun zu Weltmarktpreisen stattfand. 1994 konnte der Rückgang des Bruttoinlandsprodukt aber abgebremst werden, und 1995 war erstmals wieder ein reales Wachstum zu verzeichnen.²⁴ Der Abwärtstrend der Industrieproduktion konnte dagegen erst 1995 gebrochen werden (bis dahin Rückgang um etwa 60 vH gegenüber 1990). Dahinter verbirgt sich vor allem der Strukturwandel zu Lasten der kapitalintensiven Industrien (Baustoffe, Chemie, Metallbearbeitung, Papier), der auf die gestiegenen Energiepreise und das Ende der RGW-Arbeitsteilung zurückzuführen ist. Allerdings hat der Industriesektor in Estland von Anfang an nur eine relativ geringe Bedeutung gehabt (1991: etwa ein Drittel des BIP). Die zeitlichen Abstände zwischen Beginn der Transformation und dem Erreichen eines positiven Wachstumspfad entsprechen in etwa dem im Falle Polens und der Tschechischen Republik und sind weit günstiger als in anderen Nachfolgestaaten der Sowjetunion.

Liegen also bisher keine Anzeichen für ein internes realwirtschaftliches Ungleichgewicht vor, so ist die Beurteilung der außenwirtschaftlichen Situation schwieriger. Einerseits hat sich der Handelsbilanzüberschuß von 5 vH des BIP (1991) in ein Defizit mit steigender Tendenz verwandelt (10 vH des BIP im Durchschnitt der Jahre 1994 und 1995). Dies kann mit der realen Aufwertung gegenüber westlichen Währungen erklärt werden kann. Andererseits konnten die Defizite aufgrund der stark gestiegenen Kapitalimporte bisher jedoch noch problemlos finanziert werden.²⁵

Diese positive Entwicklung wurde durch die Außenwirtschaftspolitik Estlands begünstigt (Laaser und Schrader 1994). Estland hat schon 1991 begonnen, den Außenhandel zu öffnen und hat seit Ende 1992 — außer Importzöllen auf Fahrzeuge und auf Felle — keine Handelsbeschränkungen mehr. Auch die Liberalisierung inländischer Gütermärkte war schon vor der Währungsreform weitgehend erreicht. Insgesamt ist also ein relativ hoher Grad an Marktfreiheit und -offenheit erreicht worden. Dadurch wurde nicht nur der internationale Preiszusammenhang

²⁴ Die vorläufigen Daten der verschiedenen estnischen Behörden für 1995 weichen wie im Jahr davor stark voneinander ab (zwischen +4 vH der Zentralbank und -3,5 vH des Statistikamts). Zur Diskussion der Datenlage vgl. Burger und Lenzner (1996).

²⁵ Das Defizit im Güterhandel von fast 20 vH des BIP wurde 1995 zur Hälfte durch den Überschuß im Dienstleistungshandel (Transport und Tourismus) finanziert.

gestärkt, sondern auch die Integration Estlands in die Weltwirtschaft vorangetrieben. Die Außenhandelsorientierung Estlands hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen. So entsprach der Wert der Exporte des Jahres 1995 einem Anteil am Bruttoinlandsprodukt von 53 vH (1991: 32 vH) und der Importe von 73 vH (1991: 27 vH). Gleichzeitig hat sich die Struktur des Außenhandels deutlich zu Lasten des GUS-Handels verschoben. Mehr als die Hälfte der estnischen Exporte gingen 1995 in Länder der Europäischen Union, während der Anteil der GUS von über 80 vH (1991) auf etwa 25 vH sank. Ein ähnliches Bild bietet sich auch bei der Struktur der Importe: Damit entwickelt Estland wieder eine Westorientierung, wie sie vor der Annektierung durch Rußland (1940) bereits bestanden hatte. Der Handel mit Finnland spielte zunächst aufgrund des bilateralen Freihandelsabkommens die größte Rolle, während mit der EU erst im Juli 1995 ein Assoziierungsabkommen zustande gekommen ist. Im Gegensatz dazu hat Rußland die Zölle auf Importe aus Estland erhöht. Bei den Exporten hat die Bedeutung der Lebensmittel und Holzprodukte zugenommen, während Chemische Produkte und Textilien abgenommen haben. Bei den Importen zeigten sich die hohe Abhängigkeit von Energieimporten und die gestiegene Nachfrage nach Maschinen und Anlagen für Investitionszwecke. Außerdem findet in Estland mittlerweile in der Produktion von Bekleidung und elektrischen Geräten Lohnveredelung für westliche Investoren statt.²⁶

In Estland gab es keine Abfolge von fehlgeschlagenen Währungsreformen bzw. Stabilisierungsprogrammen wie in Lateinamerika. Außerdem haben der klare Bruch mit der Vergangenheit und die Rückübertragung der nationalen Goldreserven zur Glaubwürdigkeit des Reformprogramms beigetragen. Daher hatte das Experiment, als erster Staat die Rubelzone zu verlassen, große Erfolgsaussichten. Die Liberalisierung der Gütermärkte war relativ weit fortgeschritten, die der Faktormärkte dagegen noch nicht. Eine gewisse Anpassungsfrist bot bisher die reale Unterbewertung zum Zeitpunkt der Währungsreform und der Zufluß an Direktinvestitionen, aber mittlerweile dürfte diese Frist abgelaufen sein. Der Härtestest steht also bevor, ob die Drosselung der inländischen Inflation und der Strukturwandel der Wirtschaft jetzt beschleunigt werden können bzw. ob das System der Wechselkursfixierung auch bei einem Abflauen der Kapitalzuflüsse und einer monetären Kontraktion wie im Falle Argentiniens weiter Bestand hat.

²⁶ Die Analyse der Güterstruktur des estnischen Außenhandels wird durch die in den Zahlen enthaltenen Reexporte nach bzw. für Reexport bestimmte Importe aus Rußland erschwert (typisches Beispiel: Reexporte von Fahrzeugen nach Rußland, Reexporte von Buntmetallen aus Rußland).

d. Erste Stabilisierungserfolge: Rußland und die Ukraine seit 1993

Estland hat als einziges Land, das von Beginn des Transformationsprozesses an seinen Wechselkurs fixierte, bei der Stabilisierung von Produktion und Preisniveau vergleichsweise gute Ergebnisse erzielt, während Länder mit flexiblen Wechselkursen erhebliche Probleme zu verzeichnen hatten. Für die zukünftigen währungspolitischen Weichenstellungen der Nachfolgestaaten der Sowjetunion könnte diese Beobachtung den Schluß nahelegen, daß ein fester Wechselkurs den Erfordernissen des Transformationsprozesses am ehesten genügt. Allerdings ist aus den bisherigen Analysen deutlich geworden, daß es bei der Stabilisierung der Wirtschaft weniger auf das Wechselkurssystem selbst ankommt, als vielmehr auf ein konsistentes wirtschaftspolitisches Reformprogramm. Insbesondere die Finanzpolitik, die Ausgestaltung der internationalen Handelsbeziehungen und die Kapitalmarktpolitik sind dabei in den Nachfolgestaaten der Sowjetunion von entscheidender Bedeutung.

Gemessen an den von Estland gesetzten Standards mußten die Aussichten Rußlands für eine erfolgreiche Stabilisierungspolitik oder gar für die Durchhaltbarkeit eines festen Wechselkurses Ende 1994 noch negativ beurteilt werden (Schweickert 1995). So war die notwendige Konsolidierung der Staatsfinanzen kaum vorangekommen. Um die Defizite im russischen Staatshaushalt drastisch zurückführen zu können, fehlte es an einem durchgreifenden Kurswechsel in Richtung auf eine stärkere Besteuerung des Konsums bei einer gleichzeitigen Verringerung der Unternehmensbesteuerung und an größeren Privatisierungsanstrengungen, die etwa im Rahmen der zweiten Privatisierungswelle zu einer Erhöhung der Staatseinnahmen hätten führen können. Auf der Ausgabenseite bestanden Ansprüche an den Staatshaushalt insbesondere durch weiche Budgetrestriktionen der Unternehmen, da eine glaubwürdige Konkursdrohung nicht bestand.

Ähnlich verhielt es sich im Bereich der Finanzmarktreformen. So waren zwar bereits eine große Zahl von privaten Finanzintermediären entstanden und bankenaufsichtsrechtliche Vorschriften erlassen. Die enge Bindung der Zentralbank an Interessen der Regierung und der staatlichen Unternehmen behinderte jedoch weiterhin eine an Rentabilitäts- und Kreditwürdigkeitskriterien ausgerichtete Kreditvergabe. Zudem nahm der Umfang notleidender Kredite in den Bilanzen der Banken rapide zu, und der Geschäftsbankensektor wurde nach wie vor von den wenigen ehemaligen staatlichen Spezialbanken dominiert. Noch immer galt deshalb für Rußland die Forderung, das formal existierende zweistufige Bankensystem in die Praxis umzusetzen und die Zentralbank vollständig aus der indirekten Unternehmenssubventionierung zurückzuziehen. Trotz eines grundsätzlich flexiblen Wechselkurses war es dann auch zu einer Überbewertung des Rubel ge-

kommen, da die Versuche, den nominalen Wechselkurs zu stabilisieren, nicht mit der gleichzeitigen monetären Expansion vereinbar waren.

Tabelle 11 zeigt, daß sich die Makropolitik Rußlands seither drastisch geändert hat. Grundsätzlich hat Rußland 1995 begonnen, die Inflation über eine restriktive Geldpolitik zu bekämpfen. Dies spiegelt sich in der Reduzierung der Geldmengenexpansion auf ein Drittel des Wertes für 1993 und extrem hohen Realzinsen wider. Ermöglicht wurde dies durch die Rückführung des Haushaltsdefizits auf moderate 3,2 vH des BIP. In der Tabelle wird dabei der Stabilisierungserfolg nur unzureichend dargestellt: Die monatliche Inflationsrate war bis Dezember 1995 auf 3 vH gesunken mit weiter fallender Tendenz (DIW et al. 1996b).

Tabelle 11 — Makroökonomische Kennzahlen für Rußland und die Ukraine 1993–1995

	Rußland			Ukraine		
	1993	1994	1995	1993	1994	1995
Nominaler Wechselkurs ^a	201 ^b	185 ^b	31 ^b	2 292	561	365
Geldmenge ^a	409	200	119	1 800	469	143
Verbraucherpreise ^a	840 ^b	215 ^b	131 ^b	4 735	891	377
Realer Wechselkurs ^a	-68 ^b	-5 ^b	-39 ^b	-50	-30	5
BIP ^a	-8,7	-12,6	-4,0	-14,2	-23,0	-11,8
Arbeitslosenquote	5,7	7,5	8,2	0,3	0,4	0,6
Handelsbilanz ^c	8,7	5,4	6,0	-5,9	-3,2	-3,4
Direktinvestitionen ^d	n.v.	251	1 955	n.v.	151	257
Sonstiges Kapital ^d	n.v.	-12 719	-561	n.v.	1 138	1 315
Währungsreserven ^d	n.v.	-1 934	10 382	n.v.	549	469
Staatshaushalt ^e	-4,6	-10,3	-3,2	-6,5	-10,5	-7,6
Realzins ^f	-60,8	51,9	28,2	-94,0	120,2	18,2
Reallohn ^a	4,5	-8,9	-26,0	-35,0	-10,6	12,2

^aVeränderung in vH. — ^bJahresenddaten. — ^cSaldo in vH des BIP (nur Güterhandel). — ^dNettozuflüsse in Millionen US-\$. — ^eSaldo in vH des BIP. — ^fIn Prozent.

Quelle: BMWi (1996) und Government of the Russian Federation (1996).

Begleitet wurde dieser Stabilisierungserfolg von einer weiterhin starken realen Aufwertung, die grundsätzlich von den hohen Realzinsen verursacht, vom Wechselkursregime jedoch begünstigt wurde. Tabelle 12 zeigt die russische Wechselkurspolitik seit Mitte 1995, die von einem Währungsband geprägt wird. Die Einführung des Währungsbandes (Korridor) implizierte grundsätzlich eine aktive Wechselkurspolitik. Dies zeigen die Anpassungsraten für die zentrale Parität

(5,4 vH im Januar 1996 bzw. 9,3 vH im Juli 1996). Die zulässige Abwertungsrate lag also deutlich unter der Inflationsrate, und der nominale Wechselkurs hatte eine Ankerfunktion. Dies gilt seit Mitte 1996 nicht mehr. Bis Ende 1996 wurde die zentrale Parität monatlich um 1,5 vH abgewertet. Die Bandbreite betrug nach wie vor +/- 300 Rubel. Dies bedeutete die Einführung eines Crawling Peg und die Aufgabe einer aktiven Wechselkurspolitik. Da die monatliche Inflationsrate im 2. Halbjahr unter einem Prozent lag, bestand ein Spielraum für eine reale Abwertung gegenüber dem Dollar, die tatsächlich auch realisiert wurde.

Ein solcher Schritt ist auf der Basis der in dieser Studie angestellten theoretischen Überlegungen und empirischen Beobachtungen zu begrüßen. Erstens dürfte fortan nach Erreichen eines moderaten Inflationsniveaus die realwirtschaftliche Anpassung Priorität genießen. Eine Lockerung der Zinspolitik erscheint angesichts der immer noch nicht bewältigten Transformationskrise nun vorrangig. Zweitens ist der Stabilisierungserfolg keineswegs als gesichert zu betrachten, da die oben aufgeführten Reformdefizite zum größten Teil immer noch bestehen (DIW et al. 1996a, 1996b).²⁷

Tabelle 12 — Wechselkurspolitik in Rußland von Juli 1995 bis Dezember 1996

	Juli–Dezember 1995	Januar–Juni 1996	Juli–Dezember 1996
Zentrale Parität (Rubel/US-\$)	4 600	4 850	5 300–5 800
Bandbreite (Rubel)	± 300	± 300	± 300
Veränderung der zentralen Parität ^a (vH pro Monat)	0,9	1,5	1,5
Zum Vergleich: Verände- rung der Verbraucher- preise (vH pro Monat)	4,5	2,4	0,8

^aBerechnet aus der Anpassung der zentralen Parität am Ende des Halbjahres.

Quelle: BMWi (1996) und DIW et al. (1997).

²⁷ Dies gilt nicht für die russische Außenhandelspolitik. Die russische Außenhandelspolitik wird im Zuge der anstehenden Verhandlungen über den Beitritt Rußlands zur World Trade Organization (WTO) im Hinblick auf ihre Vereinbarkeit mit den multilateralen Handelsabkommen überprüft. Nach der Abschaffung der mengenmäßigen Beschränkungen und der Lizenzpflicht für die Ausfuhr bestimmter Rohstoffe dürften zwar im Bereich der Handelspolitik im engeren Sinne die größten Probleme beseitigt sein. Es stellt sich jedoch nach wie vor die Frage nach der Transparenz und WTO-Konsistenz anderer handelsrelevanter Wirtschaftspolitikern in Rußland.

Die Verringerung des Budgetdefizits wurde bei weiter rückläufigen Einnahmen in erster Linie durch reale Ausgabenkürzungen und durch Zahlungsverzögerungen gegenüber Unternehmen, privaten Haushalten und den öffentlich Bediensteten erreicht. Eine Stabilisierung der Einnahmenseite ist nicht in Sicht. Insbesondere die öffentlichen Unternehmen kommen ihren Steuerverpflichtungen in großem Umfang nicht nach bzw. genießen in großem Maße Steuervergünstigungen bis hin zu Steuerbefreiungen. 1996 war deshalb auch die Haushaltskonsolidierung des Vorjahres nicht durchzuhalten. Für das gesamte Jahr betrug das Defizit bereits wieder 4,1 vH des Bruttoinlandsprodukts, wobei sich die Nettoverschuldung der öffentlichen Unternehmen gegenüber dem ordentlichen Staatshaushalt und den außerbudgetären Fonds auf über 10 vH des BIP belief (DIW et al. 1997).

Die russische Steuerpolitik ist vor diesem Hintergrund widersprüchlich und konzeptionslos. Zum einen ist sie immer noch in erster Linie eine Ankündigungspolitik. Zum anderen weisen die Ankündigungen in eine falsche Richtung. Sie zielen darauf ab, die Einkommens- und Vermögenssteuern zu erhöhen, um die Gewinn- und Mehrwertsteuern zu senken (Wehrheim und Wiebelt 1996). Gerade bei relativ stabilen Preisen ist die Mehrwertsteuer jedoch dafür prädestiniert, innerhalb kürzester Zeit signifikante Einnahmenezuwächse zu erzielen. Dies zeigen insbesondere die oben diskutierten lateinamerikanischen Erfahrungen. Auch der überdurchschnittliche Einbruch der Investitionstätigkeit würde eine stärkere Konsumbesteuerung nahelegen.

Entscheidend für den mittel- bis langfristigen Erfolg des derzeitigen Stabilisierungskurses wird auch der Umgang der Zentralbank mit einer drohenden Zahlungskrise im Banken- und Unternehmenssektor sein. Der Anteil überfälliger Bankkredite liegt mit gut einem Drittel aller Kredite unverändert hoch. Zudem nimmt die zwischenbetriebliche Verschuldung noch immer zu. Während das reale Volumen der Bankkredite an die Wirtschaft in den ersten elf Monaten des Jahres 1995 um rund 40 vH zurückging, nahm der Realwert zwischenbetrieblicher Kredite um 12 vH zu. Ein Ausbruch einer Solvenzkrise im Unternehmenssektor dürfte nicht ohne Auswirkungen auf die Banken bleiben.

Angesichts dieser Reformdefizite ist es zu begrüßen, daß vom Wechselkurssystem keine Aufwertungstendenzen mehr auszugehen scheinen. Kritisch ist jedoch die automatische Verminderung der zulässigen Abwertungsrates durch die Beibehaltung der Bandbreite von +/- 300 Rubeln bei steigender zentraler Parität zu beurteilen. Bevor nicht die Haushaltskonsolidierung durch eine Steuerreform gesichert, das Problem überfälliger Bankkredite gelöst und harte Budgetrestriktionen für öffentliche Unternehmen eingeführt sind, ist nicht auszuschließen, daß die Geldpolitik den Interessen der Regierung nachgibt und wieder expansiv wird. Eine solche Situation würde dann eine erhöhte Wechselkursflexibilität und die Aufgabe des Wechselkursregimes erfordern. Wie oben am Beispiel Mexikos ver-

deutlich, würde eine solche Aktion die Glaubwürdigkeit der Geld- und Wechselkurspolitik in erheblichem Maße beeinträchtigen.

Im Vergleich zu Rußland startete die Ukraine von wesentlich ungünstigeren Ausgangsbedingungen (Tabelle 11): Die Inflationsrate lag deutlich höher, der wirtschaftliche Einbruch verlief schmerzhafter und die Handelsbilanz war chronisch defizitär. Diese makroökonomischen Ungleichgewichte spiegelten den Rückstand bei zentralen Wirtschaftsreformen wider (Buch et al. 1995). Bis 1994 war eine Konsolidierung der Staatsfinanzen nicht in Sicht. Nicht zuletzt wegen mangelnder Privatisierungserfolge und wegen des Fehlens einer glaubwürdigen Konkursdrohung war es den Unternehmen möglich, zur Finanzierung von Verlusten Zugriff auf den Staatshaushalt zu nehmen. Darüber hinaus machte die notwendige Zentralbankfinanzierung der staatlichen Haushaltsdefizite die Geldpolitik abhängig von der Situation des Staatshaushalts. Die Ukraine befand sich außerdem selbst im Vergleich zu Rußland noch am Anfang bei der Schaffung effizienter Finanzmärkte. Ein Insolvenzrisiko für Geschäftsbanken bestand nicht. Vielmehr ließ die enge Verflechtung von Zentralbank, Regierung, Geschäftsbanken und Unternehmen keine Kreditvergabe nach Rentabilitätskriterien zu, und die Subventionierung von Staatsunternehmen stand im Mittelpunkt. Lösungen für potentielle Probleme, wie zum Beispiel die notleidenden Kredite in den Bilanzen der Banken, gab es nicht einmal in Ansätzen. Wo institutionelle Regelungen existierten, genügten sie entweder nicht marktwirtschaftlichen Erfordernissen oder wurden nicht angewandt. Der Ukraine war außerdem keine nennenswerte Liberalisierung der außenwirtschaftlichen Beziehungen gelungen.

An dieser Einschätzung änderte sich auch nach Einführung des „radikalen“ Reformprogrammes im Herbst 1994 nichts (Clement et al. 1995; BMWi 1996). Zwar konnten zunächst eine weitgehende Preisliberalisierung, die Verringerung von Staatsaufträgen und die Liberalisierung des Außenhandelsregimes durchgesetzt werden, der Reformprozeß verlor aber im Laufe des Jahres 1995 erheblich an Fahrt.²⁸

Ähnlich wie in Rußland stehen deshalb die bisher durch eine restriktive Geldpolitik erreichten Stabilisierungserfolge auf unsicheren Füßen. Wie in Rußland konnten die Voraussetzungen für die restriktive Geldpolitik bei (real) sinkenden Staatseinnahmen nur durch Subventionskürzungen erreicht werden, die zu einem erneuten Anstieg der zwischenbetrieblichen Verschuldung führten. Außerdem hängt das außenwirtschaftliche Gleichgewicht immer noch vom Handel mit den

²⁸ So bestand zeitweise ein Privatisierungsmoratorium, das dafür sorgte, daß die Resultate bei der Massenprivatisierung wesentlich hinter den Zielvorgaben zurückblieben. Außerdem spielen Staatsaufträge im Rahmen zwischenstaatlicher Handelsabkommen immer noch eine wichtige Rolle, und bei zentralen Preisen für kommunale Dienste, Wohnen und Energie wurde der Zeitplan zur Erhöhung des Kostendeckungsgrades nicht eingehalten.

Nachfolgestaaten der Sowjetunion ab und wird vom Defizit im Handel mit Brennstoffen und Energieträgern bestimmt (1995: 18,1 vH des BIP). Schließlich kommt auch die Privatisierung nur schleppend voran, und für 1996 wird mit einem starken Anstieg der (unrealistisch niedrigen) offiziellen Arbeitslosenrate gerechnet.

Am 2. September 1996 hat die ukrainische Regierung die Übergangswährung, den Karbovanez, durch den Hrywnja ersetzt (1 Hrywnja = 100 000 Karbovanez). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt (Juni 1997) ist allerdings noch ziemlich unklar, was dieser Schritt für die ukrainische Wechselkurspolitik bedeutet. Der anfängliche Versuch der Nationalbank, den Wechselkurs bei 1,76 Hrywnja/US-Dollar stabil zu halten, wurde schon nach wenigen Wochen wieder aufgegeben (*Handelsblatt* vom 3. September 1996). Nach einer Phase flexibler Wechselkurse kündigte die ukrainische Regierung im April 1997 an, den Kurs in einer Bandbreite von 1,7–1,9 Hrywnja/US-Dollar zu verteidigen (*Financial Times* vom 25. April 1997). Geht man davon aus, daß die Inflationsrate im Laufe des Jahres 1996 bereits auf etwa 1 vH pro Monat gesunken ist, so könnte dies auch gelingen.

Vor einem Versuch, dies in einem Wechselkursregime bindend festzuschreiben muß jedoch eindringlich gewarnt werden. Bei nach wie vor hohen Reformdefiziten und der gegebenen Abhängigkeit von Energieimporten aus Rußland ist nicht sichergestellt, daß das gegenwärtige Inflationsniveau gehalten und auf den Wechselkurs als Anpassungsmechanismus verzichtet werden kann. Dies gilt um so mehr, als Angaben zu Inflation und Wechselkursen nicht ausschließlich den Zustand der Geld- und Devisenmärkte widerspiegeln, sondern zu einem erheblichen Teil durch staatliche Eingriffe bestimmt werden. So ist die Währung von einer Leistungsbilanzkonvertibilität — trotz Anerkennung der Verpflichtungen aus Artikel VIII des IWF-Akommens im Mai 1997 — noch weit entfernt, und wichtige Lebensmittelpreise sind durch Ministerratsbeschluß eingefroren (*Handelsblatt* vom 20. März 1997).

Bei gegebener Unsicherheit über den bisherigen Stabilisierungserfolg und eine Durchhaltbarkeit dürfte der Versuch einer bindenden Wechselkursstabilisierung oder gar der Implementierung eines Currency Boards kaum glaubwürdig sein. Falls die Inflation tatsächlich auch nach Freigabe aller Preise auf niedrigem Niveau bleibt, entfallen außerdem die eigentlichen Vorteile einer Wechselkursfixierung. Die zentralen Probleme sind vielmehr, durch eine zügige Privatisierung und eine Steuerreform die Staatsfinanzen dauerhaft zu konsolidieren, um den Stabilisierungsprozeß mit einer weiterhin restriktiven Geldpolitik fortzusetzen, die Konvertibilität der Währung herzustellen und das außenwirtschaftliche Gleichgewicht durch einen flexiblen Wechselkurs zu sichern.

e. Fazit

Auch für die sehr heterogene Gruppe europäischer Länder, deren Wechselkurspolitiken in den letzten Abschnitten analysiert wurden, hat sich gezeigt, daß das Wechselkursregime per se noch keine unmittelbaren Implikationen für einen gesamtwirtschaftlichen Stabilisierungs- oder Wachstumserfolg hat.

So zeigte sich für Spanien, daß die Teilnahme am EWS mit engen Bandbreiten die Inflationsbekämpfung eher behindert und lediglich einen temporären Wachstumsschub ausgelöst hat. Für Polen und die Tschechische Republik konnte festgestellt werden, daß — wie schon bei Argentinien und Chile in Abschnitt III.1.a — vergleichbare Ausgangsbedingungen und ähnliche Wechselkurspolitiken zu sehr unterschiedlichen Resultaten führen können. Die Betrachtung der Nachfolgestaaten der Sowjetunion — Estland, Rußland und die Ukraine — hat verdeutlicht, daß ein Wechselkurskonzept wie das Currency Board nicht auf alle Transformationsländer übertragbar ist.

Bestätigt wurde jedoch das grundsätzliche systemimmanente Risiko fester Wechselkurse, vor dem Hintergrund signifikanter Inflationsdifferenzen zur Ankerwährung eine reale Überbewertung zu provozieren. Der Stabilisierungserfolg mußte dann mit einer verminderten internationalen Wettbewerbsfähigkeit und erhöhtem Anpassungsdruck für die heimische Industriegüterproduzenten erkaufte werden.

Bestätigt wurde auch die Bedeutung komplementärer Reformen wie eine dauerhafte Konsolidierung der Staatsfinanzen sowie die Liberalisierung von Güter- und Faktormärkten für die Wachstums- und Stabilisierungsziele. Bei einer Fixierung des Wechselkurses — und dies ist der wesentliche Unterschied zu flexiblen Wechselkursen — müssen die angesprochenen Reformen innerhalb einer kurzen Frist greifen, um aus einer realen Aufwertung keine Überbewertung werden zu lassen und eine weiche Landung zu ermöglichen.

Soll ein konsistentes Reformpaket geschnürt werden, so ist also das Wechselkursregime dem Stand der komplementären Reformen und dem Reformpotential einer Volkswirtschaft anzupassen. Bezüglich der Frage, ob ein Currency Board Sinn macht, hat dies Williamson (1995: 41) so formuliert:

If it is correct to argue that a currency board will not work in the absence of fiscal discipline and is unnecessary in its presence, then the only question is whether a currency board is necessary to establish fiscal discipline. Perhaps that is overstating it; a currency board can surely help to establish credibility more quickly, which is worth something and may be important in extreme cases such as Argentina and conceivably Russia. But the case for a currency board in Russia and Ukraine still looks tenuous.

3. Wechselkurspolitik in Asien

Die Entwicklungs- und Schwellenländer Ost- und Südostasiens zeichnen sich durch eine hohe Heterogenität aus in Hinblick auf Pro-Kopf-Einkommen, Größe der Bevölkerung, Ausstattung mit natürlichen Ressourcen und Zeitpfad der Liberalisierung bezüglich Staatsunternehmen, Außenhandel, Kapitalverkehr und inländischen Finanzmärkten. Daher verwundert es nicht, daß in dieser Region auch unterschiedliche Wechselkurssysteme gewählt wurden. Es scheint allerdings generell eine Präferenz für „managed floating“ mit starker Bindung an den US-Dollar bestanden zu haben (Diehl 1996).

Allen Untersuchungsländern dieser Region ist jedoch gemeinsam (World Bank 1993)

- die relativ starke Stabilitätsorientierung der Geldpolitik,
- relativ niedrige Budgetdefizite,
- hohe inländische Sparquoten, daher relativ geringe Verschuldung (Ausnahme Vietnam), und
- anhaltend hohe Produktivitätszuwächse im Verarbeitenden Gewerbe.

Daher wurde die Wechselkurspolitik weniger durch stabilitätspolitische als vielmehr durch wachstumspolitische Überlegungen bestimmt (Intal 1992). Zentrale Frage der Fallstudien asiatischer Länder ist daher, wie die Wechselkurspolitik im Zusammenhang mit der übrigen Wirtschaftspolitik eingesetzt wurde (d.h. ob es tatsächlich die Möglichkeit eines „managed floating“ gibt und ob ein derartiges Wechselkursregime in der Lage war, diese externen Schocks zu absorbieren) und wie die Glaubwürdigkeit des gewählten Wechselkursregimes hergestellt wurde. Außerdem spielt die Liberalisierung der Finanzmärkte und ihre Auswirkung auf den realen Wechselkurs eine besondere Rolle. In diesem Zusammenhang ist seit Beginn der neunziger Jahre vor allem befürchtet worden, daß massive Kapitalzuflüsse zu einer realen Aufwertung führen und auf diese Weise die Produktion handelbarer Güter beeinträchtigen könnten. Dazu sollen exemplarisch die Erfahrungen Hongkongs (Abschnitt a), Taiwans (Abschnitt b), Malaysias (Abschnitt c) und Vietnams (Abschnitt d) ausgewertet werden.

a. Langfristige Wechselkursfixierung: Hongkong seit 1983

Bis 1972 existierte in Hongkong ein Currency Board mit Koppelung an das britische Pfund, danach noch zwei Jahre an den US-Dollar. Das Currency Board wurde vom Exchange Fund der Regierung geleitet, der bis heute die gesamten Wäh-

rungsreserven Hongkongs verwaltet (Nugée 1995). Es folgte eine Phase des freien Floatens ohne Currency Board (1975–1983). Der Exchange Fund versuchte zwar, durch Devisenankäufe die Geldbasis auch weiterhin durch Währungsreserven zu decken; allerdings gab es keinen strengen Zusammenhang zwischen Geldbasis und Währungsreserven mehr. Das Fehlen einer Zentralbank mit entsprechenden geldpolitischen Instrumenten bot auch keine andere Möglichkeit, die Geldschöpfung der Banken zu beschränken. Bis 1979 blieb der Hongkong-Dollar gegenüber dem US-Dollar relativ stabil (Schwankungen um +/-5 vH).

Trotz Fehlens eines nominalen Ankers blieb die Inflationsrate bis Ende der siebziger Jahre niedrig. Anfang der achtziger Jahre kam es zu einer (mäßigen) Wirtschaftskrise: Das BIP-Wachstum ging deutlich von 10 vH auf knapp 3 vH (1982) zurück, die Zahl der Arbeitslosen stieg deutlich an, die Handelsbilanz wurde defizitär, und die Inflationsrate stieg auf über 10 vH. Die Ursache war zum einen die Verteuerung der Importe durch Abwertung und Ölpreisschock, zum anderen die starke Ausdehnung der Kreditnachfrage. Die Geschäftsbanken befriedigten diese zusätzliche Nachfrage vor allem durch neu aufgenommene Auslandskredite. Der nominale Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar stieg von Ende 1980 bis Oktober 1983 um fast 40 vH. Dazu trug neben der allgemeinen Aufwertung des US-Dollar auch die Unsicherheit über die politische Zukunft Hongkongs bei. Die Verhandlungen mit der Volksrepublik China waren 1982 vorübergehend zu einem Stillstand gekommen; erst im Dezember 1984 kam es zum Abschluß des Vertrages über die Zukunft Hongkongs ab Juli 1997. Auch der starke Anstieg der Fremdwährungseinlagen ist zum Teil auf diese Vertrauenskrise zurückzuführen, allerdings wurde 1982 auch die Quellensteuer auf Zinserträge von Fremdwährungseinlagen abgeschafft.

Nachdem es im Verlauf des Jahres 1983 schließlich zu spektakulären Abwertungen bis auf 9,6 HK-\$ per US-\$ (Ende 1992: 6,5 HK-\$ per US-\$) gekommen war, beschloß die Regierung im Oktober 1983, wieder zu einem Currency Board mit Koppelung an den US-Dollar überzugehen. Seitdem ist die Währung zum Wechselkurs 7,8:1 fest an den US-Dollar gebunden. Als Bargeld wird der Hongkong-Dollar exklusiv von zwei (seit Mai 1994: drei) autorisierten Geschäftsbanken in Umlauf gebracht, allerdings nur in dem Maße, wie diese in US-Dollar denominierte Anlagen an den Exchange Fund der Regierung abführen. Umgekehrt können beim Exchange Fund auch Hongkong-Dollarnoten zum festen Kurs in US-Dollar umgetauscht werden. Andere Banken können von den autorisierten Banken Hongkong-Dollarnoten gegen Hongkong-Dollareinlagen tauschen.

Tabelle 13 zeigt, daß der Zeitraum seit Wiedereinführung des Currency Boards in zwei Phasen eingeteilt werden kann.

In einer *ersten Phase* (1983–88) ging die Inflation auf durchschnittlich 6 vH zurück, obwohl die Geldmenge angesichts hoher Devisenzuflüsse weiterhin um über 20 vH pro Jahr stieg. Die effektive reale Abwertung setzte sich jedoch (mit

Tabelle 13 — Makroökonomische Kennzahlen für Hongkong 1977–1995

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominaler Wechselkurs ^a	-4,9	0,4	6,8	-0,4	12,2	8,6	19,8	7,6	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	0,1
Währungsreserven ^b	26,7	38,9	38,9	79,0	23,8	31,5	9,9	10,7	34,8	24,2	33,5	12,4	17,4	29,6	16,6	22,0	22,0	13,6	12,4
Geldmenge (ohne Fremdwährungseinlagen) ^a	20,7 (n.v.)	13,7 (n.v.)	13,2 (n.v.)	27,8 (n.v.)	21,3 (13,8)	77,0 (25,0)	24,7 (14,8)	21,9 (24,3)	24,2 (12,8)	32,8 (22,2)	30,7 (30,8)	21,8 (14,2)	19,9 (13,8)	22,4 (16,8)	13,3 (17,9)	10,8 (14,3)	16,0 (26,9)	12,9 (18,7)	13,9 (15,1)
Verbraucherpreise ^a	5,6	5,8	11,7	14,8	13,8	10,6	9,9	8,5	3,5	3,2	5,3	7,4	9,7	9,7	11,0	9,6	8,7	8,6	9,2
Realer Wechselkurs ^a	-1	9	7	-2	-2	-3	9	-2	-2	12	6	-1	-10	0	-6	-4	-7	-4	-1
BIP ^a	12,0	8,8	11,8	10,4	9,4	2,7	6,3	9,8	0,2	11,1	13,0	8,0	2,6	3,4	5,1	6,3	6,1	5,4	4,6
Arbeitslosenquote	4,2	2,8	2,9	3,8	3,9	3,6	4,5	3,9	3,2	2,8	1,7	1,4	1,1	1,3	1,8	2,0	2,0	1,9	3,2
Handelsbilanz ^c	6,4	0,8	1,0	-1,0	-2,1	-0,1	1,0	7,4	9,5	8,5	9,9	8,8	11,5	8,5	6,6	5,3	7,0	1,7	-2,3
Direktinvestitionen ^d	n.v.	n.v.	n.v.	250	300	200	200	243	257	282	282	295	306	301	245	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Sonstiges Kapital ^d	n.v.	n.v.	n.v.	329	125	208	206	224	270	295	321	346	329	334	823	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Währungsreservend ^d	n.v.	n.v.	n.v.	-679	-1 198	-679	-151	1 880	2 396	2 129	3 516	3 458	5 758	4 175	3 555	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Staatshaushalt ^{c,e}	1,7	0,7	1,4	2,4	0,5	-3,5	-2,7	-0,1	-0,4	1,2	2,4	2,9	2,1	0,7	3,4	2,8	2,1	1,1	-0,2
Realzins für Kredite ^f	-0,6	0,1	0,9	-1,0	3,3	3,3	2,2	3,7	4,5	3,8	1,2	0,5	0,7	0,7	-1,4	-2,1	-2,0	-1,2	-0,2
Reallohn ^g	6,3	9,6	4,2	0,8	2,2	-1,5	3,8	2,0	7,7	10,7	3,2	8,7	5,3	0,0	2,6	13,5	-5,4	5,8	0,8

^aVeränderung in vH. — ^bAuslandsvermögen des Exchange Fund; Veränderung in vH. — ^cSaldo in vH des BIP. — ^dNettozuflüsse in Millionen US-\$ (Schätzungen der Weltbank). — ^eInkl. staatlicher Investitions-Fonds. — ^fIn Prozent. — ^gVerarbeitendes Gewerbe.

Quelle: IMF *International Financial Statistics* (versch. Ausgaben), World Bank (1996), Census and Statistics Department (1996; *Hong Kong Annual Digest of Statistics* versch. Ausgaben), ADB (1996) und Nugée (1995).

leichten Gegenbewegungen 1984/85) fort, was auf den allgemeinen Abwärtstrend des US-Dollar seit 1985 zurückzuführen ist. In dieser Phase stellten sich — außer 1985 — Wachstumsraten des BIP von etwa 10 vH und hohe Überschüsse in der Handelsbilanz ein. Vor allem die Exporte in die USA trugen dazu bei. Ihr Anteil an den gesamten Exporten Hongkongs stieg von zuvor etwa 30 vH auf fast 50 vH an. Die Ursache dafür lag vermutlich in der Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Exporten aus Japan, da der Yen in dieser Phase gegenüber dem US-Dollar stark aufwertete.

Nach Ende der starken Kursbewegungen des US-Dollars zeigte sich jedoch in der *zweiten Phase* (seit 1989) ein anhaltender realer Aufwertungsstrend. Angesichts weiterhin hoher Devisenzuflüsse blieb es bei den hohen Wachstumsraten der Geldmenge, was zu Preiserhöhungen bei Binnengütern (vor allem Bodenpreise und Mieten) führte, während die Preise handelbarer Güter kaum von der internationalen Preisentwicklung abwichen (Hawkins und Yiu 1995). Diese reale Aufwertung ist als gleichgewichtige Wechselkursentwicklung zu verstehen, nämlich als Resultat anhaltender Produktivitätssteigerungen im Verarbeitenden Gewerbe (relativ zu den Dienstleistungen). Die Inflationsrate stieg wieder auf durchschnittlich 10 vH an, und der Hongkong-Dollar wertete bis 1995 real um fast 40 vH auf. Als Folge verschlechterte sich die Handelsbilanz und das BIP-Wachstum sank von mehr als 8 vH auf durchschnittlich 5 vH.

An dieser Stelle muß auf zwei gegensätzlichen Aussagen über die Entwicklung des realen Wechselkurses in Hongkong seit 1983 eingegangen werden. Laut Balassa und Williamson (1990) hat 1988 gegenüber 1983 eine reale Abwertung um 14 vH stattgefunden; die ADB (1990) diagnostiziert eine reale Aufwertung um 17 vH im selben Zeitraum. Auch für einen späteren Zeitraum zeigen sich solche Gegensätze. Laut Hawkins und Yiu (1995) hat 1994 gegenüber 1990 dagegen eine leichte reale Abwertung stattgefunden, während die ADB (1995) eine weitere reale Aufwertung um etwa 18 vH feststellt. Die Unterschiede beruhen nur zum Teil auf unterschiedlichen Deflatoren: Hawkins und Yiu verwenden nämlich Exportpreise²⁹ anstelle der Konsumentenpreise in den beiden anderen Studien. Der Unterschied zwischen den beiden anderen Studien beruht dagegen auf unterschiedlichen Gewichten³⁰ für die Handelspartner von Hongkong. Die eigenen

²⁹ Wie im Abschnitt 1 des Anhangs diskutiert, verwenden Hawkins und Yiu also ein Konzept des realen Wechselkurses, das nicht mit dem hier verwandten Konzept zu vereinbaren ist.

³⁰ Die ADB bezieht alle Handelspartner Hongkongs ein, Balassa und Williamson dagegen nur die acht wichtigsten Handelspartner außer China. Die starke Abwertung des Renminbi im Zeitraum 1983–89 könnte also die unterschiedlichen Aussagen von ADB und Balassa und Williamson erklären. Die Berücksichtigung Chinas ist allerdings wenig sinnvoll, da der Handel Hongkongs mit China größtenteils aus Reexporten besteht, die keine direkten Auswirkungen auf die inländische Produktion in Hongkong haben.

Berechnungen³¹ zeigen 1983 gegenüber 1977 eine reale Abwertung um etwa 16 vH und 1988 gegenüber 1983 um etwa 11 vH, sowie 1994 gegenüber 1988 eine reale Aufwertung um etwa 40 vH. Insgesamt hat der reale Wechselkurs des Hongkong-Dollars 1994 ungefähr wieder das Niveau von 1977 erreicht.

Während die Wirtschaft Hongkongs in den ersten Jahren des (neuen) Currency Boards also noch von der Abwertung des US-Dollar profitieren konnte, geriet sie durch die reale Aufwertung des Hongkong-Dollars seit Ende der achtziger Jahre unter Anpassungsdruck. In diesem Zusammenhang ist die Rolle der übrigen wirtschaftspolitischen Aktivitäten und der Flexibilität der Güter- und Faktormärkte näher zu untersuchen.

Außenhandel und internationale Kapitalbewegungen unterlagen in Hongkong schon seit den fünfziger Jahren keinerlei Beschränkungen (Sung 1985). Als Ergebnis sind sowohl die Preise der handelbaren Güter als auch die nominalen Zinssätze in Hongkong seit 1983 eng den entsprechenden Preisen und Zinssätzen in den USA gefolgt.

Die Fiskalpolitik wirkte seit 1984 neutral bis kontraktiv; seit 1986 weist das Budget bis auf 1995 ununterbrochen Überschüsse auf. Außerdem ist der Umfang der staatlichen Aktivitäten relativ gering, die Staatsausgabenquote liegt bei nur etwa 15 vH des BIP. Der Anteil staatlicher Investitionen ist dagegen mit etwa 30 vH der Staatsausgaben relativ hoch, und die Infrastruktur ist gut entwickelt.

Eine unabhängige Geldpolitik ist seit Wiedereinrichtung des Currency Boards grundsätzlich nicht möglich. Allerdings wird die expansive Wirkung der Devisenzuflüsse dadurch gedämpft, daß die Budgetüberschüsse beim Exchange Fund hinterlegt werden; etwa ein Drittel der Zuflüsse wurde so bisher kompensiert (Lau et al. 1995). Außerdem hat der Exchange Fund schrittweise auch Zentralbank-Funktionen übertragen bekommen. 1985/86 wurde die Vergabe von Krediten an insolvente Banken zugelassen, seit 1990 kann der Exchange Fund Offenermarktgeschäfte betreiben, und seit 1992 gibt es die Möglichkeit der Rediskontierung. Mit der Gründung einer Zentralbank (Hongkong Monetary Authority) durch Zusammenlegung von Exchange Fund und Bankenkommission der Regierung im April 1993 hat diese Entwicklung einen vorläufigen Schlußpunkt erreicht. Der Currency-Board-Mechanismus blieb davon bis jetzt unberührt und soll dies gemäß dem Vertrag mit China auch nach 1997 bleiben. Die Grundlage für eine spätere Reform des Wechselkurssystems und den Übergang zur Geldmenge als nominalem Anker ist jedoch geschaffen.

Der Arbeitsmarkt in Hongkong gilt zwar als extrem flexibel, was mit dem hohen Anteil kleiner Unternehmen und dezentralen Lohnvereinbarungen erklärt

³¹ Der in dieser Studie verwandte Indikator berücksichtigt — wie der Indikator von Balassa und Williamson — nicht die Entwicklung des Wechselkurses von Renminbi zu Hongkong-Dollar.

wird (Wilkinson 1994). Die Realloohnerhöhung betrug seit 1983 wie schon in den siebziger Jahren durchschnittlich 5 vH pro Jahr; lediglich in den Jahren 1980–83 hat sich dieser Trend abgeschwächt. In der zweiten Phase (seit 1989) erhielten also die Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe angesichts der realen Aufwertung einen Schub. Dennoch ist die Arbeitslosigkeit nur unwesentlich angestiegen. Zwei Erklärungen sind dafür denkbar: Zum einen könnte die Produktivität im Verarbeitenden Gewerbe entsprechend stark angestiegen sein, zum Beispiel durch zunehmende Qualifizierung der Arbeitskräfte und Spezialisierung auf höherwertige Produkte. Zum anderen könnte aber auch eine Deindustrialisierung stattgefunden haben, wobei die freigesetzten Arbeitskräfte vom Dienstleistungssektor absorbiert worden sein müßten.

Tatsächlich ist der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Beschäftigung von 40 vH (1975) auf 20 vH (1995) gesunken. In der Struktur der Industrieproduktion und der Exporte ist noch keine besondere Spezialisierung auf humankapitalintensive Produkte erkennbar. Der Anteil von Textilien und Bekleidung beträgt immer noch etwa 40 vH der Exporte, und der Anteil von Konsumelektronik (zuletzt etwa 15 vH) hat nur leicht zugunsten von Maschinen (zuletzt etwa 20 vH) abgenommen. Das Arbeitskräftepotential in Hongkong ist insgesamt recht gut ausgebildet, dank umfangreicher Investitionen in das Bildungssystem. Schwierigkeiten macht jedoch der Mangel an neuen Gewerbeflächen in Hongkong. Dies dürfte einen Teil der langsamen Umstrukturierung des Verarbeitenden Gewerbes erklären. Der größte Teil des Anpassungsdrucks dürfte jedoch durch die umfangreichen Auslagerungen von Verarbeitendem Gewerbe nach China abgefangen worden sei (Sung 1995). Als Folge der Öffnung Chinas seit Mitte der achtziger Jahre hat sich nämlich der Druck auf die unteren Lohngruppen deutlich verstärkt. Seitdem bietet sich die Möglichkeit, arbeitsintensive Fertigungsschritte ohne besondere Qualitätsanforderungen zu geringen Kosten nach China, beispielsweise in die benachbarten Sonderzonen, auszulagern. So wird geschätzt, daß mittlerweile etwa 4 Millionen Arbeitskräfte im Süden Chinas in Firmen mit Sitz in Hongkong arbeiten (Lau et al. 1995); in Hongkong sind dagegen insgesamt nur eine halbe Million Arbeitskräfte im Verarbeitenden Gewerbe tätig.

Die Dauerhaftigkeit der Wechselkursbindung wurde — bis auf eine kurze Episode mit Aufwertungserwartungen Anfang 1988, in der der Exchange Fund intervenierte und anschließend neue Instrumente erhielt — nicht in Frage gestellt. Das nominale Zinsniveau war daher praktisch identisch mit dem der USA. Offizielle Angaben über die Zahlungsbilanz Hongkongs liegen zwar bis jetzt noch nicht vor. Die Nettozuflüsse in der Kapitalbilanz waren nach Schätzungen der Weltbank jedoch relativ gering, so daß der größte Teil der Devisenzuflüsse aus der Leistungsbilanz resultieren dürfte (und dort aus dem Handel mit Dienstleistungen, während der Güterhandel etwa ausgeglichen war). Bis 1992 wurden auch keine Angaben über die Höhe der Währungsreserven des Exchange Funds veröf-

fentlich; nach jüngsten Veröffentlichungen betragen diese Ende 1995 etwa 55 Mrd. US-\$ und sind größtenteils in US-Dollar denominated.

Die Inflationsrate schwankte in Hongkong relativ stark, jedoch ohne spürbare reale Auswirkungen. Die reale Abwertung in der Phase flexibler Wechselkurse und auch danach noch bis 1988 hat den Boom Hongkongs zunächst gefördert. 1989 hat durch die hohen Devisenzuflüsse eine anhaltende reale Aufwertung eingesetzt. Diese ist jedoch nicht — wie beispielsweise in Estland — auf eine zu langsame Anpassung der heimischen Preise an das Preisniveau der Ankerwährung zurückzuführen, sondern auf die Produktivitätszuwächse in Hongkong, also auf einen langfristigen Trend. Insgesamt wäre eine Korbbindung in den achtziger Jahren wahrscheinlich günstiger gewesen, da die starken Ausschläge des realen Wechselkurses vermieden worden wären (Reisen und van Trotsenburg 1988). Dazu wäre jedoch eine ausgereifte Geldpolitik erforderlich gewesen, wie sie erst in den letzten Jahren ins Leben gerufen wurde. In der Vertrauenskrise 1983 haben zwar möglicherweise politische Gründe den Ausschlag für die Koppelung an den US-Dollar gegeben. Mittlerweile dürfte jedoch aus ökonomischer Sicht eine Wechselkursfreigabe ohne Nachteile möglich sein.

b. Gleichgewichtige reale Aufwertung: Taiwan seit 1978

Die Währung Taiwans (New Taiwan Dollar) war von 1961 bis 1978 an den US-Dollar gekoppelt. In diesem Zeitraum erfolgten nur zwei geringe Aufwertungen um jeweils 5 vH (1973, 1978). Im Februar 1979 ging man offiziell zu einem System des „managed floating“ über. De facto blieb der Wechselkurs zum US-Dollar aber bis 1985 nahezu unverändert, da der Devisenmarkt maßgeblich von staatlichen Banken beeinflusst wurde. Von 1985 bis 1989 hat der Taiwan-Dollar nominal um etwa 40 vH gegenüber dem US-Dollar aufgewertet. Erst seit 1989 kann man in Taiwan allerdings von einer freien Wechselkursbildung sprechen.

Die Inflationsrate war zwar im Durchschnitt der siebziger Jahre sehr niedrig (unter 10 vH), aber in den Jahren 1973/74 (erster Ölpreisschock) stieg das Preisniveau um mehr als 20 vH jährlich. Aus diesem Anlaß wurde bereits 1974 über eine Freigabe des Wechselkurses diskutiert; die Handelsbilanzdefizite in den folgenden Jahren aufgrund der Verschlechterung der Terms of trade sorgten dann jedoch für einen vorübergehenden Rückgang der Netto-Devisenzuflüsse und damit für eine Dämpfung der Geldmengenexpansion. Auch nach dem zweiten Ölpreisschock stieg die Inflationsrate wieder ähnlich stark an, was den Taiwan-Dollar — zusammen mit der allgemeinen Aufwertung des US-Dollar — um insgesamt etwa 20 vH real aufwerten ließ (Tabelle 14). Obwohl der US-Dollar weiterhin stark an Wert gewann, blieb der reale Wechselkurs des Taiwan-Dollars anschließend ziemlich konstant, da die durchschnittliche jährliche Inflationsrate von

Tabelle 14 — Makroökonomische Kennzahlen für Taiwan 1978–1995

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominaler Wechselkurs ^a	-2,5	-2,7	-0,1	2,3	6,2	2,4	-1,2	0,6	-5,0	-16,1	-9,9	-7,6	1,8	-0,3	-6,2	4,9	0,3	0,1
Geldmenge ^a	31,1	9,0	22,0	19,1	29,5	21,4	20,5	23,0	24,7	26,5	18,5	16,1	10,5	19,7	19,6	15,5	15,2	9,6
Verbraucherpreise ^a	5,8	9,8	19,0	16,3	3,0	1,4	0,0	-0,3	0,7	0,5	1,4	4,5	4,1	3,6	4,5	2,9	4,1	3,7
Realer Wechselkurs ^a	6	0	-5	-12	2	1	-3	3	9	-6	-5	-12	7	0	-5	3	1	5
BIP ^a	13,6	8,2	7,3	6,2	3,6	8,5	10,6	5,0	11,6	12,7	7,8	8,2	5,4	7,6	6,8	6,3	6,5	6,3
Arbeitslosenquote	1,7	1,3	1,2	1,4	2,1	2,7	2,5	2,9	2,7	2,0	1,7	1,6	1,7	1,5	1,5	1,4	1,6	1,8
Handelsbilanz ^b	6,7	0,9	-1,4	2,3	5,8	8,6	11,2	13,8	19,8	18,4	10,7	7,5	5,0	4,5	2,1	1,9	1,9	2,3
Direktinvestitionen ^c	110	122	124	91	71	130	131	260	261	11	-3 161	-5 347	-3 913	-583	-990	-1 534	-1 085	-1 119
Sonstiges Kapital ^c	-1 619	-110	2 092	4 707	-408	-850	-2 725	-3 423	6 678	10 386	-8 295	-6 783	-11 237	-1 644	-5 918	-3 128	-312	-6 997
Währungsreserven ^c	5	-12	940	4 991	1 413	3 340	3 974	6 526	23 322	28 092	-1 392	-780	-3 918	9 659	1 367	1 541	4 622	-3 931
Staatshaushalt ^b	0,7	1,0	-0,4	-0,7	-0,6	-0,5	0,2	-0,2	-0,9	0,1	0,1	1,4	2,3	-1,9	-3,1	-2,8	-1,2	-0,3
Realzins für Kredite ^d	2,4	1,1	-6,7	-3,9	4,7	5,8	6,8	5,6	3,8	4,0	3,1	3,2	3,6	2,6	1,1	2,5	1,3	1,7
Reallohn ^{a,e}	5,0	10,3	3,0	2,1	6,5	4,8	9,3	4,6	9,3	9,3	9,3	9,5	8,8	7,1	5,5	3,9	2,4	1,8

^aVeränderung in vH. — ^bSaldo in vH des BIP. — ^cNettozuflüsse in Millionen US-\$. — ^dIn Prozent. — ^eVerarbeitendes Gewerbe.

Quelle: CBC (versch. Ausgaben), Directorate-General of Budget, Accounting and Statistics (versch. Ausgaben) und ADB (1996).

1982 bis 1987 sehr niedrig war (etwa 1 vH). Die wesentliche Ursache dürfte die Aufwertung gegenüber asiatischen Währungen gewesen sein, die zum einen zu niedrigeren Importpreisen geführt hat, zum anderen aber die Exporteure veranlaßt hat, ihre Preise zu senken, um in Asien wettbewerbsfähig zu bleiben. 1985/86 kam es mit dem Abwärtstrend des US-Dollars zu einer realen Abwertung um etwa 10 vH; damit war das Niveau von Anfang der siebziger Jahre in etwa wieder erreicht.

Insgesamt hat der reale Wechselkurs also in der Phase fester Wechselkurse und des „managed floating“ beachtliche Schwankungen durchlaufen. Als Ergebnis waren in den siebziger und achtziger Jahren starke Schwankungen in der Inflationsrate und in der realen Wachstumsrate des BIP zu verzeichnen, während die Arbeitslosenquote nur geringfügig zwischen 1 und 3 vH schwankte. Der Handelsbilanzsaldo wurde maßgeblich durch die beiden Ölpreisschocks beeinflusst; davon abgesehen hat bis 1985 der Handelsbilanzüberschuß stetig zugenommen.

Mit Beginn der Abwärtsbewegung des US-Dollar war der feste Wechselkurs nicht mehr durchzuhalten, denn die Devisenzuflüsse stiegen 1986/87 sprunghaft an. Zum einen hatten sich die Handelsbilanzüberschüsse noch einmal deutlich auf fast 20 vH des BIP erhöht. Zum anderen war es zu umfangreichen Kapitalzuflüssen gekommen, da die Banken in Taiwan spekulativ Auslandskredite aufnahmen. Diese Möglichkeit für Kapitalimporte war die einzige Lücke im ansonsten noch stark regulierten Kapitalverkehr gewesen. Darüber hinaus war auch der politische Druck der US-Regierung entscheidend, die zu diesem Zeitpunkt alle asiatischen Schwellenländer darauf drängte, eine Aufwertung relativ zum US-Dollar zuzulassen. Insgesamt kam es durch die nominale Aufwertung zu einer realen effektiven Aufwertung um etwa 25 vH (1985–89). Als Ergebnis ging der Handelsbilanzüberschuß deutlich zurück bis auf 2 vH des BIP (Anfang der neunziger Jahre), und das BIP-Wachstum verstetigte sich bei 6 vH.

Angesichts der relativ gut entwickelten Finanzmärkte in Taiwan stellt sich also die Frage, warum die Wechselkursfixierung aufgegeben wurde. Ein Grund könnte gewesen sein, daß man sich durch die Geldmenge als nominalem Anker eine geringere Inflation erhofft hatte. Tatsächlich lag die Inflationsrate Anfang der neunziger Jahre bei nur etwa 4 vH, und das Realzinsniveau hatte sich verstetigt. Das Stabilisierungsziel scheint also besser erfüllt worden zu sein als vorher. Zum anderen könnte es sein, daß die Regierung angesichts der geplanten Liberalisierung der Kapitalmärkte befürchtete, daß es immer wieder zu spekulativen Kapitalzuflüssen kommen würde, die nicht mehr hätten sterilisiert werden können. Während 1981 derartige Kapitalzuflüsse noch vollständig sterilisiert werden konnten, war dies 1986/87 tatsächlich nur noch zu einem Teil gelungen. Der Grund dafür scheint tatsächlich nicht ein Mangel an Instrumenten (Offenmarktgeschäfte, Verschiebungen von Staatsguthaben) gewesen zu sein, sondern der plötz-

liche Anstieg der gesamten Netto-Devisenzuflüsse auf das Vierfache gegenüber den Vorjahren (Glick und Moreno 1995).

Für den ersten Grund spricht, daß die Wechselkursfreigabe nicht aus einer inkonsistenten Fiskalpolitik resultierte. Die Fiskalpolitik war nämlich über den gesamten Zeitraum nahezu neutral mit geringen Defiziten und Überschüssen von höchstens 1 vH des BIP. Die Schwankungen sind im wesentlichen auf die zyklischen Schwankungen der Staatseinnahmen zurückzuführen, während die Ausgaben ziemlich stabil blieben. Die 1961 gegründete Zentralbank in Taiwan, die zwar de jure der Kontrolle der Regierung untersteht, wurde also nicht in den Dienst einer Deckung von Budgetdefiziten durch Geldschöpfung gestellt.

Für die zweite Überlegung spricht, daß bis 1979 sowohl Leistungsbilanz- als auch Kapitalbilanztransaktionen staatlichen Beschränkungen unterlagen. Ausnahmen gab es lediglich für einige Kapitalzuflüsse (Kapitalimport von Banken, Direktinvestitionen) (Moreno 1994). Daher hat Taiwan keine Auslandsverschuldung aufgebaut, so daß — im Gegensatz zu Südkorea — Anfang der achtziger Jahre keine Probleme mit dem Schuldendienst entstanden. Erst Mitte 1987 sind die Kapitalverkehrsbeschränkungen aufgehoben worden. Zuvor sind jedoch zur Begrenzung der starken Kapitalzuflüsse die Beschränkungen für Auslandskredite vorübergehend verschärft worden (Leung 1995). Fremdwährungseinlagen bei Banken sind dagegen schon 1980 zugelassen worden.

Die inländischen Finanzmärkte wurden in Taiwan erst seit Anfang der achtziger Jahre liberalisiert (Lee 1990). Bis dahin war die Zinsbildung stark reguliert; aufgrund der Kapitalverkehrskontrollen war auch eine Abkoppelung vom Zinsniveau der USA möglich. Trotzdem waren die Realzinsen in Taiwan — verglichen mit anderen Entwicklungsländern — relativ stabil und positiv oder nur kurzfristig negativ. Die Regierung hat ihren Einfluß also nicht dazu genutzt, sich billig zu verschulden. Dies dürfte zur Steigerung der Sparquote auf über 30 vH in den siebziger und achtziger Jahren beigetragen haben, in jedem Fall aber zur Entwicklung der formellen Finanzmärkte. Privatunternehmen sind allerdings auch zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch zu etwa einem Drittel auf Kredite von informellen Finanzmärkten angewiesen.

Zu untersuchen ist weiterhin die Frage, ob — und wenn ja wie — Taiwan eine gezielte reale Unterbewertung seiner Währung erreicht hat. Langfristig gesehen hat der Taiwan-Dollar nur leicht real aufgewertet. Im Vergleich zu Hongkong ist außerdem in Taiwan bisher noch kein starker Deindustrialisierungs-Trend zu verzeichnen. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, daß Taiwan noch in den fünfziger Jahren stark agrarisch geprägt war mit etwa 50 vH der Beschäftigten und einem Beitrag zum BIP von über 30 vH. Die Bedeutung des Agrarsektors hat seitdem stark abgenommen und vereinigt nur noch 10 vH der Beschäftigung (1995) auf sich. Hingegen stieg die Bedeutung des Verarbeitenden Gewerbes auf etwa 30 vH der Beschäftigung und etwa 35 vH des BIP. Der Agrarsektor war also über

einen langen Zeitraum (mindestens bis Anfang der achtziger Jahre) Arbeitskräfte-reservoir, so daß die Reallohnsteigerungen zunächst recht mäßig ausfielen. Seit Ende der achtziger Jahre scheint die Phase der expansiven Industrialisierung allerdings beendet zu sein.

Die Liberalisierung des Außenhandels war nach einer Phase der Importsubstitution in den fünfziger Jahren bereits recht früh eingeleitet worden (Ranis 1992). Die Regierung hatte allerdings ein umfangreiches Instrumentarium zur Exportförderung (u.a. über subventionierte Kredite) entwickelt, das jedoch nicht selektiv ausgelegt war. Obwohl diese Subventionen Ende der siebziger Jahre fast vollständig abgeschafft wurden, stieg der Handelsbilanzüberschuß weiter stark an. Die Ursache dafür dürfte neben der Koppelung an den US-Dollar vor allem der starke Nachfragesog der USA im Zuge der realen Aufwertung des US-Dollars bis 1985 gewesen sein. Die regionale Exportstruktur bestätigt diese Vermutung, denn der Anteil der Exporte in die USA ist bis Mitte der achtziger Jahre auf fast 50 vH angestiegen und seitdem wieder auf knapp 30 vH gesunken. Seit der Freigabe des Wechselkurses hat dagegen eine deutliche Verlagerung der Exporte auf die ostasiatischen Entwicklungsländer (vor allem China) stattgefunden, in die mittlerweile etwa ein Drittel der Exporte geht. Die Anteile aller anderen Länder sind dagegen relativ stabil geblieben. Darüber hinaus ist in der Güterstruktur der Exporte eine Spezialisierung zu erkennen. Insgesamt bestehen seit den siebziger Jahren über 80 vH der Exporte aus Produkten des Verarbeitenden Gewerbes. Innerhalb des Verarbeitenden Gewerbes hat in diesem Zeitraum eine Verringerung des Anteils von Grundstoffen und arbeitsintensiven Produkten zugunsten von Investitionsgütern (Maschinen, Fahrzeuge, Computer) stattgefunden.

Darüber hinaus ist auch wichtig, daß Taiwan frühzeitig begonnen hat, ausländische Investitionen zuzulassen, vor allem in speziell gegründeten Exportzonen. Dabei gab die Regierung jedoch gezielte Anreize für bestimmte Industriezweige, vor allem Elektronik. Seit der Zulassung von Direktinvestitionen im Ausland (1987) findet eine deutliche Verlagerung von arbeitsintensiven Industriezweigen in asiatische Entwicklungsländer statt. Anders als in Hongkong scheint es jedoch in ausreichendem Maße zur Schaffung neuer Arbeitsplätze im Verarbeitenden Gewerbe gekommen zu sein.

Bei der Analyse der Industriepolitik bietet sich dagegen ein gemischtes Bild. Die Regierung hatte in der Phase der expansiven Industrialisierung kapitalintensive Industriezweige durch Staatsunternehmen aufgebaut, während die übrigen Industriezweige der Initiative des Privatsektors überlassen blieben. Staatsunternehmen haben etwa 30 vH der gesamten Bankkredite erhalten, obwohl ihr Anteil am BIP Mitte der achtziger Jahre nur etwa 10 vH betrug und seitdem weiter zurückging. Gemessen am Beschäftigungsanteil waren die Staatsunternehmen nie bedeutsam gewesen (nur etwa 2 vH der Arbeitskräfte).

Der Arbeitsmarkt in Taiwan gilt als sehr flexibel. Die Gewerkschaften standen bis Ende der achtziger Jahre unter strikter Kontrolle der Regierungspartei, und Streiks waren nur unter engen Bedingungen zulässig. Auseinandersetzungen über Löhne und Arbeitsbedingungen werden in dezentralen Verhandlungen geklärt, wobei sich die Regierung das Recht vorbehält, direkt einzugreifen (Wilkinson 1994). Die Reallöhne sind in den siebziger und achtziger Jahren relativ gleichmäßig um durchschnittlich 6 vH pro Jahr gestiegen, also geringer als die geschätzten Produktivitätszuwächse in diesem Zeitraum. Erst in den neunziger Jahren scheint sich dieser Trend abzuschwächen, was eine Reaktion auf die Schwierigkeiten des Verarbeitenden Gewerbes sein dürfte.

Auch Taiwan hat starke Ausschläge in der Inflationsrate hinnehmen müssen. Schwankungen des realen Wechselkurses sind bis Mitte der achtziger Jahre lediglich aufgrund der negativen Terms-of-trade-Schocks vorgekommen. Langfristig ist auch in Taiwan ein gleichgewichtiger realer Aufwertungsstrend zu verzeichnen. Im Unterschied zu Hongkong hat Taiwan sich zunächst der realen Aufwertung zu widersetzen versucht und dann den Weg der Wechselkursänderung gewählt. Das Beispiel zeigt, wie stark selbst ein Land mit hohen Devisenreserven unter Druck geraten kann. Allerdings könnte auch das Interesse an einer eigenständigen Geldpolitik den Ausschlag für die Freigabe des Wechselkurses gegeben haben (Chiu und Hou 1993), denn die Volatilität der Inflationsrate war in der Phase der Wechselkursfixierung relativ groß. Außerdem spielt vermutlich die Befürchtung eine Rolle, daß eine Kapitalmarktliberalisierung, die für diesen Zeitraum geplant war, bei festen Wechselkursen schwieriger hätte durchgeführt werden können als bei flexiblen Wechselkursen (Fischer und Reisen 1993).

c. Strukturanpassung ohne Stabilitätsprobleme: Malaysia seit 1977

1967 wurde in Malaysia eine eigene Zentralbank gegründet und eine eigene Währung (Ringgit) eingeführt; vorher gab es mit Singapur ein gemeinsames Currency Board. Bis 1973 wurden die Währungen von Singapur und Malaysia noch als gleichberechtigte Zahlungsmittel zugelassen. Erst seitdem kann also von einer eigenständigen Wechselkurspolitik in Malaysia gesprochen werden. Seit 1973 ist der Ringgit offiziell an einen Währungskorb der wichtigsten Handelspartner gekoppelt; von einer starren Bindung an diesen Korb kann allerdings nicht die Rede sein.³² De facto blieb der Ringgit noch bis Anfang der achtziger Jahre an den

³² Die Zusammensetzung des Währungskorbs wird von der Zentralbank nicht bekanntgegeben, wohl aber die Entwicklung seines Werts. Es wird zwar vermutet, daß der US-Dollar neben Yen, D-Mark und britischem Pfund das stärkste Gewicht hat (Frankel und Wei 1994), die Schwankungen des Ringgit gegenüber dem US-Dollar

Singapur-Dollar gekoppelt und wertete mit diesem gegenüber dem US-Dollar ab. Seitdem unterliegt der Wechselkurs zum US-Dollar nur noch relativ geringen Schwankungen. Nach offiziellen Angaben ist die Kursbildung am Devisenmarkt völlig frei, abgesehen von Interventionen in US-Dollar zur Glättung kurzfristiger Schwankungen; insbesondere bedient sich die Regierung für ihre Interventionen der staatlichen Ölgesellschaft (PETRONAS).

Die Entwicklung seit dieser Abkoppelung läßt sich in drei Phasen beschreiben (Tabelle 15). In der *ersten Phase* (1981–84) wertete der Ringgit trotz Verschlechterung der Terms of trade und restriktiver Geldpolitik real effektiv um etwa 20 vH auf. Als Ergebnis ergaben sich Handelsbilanzdefizite, während die Inflationsrate gering blieb. In der *zweiten Phase* (1985–88) war der Ringgit vom Singapur-Dollar abgekoppelt. Die Inflationsrate lag ähnlich wie in Taiwan nahe bei Null, und die Währung wertete um fast 50 vH real effektiv ab. Es kam zu Handelsbilanzüberschüssen, aber auch zu einem Rückgang des realen BIP (1985/86) und einem deutlichem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Auch in der *dritten Phase* (seit 1989) ist die Inflationsrate weiterhin niedrig geblieben, und der reale Wechselkurs blieb stabil, von geringen Schwankungen abgesehen. Möglicherweise hat sich in dieser Entwicklung lediglich das hohe Gewicht des US-Dollars im Währungskorb ausgewirkt. Eine genauere Analyse der Fiskalpolitik liefert hier jedoch eine plausiblere Erklärung.

Als Ursache für die reale Aufwertung war vermutlich entscheidend, daß die Regierung in dieser Phase ein mehrjähriges Investitionsprogramm durchgeführt hat (Wiebelt 1996). Die Budgetdefizite von bis zu 20 vH des BIP wurden jedoch vor allem mit Auslandskrediten finanziert, was auch die Entstehung der Handelsbilanzdefizite erklärt. Der Anlaß dafür war, daß Malaysia durch steigende Staatseinnahmen vom Rohstoffpreisboom Ende der siebziger Jahre profitiert hatte und nun seine Industrialisierung forcieren wollte. Die Anpassung an den Preisverfall Anfang der achtziger Jahre erfolgte zunächst noch nicht. Schon bald wurde jedoch ohne äußeren Zwang — die Auslandsverschuldung war gering — die Anpassung durch eine restriktive Fiskal- und Geldpolitik eingeleitet. Dadurch wurde die inländische Absorption gedrosselt und gleichzeitig die reale Abwertung unterstützt. 1985–87 konnten außerdem spekulative Devisenzuflüsse, die von den hohen Realzinsen angelockt wurden, sterilisiert werden. Hinter dem Kapitalabfluß 1987–1990 verbirgt sich zum größten Teil die Schuldentilgung der öffentlichen Haushalte (Aziz 1995). Seit 1990 schließlich fließen umfangreiche Direktinvestitionen nach Malaysia.

waren allerdings bis auf wenige Jahre (1984, 1994, 1995) geringer als gegenüber dem Währungskorb (Bank Negara Malaysia *Annual Report* versch. Ausgaben).

Tabelle 15 — Makroökonomische Kennzahlen für Malaysia 1977–1995

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominaler Wechselkurs ^a	-3,1	-5,7	-5,6	-0,5	5,5	1,7	-0,9	0,9	6,0	4,0	-2,3	4,0	3,4	-0,4	1,9	-7,3	0,8	1,9	-4,6
Geldmenge ^a	16,2	17,9	24,3	29,0	17,1	15,6	11,5	12,9	5,6	11,3	6,6	7,2	16,1	12,8	14,5	19,1	22,1	14,7	20,0
Verbraucherpreise ^a	4,8	4,9	3,7	6,7	9,7	5,8	3,7	3,9	0,4	0,7	0,3	2,6	2,8	2,6	4,4	4,8	3,5	3,7	5,3
Realer Wechselkurs ^a	2	3	2	5	-4	-6	-5	-5	8	18	8	8	0	7	1	-6	-2	3	1
BIP ^a	7,8	6,6	9,4	7,4	6,9	5,9	6,2	7,8	-1,0	1,0	5,4	9,0	9,2	9,7	8,7	7,8	8,3	9,2	9,5
Arbeitslosenquote	6,1	5,4	5,2	5,6	4,7	4,6	5,2	5,8	6,9	8,3	7,3	7,2	6,7	5,1	4,3	3,7	3,0	2,9	2,8
Handelsbilanz ^b	7,5	5,6	8,9	2,5	-6,2	-8,7	-5,7	1,9	5,1	6,1	14,1	10,4	6,2	2,1	-3,8	2,0	0,9	-1,6	-3,3 ^f
Direktinvestitionen ^c	406	500	573	934	1 265	1 397	1 260	798	695	489	423	719	1 668	2 333	3 998	5 183	5 006	4 348	5 500 ^f
Sonstiges Kapital ^c	-268	110	-393	478	1 551	2 395	2 652	2 161	1 060	476	-1 973	-2 777	-390	-596	1 572	3 523	5 739	-2 885	1 000 ^f
Währungsreserven ^c	204	282	792	464	-235	-199	60	438	987	1 340	1 139	-458	1 235	1 951	1 236	6 618	11 350	-3 160	-1 800 ^f
Staatshaushalt ^b	-8,6	-7,6	-7,9	-13,3	-19,1	-17,8	-13,1	-8,9	-7,4	-10,5	-7,7	-3,6	-3,3	-3,0	-2,0	-0,8	0,2	2,4	0,9
Realzins für Kredite ^d	3,0	2,5	3,7	1,0	-1,1	2,8	7,1	7,2	11,0	9,9	7,9	4,6	4,1	4,5	3,5	4,3	5,4	3,8	4,1
Reallohn ^{a,e}	5,6	-0,2	7,6	5,1	2,1	8,9	7,0	5,1	7,7	-1,0	-1,8	-3,7	1,5	1,1	3,9	2,4	3,9	5,9	4,2

^aVeränderung in vH. — ^bSaldo in vH des BIP. — ^cNettozuflüsse in Millionen US-\$. — ^dIn Prozent. — ^eVerarbeitendes Gewerbe. — ^fSchätzung der Bank Negara Malaysia.

Quelle: IMF *International Financial Statistics* (versch. Ausgaben), ADB (1996), Ministry of Finance Malaysia (versch. Ausgaben) und Bank Negara Malaysia (versch. Ausgaben).

Insgesamt zeigt sich in Malaysia nach der realen Abwertung (gegenüber 1980) seit 1988 ein konstanter realer Wechselkurs. Im Gegensatz zu Taiwan und Hongkong hat die Industrialisierung demnach noch nicht zu einem realen Aufwertungs-trend geführt. Dies könnte an fehlenden Produktivitätszuwächsen in Malaysia liegen; zu beachten ist jedoch, daß sich die Industrialisierung Malaysias noch in einer früheren und dynamischen Phase befindet. So ist die Bedeutung des Verarbeitenden Gewerbes erst seit Mitte der achtziger Jahre gestiegen, und zwar von 15 vH (1985) auf etwa 25 vH (1995) der Beschäftigung. Im Außenhandel hat sich dagegen die ursprünglich starke Rohstofforientierung (Mitte der achtziger Jahre noch etwa zwei Drittel der Exporte) deutlich verringert. Produkte des Verarbeitenden Gewerbes machen mittlerweile etwa 70 vH der gesamten Exporte aus, darunter u.a. Elektronik-Bauteile und elektrische Geräte, deren Produktion mit Hilfe von Direktinvestitionen aufgebaut worden ist.

Die Zentralbank verfolgt immer noch eine „Als-ob-Currency-Board“-Politik (Claassen 1992), d.h., die Geldbasis soll immer zu mindestens 100 vH durch Währungsreserven der Zentralbank gedeckt sein, ohne daß es einen strengen Zusammenhang zwischen Veränderung von Geldbasis und Währungsreserven gibt. Tatsächlich hat die Zentralbank bis Anfang der neunziger Jahre die Netto-Devisenzuflüsse relativ erfolgreich sterilisieren können. Dabei bediente sie sich vor allem der Verschiebung von Staatsguthaben und Einlagen des staatlichen Pensionsfonds (Employees Prudent Fund).

Die Wirtschaftspolitik hatte sich in den siebziger Jahren noch unter dem Motto „New Economic Policy“ der Exportförderung plus Imports substitution verschrieben. Erst in der restriktiven Phase (Mitte der achtziger Jahre) wurde der Außenhandel weitgehend liberalisiert. Auch die Förderung der Staatsunternehmen, die erst Anfang der achtziger Jahre vor allem in der Schwerindustrie aufgebaut worden waren, hat seitdem abgenommen.

Der Arbeitsmarkt ist trotz des geringen gewerkschaftlichen Organisationsgrads nicht immer ausreichend flexibel (Mazumdar 1993). Dies ist besonders deutlich geworden, als trotz steigender Arbeitslosigkeit zu Beginn der Kontraktion die Reallöhne erst verspätet reagierten. Allerdings erfolgte die Anpassung dann auch um so drastischer mit mehrjährigen Reallohnseinbußen in den Jahren 1986–1988. Dies liegt an der weiten Verbreitung mehrjähriger Lohnabschlüsse (Laufzeit 3–4 Jahre) und an der — im Vergleich zu anderen asiatischen Ländern — geringen erfolgsabhängigen Lohnkomponente. Die insgesamt nur mäßige Reallohnsteigerung (durchschnittlich 2–3 vH pro Jahr) in den siebziger und achtziger Jahren stützt die These relativ geringer Produktivitätszuwächse.

Erst im Verlauf der achtziger Jahre sind schrittweise auch die Kapitalmärkte liberalisiert worden. Möglicherweise ist auch aus diesem Grund die Sterilisierung der Kapitalzuflüsse ab 1991 nur noch in Maßen erfolgreich verlaufen. 1989–1991 wurde noch versucht, nur mit Devisenmarktinterventionen auszukommen,

was den nominalen Wechselkurs relativ unbeeinflusst ließ. Die schrittweise Erhöhung der Mindestreservesätze von 3,5 vH (1989) auf 11,5 vH (1994) trieb dagegen die inländischen Kreditzinsen in die Höhe und sorgte so für zusätzliche Kapitalzuflüsse. Auch die umfangreichen Offenmarktgeschäfte (1991/92) dürften denselben Effekt gehabt haben, so daß sich insgesamt die Volatilität des nominalen Wechselkurses im Verlauf der Jahre 1991–1993 beträchtlich erhöhte. Daher wurde seit Mitte 1993 wieder stärker auf direkte Devisenmarktinterventionen zurückgegriffen. Schließlich wurden sogar Anfang 1994 Beschränkungen des Kapitalverkehrs (vor allem Obergrenzen für die Auslandsverschuldung der Geschäftsbanken) erlassen, die bis August 1994 in Kraft blieben. Dieses letzte Mittel schien erst die gewünschte Umkehrung kurzfristigen Kapitals zu bewirken, das aufgrund von Aufwertungserwartungen vor allem 1992/93 nach Malaysia geströmt war (Bank Negara Malaysia 1994). Als Auswirkung der Mexiko-Krise ergab sich umgekehrt Anfang 1995 Abwertungsdruck auf den Ringgit; in diesem Fall konnte der nominale Wechselkurs im Verlauf des Jahres jedoch ohne Eingriffe der Zentralbank wieder auf dem Niveau von Ende 1994 stabilisiert werden (Bank Negara Malaysia 1995).

Trotz hoher Budgetdefizite hat Malaysia keine Stabilisierungsprobleme gehabt. Neben der hohen Sparquote war dafür die Kreditwürdigkeit am internationalen Kapitalmarkt entscheidend, aufgrund derer vorübergehend sehr hohe Budgetdefizite finanziert werden konnten. Zu Beginn der achtziger Jahre kam es jedoch zu einer starken Aufwertung des realen Wechselkurses. Die selbstauferlegte Kontraktion Mitte der achtziger Jahre zeigte jedoch bald den gewünschten Erfolg (reale Abwertung, positiver Saldo der Handelsbilanz), und nach einer kurzen Rezession setzte sich der stabile Wachstumspfad fort.

d. Stabilisierung ohne reale Aufwertung: Vietnam seit 1988

Beginnend mit dem Jahr 1987 hat die kommunistische Regierung Vietnams umfassende Wirtschaftsreformen umgesetzt. In der zweiten Hälfte der achtziger Jahre lag die Inflationsrate in Vietnam noch zwischen 300 und 400 vH pro Jahr, bedingt durch die übermäßige Geldschöpfung der vorangegangenen Jahre und eine fehlkonzipierte Währungsreform (1985). Der Wechselkurs war zum US-Dollar fixiert, folgte aber mit einiger Verzögerung der Inflationsentwicklung. Ende 1988 wurde das System multipler Wechselkurse aufgegeben und der vereinheitlichte Wechselkurs schrittweise bis auf den aktuellen Schwarzmarktkurs abgewertet. Seitdem unterliegt der Wechselkurs der Kursbildung am Devisenmarkt, der jedoch maßgeblich von Interventionen der Zentralbank beeinflusst wird.

Die schrittweise Abwertung und Anpassung an die Schwarzmarktkurse hat dabei die Glaubwürdigkeit der Wechselkurspolitik wohl erhöht. Dies ist in Tabelle

16 zu erkennen, die zeigt, daß sich die Abwertungsrate nach 1988 deutlich reduziert und auch die Preisbildung eindeutig bestimmt hat: Im Zeitraum 1989–1991 liegen die Abwertungs- und die Inflationsrate auf gleichem Niveau. Dies hatte zur Konsequenz, daß der reale Wechselkurs sogar eine Abwertungstendenz zeigte und nicht, wie in Lateinamerika und Europa bei einer Rückführung der nominalen Abwertungsrate zu beobachten, durch eine Aufwertung realwirtschaftliche Ungleichgewichte hervorgerufen wurden.

1989 gelang es, den Inflationstrend zu brechen und die Inflationsrate in den folgenden Jahren schrittweise bis auf 5 vH pro Jahr (1993) zurückzuführen, ohne dabei größere Einbußen beim Wachstum des BIP zu erleiden. Der Erfolg des Stabilisierungsprogramms in Vietnam, das weitgehend dem polnischen Ansatz gleicht, beruhte zum einen auf dem Signaleffekt der Wechselkursfreigabe im Frühjahr 1989 und zum anderen auf der überzeugenden Abfolge der Reformschritte (Diehl 1995a): zuerst Liberalisierung der Gütermärkte (seit 1987), danach Stabilisierung, gefolgt von der Reform der Finanzmärkte (seit 1992). Allerdings waren die Realzinsen vor 1992 noch negativ, erst seitdem wird — mit Ausnahme des Jahres 1994 — eine stabilitätsorientierte Geldmengenpolitik betrieben. Der Grund dafür war, daß die Reform des Staatshaushalts verzögert wurde und die Zentralbankkredite an das Budget erst 1991 verringert werden konnten. Durch die anhaltende Zunahme des Monetisierungsgrads wurde der Inflationsdruck jedoch in dieser Übergangszeit gedämpft, und die Inflationsrate konnte so bis 1993 auf 5 vH zurückgeführt werden.

Tabelle 16 — Makroökonomische Kennzahlen für Vietnam 1988–1995

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Nominaler Wechselkurs ^{a,b}	742,4	37,1	60,9	74,0	-11,5	2,8	2,0	-0,3
Geldmenge ^a	445,4	233,8	34,5	76,0	33,7	19,0	27,8	22,6
Verbraucherpreise ^{a,b}	393,8	34,7	67,5	67,6	17,6	5,2	14,4	12,7
Realer Wechselkurs ^{a,b}	80	2	6	8	-20	-2	-7	-5
BIP ^a	5,1	8,0	5,1	6,0	8,6	8,1	8,8	9,5
Handelsbilanz ^c	-4,6 ^d	-5,2 ^d	0,2 ^d	1,4	2,5	-3,7	-7,6	-10,8
Direktinvestitionen ^e	0	100	120	220	260	832	1 048	1 780
Sonstiges Kapital ^e	725 ^d	530 ^d	303 ^d	46	206	99	550	653
Währungsreserven ^e	0	110	159	276	261	-477	292	449
Staatshaushalt ^c	-7,2	-7,5	-5,8	-1,9	-2,5	-5,5	-2,6	-1,2 ^f
Realzins ^g	n.v.	2,1	-2,3	-0,8	1,6	1,9	0,8	1,5

^aVeränderung in vH. — ^bJahresendwert. — ^cSaldo in vH des BIP. — ^dGrößtenteils Beträge in Transfer-Rubel; umgerechnet zum Kurs 2,4 TR/US-\$. — ^eNettozuflüsse in Millionen US-\$. — ^fVorläufig. — ^gIn Prozent.

Quelle: IMF (1996b) und World Bank (1995b).

Das ist umso bemerkenswerter, als in dieser Phase auch der Wegfall der umfangreichen Importkredite der Sowjetunion zu bewältigen war, mit denen bis 1989 ein Handelsbilanzdefizit von über 5 vH des BIP finanziert wurde. Seit 1989 hat sich jedoch der Außenhandel Vietnams mit nichtsozialistischen Ländern rasch ausgedehnt, so daß der Wegfall der sowjetischen Importe kompensiert werden konnte. Allerdings wurden zunächst vor allem Rohstoffe (Rohöl, Kohle) und Agrarprodukte exportiert, während die Exporte von Industrieprodukten nur langsam nachzogen. Die Öffnung gegenüber ausländischen Direktinvestitionen hat dazu maßgeblich beigetragen.

Die Privatisierung der Staatsunternehmen ist in Vietnam dagegen kaum vorangekommen (World Bank 1995b). Zwar war die Bedeutung des Staatssektors vor Beginn der Reformen deutlich geringer als in Mittel- und Osteuropa. Für den relativ erfolgreichen Anpassungsprozeß war jedoch die weitgehende Liberalisierung der Güter- und Faktormärkte bei gleichzeitig harten Budgetrestriktionen für die Staatsunternehmen verantwortlich. Der Kapitalmarkt ist — trotz staatlicher Regulierungen — auch für Privatunternehmen zugänglich, und der Arbeitsmarkt hat sehr flexibel auf die umfangreichen Entlassungen in den Staatsunternehmen reagiert.

In Folge der teilweisen Liberalisierung des Devisenhandels im August 1991 kam es Ende 1991 zu einer spekulativen Abwertung der Währung. Angesichts dieser Kursentwicklung wurden die Bankeinlagen inländischer Unternehmen vorübergehend eingefroren. Dadurch sahen sich viele Unternehmen gezwungen, ihre Devisenbestände in inländische Zahlungsmittel umzutauschen, wodurch gleichzeitig der Abwertungstrend gedämpft und die Dollarisierung vermindert wurde.

Vietnam ist nahezu ein Musterbeispiel für einen Schock-Ansatz mit anschließendem passiven *Crawling Peg*. Die Inflationsrate ließ sich zunächst ohne größere Anpassungskosten auf ein mittleres Niveau zurückführen. Mit zunehmender Stabilitätsorientierung der Geldpolitik wurde sie dann über mehrere Jahre auf Werte um die 10 vH verringert; während dieser Zeit wurde offensichtlich ein reales Wechselkursziel verfolgt. Entscheidende Voraussetzung für den Erfolg des Schock-Ansatzes waren die flexiblen Güter- und Faktormärkte. Von Kapitalverkehrskontrollen wurde in dieser Periode zwar Gebrauch gemacht, aber angesichts des hohen Dollarisierungsgrads kann deren Wirksamkeit als gering eingeschätzt werden (Diehl 1995b).

e. Fazit

Es muß hervorgehoben werden, daß die ausgewählten asiatischen Länder im Vergleich zu den anderen Ländergruppen nur relativ geringe Schwankungen des realen Wechselkurses durchlaufen haben (Dean et al. 1994). Entscheidend dafür war

die stabilitätsorientierte Fiskalpolitik und eine — trotz Kapitalmarktregulierungen — marktgerechte Zins- und Kreditpolitik. Durch Koppelung an den US-Dollar haben viele Länder allerdings in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre zunächst eine deutliche Unterbewertung erreicht, die ihren Exporteuren Wettbewerbsvorteile gegenüber Anbietern aus Japan und Europa verschafft hat. Allerdings hat sich diese Unterbewertung ebenso schnell wieder abgebaut, so daß sich die langfristige reale Aufwertung (Hongkong, Taiwan) letztlich wieder durchsetzen konnte. Da es sich hier um eine nicht vorhersehbare Entwicklung gehandelt hat, können daraus jedenfalls keine Empfehlungen abgeleitet werden, denn ebenso gut hätte sich eine reale Überbewertung einstellen können. Keinesfalls kann die These gestützt werden, daß die asiatischen Anbieter über Jahre hinweg eine Strategie der realen Abwertung verfolgt hätten, um konkurrierende Anbieter auf Weltmärkten zu verdrängen (Diehl 1996).

Der reale Aufwertungsbedarf ist in Hongkong über höhere Inflation, in Taiwan dagegen über Wechselkursanpassung realisiert worden. Der Grund für diese unterschiedliche Strategie ist vermutlich im unterschiedlichen Ausmaß der bereits erreichten Kapitalmarktliberalisierung zu sehen. Malaysia hat dagegen einen Zwischenweg gewählt, da die Bindung an den Währungskorb einen gewissen Spielraum für nominale Wechselkursanpassungen läßt.

Während sich also die Anpassung an reale Schocks in Asien relativ schnell vollzogen hat, sind nominale Schocks (Hochzinsphasen, Inflationsimport) meistens ungedämpft auf die eigene Konjunktur durchgeschlagen (Glick et al. 1995). Dies scheint jedoch in Hinblick auf die langfristige Entwicklung keine schädliche Strategie gewesen zu sein.

In den letzten Jahren ist in allen Kontinenten die Sterilisierung von Kapitalzuflüssen schwieriger geworden. Frankel (1994) argumentiert in diesem Zusammenhang, daß Sterilisierung einfacher ist, wenn die Ursache in gesunkenen ausländischen Zinsen liegt (Asien), während sie schwierig ist, wenn die Ursache in gestiegener inländischer Geldnachfrage liegt (Südamerika). Diese These läßt sich nicht ohne weiteres bestätigen, wie das Gegenbeispiel Taiwans zeigt.

Für alle untersuchten asiatischen Länder gilt, daß sich Glaubwürdigkeit nicht an dem Grad der Unabhängigkeit der Zentralbank ablesen läßt (Cukierman und Webb 1995); vielmehr haben die meisten Regierungen aufgrund der stabilen politischen und sozialen Verhältnisse eine beachtliche Reputation aufgebaut und ungeachtet der politischen Mehrheitsverhältnisse den Zentralbanken Spielraum zu stabilitätsorientierten Politiken gelassen.

4. Zwischenergebnis

a. Ergebnisse der Länderstudien

Tabelle 17 faßt noch einmal die einzelnen Länderanalysen zusammen. Sie gibt in Stichpunkten die Wechselkursregime, die wirtschaftliche Entwicklung, die wichtigsten Ergebnisse sowie Besonderheiten der untersuchten Länder an. Auf eine detaillierte Zusammenfassung wird deshalb an dieser Stelle verzichtet. Wichtig ist jedoch, allgemeingültige Ergebnisse aus einem Ländervergleich herauszuarbeiten.

Die Analyse erfolgreicher Wechselkursstabilisierungen in Lateinamerika, Europa und Asien und die Diskussion weniger erfolgreicher Fälle auf der Basis der zuvor gewonnenen Erkenntnisse hat grundsätzlich gezeigt, daß die optimale Wahl eines Wechselkursregimes bzw. die wirtschaftlichen Ergebnisse einer solchen Wahl von drei Faktoren bestimmt werden. Hier ist zunächst die *unterschiedliche Ausgangslage* zu erwähnen. Länder, die vor dem Problem standen, eine Hyperinflation zu stoppen oder ausgehend von einer sehr hohen Inflationsrate zu stabilisieren, legen dementsprechend weniger Gewicht auf die Aufrechterhaltung des realwirtschaftlichen Gleichgewichts — das ohnehin gestört ist — als auf die möglichst rasche Stabilisierung des Preisniveaus. In diesen Ländern besteht daher die Tendenz, den Wechselkurs möglichst zu fixieren, um einen raschen Stabilisierungserfolg zu erzielen. Kann diese Wahl des makroökonomischen Zielsystems bei der gegebenen Ausgangslage durchaus optimal sein, so ändert sich die Entscheidungslage dramatisch mit zunehmendem realen Aufwertungsprozeß und dem Erreichen moderater Inflationsraten. Bei einer weiteren mit den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen schwer in Einklang zu bringenden Stabilisierung des Preisniveaus („um jeden Preis“) mit Hilfe eines stabilen Wechselkurses stehen dann oft einem relativ geringen Nutzen hohe realwirtschaftliche Kosten gegenüber.

Als ein weiterer wichtiger Gesichtspunkt bei der Wahl der Stabilisierungsstrategie haben sich die beiden *makroökonomischen Restriktionen* Staatshaushalt und Devisenbilanz sowie die *Reformbereitschaft* bei der Liberalisierung der Güter- und Faktormärkte erwiesen. Die bindende Wirkung makroökonomischer Restriktionen und die Reformbereitschaft sind dabei eng verbunden. Auch bei einer ungünstigen Ausgangslage ist es vielen Ländern gelungen, durch radikale Reformen die Restriktionen zu lockern, die den Einsatz der wirtschaftspolitischen Instrumente binden.

Tabelle 17 — Zusammenfassung der Länderstudien

<i>Lateinamerika</i>		
Argentinien	Chile	Mexiko
<i>Wechselkursregime</i>		
<ul style="list-style-type: none"> – Zwei Phasen der Wechselkursstabilisierung – Aktiver Crawl (1979–80) – Currency Board mit US-Dollar als Ankerwährung (seit 1991) 	<ul style="list-style-type: none"> – Fester Wechselkurs zum US-Dollar (1980–81) – Passiver Crawling Peg gegenüber einem Währungskorb mit Bandbreite und zusätzlichen Abwertungsschritten (1985–1988) – Zunehmende Lockerung der Regelbindung (seit 1989) 	<ul style="list-style-type: none"> – Fester Wechselkurs zum US-Dollar (1988) – Übergang zum aktiven Crawling Peg gegenüber dem US-Dollar (1989–1994) – Nach der Währungskrise freies Floaten (seit 1995)
<i>Wirtschaftliche Entwicklung</i>		
<ul style="list-style-type: none"> – In beiden Phasen starke reale Aufwertung – In der zweiten Phase absolute Preisstabilisierung und bis zur Mexiko-Krise auch starkes reales Wachstum bei moderater Arbeitslosigkeit – Fester Wechselkurs trotz massiver Kapitalabflüsse beibehalten 	<ul style="list-style-type: none"> – In der Phase der Wechselkursstabilisierung starke reale Aufwertung und Scheitern der Wechselkurspolitik trotz Stabilisierungserfolg – Ab 1995 gleichgewichtige reale Auf- und Abwertungstrends bei kontinuierlicher Stabilisierung, hohen Wachstumsraten und geringer Arbeitslosigkeit 	<ul style="list-style-type: none"> – Dramatische reale Aufwertung bei stockender Inflationsbekämpfung führt zu externem Ungleichgewicht bei moderaten Wachstumsraten – Währungskrise führt zu wirtschaftlichem Einbruch und hoher Inflation
<i>Wichtigste Ergebnisse</i>		
<ul style="list-style-type: none"> – Radikales Reformprogramm minimiert implementierungsbedingte Risiken – Glaubwürdigkeit durch komplementäre Reformen, Beibehaltung der Regelbindung unter Druck und maximalen Währungswettbewerb – Realer Abwertungsprozeß ohne Wechselkursanpassung möglich 	<ul style="list-style-type: none"> – Wechselkursfixierung scheitert trotz radikaler Reformen des Staatshaushalts sowie der Güter- und Faktormärkte – Passiver Crawling Peg ermöglicht effiziente Wechselkursanpassung bei weitgehend autonomer Geldpolitik – Glaubwürdigkeit durch konsistente und erfolgreiche Wirtschaftspolitik 	<ul style="list-style-type: none"> – Schwierigkeiten bei einem aktiven Crawling Peg, den notwendigen Reformdruck aufrechtzuerhalten – Scheitern der Doppelankerstrategie und der sozialen Konsensfindung durch fehlende Reallohnanpassung
<i>Besonderheiten</i>		
<ul style="list-style-type: none"> – US-Dollar als Parallelwährung – Volle Konvertibilität 	<ul style="list-style-type: none"> – Privatisierung der Altersvorsorge 	<ul style="list-style-type: none"> – „Pacto“-Abkommen als Versuch, gesellschaftlich relevante Gruppen in die Stabilisierungsstrategie einzubinden

noch Tabelle 17

<i>Europa</i>		
Spanien	Polen	Tschechische Republik
<i>Wechselkursregime</i>		
<ul style="list-style-type: none"> – Wechselkursstabilisierung im EWS mit enger Bandbreite (1986–93) – Davor und danach geldpolitische Stabilisierung bei weitgehend flexiblem Wechselkurs 	<ul style="list-style-type: none"> – Fester Wechselkurs zum US-Dollar (1990) – Übergang zu einem aktiven Crawling Peg gegenüber einem Währungskorb (seit 1991) 	<ul style="list-style-type: none"> – Seit Transformationsbeginn (1991) nicht bindende nominale Parität gegenüber einem Währungskorb mit Bandbreite
<i>Wirtschaftliche Entwicklung</i>		
<ul style="list-style-type: none"> – Gleiches Muster von Boom (reale Aufwertung und Kapitalzuflüsse) und Krise (reale Abwertung und Kapitalabflüsse) wie in lateinamerikanischen Ländern – Besserer Stabilisierungserfolg während der Phase geldpolitischer Stabilisierung – Hohe Zinsen auch unter dem Regime der Wechselkursstabilisierung führen zu hohen Defiziten des Staatshaushalts und hoher Arbeitslosigkeit 	<ul style="list-style-type: none"> – Zunächst reale Aufwertung und Währungskrise – Danach Stabilisierung des Preisniveaus und des realen Wechselkurses, bei Überwindung der Transformationskrise jedoch hohe Arbeitslosigkeit 	<ul style="list-style-type: none"> – Überwindung der Transformationskrise mit niedriger Inflations- und Arbeitslosenrate
<i>Wichtigste Ergebnisse</i>		
<ul style="list-style-type: none"> – Unabhängig vom Wechselkursregime kein Stabilisierungserfolg ohne Reformen des Staatshaushalts sowie der Güter- und Faktormärkte; sonst hohe realwirtschaftliche Kosten – Unabhängige Zentralbank stabilisiert trotz expansiver Fiskalpolitik 	<ul style="list-style-type: none"> – Nach einer Übergangsphase Konsistenz von Wechselkursregime und Reformpotential 	<ul style="list-style-type: none"> – Radikales Reformprogramm stützt den Wechselkursanker
<i>Besonderheiten</i>		
<ul style="list-style-type: none"> – Inkonsistenz von Sozial- und Arbeitsmarktpolitik 	<ul style="list-style-type: none"> – Erfolgreicher aktiver Crawling Peg 	<ul style="list-style-type: none"> – Voucher-Privatisierung – Aktive Arbeitsmarktpolitik

noch Tabelle 17

<i>Europa</i>		
Estland	Rußland	Ukraine
<i>Wechselkursregime</i>		
– Currency Board gegenüber der D-Mark (seit 1992)	– Nach schmutzigem Floaten Übergang zum aktiven Crawling Peg (1995) – Übergang zum passiven Crawling Peg (1996)	– Flexibler Wechselkurs
<i>Wirtschaftliche Entwicklung</i>		
– Anhaltender Prozeß der realen Aufwertung ohne vollständige Stabilisierung des Preisniveaus	– Trotz anhaltender Transformationskrise erste Stabilisierungserfolge durch restriktive Geldpolitik und (vorübergehende?) finanzpolitische Konsolidierung	– Trotz anhaltender Transformationskrise erste Stabilisierungserfolge durch restriktive Geldpolitik ohne weitgehende finanzpolitische Konsolidierung
<i>Wichtigste Ergebnisse</i>		
– Currency Board funktioniert auch unter den Bedingungen des Transformationsprozesses – Hohe Persistenz der Inflationsrate, aber anscheinend noch keine reale Überbewertung	– Regelgebundene Wechselkursanpassung stabilisiert Erwartungen	– Geldpolitische Stabilisierung beendet Hyperinflation
<i>Besonderheiten</i>		
– Austritt aus der Rubelzone und Währungsreform	– Übergang von diskretionärer zu regelgebundener, angekündigter Wechselkursanpassung	– Einführung einer neuen Währung im September 1996

noch Tabelle 17

<i>Asien</i>			
Hongkong	Taiwan	Malaysia	Vietnam
<i>Wechselkursregime</i>			
<ul style="list-style-type: none"> - Flexibler Wechselkurs (1975–82) - Currency Board mit US-Dollar als Ankerwährung (seit 1983) - Schrittweise Einführung von Zentralbankfunktionen (seit 1988) 	<ul style="list-style-type: none"> - Fester Wechselkurs zum US-Dollar (1961–85) - Schrittweise Übergang zu freiem Floaten seit 1986 	<ul style="list-style-type: none"> - Bis 1981 fester Wechselkurs zum Singapur-Dollar - Managed Floating mit Anlehnung an US-Dollar (seit 1982) 	<ul style="list-style-type: none"> - Flexibler Wechselkurs mit Tendenz zum passiven Crawling Peg (seit 1989)
<i>Wirtschaftliche Entwicklung</i>			
<ul style="list-style-type: none"> - Anhaltende reale Aufwertung - Deutlicher Strukturwandel (Deindustrialisierung) - Wachstumszyklen durch externe Schocks (Zinsen, Volatilität des US-Dollar) - Hoher Anpassungsdruck durch die Verflechtung mit China 	<ul style="list-style-type: none"> - Realer Aufwertungs-trend - Geringe Inflation bei mäßigen Wachstumszyklen - Anstieg der Devisenreserven (nach Verfall des US-Dollar) führt zur Freigabe des Wechselkurses 	<ul style="list-style-type: none"> - Stabilitätsorientierte Geldpolitik - Expansive Fiskalpolitik mit Auslandskreditfinanzierung freiwillig abgebrochen - Anpassungskrise verstärkt durch reale Aufwertung (Aufwertung des US-Dollar) 	<ul style="list-style-type: none"> - Seit 1991 leichte reale Aufwertung durch Kapitalzuflüsse - Keine Transformationskrise wegen flexibler Faktormärkte und weitgehender Liberalisierung - Chronische Inflation schrittweise gesenkt
<i>Wichtigste Ergebnisse</i>			
<ul style="list-style-type: none"> - Glaubwürdigkeit durch stabilitätsorientierte Fiskalpolitik und weitgehenden Verzicht auf staatliche Regulierungen 	<ul style="list-style-type: none"> - Aufgabe der Wechselkursfixierung trotz stabilitätsorientierter Fiskalpolitik - Kapitalmarktliberalisierung bei flexiblen Wechselkursen einfacher 	<ul style="list-style-type: none"> - Flexible Wechselkurse erleichtern Kurswechsel in der Fiskalpolitik - Internationale Kreditwürdigkeit durch konsequente Politik erhalten 	<ul style="list-style-type: none"> - Erfolg des Schockprogramms durch klare Reformabfolge bei früher außenwirtschaftlicher Öffnung - Flexibler Wechselkurs ermöglicht schrittweise Rückführung des Budgetdefizits
<i>Besonderheiten</i>			
<ul style="list-style-type: none"> - Dienstleistungshandelsüberschuß überdurchschnittlich 	<ul style="list-style-type: none"> - Entscheidung für Floating durch politischen Druck der USA gefördert 	<ul style="list-style-type: none"> - Keine sichtbare Änderung des Wechselkurs-Regimes (offiziell in beiden Phasen Korbbindung) 	<ul style="list-style-type: none"> - Reform der Staatsunternehmen durch marktorientiertes Management statt Privatisierung

Schließlich ist als dritter Gesichtspunkt deutlich geworden, daß das Ausmaß der Kontrolle seitens der *geld- und währungspolitischen Behörden* über die Geldmengenaggregate eine entscheidende Rolle spielt bei der Festlegung einer glaubwürdigen Geld- und Wechselkursstrategie. Hierbei spielen nicht nur die Ausgangslage, die mehr oder weniger bindende Wirkung makroökonomischer Restriktionen sowie die Reformbereitschaft eine Rolle, sondern in erheblichem Maße die von den Privaten in der Vergangenheit gemachten Erfahrungen mit der Wirtschaftspolitik der Regierung. Die Freiheitsgrade bei der Gestaltung der monetären Wirtschaftspolitik nehmen in dem Maße zu, in dem die Behörden in der Vergangenheit auch in einer Krisensituation an einer aufgestellten Regel festgehalten haben. Sie nehmen auch in dem Maße zu, in dem die Behörden über einen längeren Zeitraum eine Politik solider Staatsfinanzen und marktwirtschaftlichen Wettbewerbs auf Güter- und Faktormärkten durchgehalten haben und so nicht nur ihre wirtschaftspolitische Reputation gestärkt, sondern auch die Märkte soweit entwickelt haben, daß die wirtschaftspolitischen Instrumente ohne große Verzerrungen eingesetzt werden können. Letztlich ist keine noch so strikte institutionelle Bindung so förderlich für die Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik wie eine erfolgreiche Politik in der Vergangenheit.

b. Unterschiede zwischen den Ländergruppen

Rekapituliert man auf der Basis der allgemeinen Ergebnisse noch einmal die Länderanalysen, so lassen sich tatsächlich grundsätzliche Unterschiede sowohl zwischen den Ländergruppen als auch innerhalb dieser Gruppen feststellen. Dies verdeutlicht Tabelle 18, die einen Überblick über die in den Abschnitten III.1–3 betrachteten Wechselkursregime bietet. Hier wird die Sonderstellung der asiatischen Länder schon optisch deutlich. In der Regel gelang hier eine *de-facto*-Stabilisierung der Wechselkurse ohne eine formale Festlegung auf ein bestimmtes Wechselkursregime, das die Flexibilität der Wechselkurse entscheidend beschnitten hätte. Die Ausnahme bildet hier Hongkong, das als kleines Land mit einer extremen Außenorientierung den festen Wechselkurs als die Alternative mit den geringsten realwirtschaftlichen Kosten betrachten kann, also den Wechselkurs nicht zur Stabilisierung des Preisniveaus einsetzte. Innerhalb der beiden Kategorien „Currency Board“ und „keine bindende Festlegung“ finden sich neben den asiatischen Ländern aber auch lateinamerikanische und europäische Länder.

Auffällig ist, daß diese lateinamerikanischen und europäischen Länder alle zu den radikalen Reformern innerhalb ihrer Gruppe gehören. So haben Argentinien und Estland gezeigt, daß eine Wechselkursfixierung mit der institutionellen Unterstützung des Currency Boards und radikalen komplementären Reformen auch bei ungünstigsten Ausgangsbedingungen gelingen kann. Trotz der immer noch be-

Tabelle 18 — Überblick über die betrachteten Wechselkursregime

	Lateinamerika	Europa	Asien
Currency Board	Argentinien (seit 1991)	Estland (seit 1992)	Hongkong (seit 1983)
Fester Wechselkurs	Chile (1980–1981) Mexiko (seit 1988)	Polen (seit 1990) Spanien (1986–1993)	
Aktiver Crawling Peg	Argentinien (1979–1980) Mexiko (1989–1994)	Polen (seit 1991) Rußland (1995–1996)	
Passiver Crawling Peg	Chile (1985–1988)	Rußland (seit 1996)	
Keine bindende Festlegung	Chile (seit 1989)	Tschechische Republik (seit 1991)	Taiwan (seit 1979) Malaysia (seit 1973) Vietnam (seit 1987)
Flexibler Wechselkurs	Mexiko (seit 1995)	Ukraine ^a (seit 1993)	

^aBei stark eingeschränkter Konvertibilität.

Quelle: Siehe Text.

stehenden grundsätzlichen Risiken ist es beiden Ländern gelungen, Hyperinflationen und wirtschaftliches Chaos zu beenden. Bemerkenswert ist dabei vor allem die argentinische Erfahrung. Zum ersten Mal in der jüngeren Geschichte der Entwicklungsländer konnte dieses Land nicht nur die Hyperinflation beenden, sondern auch eine absolute Preisniveaustabilität erreichen, den realen Aufwertungs-trend ohne Aufgabe des Wechselkursregimes umdrehen und den festen Wechselkurs auch angesichts dramatischer Kapitalabflüsse beibehalten.

Am anderen Ende der Skala bestätigen Chile und die Tschechische Republik, daß es auch in Lateinamerika und Europa möglich ist, so etwas wie asiatische Verhältnisse zu schaffen. In beiden Ländern gelang die Stabilisierung des Preisniveaus und des realen Wechselkurses ohne eine strikte Bindung der eigenen Hände. So befolgte Chile zwar einen passiven Crawling Peg, der allerdings mit erheblichen Bandbreiten ausgestattet war und diskretionär gehandhabt wurde. Die Tschechische Republik gibt zwar einen festen Wechselkurs und eine feste Bandbreite vor, behält sich aber Änderungen dieser Politik jederzeit vor. Aufgrund der bisher erzielten einstelligen Inflationsraten wird dieses Verhalten in eine Politik der de-facto-Stabilisierung der Wechselkurse — ähnlich wie in den asiatischen Staaten — münden.

Die restlichen Formen der Wechselkursstabilisierung zwischen festem Wechselkurs und aktivem Crawling Peg zeigen sich unabhängig von der kontinentalen

Zuordnung als recht instabil. Das deutlichste Beispiel hierfür ist Mexiko. Hier hat sich grundsätzlich gezeigt, daß Wechselkursregime, die schon vom Konzept her einen Kompromißcharakter haben, schwer durchzuhalten sind, da die Erwartung ihrer Aufgabe sozusagen vorgegeben ist. Eine Ausnahme bildet hier lediglich Polen ab 1991. Ähnlich wie beim passiven *Crawling Peg* in Chile bis 1988 ist es Polen durch den aktiven *Crawling Peg* gelungen, das Wechselkursregime nach einer anfänglichen Fehleinschätzung an das tatsächliche Reformtempo anzupassen.

c. **Übertragbarkeit der Ergebnisse auf andere Transformationsländer**

Der Frage der Übertragbarkeit auf andere Transformationsländer vorgelagert ist die Frage der Übertragbarkeit von Erfahrungen aus Entwicklungs- und Schwellenländer auf Transformationsländer allgemein. Hier ist oft ein Vorbehalt seitens der Transformationsländer zu beobachten, vor allem mit der Gruppe der Entwicklungsländer verglichen zu werden. Zurückzuweisen ist dieser Vorbehalt deshalb, weil zum einen die größeren lateinamerikanischen Entwicklungsländer zur Gruppe der Länder mit gehobenem mittlerem Einkommen gehören und gemessen an diesem Indikator mindestens auf gleichem Niveau stehen wie die Transformationsländer. Zum anderen dürften sich die Besonderheiten des Transformationsprozesses auf eine relativ kurze Frist beschränken, wenn überhaupt marktwirtschaftliche Reformen zu beobachten sind. Zu nennen sind hier vor allem die Dominanz öffentlicher Unternehmen, das Fehlen marktwirtschaftlicher Institutionen sowie die mangelnde Erfahrung mit den wirtschaftspolitischen Instrumenten, die in einer Marktwirtschaft zur Verfügung stehen. Vernachlässigt man diese Übergangsperiode, das heißt die Transformationsphase im engeren Sinne, so bleibt eine ähnliche makroökonomische Problemlage, wie sie vor allem für lateinamerikanische Entwicklungsländer typisch ist: übermäßige Defizite des Staatshaushalts, hohe und volatile Inflationsraten, übermäßige monetäre Expansion und eine Tendenz zu überbewerteten Währungen. Demzufolge sollten also zumindest die Erfahrungen der lateinamerikanischen Länder auf die europäischen Transformationsländer übertragbar sein.

Dies wird auch durch die in dieser Studie vorgenommenen Länderanalysen bestätigt. So haben Estland und Argentinien die Hyperinflation und das Glaubwürdigkeitsdefizit durch eine Wechselkursfixierung in einem Currency Board bekämpft. Polen hat wie Mexiko versucht, mit Hilfe eines aktiven *Crawling Pegs* sowohl die Inflation als auch die reale Aufwertung zu dämpfen, und war dabei sogar erfolgreicher. Die Tschechische Republik hat wie Chile einen eher pragmatischen Ansatz ohne weitreichende Bindung der eigenen Hände gewählt, wobei es beiden Ländern gelungen ist, die Inflationsrate auf ein einstelliges Niveau zu reduzieren, ohne dabei ein außenwirtschaftliches Ungleichgewicht zu riskieren.

Es hat sich somit gezeigt, daß die baltischen Staaten und die Visegrád-Staaten gegenüber den Nachfolgestaaten der Sowjetunion einen Vorsprung im Transformationsprozeß gewonnen haben, der darauf hinaus läuft, daß der Transformationsprozeß in den erstgenannten Ländern weitgehend abgeschlossen ist, während er z.B. in Rußland und vor allem in der Ukraine noch in vollem Gange ist. Trotz dieser Unterschiede hat die grundsätzliche Argumentationskette, die zuvor die Erfahrungen lateinamerikanischer Entwicklungsländer, eines südeuropäischen Industrielandes sowie der mitteleuropäischen Transformationsländer erklären konnte, auch für diese Ländergruppe ihre Relevanz bewiesen. Dies spricht insgesamt für starke Gemeinsamkeiten der lateinamerikanischen und europäischen Länder bei einer jeweils starken Varianz der Erfahrungen innerhalb dieser Ländergruppen. Die europäischen Transformationsländer können somit aus den Erfahrungen der lateinamerikanischen Entwicklungsländer wertvolle Erkenntnisse für die Gestaltung ihrer monetären Wirtschaftspolitik gewinnen.

IV. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen und Empfehlungen

1. Ausgestaltung von Programmen zur Wechselkursstabilisierung

Für Länder mit Inflationsproblemen, die den Wechselkurs zu einer stabilen Ankerwährung oder zu einem Währungskorb festsetzen, um so die Inflationsbekämpfung zu beschleunigen, hat vor allem die Analyse der beiden Currency Boards in Argentinien und Estland gezeigt, daß radikale Reformen notwendig sind, um die Durchhaltbarkeit und Glaubwürdigkeit und damit letztendlich den Erfolg dieser Strategie zu gewährleisten. Grundsätzlich erfordert ein stabiler Wechselkurs, daß die Inflation so schnell wie möglich gegen das Niveau in der Ankerwährung konvergiert, um den Trend der realen Aufwertung zu stoppen. Außerdem ist bei realem Anpassungsbedarf zu gewährleisten, daß sich der reale Wechselkurs auch ohne Veränderungen des nominalen Wechselkurses anpassen kann, um für die notwendige Reallokation von Ressourcen die richtigen Preissignale vorzugeben. Dies kann nur gewährleistet werden, wenn die Geldpolitik de facto unabhängig vom Finanzierungsbedarf des Staatshaushaltes ist und somit eine monetäre Kontraktion im Falle von Devisenabflüssen möglich ist. Außerdem müssen die Güter- und Faktorpreise vor allem nach unten flexibel sein, um eine reale Abwertung zu ermöglichen. Zudem müssen finanzielle Ressourcen zur Umstrukturierung des Angebots bereitgestellt werden, um eine Überbewertung der Währung bei einer realen Aufwertung zu vermeiden.

Grundsätzlich sind also drei Reformbereiche zu identifizieren, in denen Reformdefizite rasch aufzuarbeiten sind. Eine zentrale Rolle kommt dem ersten Reformbereich, der Finanzpolitik, zu. Hier haben die Erfahrungen in Entwicklungsländern eindeutig gezeigt, daß die Sicherung von Staatseinnahmen Priorität vor dem Erreichen eines als langfristig anzustrebenden Steuersystems genießen sollte, um eine möglichst schnelle Konsolidierung der Staatsfinanzen zu ermöglichen (Schweickert und Wiebelt 1996). Die Einführung indirekter Steuern ist dabei am effektivsten. Soweit noch nicht vorhanden, muß deshalb unverzüglich mit der Implementierung einer allgemeinen Mehrwertsteuer begonnen werden. Einnahmen aus dieser Steuer können dann erheblich gesteigert werden, wenn die Inflationsrate sinkt, da gerade hohe Inflationsraten die Umgehung der Mehrwertsteuer erleichtern. Um dies zu ermöglichen, muß als Startpunkt zunächst eine Beschränkung der Staatsausgaben erfolgen. Erfolgversprechend ist hierbei vor allem die

zügige Privatisierung öffentlicher Unternehmen. Sofern diese Unternehmen einen positiven Marktwert besitzen, wird durch die Privatisierungserlöse unmittelbar Zeit für die Steuerreform gewonnen. Im Hinblick auf die Lockerung der Budgetrestriktion sind jedoch auch die dauerhaften Belastungen zu betrachten, die dem Staatssektor durch defizitäre Staatsunternehmen entstehen. Typischerweise unterliegen solche Unternehmen weichen Budgetrestriktionen, d.h., sie können ihre Kosten durch staatliche Transfers decken. Eine Härtung der Budgetrestriktionen entlastet also die Staatsausgaben unmittelbar. Ein weiteres Mittel zur deutlichen Entlastung der Staatsausgaben ist eine effiziente Gestaltung der sozialen Absicherung. Eine mögliche Maßnahme ist hier die Beschränkung der Transfers bei Arbeitslosigkeit, wenn diese wesentlich über dem Existenzminimum liegen. Außerdem empfiehlt sich eine Privatisierung der Altersvorsorge. Hierbei nehmen vor allem die lateinamerikanischen Länder eine Vorreiterrolle ein. Zu bedenken ist allerdings, daß bei einer solchen Vorgehensweise kurzfristig höhere Nettoausgaben anfallen können und die Entlastung erst mittelfristig spürbar wird.

Die Reformen der Finanzpolitik spielen deshalb eine zentrale Rolle, weil sie für Reformen im Bereich der Güter- und Faktormärkte wesentliche Voraussetzungen schaffen. So ist die Privatisierung öffentlicher Unternehmen und die Abschaffung der Dominanz der Unternehmensbesteuerung als Startpunkt eines verstärkten Wettbewerbs auf den Gütermärkten zu betrachten. Dies trifft nicht nur für die Transformationsländer zu. Gerade in Entwicklungsländern werden die Märkte für nichthandelbare Güter häufig noch von staatlichen Monopolen dominiert. Von einer Privatisierung solcher Unternehmen sind, wie die Erfahrungen zeigen, erhebliche Effizienzgewinne sowie eine flexiblere Preisgestaltung zu erwarten. Dies sind aber gerade wichtige Voraussetzungen für die zügige Anpassung der Preise für nichtgehandelte Güter und damit des realen Wechselkurses. Ergänzt werden müssen die Privatisierungsschritte neben einem effektiven Konkursrecht vor allem durch eine umfassende Handelsliberalisierung (Langhammer 1994). Diese beinhaltet eine Abschaffung von Handelsquoten und Exportsteuern, sowie eine Vereinheitlichung von Zolltarifen auf einem niedrigen Niveau und die Integration in das Welthandelssystem, das handelspolitische Diskriminierung untersagt und rechtliche Garantien für die Beibehaltung eines erreichten Liberalisierungsniveaus bietet. Außerdem ist die Konvertibilität der Währung sicherzustellen, um eine handelspolitische Liberalisierung nicht zu konterkarieren.

Reformen der Finanzpolitik sind außerdem wichtig für die Entwicklung effizienter Faktormärkte. So wird durch eine Beschränkung der Transfers im Falle der Arbeitslosigkeit sichergestellt, daß Arbeitslose einen Anreiz haben, nach einer neuen Beschäftigung auch außerhalb des angestammten Sektors zu suchen. Ergänzt werden können solche Rahmenbedingungen für den Arbeitsmarkt durch eine aktive Arbeitsmarktpolitik, die die intersektorale Arbeitskräftemobilität erleichtert (Raiser 1994). Für eine zügige Entwicklung des Kapitalmarktes und ins-

besondere des Bankenmarktes ist neben einer Mobilisierung des Sparpotentials (z.B. durch Formen des Vertragssparens) sowie der Privatisierung staatseigener Banken und einer Konsolidierung der Altschulden vor allem die Privatisierung sonstiger öffentlicher Unternehmen und der Altersvorsorge hilfreich (Buch 1996). Hier hat sich gezeigt, daß Investitionsfonds relativ rasch ein signifikantes Sparpotential investiven Zwecken zuführen können und als Teil des Bankensystems die Entwicklung eines Universalbankensystems fördern können.

2. Alternative Strategien zur Verringerung von Zielkonflikten

Bei der Beschreibung der wesentlichen Reformfelder fällt auf, daß neben den in Abschnitt IV.1 als radikale Reformer angesprochenen Ländern Argentinien und Estland auch Chile, die Tschechische Republik und mit Abstrichen auch die ostasiatischen Schwellen- und Entwicklungsländer als Vorbilder herangezogen werden könnten. Diese Länder haben jedoch wie auch Polen Strategien gewählt, die geeignet waren, Zielkonflikte zu vermeiden bzw. Risiken zu minimieren. Es lassen sich hier im wesentlichen vier Strategien unterscheiden.

Eine Strategie besteht darin, den nominalen Wechselkurs nicht vollständig zu fixieren, sondern begrenzte Wechselkursanpassungen zuzulassen. Grundsätzlich ist zu erwarten, daß dadurch ein realer Aufwertungsprozeß gedämpft werden kann, indem die nominale Abwertungsrate die Wirkung der weiterhin hohen Inflationsrate auf den realen Wechselkurs kompensieren kann. Außerdem erhalten die ausländischen Investoren bei begrenzten Wechselkursanpassungen keine so starke Wechselkursgarantie und damit auch keinen so starken Anreiz, durch spekulative Anlagen die in der Regel am Beginn eines Stabilisierungsprozesses sehr hohen Nominalzinsdifferenzen zur Ankerwährung kurzfristig auszunutzen und so das außenwirtschaftliche Gleichgewicht zu gefährden. Schließlich bietet diese Strategie die Möglichkeit, die Wechselkursstrategie dem Reformpotential anzupassen.

Wie das Beispiel Mexikos zeigt, besteht bei einer solchen Strategie die Gefahr, daß der Wechselkurs seine Ankerfunktion völlig verliert und daß ein anfänglicher Erfolg bei der Inflationsbekämpfung lediglich in eine chronische Inflation mündet und eine weitere Stabilisierung des Preisniveaus nicht mehr erfolgt. Letztlich war so auch die reale Aufwertung in Mexiko stärker ausgeprägt als in Argentinien, obwohl die Ausgangssituation Mexikos wesentlich günstiger war.

Grundsätzlich ist auch zwischen einer diskretionären Lockerung des Ankers und einer regelgebundenen Anpassung einer zentralen Parität zu unterscheiden.

Die erstere Lösung ist dabei nur in Ländern möglich, die nicht erst eine stabilitätspolitische Reputation aufbauen müssen, sondern diese aufgrund einer guten Wirtschaftspolitik in der Vergangenheit oder aufgrund länderspezifischer Rahmenbedingungen schon besitzen. Nur so konnte es sich z.B. Chile erlauben, kurzfristige und spekulative Kapitalzuflüsse durch überraschende und sich zum Teil kompensierende Paritätsänderungen abzuschrecken, ohne ausländische Investoren im großen Stil zu verunsichern und damit den Zugang zu langfristigem Kapital aufs Spiel zu setzen.

Eine Alternative zur Lockerung des Wechselkursankers besteht darin, diesen durch einen zweiten Anker zu unterstützen. Hierfür bietet sich die Lohn- bzw. Einkommenspolitik an. Würde es etwa gelingen, die Löhne so anzupassen, daß der reale Wechselkurs bei seinem Gleichgewichtswert gehalten wird, so könnten externe und interne Ungleichgewichte und damit erhebliche Kosten der Wechselkursstabilisierung vermieden werden. Wiederum können die mexikanischen Erfahrungen als Beleg für die Risiken dieser Alternative herangezogen werden. Waren die Lohn- und Preisabsprachen im Rahmen der Pacto-Abkommen ursprünglich als die Strategie gefeiert worden, die für Lateinamerika einen Durchbruch bei der Implementierung glaubwürdiger, von allen Bevölkerungsgruppen getragener Reformprogramme bedeute, so muß im nachhinein festgestellt werden, daß übermäßige Lohnerhöhungen einen durchgreifenden Stabilisierungserfolg verhindert haben. Das Pacto-Instrument hat genau dann versagt, als es zur Dämpfung der realen Aufwertung dringend gebraucht wurde. Dies zeigt, daß ein sozialer Konsens, der die Erfolgsaussichten einer Wechselkursstabilisierung erhöhen könnte, in korporatistisch organisierten Gesellschaften schwer zu organisieren ist und sogar kontraproduktiv sein kann. In dieser Hinsicht empfiehlt es sich für lateinamerikanische und europäische Länder also nicht, bei der Formulierung der Wirtschaftspolitik auf einen umfassenden Konsens zu bauen.

Als weitere Alternative zur Strategie der Lockerung des nominalen Ankers bietet sich die Sterilisierung von Kapitalzu- oder -abflüssen an. Hierbei haben insbesondere die Erfahrungen Lateinamerikas während der Kapitalflucht in den achtziger Jahren deutlich gemacht, daß eine Kontrolle von Kapitalabflüssen nur schwer oder überhaupt nicht möglich ist. Anders ist die Situation in den neunziger Jahren zu bewerten, als Lateinamerika wie Asien erhebliche Netto-Kapitalzuflüsse zu verzeichnen hatte. Der Versuch, diese Zuflüsse in ihrer Wirkung auf die heimische Geldmenge zu sterilisieren, muß hier als grundsätzlich richtig bezeichnet werden.

Die Bedingungen für eine solche Politik waren jedoch in Lateinamerika tatsächlich andere als in Asien. Während die asiatischen Staaten den Staatshaushalt bzw. quasi-öffentliche Haushalte zu geldpolitischen Zwecken einsetzen konnten, mußten sich die unabhängigen lateinamerikanischen Zentralbanken auf ihre eigenen Instrumente verlassen. Dadurch entstanden für die Zentralbank und damit

letztendlich für den Staatshaushalt hohe Kosten, wenn hochverzinsliche Anleihen in heimischer Währung gegen niedriger verzinsliche Anleihen in ausländischer Währung getauscht werden mußten. Hierbei zeigte sich im Falle Chiles der deutliche Vorteil einer Tradition solider Staatsfinanzierung und der Privatisierung der Altersversorgung, die es ermöglichte, einen absorptionsfähigen Kapitalmarkt zu etablieren. Schließlich konnten Staaten, die eine hohe stabilitätspolitische Reputation genossen, auch diskretionär in den Kapitalverkehr eingreifen, um kurzfristige Zuflüsse direkt zu diskriminieren. Wichtig war dabei die Glaubwürdigkeit des gesamten wirtschaftspolitischen Ansatzes, der einen Mißbrauch solcher Politiken nicht befürchten ließ.

Die grundsätzliche Alternative zur Vermeidung von Zielkonflikten ist jedoch die geldpolitische Stabilisierung, wie sie von Rußland (bei nunmehr passiver Wechselkursanpassung) und der Ukraine (bei flexiblem Wechselkurs) notgedrungen vorgenommen werden mußte. Notgedrungen deshalb, weil es weder die vorhandenen Devisenreserven, noch der notleidende Staatshaushalt, noch die Flexibilität der Güter- und Faktormärkte erlaubt hätten, den Wechselkurs glaubwürdig zu fixieren. Wie sich gezeigt hat, ist eine solche Strategie mit einem sehr viel geringeren Risiko verbunden und zeigt sich bei strikter Umsetzung als sehr effektiv. Da jedoch auch diese Strategie erfordert, daß ein kurzfristiger Erfolg nur durch weitreichende Reformen der oben beschriebenen Art konsolidiert werden kann, stellt sich die grundsätzliche Frage nach dem Sinn der Wechselkursstabilisierung, wenn langfristig sowieso eine flexiblere Lösung von Vorteil ist, die die Konsolidierung der Staatsfinanzen und die Liberalisierung der Güter- und Faktormärkte umfaßt.

3. Möglichkeiten und Grenzen externer Unterstützung

Ein erster Ansatzpunkt für die ausländische Unterstützung der Währungspolitik besteht in der Einrichtung von Stabilisierungsfonds. Dabei handelt es sich im wesentlichen um die konditionierte Einräumung präferentieller Kreditlinien zur Verteidigung eines gegebenen Wechselkursziels. Ziel solcher Stabilisierungsfonds ist es, kurzfristig die Glaubwürdigkeit der inländischen Währungspolitik zu erhöhen und den Reformprozeß durch die Koppelung der Kreditgewährung an die Umsetzung inländischer Reform- und Stabilisierungsprogramme zu stimulieren. Eine solche Maßnahme kann notwendig erscheinen, wenn ein Land aufgrund seiner Zahlungsbilanzprobleme keine ausreichenden Währungsreserven zur Verfügung hat, um eine feste Parität seiner Währung zu verteidigen.

Allerdings ist gegen solche Stabilisierungsfonds einzuwenden, daß die konditionierte Gewährung präferentieller Kredite die politischen Entscheidungsträger in Entwicklungs- und Transformationsländern mit einem perversen Anreizsystem konfrontiert. Wenn eigene schmerzhafteste Stabilisierungsanstrengungen dadurch indirekt bestraft werden, daß die Gewährung präferentieller Kredite nur bei Zahlungsbilanzproblemen erfolgt, werden politische Entscheidungsträger davor zu rückschrecken, unpopuläre Maßnahmen etwa in der Finanzpolitik durchzusetzen. Im Gegenteil könnten sie sogar geneigt sein, harte Reformprogramme abzubrechen, weil sie eine externe Unterstützung antizipieren.

Da es außerdem schwierig sein dürfte, die Kreditvergabe an den Fortgang des gesamten Reformprozesses zu koppeln, müssen einzelne Kriterien als Indikatoren für die Konditionierung ausgewählt werden. Es ist dann eher zu erwarten, daß diese Kriterien erfüllt werden, während die sonstige Reformpolitik bei entspannter Finanzlage weniger restriktiv gehandhabt wird. Daraus ergibt sich, daß die internationale Bereitstellung von Krediten mit Reformkonditionierung kontraproduktiv wirken kann. Hinzu kommt, daß der Erfolg einer Wechselkursfixierung mit von der gewählten Kursparität abhängt. Wird diese falsch gewählt, besteht die Gefahr, daß spekulative Kapitalströme trotz des Vorhandenseins eines Stabilisierungsfonds eine Aufgabe des Wechselkursziels erzwingen. In diesem Fall wäre nicht einmal ein kurzfristiger positiver Glaubwürdigkeitseffekt entstanden, vielmehr dürften mittel- und langfristige Widerstände gegen zukünftige Finanzhilfen von außen wachsen.

Schließlich ist allgemein einzuwenden, daß eine Politik unterstützt würde, die, wie in dieser Studie gezeigt, erhebliche Risiken birgt, ohne gegenüber einer geldpolitischen Stabilisierung mit flexiblen Wechselkursen eindeutige Vorteile zu bringen. Selbst bei schwierigen Transformationsfällen wie Rußland und der Ukraine ist mit Hilfe des normalen Instrumentariums seitens der internationalen Organisationen eine weitgehende Stabilisierung des Preisniveaus gelungen. Dieser Erfolg ist durch spezifische Reformen, die vor allem den Staatshaushalt betreffen, zu sichern. Es würde sich deshalb eher empfehlen, solche Reformen direkt durch finanzielle Hilfe zu erleichtern.

Für die Transformationsländer in der ehemaligen Sowjetunion würde sich außerdem technische Hilfe anbieten. Insbesondere bei den institutionellen Reformen können die Erfahrungen aus marktwirtschaftlichen Systemen die Transformationskosten verringern. Hierbei müßten die Ausgestaltung der Geldpolitik, der Kapitalmarkt- und Arbeitsmarktregulierungen und der Finanzpolitik im Mittelpunkt stehen. Zusätzlich zur Unterstützung der institutionellen Ausgestaltung des Reformprozesses ist der Aufbau marktwirtschaftlichen Humankapitals in den diversen wirtschaftlichen Institutionen von Bedeutung. Neben der Schulung des Zentralbankpersonals sollte die Ausbildung von Personal vor allem bei der Über-

wachung der Einhaltung von Kapitalmarktregulierungen und der Finanzpolitik gefördert werden.

Grundsätzlich folgt aus einem solchen Maßnahmenkatalog, daß externe Hilfen nur für einen begrenzten Kreis von Empfängern erfolgversprechend sind, deren Transformationsprozeß ins Stocken geraten ist. Für die lateinamerikanischen, europäischen und asiatischen Schwellen- und Entwicklungsländer im allgemeinen besteht aber weitgehend kein Bedarf an technischer oder materieller Unterstützung, die direkt die Wechselkurspolitik betrifft.

V. Zusammenfassung

1. Das makroökonomische Zielsystem: Welche Ziele sollte die Wechselkurspolitik verfolgen?

Die Bestimmung des Zielsystems für die monetäre Wirtschaftspolitik ist durchaus nicht trivial. Zwar ist weitgehend unbestritten, daß Inflation schädlich für die wirtschaftliche Entwicklung ist und daß deshalb die monetäre Wirtschaftspolitik möglichst Preisniveaustabilität anstreben sollte. Allerdings führen vor allem die unvorhergesehenen Schwankungen der Inflationsrate und nicht in erster Linie deren Höhe zu realwirtschaftlichen Störungen, da sie Preissignale erheblich verzerren. Dies bedeutet zwar nicht, daß hohe Inflationsraten nicht bekämpft werden sollten. Um die realwirtschaftlichen Allokationsprozesse möglichst nicht zu stören, sollte es aber das Ziel der Geld- und Wechselkurspolitik sein, die *Inflationsrate nur auf das niedrigste Niveau* zu drücken, auf dem sie auch stabilisiert werden kann, *nicht aber, ein ambitiöses Inflationsziel* anzustreben, das später im Zusammenspiel mit anderen Entwicklungen, wie einer fehlbewerteten Währung und hoher Arbeitslosigkeit, nicht gehalten werden kann.

Wie eine glaubwürdige Geld- und Wechselkurspolitik auszusehen hat, die in der Lage ist, Inflationsprobleme zu lösen, ist höchst umstritten. Als möglicher Ausweg aus dem Dilemma ist seit Ende der achtziger Jahre zunehmend angeregt worden, den Wechselkurs zu fixieren und als nominalen Anker einzusetzen, um den Geldwert zu stabilisieren. Ein fester Wechselkurs zu einer stabilen Ankerwährung erhöhe die Glaubwürdigkeit eines Stabilisierungsprogramms dadurch, daß die heimische Regierung mit geringer stabilitätspolitischer Reputation auf jegliche geldpolitische Autonomie verzichtet. Durch die automatische Anpassung der heimischen Liquidität an Veränderungen der Netto-Reserveposition werde die heimische Geldpolitik letztlich von der Geldpolitik der Zentralbank der Ankerwährung bestimmt. Damit werde deren stabilitätspolitische Reputation importiert und die heimische Inflationsrate auf das Niveau der Ankerwährung gesenkt. Werden Zweifel an der stabilitätspolitischen Zielsetzung — so die Argumentation weiter — ausgeräumt, so entfielen auch Stabilisierungskosten durch eine wesentlich schnellere Anpassung der Entwicklung der Marktpreise an die angestrebte Inflationsrate.

Werden das möglichst rasche Erreichen des Stabilitätsziels und die Glaubwürdigkeit der monetären Wirtschaftspolitik zu den alleinigen Kriterien der Entscheidung über ein Geld- und Wechselkurssystem erhoben, so wird vernachlässigt, daß eine solche Stabilisierungspolitik die Gefahr in sich birgt, daß der reale Wech-

solkurs aufwertet, weil die Preise der handelbaren Güter relativ zu den Preisen der nichthandelbaren Güter (vor allem Löhne) sehr stark sinken. Dies war letztlich der Ausgangspunkt dramatischer Fehlschläge von Wechselkursstabilisierungen in Entwicklungsländern, da die Aufwertung des realen Wechselkurses keine realwirtschaftliche Grundlage hatte und der reale Wechselkurs somit überbewertet war. Von einer Überbewertung gehen aber erhebliche Störungen des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts und damit des Wachstumsprozesses aus. Daher sollte bei der Bestimmung des makroökonomischen Zielsystems die *Beibehaltung eines gleichgewichtigen realen Wechselkurses* mindestens der Inflationsbekämpfung gleichgestellt werden.

2. *Die Konsistenz der Wechselkurspolitik: Wie gut können die makroökonomischen Ziele bei festen bzw. flexiblen Wechselkursen erreicht werden?*

Bei festen Wechselkursen kommt es zu einer realen Aufwertung, wenn die heimische Inflationsrate nicht auf das Niveau der Ankerwährung absinkt. Dies hat eine Vergrößerung des Handelsbilanzdefizits und reale Einkommenseinbußen zur Folge. Dadurch kommt es zu Devisenabflüssen, die bei passiver Geldpolitik zu einer monetären Kontraktion führen. Die dadurch bewirkte Drosselung der inländischen Absorption läßt ein externes Gleichgewicht nur auf Kosten einer Unterauslastung der inländischen Kapazitäten zu. Diese führt dann solange zu einem Sinken der Preise für nichthandelbare Güter, bis das frühere Niveau wiederhergestellt ist. Die Währung wertet also solange real ab, bis die reale Aufwertung rückgängig gemacht und das alte Realeinkommensniveau wieder erreicht wird. Die Anpassungsphase wird erleichtert, wenn ein Strukturwandel im Angebot zugunsten der Produktion handelbarer Güter stattfindet.

Bei frei flexiblen Wechselkursen kommt es dagegen selbst kurzfristig nicht zu einer realen Aufwertung. Soweit die inländische Inflation etwa aufgrund zu schwacher Kreditrestriktionen weiter anhält, wird der Druck auf den realen Wechselkurs nämlich durch eine sofortige nominale Abwertung abgefangen. Bei schneller Preisreaktion führt eine monetäre Kontraktion unmittelbar zur gewünschten Senkung der Inflationsrate, ohne daß Absorption oder realer Wechselkurs berührt werden. Dagegen führt die monetäre Kontraktion bei langsamer Preisanpassung zu einer Verringerung der Absorption beim bisherigen realen Wechselkurs und damit zu einer Verbesserung der Handelsbilanz. Wegen des erhöhten Devisenangebots wertet die Währung real auf, bis das externe Gleichgewicht wiederhergestellt ist. Die weitere Anpassung erfolgt wie bei festem Wechselkurs: reale Abwertung durch Preissenkung für nichthandelbare Güter bei gleichzeitig wieder steigender Absorption.

Auch die Wirkungsweise einer Anpassung des realen Wechselkurses bei festem nominalen Wechselkurs als Reaktion auf interne oder externe reale Schocks

läßt sich in diesem Modellrahmen darstellen. Zum Beispiel führt ein negativer realer Schock in Form einer Verringerung der Kapitalzuflüsse zunächst zu einem nicht mehr finanzierbaren Handelsbilanzdefizit bei realer Überbewertung und einem Nachfrageüberhang bezüglich nichthandelbarer Güter. Die reale Anpassung erfordert also auch in diesem Fall eine Drosselung der Absorption und eine Anpassung der relativen Preise. Allerdings läßt sich zeigen, daß die dazu notwendige monetäre Kontraktion im Falle fester Wechselkurse stärker ausfallen muß als im Falle frei flexibler oder anpassungsfähiger Wechselkurse.

Diese Beschreibung der Anpassungsprozesse hat gezeigt, daß vor allem die Anpassungen nach Beginn einer Stabilisierung (unabhängig von Wechselkursregime) und bei einem negativen realen Schock (bei festem Wechselkurs) Probleme verursachen, da sie eine monetäre Kontraktion bzw. Preis- und Angebotsflexibilität erfordern. Zwei Voraussetzungen sind hierfür entscheidend: eine ausreichende monetäre Kontraktion und die möglichst rasche Preis- und Angebotsanpassung im privaten Sektor. Die erste Voraussetzung kann verfehlt werden, wenn die Haushaltspolitik und die Entwicklung der nationalen Devisenreserven einer monetären Kontraktion entgegenstehen. Die zweite Voraussetzung kann unerfüllt bleiben, wenn entweder die Liberalisierung der Güter- oder der Faktormärkte noch nicht weit genug fortgeschritten ist. Der *Erfolg* von Stabilisierungs- und Anpassungspolitiken wird deshalb wesentlich *von flankierenden Konsolidierungs- und Liberalisierungsbemühungen bestimmt*.

3. Die Glaubwürdigkeit der Wechselkurspolitik: Welche alternativen Regime stehen für die Gestaltung der Wechselkurspolitik zur Verfügung?

Eine Extremlösung stellt das sogenannte *Currency Board*, eine moderne Version des Goldstandards, dar. Dabei wird nationale Währung nur im Austausch gegen eine ausländische Währung zu einem festen Wechselkurs emittiert und volle Konvertibilität der Geldbasis gewährleistet. Da die heimische Geldbasis vollständig durch Währungsreserven abgedeckt ist, kann auch jede Nachfrage nach Devisen zu diesem Wechselkurs befriedigt werden. Die Entwicklung der gesamten Geldbasis einschließlich nicht umgetauschter Devisen hängt also von der Entwicklung der Zahlungsbilanz ab, d.h. von den Netto-Zuflüssen an Währungsreserven. Ausgeschlossen wird durch eine solche Konstruktion zunächst nur eine autonome Zentralbankgeldschöpfung. Eine Steuerung der Geld- und Kredit-schöpfung der Geschäftsbanken ist weiterhin möglich. Sofern Glaubwürdigkeitsprobleme aus einer Unsicherheit über die Geldpolitik resultieren, können diese in dem Maße gemindert werden, wie Klarheit darüber besteht, daß das *Currency Board* nur unter erheblichen Kosten wieder abgeschafft werden kann. Resultieren die Glaubwürdigkeitsprobleme jedoch aus einer inkonsistenten Politik, so steigt die Gefahr von makroökonomischen Ungleichgewichten. Damit dürfte die Glaub-

würdigkeit eher sinken. Sie kann also nicht automatisch durch das Currency Board von der stabilen Ankerwährung importiert werden.

Ein *frei flexibler Wechselkurs* stellt die andere Extremlösung dar. In einem solchen System enthält sich die Regierung jeder direkten Einflußnahme auf die Wechselkursbildung; insbesondere gibt es keinerlei Kapitalverkehrsbeschränkungen, und es finden (außer zu Transaktionszwecken) keine staatlichen Devisenkäufe bzw. -verkäufe statt. Der Wechselkurs bildet sich somit frei durch privates Angebot und private Nachfrage am Devisenmarkt. Dadurch ist die Regierung umgekehrt frei in der Ausgestaltung ihrer Geldpolitik, vor allem zur Beeinflussung der inländischen Inflationsrate. Die beim Currency Board diskutierten Glaubwürdigkeitseffekte gelten also mit umgekehrten Vorzeichen.

Eine erste Zwischenlösung stellt das *nominale Zielzonen-Konzept* dar. Dabei wird eine zentrale Parität und ein Bereich zulässiger Schwankungen für den nominalen Wechselkurs festgelegt, und die Regierung verpflichtet sich zu (theoretisch unbegrenzten) Interventionen, wenn der Wechselkurs die Grenzen des Bereichs erreicht. In der Realität lassen sich neben mehr oder weniger großen Bandbreiten verschiedene Varianten finden: feste Parität, in Spannungsfällen anpassungsfähige Parität (Beispiel: EWS) oder planmäßig angepaßte Parität (Beispiel: „aktiver Crawling Peg“ mit Hilfe einer nominalen Abwertungsrate, die geringer ist als die Inflationsdifferenz zur Ankerwährung). Grundsätzlich stellt sich bei jeder dieser Varianten die Frage nach der Glaubwürdigkeit und damit der Stabilität der Zielzone. Bei engen Bandbreiten wird, wie beim Currency Board, die Höhe der nationalen Devisenreserven zum entscheidenden Faktor für die Glaubwürdigkeit der Parität. Bei zu weiten Bandbreiten ist dagegen zu erwarten, daß Erwartungen wie bei frei flexiblen Wechselkursen durch die Zielzone kaum noch stabilisiert werden können. Es ist also fraglich, ob ein nominales Zielzonen-Konzept überhaupt Vorteile gegenüber einem Currency Board aufweist.

Analog wird eine zweite Zwischenlösung als *reales Zielzonen-Konzept* bezeichnet. Dabei werden die zentrale Parität und der Schwankungsbereich jetzt für den realen Wechselkurs festgelegt. Häufig wird in Entwicklungs- und Transformationsländern die Variante des „passiven Crawling Peg“ angewandt, also die regelmäßige nachträgliche Anpassung der nominalen Wechselkurse an die beobachtete Inflationsdifferenz zwischen In- und Ausland. Dabei kann auch das Ziel einer festen realen Auf- oder Abwertungsrate dadurch angestrebt werden, daß der nominale Wechselkurs stärker auf- bzw. abgewertet wird, als es der Inflationsdifferenz entspricht. Gegenüber dem nominalen Zielzonen-Konzept hat diese Lösung den Vorteil, daß ein realwirtschaftlicher Indikator zur Stabilisierung der Erwartungen eingesetzt wird. Die Glaubwürdigkeit einer solchen Lösung ist also von vornherein höher, da auf unerwartete Inflationsschübe oder negative externe Schocks mit einer nominalen Abwertung reagiert werden kann, ohne die Zielzone dabei aufzugeben. Außerdem besteht das Informationsproblem bei der Auswahl

der zentralen Parität nur in eingeschränktem Maße, da eine Anpassung des realen Wechselkurses — z.B. eine reale Abwertung durch eine restriktive Geldpolitik und dadurch niedrigere Inflationsraten als im Ankerwährungsland — grundsätzlich möglich ist. Dafür entfällt jedoch die bindende Wirkung für die Geldpolitik.

Als dritte Zwischenlösung, die den frei flexiblen Wechselkursen am nächsten kommt, gibt es schließlich noch die Variante *diskretionärer Wechselkurspolitik*, bei der keine bindende Festlegung auf ein Wechselkursregime erfolgt („dirty floating“). Dabei greift die Zentralbank unregelmäßig und ohne erkennbare Regel in den Devisenmarkt ein. Im Unterschied zu den beiden Zielzonen-Konzepten geht die Zentralbank keinerlei Interventionsverpflichtungen ein; dafür versucht sie auch von vornherein nicht, die Erwartungen der privaten Akteure bezüglich der zukünftigen (nominalen bzw. realen) Wechselkursentwicklung zu stabilisieren. Dies schließt nicht aus, daß die Zentralbank de facto eine Politik der Wechselkursstabilisierung verfolgt. Auf diese Weise behält die Zentralbank zwar weitgehend ihre geldpolitische Autonomie, allerdings kann sie dann die Glaubwürdigkeit ihrer Geldpolitik auch nicht durch die Selbstbindung an eine Wechselkursregel erhöhen.

4. Die Wechselkurspolitik in Lateinamerika: Funktionieren Extrem Lösungen besser als Zwischenlösungen?

Wie Argentinien und Chile Anfang der achtziger Jahre, so ist auch Mexiko 1994 mit dem Versuch, eine nominale Zielzone für den Wechselkurs zum US-Dollar durchzuhalten, dramatisch gescheitert. Sowohl bei dem aktiven Crawling-Peg in Argentinien und Mexiko als auch bei der Wechselkursfixierung in Chile zeigte sich das typische Muster einer Wechselkursstabilisierung: Die Inflationsrate wurde gedämpft, bei weiter bestehender Inflationsdifferenz zur Ankerwährung erfolgte aber eine reale Aufwertung. Spätestens mit Ausbruch der Schuldenkrise und dem Ausbleiben frischen Kapitals waren die externen Ungleichgewichte und die reale Überbewertung offensichtlich, mit der Folge, daß die Länder eine schwere Währungskrise erlebten. Dabei hatte Chile im Gegensatz zu Argentinien den Staatshaushalt durch eine Steuerreform und die Privatisierung der staatseigenen Unternehmen dauerhaft konsolidiert und den Außenhandel vollständig liberalisiert. Daß die nominale Wechselkursfixierung in Chile trotz dieser radikalen Reformen nicht durchzuhalten war, gibt einen ersten Hinweis auf das systemimmanente Risiko dieser Variante einer Wechselkursstabilisierung.

Dieses Risiko offenbarte sich auch im Falle des argentinischen Currency Boards. In Folge der mexikanischen Peso-Krise erlebte auch Argentinien das Versiegen der Kapitalzuflüsse und eine schwere Rezession. Allerdings konnte sowohl die Wechselkursfixierung beibehalten als auch der Erfolg bei der Inflationsbekämpfung gefestigt werden. Zumindest im Vergleich zu Mexiko hat Argenti-

nien die Krise erheblich besser verkräftet. Diese Erfahrungen sprechen eindeutig für die Extremlösung Currency Board — vorausgesetzt, das Stabilitätsziel genießt bei der Gestaltung der Wirtschaftspolitik oberste Priorität. Für Argentinien war die Implementierung eines Currency Boards bei voller Konvertibilität und maximalem Währungswettbewerb mit der Ankerwährung wahrscheinlich der einzige Weg, die Glaubwürdigkeit der monetären Wirtschaftspolitik wieder herzustellen. Zu betonen ist jedoch, daß die Glaubwürdigkeit weder durch das Wechselkursregime allein geschaffen noch importiert wurde. Sie resultierte vielmehr aus dem Paket flankierender Reformen wie der Privatisierung staatseigener Betriebe und der Öffnung bzw. Deregulierung der Wirtschaft sowie aus der Tatsache, daß die Strategie auch unter Druck beibehalten wurde.

Schon bei einem Erreichen einer moderaten Inflationsrate ändert sich jedoch die Entscheidungsgrundlage für die Wahl der wirtschaftspolitischen Priorität: Dem hohen Risiko einer Überbewertung bei Wechselkursfixierung steht dann der vergleichsweise geringe Nutzen einer weiteren Stabilisierung des Preisniveaus gegenüber. Vor einem solchen Hintergrund zeigten sich die Vorteile der Wechselkurspolitik *Chiles*. Der passive Crawling Peg mit Bandbreiten, diskretionären Anpassungen der zentralen Parität und Devisenmarktinterventionen erlaubte sowohl eine Anpassung des realen Wechselkurses als auch den Einsatz der Geldpolitik zur mittelfristigen Stabilisierung des Preisniveaus. Allerdings setzte dies eine hinreichende Glaubwürdigkeit und Reputation der Zentralbank voraus. Entscheidend für erfolgreiche Devisenmarktinterventionen waren dabei eine dauerhafte Konsolidierung der Staatsfinanzen und der Aufbau eines absorptionsfähigen Kapitalmarktes.

Das Beispiel *Mexikos* zeigt, daß gegenüber diesen beiden Extremlösungen bei einem aktiven Crawling Peg die Gefahr besteht, daß die Nachteile beider extremer Strategien voll zum Tragen kommen: Die Inflationserwartungen werden nicht ausreichend gebrochen, und die Anpassungsflexibilität wird nicht ausreichend gewährleistet. Zusätzlich beging Mexiko schwere wirtschaftspolitische Fehler. So wurde das Ziel der Senkung der Inflationsrate auf ein einstelliges Niveau auch dann noch mit Priorität verfolgt, als das externe Gleichgewicht bereits gefährdet und die Inflation auf ein moderates Niveau gesunken war. Außerdem wurden Spielräume der Geld- und Lohnpolitik zur Dämpfung des Preisanstiegs nicht genutzt und die Bandbreiten bei steigenden Kapitalzuflüssen noch verengt.

Aus den hier betrachteten Erfahrungen lateinamerikanischer Länder lassen sich somit folgende Empfehlungen für die Gestaltung der Wechselkurspolitik ableiten: Die Implementierung eines Currency Boards bei einem Einsatz der Wechselkurspolitik zur *kurzfristigen* Stabilisierung des Preisniveaus und eine an einem passiven Crawling Peg orientierte Wechselkurspolitik zur *mittelfristigen* Absicherung einer gleichzeitigen Dämpfung der Inflationsrate und Anpassung des realen Wechselkurses.

5. Die Wechselkurspolitik in Europa: Besonderheiten der Wechselkursstabilisierung im Integrations- und Transformationsprozeß?

Auch für die süd-, mittel- und osteuropäischen Staaten, die gegenüber den westeuropäischen Kernländern ein geringeres Einkommensniveau aufweisen, spielt die Wechselkursstabilisierung bei der Gestaltung ihrer Wirtschaftspolitiken eine wichtige Rolle. Im Vergleich zur recht homogenen lateinamerikanischen Ländergruppe handelt es sich hierbei um eine Gruppe mit sehr heterogenen Rahmenbedingungen für die Wechselkurspolitik. Eine Auswertung der europäischen Erfahrung kann somit Aufschluß darüber geben, ob die Skepsis gegenüber dem Konzept eines festen Wechselkurses als nominalem Anker auch für Länder mit unterschiedlichem Einkommensniveau und unterschiedlich weit entwickelten marktwirtschaftlichen Institutionen berechtigt ist.

Tatsächlich zeigt sich für *Spanien*, daß die Teilnahme am EWS mit engen Bandbreiten die Inflationsbekämpfung eher behindert und lediglich einen temporären Wachstumsschub ausgelöst hat. Aus dem spanischen Beispiel ergeben sich zwei grundsätzliche Lehren. Zum einen nimmt das Risiko einer Wechselkursstabilisierung in dem Maße zu, wie der Staatshaushalt ein hohes Defizit aufweist, die Reallöhne nicht flexibel sind und der Kapitalmarkt einen Umstrukturierungsprozeß nicht steuern kann. Entscheidend ist vor allem die Reformbereitschaft bei der Finanzpolitik. Zum anderen war die spanische Stabilisierungspolitik bei flexiblem Wechselkurs zu Beginn der achtziger Jahre nur deshalb nicht eindeutig erfolgreich, weil sie zu steigenden Budgetdefiziten und steigender Arbeitslosigkeit führte. Bei erfolgreichen finanz-, arbeitsmarkt- und kapitalmarktpolitischen Reformen wären also nicht nur die Durchhaltbarkeit des festen Wechselkurses, sondern auch die Erfolgsbedingungen einer geldpolitischen Stabilisierungsstrategie bei flexiblem Wechselkurs verbessert worden. Die angesprochenen Reformen sind also in jedem Fall notwendig, um Preisstabilität und wirtschaftliches Wachstum zu sichern.

Unterschiede bei diesen Reformen können auch erklären, warum *Polen* und die *Tschechische Republik* nach zunächst ähnlichen Wechselkurspolitiken (feste Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar bzw. einem Währungskorb) sehr unterschiedliche Wechselkurspolitiken betrieben haben. Hierbei ist festzuhalten, daß beide Länder gemessen an ihrer Reformkapazität das adäquate Wechselkursregime gewählt haben. Im Falle Polens erlaubte der aktive Crawling Peg eine eindeutige Priorität der realwirtschaftlichen Anpassung und eine Anpassung an die jeweils erzielten Reformfolge. Im Falle der Tschechischen Republik bestand aufgrund der erzielten Reformfortschritte kein Widerspruch zwischen Stabilisierung und realwirtschaftlicher Anpassung. Die Erfahrungen beider Länder belegen also, daß ein Wechselkursanker allein zwar kein radikales Reformprogramm er-

zwingen kann, daß aber durch einen derartigen Anker ein vorhandenes Reformpotential freigesetzt werden kann.

Die Betrachtung der Nachfolgestaaten der Sowjetunion — *Estland, Rußland* und *Ukraine* — hat verdeutlicht, daß ein Wechselkurskonzept wie das Currency Board nicht auf alle Transformationsländer übertragbar ist. Hierzu sind die Reformrückstände insbesondere bei der Konsolidierung des Staatshaushalts noch zu groß (Ukraine) oder Reformfortschritte zu wenig gesichert (Rußland). Die ersten Stabilisierungserfolge in Rußland und in der Ukraine haben jedoch gezeigt, daß auch eine geldpolitische Stabilisierungsstrategie sehr wohl zu einem schnellen Stabilisierungserfolg führen kann. In der Ukraine hat dies letztendlich die Währungsreform vom September 1996 ermöglicht. Bei sehr niedrigen Inflationsraten wird nun auch der Wechselkurs automatisch stabilisiert. Vor einer bindenden Festlegung auf ein System fester Wechselkurse muß jedoch dringend gewarnt werden. So ist auch die Absicht Rußlands positiv zu bewerten, einen passiven Crawling Peg zu befolgen und auf eine Wechselkursstabilisierung im engeren Sinne zu verzichten.

Bestätigt wurde auch hier das grundsätzliche systemimmanente Risiko fester Wechselkurse, vor dem Hintergrund signifikanter Inflationsdifferenzen zur Ankerwährung eine reale Überbewertung zu provozieren. Bestätigt wurde schließlich die Bedeutung komplementärer Reformen wie eine dauerhafte Konsolidierung der Staatsfinanzen und eine Liberalisierung von Güter- und Faktormärkten für einen Wachstums- und Stabilisierungserfolg. Bei einer Fixierung des Wechselkurses — und dies ist der wesentliche Unterschied zu flexiblen Wechselkursen — müssen die angesprochenen Reformen innerhalb einer kurzen Frist greifen, um aus einer realen Aufwertung keine Überbewertung werden zu lassen.

6. Die Wechselkurspolitik in Asien: Zielkonflikte zwischen Stabilität und Wirtschaftswachstum?

Die Entwicklungs- und Schwellenländer Ost- und Südostasiens sind wie die zuvor betrachteten europäischen Länder sehr heterogen in Hinblick auf das Einkommensniveau, weisen jedoch starke Gemeinsamkeiten bezüglich der Rahmenbedingungen für die Wechselkurspolitik auf, die sie von den Ländern der anderen Gruppen unterscheiden. Dies drückt sich in einer relativ starken Stabilitätsorientierung der Wirtschaftspolitik, hohen inländischen Sparquoten und anhaltend hohen Produktivitätszuwächsen im Verarbeitenden Gewerbe aus. Daher wurde die Wechselkurspolitik weniger durch stabilitätspolitische als vielmehr durch wachstumspolitische Überlegungen bestimmt.

Hongkong ist das einzige der betrachteten asiatischen Länder, das eine strikte Bindung seiner Wechselkurs- und damit auch seiner Geldpolitik eingegangen ist, indem es seit 1983 den Hongkong-Dollar durch ein Currency Board fest an den

US-Dollar gebunden hat. Im Gegensatz zum noch nicht lange bestehenden Currency Board in Argentinien, das zunächst vor allem dem Ziel diente, eine Hyperinflation zu dämpfen, kann anhand des Currency Boards in Hongkong beobachtet werden, wie das System mittel- bis langfristig unter relativ stabilen monetären Bedingungen funktioniert. Wie zu erwarten, spiegeln sich Phasen realer Auf- bzw. Abwertung in einer schwankenden Inflationsrate wider, und die seit 1989 einsetzenden Devisenzuflüsse haben eine reale Aufwertung bewirkt. Diese ist jedoch nicht wie bei den Wechselkursstabilisierungen in Lateinamerika und Europa die Folge einer zu langsamen Anpassung der Preise, sondern wurde durch einen langfristigen Trend starker Produktivitätszuwächse und sektoralen Strukturwandels gestützt. Dies kann als Beleg dafür gelten, daß eine reale Aufwertung per se dann nicht negativ zu beurteilen ist, wenn sie entweder durch einen Wachstumsprozeß ausgelöst oder durch einen nachfolgenden Wachstumsprozeß gestützt wird.

Im Gegensatz zu Hongkong haben *Taiwan* und *Malaysia* ihre Bindung an den US-Dollar bzw. an den Singapur-Dollar während der achtziger Jahre aufgegeben. Die Gründe für die Aufgabe des festen Wechselkurses lagen im Falle Taiwans darin begründet, daß, wie für Hongkong, ein langfristiger gleichgewichtiger realer Aufwertungs-trend zu verzeichnen war und erwartet wurde, daß die Liberalisierung des Kapitalmarktes bei flexiblen Wechselkursen weniger spekulatives Kapital anlocken und damit nicht eine weitere (ungleichgewichtige) reale Aufwertung provozieren würde. Im Gegensatz zu Taiwan wurde die Wechselkursfixierung in Malaysia aufgegeben, um einem Druck in Richtung realer Abwertung nachzukommen. Dieser wurde durch die zuvor erfolgte expansive Fiskalpolitik hervorgerufen, die zwar keine Stabilitätsprobleme mit sich brachte, jedoch zu erheblichen externen Ungleichgewichten führte. Gemildert wurde dieser Anpassungsprozeß jedoch erheblich durch den wie in den anderen asiatischen Ländern beobachteten realen Aufwertungs-trend aufgrund starker Produktivitätszuwächse.

Vietnam ist ein Beispiel für einen Schock-Ansatz wechselkurspolitischer Stabilisierung mit anschließender Absicherung durch einen passiven Crawling Peg. Die Inflationsrate wurde dabei zunächst ohne größere Anpassungskosten auf ein mittleres Niveau gesenkt. Mit zunehmender Stabilitätsorientierung der Geldpolitik wurde sie dann über mehrere Jahre auf ein einstelliges Niveau verringert. Der Fall Vietnams ist aus zwei Gründen von besonderem Interesse. Erstens zeigt sich für die asiatische Variante der Wechselkursstabilisierung, daß es zu einer unmittelbaren Anpassung der Inflationsrate an die Abwertungsrate kam; die für lateinamerikanische und europäische Länder typische reale Aufwertung zu Beginn der Wechselkursstabilisierung entfiel damit. Zweitens zeigt der erfolgreiche Wechsel zur geldpolitischen Stabilisierung die Effektivität dieser Strategie auch bei der kurzfristigen Inflationsbekämpfung. Dies war schon bei der Analyse Rußlands und der Ukraine deutlich geworden.

Allgemein können zwei grundsätzliche Eigenheiten der asiatischen Wechselkurspolitiken festgehalten werden. Zunächst haben viele Länder durch die Koppelung an den US-Dollar in den achtziger Jahren eine deutliche Unterbewertung erreicht, die ihren Exporteuren Wettbewerbsvorteile gegenüber Anbietern aus Japan und Europa verschafft haben. Allerdings wurde diese Unterbewertung schnell wieder abgebaut, so daß sich die langfristige reale Aufwertung letztlich wieder durchsetzen konnte. Außerdem haben die asiatischen Untersuchungsländer — mit Ausnahme Hongkongs — sehr stark in die Devisenmärkte interveniert und Liquiditätszuflüsse in erheblichem Maße sterilisiert. Dabei konnten sie im Gegensatz zu den lateinamerikanischen und europäischen Untersuchungsländern quasistaatliche Haushalte in ihre Sterilisierungsstrategien einbeziehen.

7. Die allgemeinen Ergebnisse: Welche Faktoren bestimmen die Wahl eines Wechselkursregimes?

Die Analyse erfolgreicher Wechselkursstabilisierungen in Lateinamerika, Europa und Asien hat grundsätzlich gezeigt, daß die optimale Wahl eines Wechselkursregimes bzw. die wirtschaftlichen Ergebnisse einer solchen Wahl von drei Faktoren bestimmt werden. Hier ist zunächst die *unterschiedliche Ausgangslage* zu erwähnen. Länder, die vor dem Problem standen, eine Hyperinflation zu stoppen oder eine sehr hohe Inflationsrate zu stabilisieren, legen dementsprechend weniger Gewicht auf die Aufrechterhaltung des realwirtschaftlichen Gleichgewichts — das ohnehin gestört ist — als auf die möglichst rasche Stabilisierung des Preisniveaus. In diesen Ländern besteht daher die Tendenz, den Wechselkurs möglichst zu fixieren, um einen raschen Stabilisierungserfolg zu erzielen. Kann diese Wahl des makroökonomischen Zielsystems bei der gegebenen Ausgangslage durchaus optimal sein, so ändert sich die Entscheidungsgrundlage dramatisch mit zunehmendem realen Aufwertungsprozeß und dem Erreichen moderater Inflationsraten. Bei einer weiteren mit den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen schwer in Einklang zu bringenden Stabilisierung des Preisniveaus („um jeden Preis“) mit Hilfe eines stabilen Wechselkurses stehen dann oft einem relativ geringen Nutzen hohe realwirtschaftliche Kosten gegenüber.

Als ein weiterer wichtiger Gesichtspunkt bei der Wahl der Stabilisierungsstrategie haben sich die beiden makroökonomischen *Restriktionen Staatshaushalt und Devisenbilanz* sowie die *Reformbereitschaft bei der Liberalisierung der Güter- und Faktormärkte* erwiesen. Die bindende Wirkung makroökonomischer Restriktionen und die Reformbereitschaft sind dabei eng verbunden. Auch bei einer ungünstigen Ausgangslage ist es vielen Ländern gelungen, durch radikale Reformen die Restriktionen zu lockern, die den Einsatz der wirtschaftspolitischen Instrumente binden.

Schließlich ist als dritter Gesichtspunkt deutlich geworden, daß das *Ausmaß der Kontrolle über die Geldmengenaggregate* eine entscheidende Rolle spielt bei der Festlegung einer glaubwürdigen Geld- und Wechselkursstrategie. Hierbei spielen nicht nur die Ausgangslage, die mehr oder weniger bindende Wirkung makroökonomischer Restriktionen sowie die Reformbereitschaft eine Rolle, sondern in erheblichem Maße die von den Privaten in der Vergangenheit gemachten Erfahrungen mit der Wirtschaftspolitik der Regierung. Die Freiheitsgrade bei der Gestaltung der monetären Wirtschaftspolitik nehmen in dem Maße zu, wie die Behörden in der Vergangenheit auch in einer Krisensituation an einer aufgestellten Regel festgehalten haben. Sie nehmen auch in dem Maße zu, wie die Behörden über einen längeren Zeitraum eine Politik solider Staatsfinanzen und marktwirtschaftlichen Wettbewerbs auf Güter- und Faktormärkten durchgehalten und so nicht nur ihre wirtschaftspolitische Reputation gestärkt haben, sondern auch die Märkte soweit entwickelt haben, daß die wirtschaftspolitischen Instrumente ohne große Verzerrungen eingesetzt werden können. Letztlich ist keine noch so strikte institutionelle Bindung so förderlich für die Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik wie eine erfolgreiche Politik in der Vergangenheit.

8. Die ländergruppenspezifischen Ergebnisse: Welche Unterschiede lassen sich feststellen?

Rekapituliert man auf der Basis der allgemeinen Ergebnisse noch einmal die Länderanalysen, so lassen sich tatsächlich grundsätzliche Unterschiede sowohl zwischen den Ländergruppen als auch innerhalb dieser Gruppen feststellen. Dies verdeutlicht Tabelle 18, die einen Überblick über die betrachteten Wechselkursregime bietet. Hier wird die *Sonderstellung der asiatischen Länder* schon optisch deutlich. In der Regel gelang hier eine de-facto-Stabilisierung der Wechselkurse ohne eine formale Festlegung auf ein bestimmtes Wechselkursregime, das die Flexibilität der Wechselkurse entscheidend beschnitten hätte. Die Ausnahme bildet hier Hongkong, das mit einer extremen Außenorientierung den festen Wechselkurs als die Alternative mit den geringsten realwirtschaftlichen Kosten betrachtet, also den Wechselkurs nicht zur Stabilisierung des Preisniveaus einsetzt. Innerhalb der beiden Kategorien „Currency Board“ und „keine bindende Festlegung“ finden sich neben den asiatischen Ländern aber auch lateinamerikanische und europäische Länder.

Auffällig ist, daß die *lateinamerikanischen und europäischen Länder, die entweder eine strikte oder keine Bindung ihrer Wechselkurspolitik vorgenommen haben, alle zu den radikalen Reformern innerhalb ihrer Gruppe gehören*. So haben Argentinien und Estland gezeigt, daß eine Wechselkursfixierung mit der institutionellen Unterstützung des Currency Boards und radikalen komplementären Reformen auch bei ungünstigsten Ausgangsbedingungen gelingen kann. Trotz

der immer noch bestehenden grundsätzlichen Risiken ist es beiden Ländern gelungen, Hyperinflationen und wirtschaftliches Chaos zu beenden. Bemerkenswert ist dabei vor allem die argentinische Erfahrung. Zum ersten Mal in der jüngeren Geschichte der Entwicklungsländer konnte dieses Land nicht nur die Hyperinflation beenden, sondern auch eine absolute Preisniveaustabilität erreichen, den realen Aufwertungsstrend ohne Aufgabe des Wechselkursregimes umdrehen und den festen Wechselkurs auch angesichts dramatischer Kapitalabflüsse beibehalten.

Am anderen Ende der Skala bestätigen Chile und die Tschechische Republik, daß es auch in Lateinamerika und Europa möglich ist, so etwas wie asiatische Verhältnisse zu schaffen. In beiden Ländern gelang die Stabilisierung des Preisniveaus und des realen Wechselkurses ohne eine strikte Bindung der eigenen Hände. So befolgt Chile zwar einen passiven *Crawling Peg*, der allerdings mit erheblichen Bandbreiten ausgestattet ist und diskretionär gehandhabt wird. Die Tschechische Republik gibt zwar einen festen Wechselkurs und eine feste Bandbreite vor, behält sich aber Änderungen dieser Politik jederzeit vor. Aufgrund der bisher erzielten einstelligen Inflationsraten wird diese Politik in eine de-facto-Stabilisierung der Wechselkurse — ähnlich wie in den asiatischen Staaten — münden.

Die restlichen Formen der Wechselkursstabilisierung zwischen festem Wechselkurs und aktivem Crawling Peg zeigen sich unabhängig von der kontinentalen Zuordnung als recht instabil. Das deutlichste Beispiel dafür ist Mexiko. Hier hat sich grundsätzlich gezeigt, daß Wechselkursregime, die schon vom Konzept her einen Kompromißcharakter haben, schwer durchzuhalten sind. Eine Ausnahme bildet hier lediglich Polen ab 1991. Ähnlich wie beim passiven *Crawling Peg* in Chile bis 1988 ist es durch den aktiven *Crawling Peg* in Polen gelungen, das Wechselkursregime nach einer anfänglichen Fehleinschätzung an das tatsächliche Reformtempo anzupassen.

Es hat sich auch gezeigt, daß die baltischen Staaten und die Visegrád-Staaten gegenüber den Nachfolgestaaten der Sowjetunion einen deutlichen Vorsprung im Transformationsprozeß gewonnen haben, der darauf hinaus läuft, daß der Transformationsprozeß in den erstgenannten Ländern weitgehend abgeschlossen ist, während er z.B. in Rußland und vor allem in der Ukraine noch in vollem Gange ist. Trotz dieser Unterschiede haben grundsätzliche Zusammenhänge zwischen Wechselkurs-, Finanz-, Lohn- und Kapitalmarktpolitiken, die zuvor die Erfahrungen lateinamerikanischer Entwicklungsländer, eines südeuropäischen Industrielandes sowie der mitteleuropäischen Transformationsländer erklären konnten, auch für diese Ländergruppe ihre Relevanz bewiesen. Dies spricht insgesamt für starke Gemeinsamkeiten der lateinamerikanischen und europäischen Länder, bei einer jeweils starken Varianz der Erfahrungen innerhalb dieser Ländergruppen. Die europäischen Transformationsländer können somit aus den Erfahrungen der lateinamerikanischen Entwicklungsländer wertvolle Erkenntnisse für die Gestaltung ihrer monetären Wirtschaftspolitik gewinnen.

9. *Die Erfolgsaussichten einer Wechselkursstabilisierung: Welche komplementären Reformen können sie verbessern?*

Für Länder mit chronischen Inflationsproblemen, die den Wechselkurs zu einer stabilen Ankerwährung oder zu einem Währungskorb festsetzen, um so die Inflationsbekämpfung zu beschleunigen, hat vor allem die Analyse der beiden Currency Boards in Argentinien und Estland gezeigt, daß radikale Reformen notwendig sind, um die Durchhaltbarkeit und Glaubwürdigkeit und damit letztendlich den Erfolg dieser Strategie zu gewährleisten. Grundsätzlich erfordert ein stabiler Wechselkurs, daß die Inflation so schnell wie möglich gegen das Niveau in der Ankerwährung konvergiert, um den Trend der realen Aufwertung zu stoppen. Außerdem ist bei realem Anpassungsbedarf zu gewährleisten, daß sich der reale Wechselkurs auch ohne Veränderungen des nominalen Wechselkurses anpassen kann, um für die notwendige Reallokation von Ressourcen die richtigen Preissignale vorzugeben. Dies kann nur gewährleistet werden, wenn die Geldpolitik de facto unabhängig vom Finanzierungsbedarf des Staatshaushaltes ist. Außerdem müssen die Güter- und Faktorpreise vor allem nach unten flexibel sein, um eine reale Abwertung zu ermöglichen. Zudem muß der Kapitalmarkt in der Lage sein, finanzielle Ressourcen zur Umstrukturierung des Angebots bereitzustellen, um eine Überbewertung der Währung bei einer realen Aufwertung zu vermeiden.

Grundsätzlich sind also zwei Reformbereiche zu identifizieren, in denen Reformdefizite rasch aufzuarbeiten sind. Eine zentrale Rolle kommt einer *Reform der Finanzpolitik* zu. Hier haben die Erfahrungen in Entwicklungsländern eindeutig gezeigt, daß die Sicherung von Staatseinnahmen durch die effiziente Erhebung indirekter Steuern und eine Beschränkung der Staatsausgaben durch eine zügige Privatisierung öffentlicher Unternehmen oberste Priorität genießen sollten. Ein weiteres Mittel, die Staatsausgaben erheblich zu entlasten, ist eine effiziente Gestaltung der sozialen Absicherung. Eine mögliche Maßnahme ist hier die Beschränkung der Transfers bei Arbeitslosigkeit, so daß diese nicht stark vom Existenzminimum abweichen. Außerdem empfiehlt sich ein Einstieg in die Privatisierung der Altersvorsorge. Hierbei nehmen vor allem die lateinamerikanischen Länder eine Vorreiterrolle ein.

Die Reformen der Finanzpolitik spielen deshalb eine zentrale Rolle, weil sie für *Reformen im Bereich der Güter- und Faktormärkte* wesentliche Voraussetzungen schaffen. So ist die Privatisierung öffentlicher Unternehmen und die Abschaffung der Dominanz der Unternehmensbesteuerung als Startpunkt eines verstärkten Wettbewerbs auf den Gütermärkten zu betrachten. Ergänzt werden müssen die Privatisierungsschritte nicht nur durch ein effektives Konkursrecht, sondern vor allem auch durch eine umfassende Handelsliberalisierung. Reformen der Finanzpolitik sind außerdem wichtig für die Entwicklung effizienter Faktormärkte. So wird durch eine Beschränkung der Transfers im Falle der Arbeitslosigkeit sichergestellt, daß Arbeitslose einen Anreiz haben, nach einer neuen Beschäfti-

gung auch außerhalb des angestammten Sektors zu suchen. Eine Mobilisierung des Sparpotentials durch die Privatisierung staatseigener Unternehmen und der Altersvorsorge ist zudem hilfreich für eine zügige Entwicklung des Kapitalmarktes und insbesondere des Bankenmarktes. Ergänzt werden sollten solche Rahmenbedingungen für die Faktormärkte durch eine aktive Arbeitsmarktpolitik und die Konsolidierung der Altschulden der Banken.

10. Die Verringerung von Zielkonflikten: Welche alternativen Strategien stehen zur Verfügung?

Bei der Beschreibung der wesentlichen Reformfelder fällt auf, daß neben den als radikale Reformer angesprochenen Ländern Argentinien und Estland auch Chile, die Tschechische Republik und mit Abstrichen auch die ostasiatischen Schwellen- und Entwicklungsländer als Vorbilder herangezogen werden könnten. Diese Länder haben jedoch wie auch Polen Strategien gewählt, die geeignet waren, Zielkonflikte zu vermeiden bzw. Risiken zu minimieren. Es lassen sich hier im wesentlichen vier Strategien unterscheiden.

Eine Strategie besteht darin, den Wechselkurs nicht vollständig zu fixieren, sondern *begrenzte nominale Wechselkursanpassungen zuzulassen*. Grundsätzlich ist zu erwarten, daß dadurch ein realer Aufwertungsprozeß gedämpft werden kann, indem die nominale Abwertungsrate die Wirkung der weiterhin hohen Inflationsrate auf den realen Wechselkurs kompensieren kann. Wie das Beispiel Mexikos zeigt, besteht bei einer solchen Strategie die Gefahr, daß der Wechselkurs seine Ankerfunktion völlig verliert, ein anfänglicher Erfolg bei der Inflationsbekämpfung lediglich in eine chronische Inflation mündet und eine weitere Stabilisierung des Preisniveaus nicht mehr erfolgt. Allerdings konnte es sich z.B. Chile erlauben, kurzfristige und spekulative Kapitalzuflüsse durch überraschende und sich zum Teil kompensierende Paritätsänderungen abzuschrecken, ohne ausländische Investoren zu verunsichern und damit den Zugang zu langfristigem Kapital aufs Spiel zu setzen. Dies verdeutlicht, daß durch eine Regelbindung selbst noch keine Glaubwürdigkeit geschaffen wird, daß aber bei einer — aufgrund einer guten Wirtschaftspolitik in der Vergangenheit — vorhandenen Glaubwürdigkeit auf eine Regelbindung weitgehend verzichtet werden kann.

Eine Alternative zur Lockerung des Wechselkursankers besteht darin, diesen durch einen *zweiten Anker* zu unterstützen. Hierfür bietet sich die *Lohn- bzw. Einkommenspolitik* an. Würde es etwa gelingen, die Löhne so anzupassen, daß der reale Wechselkurs bei seinem Gleichgewichtswert gehalten wird, so könnten externe und interne Ungleichgewichte und damit erhebliche Kosten der Wechselkursstabilisierung vermieden werden. Wiederum können die mexikanischen Erfahrungen als Beleg für die Risiken dieser Alternative herangezogen werden. Waren die Lohn- und Preisabsprachen im Rahmen der Pacto-Abkommen ur-

sprünglich als die Strategie gefeiert worden, die für Lateinamerika einen Durchbruch bei der Implementierung glaubwürdiger, von allen Bevölkerungsgruppen getragener Reformprogramme bedeutete, so muß im nachhinein festgestellt werden, daß übermäßige Lohnerhöhungen einen durchgreifenden Stabilisierungserfolg verhindert haben. Das Pacto-Instrument hat genau dann versagt, als es zur Dämpfung der realen Aufwertung dringend gebraucht wurde. Dies zeigt, daß ein sozialer Konsens, der die Erfolgsaussichten einer Wechselkursstabilisierung erhöhen könnte, in korporatistisch organisierten Gesellschaften schwer zu organisieren ist und sogar kontraproduktiv sein kann. In dieser Hinsicht empfiehlt es sich für lateinamerikanische und europäische Länder also nicht, bei der Formulierung der Wirtschaftspolitik auf einen umfassenden Konsens zu bauen.

Als weitere Alternative zur Strategie der Lockerung des nominalen Ankers bietet sich die *Sterilisierung von Kapitalzu- oder abflüssen* an. Die Bedingungen für eine solche Politik waren in Lateinamerika tatsächlich andere als in Asien. Während die asiatischen Staaten den Staatshaushalt bzw. quasi-öffentliche Haushalte zu geldpolitischen Zwecken einsetzen konnten, mußten sich die unabhängigen lateinamerikanischen Zentralbanken auf ihre eigenen Instrumente verlassen. Dadurch entstanden für die Zentralbank und damit letztendlich für den Staatshaushalt hohe Kosten, wenn hochverzinsliche Anleihen in heimischer Währung gegen niedriger verzinsliche Anleihen in ausländischer Währung getauscht werden mußten. Hierbei zeigte sich im Falle Chiles der deutliche Vorteil einer Tradition solider Staatsfinanzierung und der Privatisierung der Altersversorgung, die es ermöglichte, einen absorptionsfähigen Kapitalmarkt zu etablieren. Schließlich konnten Staaten, die eine hohe stabilitätspolitische Reputation genossen, auch diskretionär in den Kapitalverkehr eingreifen, um kurzfristige Zuflüsse direkt zu diskriminieren. Wichtig war dabei die Glaubwürdigkeit des gesamten wirtschaftspolitischen Ansatzes, der einen Mißbrauch solcher Politiken nicht befürchten ließ.

Die grundsätzliche Alternative zur Vermeidung von Zielkonflikten ist jedoch die *geldpolitische Stabilisierung*, wie sie von Rußland und Vietnam (bei nunmehr passiver Wechselkursanpassung) und der Ukraine (bei flexiblem Wechselkurs) vorgenommen wurde. Dies geschah notgedrungen. Weder die vorhandenen Devisenreserven, noch der notleidende Staatshaushalt, noch die Flexibilität der Güter- und Faktormärkte hätten es erlaubt, den Wechselkurs glaubwürdig zu fixieren. Wie sich gezeigt hat, ist eine solche Strategie mit einem sehr viel geringeren Risiko verbunden und zeigt sich bei strikter Umsetzung als sehr effektiv. Außerdem ist langfristig sowieso eine flexiblere Lösung von Vorteil, die von einer Konsolidierung der Staatsfinanzen und von einer Liberalisierung der Güter- und Faktormärkte begleitet wird.

11. Die Umsetzung einer auf Stabilität und Wirtschaftswachstum gerichteten Wechselkurspolitik: Wie können und wie sollten Länder unterstützt werden?

Bei einer möglichen Unterstützung durch das Ausland sind monetäre und technische Hilfen zu unterscheiden. Im Rahmen der monetären Hilfe wird dabei immer wieder ein *Stabilisierungsfonds* vorgeschlagen, d.h., eine konditionierte Einräumung präferenztieller Kreditlinien zur Verteidigung eines gegebenen Wechselkursziels. Ziel solcher Stabilisierungsfonds ist es, kurzfristig die Glaubwürdigkeit der inländischen Währungspolitik zu erhöhen und den Reformprozeß durch die Koppelung der Kreditgewährung an die Umsetzung inländischer Reformen zu stimulieren. Eine solche Maßnahme kann notwendig erscheinen, wenn ein Land aufgrund seiner Zahlungsbilanzprobleme keine ausreichenden Währungsreserven zur Verfügung hat, um eine feste Parität seiner Währung zu verteidigen. Allerdings ist gegen solche Stabilisierungsfonds einzuwenden, daß durch die konditionierte Gewährung präferenztieller Kredite der Anreiz zu schmerzhaften eigenen Stabilisierungsanstrengungen indirekt gemindert wird. Schließlich wird eine Politik unterstützt, die, wie in dieser Untersuchung gezeigt, längerfristig erhebliche Risiken birgt, ohne gegenüber einer geldpolitischen Stabilisierung mit flexiblen Wechselkursen eindeutige Vorteile zu bringen.

Sind monetäre Hilfen durchweg kritisch zu beurteilen, so ist die technische Hilfe nur für einen begrenzten Kreis von Empfängern angemessen. Hierbei handelt es sich um die *Unterstützung bei institutionellen Reformen* wie der Ausgestaltung der Geldpolitik, der Finanzmarkt- und Arbeitsmarktregulierungen und der Finanzpolitik. Für die lateinamerikanischen, europäischen und asiatischen Länder im allgemeinen besteht daher weitgehend kein Bedarf an technischer Unterstützung. Dagegen erscheint sie für die Transformationsländer in der ehemaligen Sowjetunion dringend geboten. Insbesondere bei den institutionellen Reformen können die Erfahrungen aus marktwirtschaftlichen Systemen die Transformationskosten erheblich verringern.

Anhang

1. Zwei unterschiedliche Meßkonzepte für den realen Wechselkurs

In der Literatur werden zwei unterschiedliche Konzepte des realen Wechselkurses verwandt (vgl. Maciejewski 1983), was zu unterschiedlichen Trendaussagen führen kann.

Der reale Wechselkurs (im eigentlichen Sinne): $s_r = p_h / p_n$.

Dabei bezeichnet p_h (bzw. p_n) den Preisindex handelbarer Güter (bzw. nicht-handelbarer Güter). Dieser Indikator entspricht dem realen Wechselkurs im „Australischen Modell“, in dem nur die inländische Preisrelation zwischen den zwei Sektoren entscheidend ist. Der Preisindex handelbarer Güter wird gewöhnlich berechnet als Produkt aus dem nominalen Wechselkurs (e) und einem gewichteten Durchschnitt der in ausländischer Währung ausgedrückten Weltmarktpreise für Exportgüter (p_x) und Importgüter (p_m), gegebenenfalls korrigiert um inländische Exportsubventionen (t_x) bzw. Importzölle (t_m). Von möglicher Produktdifferenzierung zwischen Gütern unterschiedlicher Herkunft wird dabei abgesehen. Insgesamt ergibt sich dann die folgende Formel (vgl. Corden 1994):

$$s_r = e \cdot [\alpha \cdot (1 + t_m) \cdot p_m + (1 - \alpha) \cdot (1 + t_x) \cdot p_x] / p_n.$$

Anstelle einer Berechnung mit Hilfe von Weltmarktpreisen könnte auch direkt auf inländische Preise zurückgegriffen werden. Grundsätzlich ändert sich dadurch nichts am theoretischen Konzept; vielmehr hätte eine solche Berechnung sogar den Vorteil, daß neben Zöllen auch alle anderen Formen von Handelshemmnissen berücksichtigt werden. Allerdings läßt sich im Gegensatz zur obigen Formel nicht mehr zwischen dem Einfluß von nominalen Wechselkursänderungen und Veränderungen der Weltmarktpreise unterscheiden.

Der doppelt- deflationierte Wechselkurs: $s_d = e \cdot p^* / p$.

Dabei bezeichnet p (bzw. p^*) einen umfassenden Preisindex des Inlands (bzw. des Auslands). Dieser Indikator entspricht eigentlich einem anderen analytischen Konzept, bei dem die relativen Preise handelbarer Güter aus dem In- und Ausland betrachtet werden, während nichthandelbare Güter ganz vernachlässigt werden. Wegen der besseren Verfügbarkeit der dazu benötigten aggregierten Preisin-

dizes wird der Indikator jedoch häufig auch als Ersatz für das erste Konzept verwendet. Der theoretische Zusammenhang zwischen den beiden Indikatoren läßt sich anhand der folgenden Formel darstellen (vgl. Edwards 1988):

$$\hat{s}_r = \frac{1}{\alpha} \cdot \hat{s}_d - \frac{1}{\alpha} \cdot (\hat{e} + \hat{p}_h^* - \hat{p}_h) + \frac{\beta}{\alpha} \cdot (\hat{p}_h^* - \hat{p}_h^*).$$

Dabei bezeichnet p_h (p_n) den Preisindex handelbarer (bzw. nichthandelbarer) Güter, * die ausländischen Preisindizes und \wedge Veränderungsraten in vH; α (bzw. β) ist das Gewicht nichthandelbarer Güter im inländischen (bzw. ausländischen) Preisindex. Es ergeben sich also systematische Abweichungen zwischen den beiden Konzepten, wenn sich Weltmarktpreise und Inlandspreise der handelbaren Güter unterschiedlich entwickeln (zum Beispiel bei Zolländerungen oder unterschiedlichem Produkt-Mix; zweiter Term) oder wenn sich die relativen Preise für handelbare und nichthandelbare Güter im Ausland verändern (d.h. bei realen Wechselkursänderungen im Ausland; dritter Term). Die Verwendung eines Preisindex mit Gewicht α verringert dagegen nur die Größenordnung im Vergleich zu s_r , ändert aber nicht das Vorzeichen der realen Wechselkursänderung (erster Term).

Anhand realistischer Parameterwerte läßt sich diese Formel vereinfachen. Wenn man annimmt, daß das Gewicht nichthandelbarer Güter in den Lebenshaltungskosten privater Haushalte in allen Ländern etwa 50 vH beträgt und die realen Wechselkurse der Industrieländer um 1 vH jährlich sinken (vgl. De Gregorio et al. 1994), erhält man:

$$\hat{s}_r = 2 \cdot \hat{s}_{d,VP} - 2 \cdot \hat{s}_{d,PH} - 1,$$

wobei der Zusatz *VP* (bzw. *PH*) die Verwendung von Verbraucherpreisen (bzw. von Produzentenpreisen handelbarer Güter) bei der Berechnung des Indikators s_d bezeichnet.

Darüber hinaus sind bei empirischen Studien zwei praktische Probleme zu lösen: die Auswahl geeigneter Preisindizes und die Gewichtung bei der Berechnung effektiver Wechselkurse (vgl. Balassa und Williamson 1990).

Der am häufigsten verwandte Preisindex ist der Verbraucherpreisindex, der den Vorteil hat, daß er für die meisten Länder erhoben wird und aktuell verfügbar ist. Ein Nachteil dieser Vorgehensweise ist, daß in diesem Preisindex Dienstleistungen enthalten sind, auch indirekt in Form von Handelsspannen und Transportkosten. Daher werden gelegentlich Großhandelspreise verwandt, was dem doppelt-deflationierten Wechselkurs (s_d) am nächsten kommt. Großhandelspreise werden jedoch in manchen Ländern (zum Beispiel Hongkong) nicht erhoben. Auch die Verwendung von Außenhandelspreisen ist nicht sinnvoll, da häufig nur Durchschnittswerte („Unit Values“) verfügbar sind, die als nicht besonders ver-

lächlich gelten. Ein weiterer Nachteil ist, daß Verbraucherpreise auch durch indirekte Steuern und Subventionen beeinflußt werden, die jedoch für die Betrachtung der Allokationswirkungen nicht maßgeblich sind. Als möglicher Ausweg aus diesen Problemen könnte man jedoch das Verhältnis von Wertschöpfungsdeflatoren im Agrar- und Industriesektor einerseits und Dienstleistungssektor andererseits berechnen. Dieser Indikator, der dem realen Wechselkurs (s_p) am nächsten kommt, kann für alle Länder berechnet werden, für die eine Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung sowohl in laufenden als auch in konstanten Preisen vorliegt. Die Ergebnisse sollen im folgenden für einige Länder dargestellt und mit den üblichen Indikatoren verglichen werden.

Üblicherweise werden bei der Gewichtung der bilateralen Wechselkurse die Anteile des jeweiligen bilateralen Außenhandels (Exporte und Importe) am gesamten Außenhandel des betrachteten Landes verwendet. Für diese Vorgehensweise spricht, daß die Handelspartner des betrachteten Landes entsprechend ihrer tatsächlichen Bedeutung gewichtet werden. Allerdings geht in eine solche Berechnung nicht ein, wie sich der bilaterale reale Wechselkurs mit potentiellen Wettbewerbern verändert; dazu müßten statt dessen alle Länder entsprechend ihren Weltmarktanteilen berücksichtigt werden. Eine solche Methode ist in dieser Studie zugrunde gelegt worden, wobei der Einfachheit halber der Währungskorb des Sonderziehungsrechts (SZR) verwandt wurde; die Gewichtung der darin enthaltenen Währungen (US-Dollar, Yen, D-Mark, britisches Pfund und französischer Franc) entspricht jedoch näherungsweise dem relativen Weltmarktanteil der fünf Länder. Dies ist aus Tabelle A1 erkennbar:

Tabelle A1 — SZR-Gewichte und Weltmarktanteile 1990

	US-Dollar	D-Mark	Yen	Franz. Franc	Brit. Pfund
SZR-Gewicht seit 1.1.1991 (vH)	40	21	17	11	11
Anteil des Landes an den Weltimporten 1990 (vH)	15,0	10,0	6,8	6,8	6,5
Anteil des Landes an den Weltexporten 1990 (vH)	11,8	12,3	8,6	6,5	5,6

Quelle: IMF *International Financial Statistics* (versch. Ausgaben) und eigene Berechnungen.

Im folgenden werden die Ergebnissen der unterschiedlichen Meßkonzepte für einige ausgewählte Länder präsentiert. Soweit verfügbar wurde auch der effektive reale Wechselkurs des Internationalen Währungsfonds aufgeführt, der mit Hilfe von Verbraucherpreisindizes und aktuellen bilateralen Außenhandelsgewichten berechnet wird.

Tabelle A2 — Veränderung des realen Wechselkurses in Argentinien 1990–1994 (vH)

	1990	1991	1992	1993	1994
s_d mit Großhandelspreisindizes	-26	-6	+1	-3	+2
s_d mit Verbraucherpreisindizes	-46	-25	-11	-8	+0
s_r mit Wertschöpfungsdeflatoren	-30	-19	-9	+2	+2

Quelle: IMF *International Financial Statistics* (versch. Ausgaben), World Bank (1995a) sowie eigene Berechnungen.

Das Beispiel Argentinien zeigt, daß der mit Verbraucherpreisen deflationierte Wechselkurs und der reale Wechselkurs (s_r) in den Jahren mit hohen Veränderungsraten (1990–1992) ziemlich gut übereinstimmen, in den nachfolgenden Jahren jedoch nicht.

Tabelle A3 — Veränderung des realen Wechselkurses in Spanien 1987–1991 (vH)

	1987	1988	1989	1990	1991
s_d mit Großhandelspreisindizes	-4	-3	-3	-9	+2
s_d mit Verbraucherpreisindizes	-6	-4	-5	-11	+0
s_r mit Wertschöpfungsdeflatoren	-3	-2	0	-2	-3

Quelle: IMF *International Financial Statistics* (versch. Ausgaben), World Bank (1995a) sowie eigene Berechnungen.

Am Beispiel Spaniens zeigt sich, daß die Veränderung des realen Wechselkurses (s_r) dann durch s_d überzeichnet wird, wenn die Deflationierung mit Großhandels- bzw. Verbraucherpreisen zu ähnlichen Ergebnissen führt.

Tabelle A4 — Veränderung des realen Wechselkurses in der Tschechischen Republik 1990–1994 (vH)

	1990	1991	1992	1993	1994
s_d mit Großhandelspreisindizes	+23	-2	-6	-11	-3
s_d mit Verbraucherpreisindizes	+19	+8	-8	-14	-6
s_r mit Wertschöpfungsdeflatoren	-9	+0	-22	-9	+3

Quelle: IMF *International Financial Statistics* (versch. Ausgaben), World Bank (1995a) sowie eigene Berechnungen.

Am Beispiel der Tschechischen Republik zeigt sich, daß der mit Verbraucherweisen deflationierte Wechselkurs sogar in die falsche Richtung weisen kann, wenn die Veränderung der Deflationierung mit Großhandelspreisen noch stärker ausfällt (1990).

Tabelle A5 — Veränderung des realen Wechselkurses in Estland 1993–1996 (vH)

	1993	1994	1995	1996
s_d mit Verbraucherpreisen	-45	-30	-26	-16
s_d (Index der Eesti Pank) ^a				
– westliche Handelspartner	-59	-32	-19	-17
– östliche Handelspartner	-32	62	-10	26
s_r (Industriegüterpreise/Dienstleistungspreise) ^a	-20	-32	-15	-10

^aVeränderung Juni–Juni.

Quelle: IMF *International Financial Statistics* (versch. Ausgaben), Eesti Pank *Bulletin* (versch. Ausgaben) sowie eigene Berechnungen.

Das Beispiel Estland zeigt, daß trotz gegenläufiger Entwicklung der im SZR-Korb enthaltenen Währungen der Indikator s_d dem realen Wechselkurs (s_r) sehr nahe kommt.

Tabelle A6 — Veränderung des realen Wechselkurses in Hongkong 1984–1988 (vH)

	1984	1985	1986	1987	1988
s_d mit Verbraucherpreisindizes					
– SZR-Gewichte	-2	-2	12	6	-1
– bilaterale Handelsanteile (exkl. China)	0	-3	12	6	2
– bilaterale Handelsanteile (inkl. China)	-4	-12	-1	-4	5

Quelle: IMF *International Financial Statistics* (versch. Ausgaben), Balassa und Williamson (1990), ADB (1990) sowie eigene Berechnungen.

Die deutlichen Abweichungen der Indikatoren für Hongkong werden in Abschnitt III.3.a erläutert.

Tabelle A7 — Veränderung des realen Wechselkurses in Malaysia 1983–1987 (vH)

	1983	1984	1985	1986	1987
s_d mit Großhandelspreisindizes	-3	-5	+8	+21	+3
s_d mit Verbraucherpreisindizes	-5	-5	+8	+18	+8
Index des IWF	-5	-4	+5	+19	+5

Quelle: IMF *International Financial Statistics* (versch. Ausgaben), World Bank (1995a) sowie eigene Berechnungen.

In Malaysia führen alle drei Indikatoren zu sehr ähnlichen Ergebnissen, was gemäß der Formel im Anhang (S. 138) des auf sehr geringe Veränderungen des realen Wechselkurses (s_r) schließen läßt.

2. Formale Darstellung des „Australischen Modells“

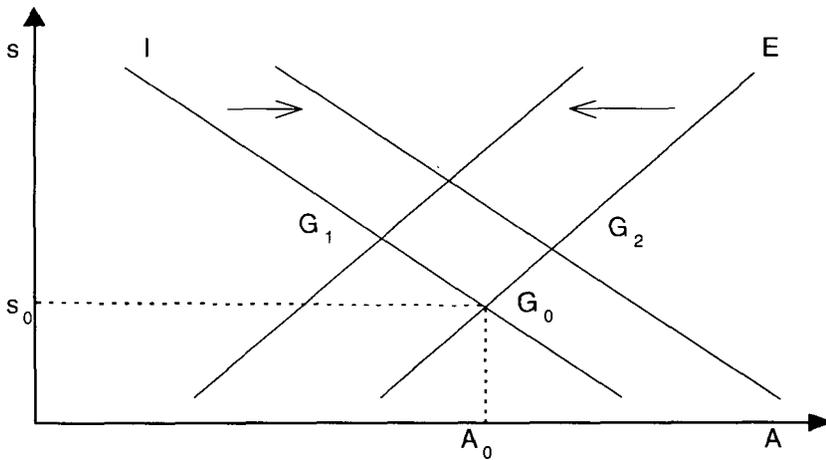
Interne und externe Restriktion in einem einfachen Schaubild

In der graphischen Darstellung wird auf der vertikalen Achse der reale Wechselkurs (s) abgetragen und auf der horizontalen Achse die reale Absorption (A), also die gesamte inländische Nachfrage nach heimischen und importierten Gütern. Das Niveau des Bruttoinlandsprodukts läßt sich nicht unmittelbar aus dem Schaubild ablesen (vgl. dazu die zusätzliche Y-Kurve in Dornbusch 1980: Kap. 6). Allerdings kann man aus der Bilanzidentität $BIP = \text{Absorption} + \text{Handelsbilanzsaldo}$ unmittelbar ablesen, daß das BIP steigt, wenn bei gleichbleibender Absorption die Währung real abwertet, da sich die Handelsbilanz verbessert. Umgekehrt verringert sich bei gleichbleibendem realen Wechselkurs (also unveränderter Handelsbilanz) das BIP, wenn die Absorption sinkt. Eine Bewegung nach rechts oder nach oben bedeutet also im Schaubild eine BIP-Erhöhung.

In diesem Schaubild läßt sich die externe Restriktion als steigende Kurve (E) darstellen, da bei zunehmender Absorption die handelbaren Güter relativ teurer werden müssen (steigender realer Wechselkurs), damit sich die Handelsbilanz nicht verschlechtert. Die interne Restriktion läßt sich dagegen als fallende Kurve (I) darstellen, da die handelbaren Güter relativ billiger werden müssen (sinkender realer Wechselkurs), damit sich die zusätzliche Absorption ausschließlich auf handelbare Güter richtet. Durch den Schnittpunkt der beiden Kurven (G_0) ist simultan der gleichgewichtige reale Wechselkurs (s_0) und das gleichgewichtige

Absorptionsniveau (A_0) bestimmt. Unterhalb bzw. rechts der E -Kurve sind solche Situationen dargestellt, in der das Handelsbilanzdefizit nicht dauerhaft finanziert werden kann (Absorption zu hoch bzw. handelbare Güter relativ zu billig). Unterhalb bzw. links der I -Kurve sind Situationen mit Unterauslastung des inländischen Produktionspotentials für nichthandelbare Güter dargestellt (Absorption zu niedrig bzw. nichthandelbare Güter relativ zu teuer).

Schaubild A1 — Gleichgewichtiger realer Wechselkurs im Australischen Modell



Der Arbeitsmarkt

Da die Arbeitskräfte im Australischen Modell als homogen und zwischen den Sektoren mobil angenommen werden, sind die Nominallöhne in den beiden Sektoren identisch. Für Produzenten ist jedoch der Nominallohn relativ zum eigenen Produzentenpreis entscheidend; die Produzenten-Reallohne in den beiden Sektoren stimmen daher in der Regel nicht überein. Bei ausreichender Lohnflexibilität (d.h. Vollbeschäftigung) muß nämlich gelten:

$$\hat{w} - \hat{p}_h = -\gamma \cdot \hat{s}_r \quad \text{und} \quad \hat{w} - \hat{p}_n = (1 - \gamma) \cdot \hat{s}_r,$$

wobei γ ein Parameter ist, der nur von den sektoralen Produktionsfunktionen und den Beschäftigungsanteilen der Sektoren abhängt und zwischen Null und Eins liegt (Dornbusch 1980: 98). Eine reale Aufwertung geht demnach mit einer Erhöhung (Senkung) der Produzenten-Reallohne im Sektor handelbarer (nichthandelbarer) Güter einher. Dies geschieht bei festen Wechselkursen dadurch, daß der Nominallohn steigt, aber schwächer als der Preis der nichthandelbaren Güter, da

sonst die aus der Produktion handelbarer Güter entlassenen Arbeitskräfte nicht alle in der Produktion nichthandelbarer Güter beschäftigt werden könnten. Umgekehrt führt eine reale Abwertung bei festen Wechselkursen dann zu Arbeitslosigkeit, wenn die Löhne nach unten rigide sind. Die aus der Produktion nichthandelbarer Güter entlassenen Arbeitskräfte können angesichts fester Preise für handelbare Güter nämlich nur dann von der Produktion handelbarer Güter aufgenommen werden, wenn der Nominallohn sinkt. Eine solche Lohnsenkung könnte lediglich vermieden werden, wenn es gleichzeitig zu ausreichenden Produktivitätserhöhungen bei der Produktion handelbarer Güter kommt, etwa durch umfangreiche Investitionen.

Analyse von Anpassungsprozessen bei Ungleichgewichten

Eine Verschärfung der externen Restriktion (gesunkene Kapitalzuflüsse) läßt sich in diesem Schaubild als Verschiebung der *E*-Kurve nach links darstellen, da bei unverändertem realen Wechselkurs eine niedrigere Absorption möglich ist. Im neuen Gleichgewicht (G_1) ist die Absorption geringer und der reale Wechselkurs gestiegen (reale Abwertung). Eine Lockerung der internen Restriktion (preisunabhängige Nachfrageverschiebung zugunsten handelbarer Güter) läßt sich entsprechend als Verschiebung der *I*-Kurve nach rechts darstellen, da bei unverändertem realen Wechselkurs die Absorption steigen würde. Im neuen Gleichgewicht (G_2) ist daher die Absorption höher und der reale Wechselkurs gestiegen (reale Abwertung). Der Anpassungsprozess vom alten zum neuen Gleichgewicht verläuft je nach Wechselkursregime unterschiedlich ab: Das externe Gleichgewicht kann nämlich bei festem nominalen Wechselkurs nur durch Mengenanpassung erreicht werden, da die Preise für handelbare Güter extern bestimmt sind. Die interne Restriktion kann dagegen sowohl durch Preis- als auch durch Mengenanpassung erreicht werden; lediglich bei starren Preisen kommt es zu einer reinen Mengenanpassung, also bei einer Verschärfung der Restriktionen zu Arbeitslosigkeit.

3. Definitionen und Quellen für die Länderstudien

<i>Geld- und Wechselkurspolitik</i>	
Nominaler Wechselkurs	Einheiten nationaler Währung per US-Dollar, Jahresdurchschnittswerte (IFS)
Währungsreserven	Währungsreserven der Zentralbank, umgerechnet in nationale Währung, Jahresendwerte (IFS)
Geldmenge	Bargeldumlauf sowie Sicht-, Termin-, und Spareinlagen (inklusive Fremdwährungseinlagen) von Inländern, Jahresendwerte (IFS)
<i>Wirtschaftliche Entwicklung</i>	
Verbraucherpreise	Preisindex für die Lebenshaltung der privaten Haushalte, Jahresdurchschnittswerte (IFS)
Realer Wechselkurs	Einheiten nationaler Währung per Sonderziehungsrecht des IWF, deflationiert mit Verbraucherpreisen; Jahresdurchschnittswerte (IFS; eigene Berechnungen)
Reales Bruttoinlandsprodukt (BIP)	Bruttoinlandsprodukt in Preisen von 1990 (IFS)
Arbeitslosenquote	Arbeitslose in vH der Erwerbspersonen ^a
Saldo der Handelsbilanz	Saldo des Güter- und Dienstleistungshandels, in jeweiligen Preisen (IFS)
Nettozufluß an Direktinvestitionen	Zu- und Abflüsse von Beteiligungskapital und Krediten zwischen verbundenen Unternehmen sowie reinvestierte Gewinne (IFS)
Nettozufluß von sonstigem Kapital	Saldo der übrigen Positionen der Kapitalbilanz, inkl. „Exceptional Finance“ und „Capital Account n.i.e.“ (IFS)
Nettozufluß an Währungsreserven	Veränderung der Netto-Währungsreserven der Zentralbank, ohne Bewertungseffekt von Wechselkursänderungen (IFS)
<i>Wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen</i>	
Saldo des Staatshaushalts	Saldo von Einnahmen und Ausgaben der Zentralregierung, umfaßt auch extrabudgetäre Fonds (IFS)
Realzins	Zinssatz p.a. der Geschäftsbanken für kurz- und mittelfristige Unternehmenskredite, korrigiert um Veränderung der Verbraucherpreise, Jahresdurchschnittswerte (IFS)
Reallohn	Durchschnittliches Bruttoeinkommen der abhängig Beschäftigten, deflationiert mit Verbraucherpreisen, Jahresdurchschnittswerte ^a

^aSonstige Quellen; auf abweichende Definitionen und sonstige Quellen wird in Kapitel III hingewiesen. IFS = IMF *International Financial Statistics*.

Literaturverzeichnis

- ADB (Asian Development Bank) (1990). *Asian Development Outlook 1990*. Manila.
- (1995). *Asian Development Outlook 1995 and 1996*. Manila.
- (1996). *Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries*. Vol. 27. Manila.
- Agénor, P.-R. (1994). Credibility and Exchange Rate Management in Developing Countries. *Journal of Development Economics* 45 (1): 1–16.
- Agénor, P.-R., und P.J. Montiel (1996). *Development Macroeconomics*. Princeton, N.J.
- Aghevli, B.B., M.S. Khan und P.J. Montiel (1991). Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues. Occasional Paper 78. IMF, Washington, D.C.
- Alesina, A., und A. Drazen (1991). Why Are Stabilizations Delayed? *American Economic Review* 81 (5): 1170–1188.
- Amelung, T. (1987). Zum Einfluß von Interessengruppen auf die Wirtschaftspolitik in Entwicklungsländern. *Die Weltwirtschaft* (1): 158–171.
- Arellano, J.P., und M. Marfán (1989). Twenty-five Years of Fiscal Policy in Chile. In M. Urrutia, S. Ichimura und S. Yukawa (Hrsg.), *The Political Economy of Fiscal Policy*. Tokio.
- Artana, D., und F. Navajas (1995). Stabilization, Growth and Institutional Build-Up: An Overview of the Macroeconomics of Argentina 1991–1995. FIEL, Buenos Aires.
- Aziz, Z. A. (1995). Capital Flows and Monetary Management: The Malaysian Experience. In Hong Kong Monetary Authority (Hrsg.), *Monetary and Exchange Rate Management with International Capital Mobility: Experiences of Countries and Regions along the Pacific Rim*. Hongkong.
- Balassa, B. (1990). Exchange Rate Regimes for LDCs. In E.-M. Claassen (Hrsg.), *International and European Monetary Systems*. New York.
- Balassa, B., und J. Williamson (1990). *Adjusting to Success: Balance of Payments Policy in the East Asian NICs*. Policy Analyses in International Economics 17 (revised version). Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Banco Central de Argentina (1990). *Información estadística sobre taras de interés. Separata del Boletín Estadístico*. Buenos Aires.
- Banco Central de Chile (verschiedene Ausgaben). *Boletín Mensual*. Santiago de Chile.
- Banco de Mexico (1996). *The Mexican Economy 1996*. Mexico, D.F.
- Bank Negara Malaysia (verschiedene Ausgaben). *Annual Report*. Kuala Lumpur.
- Barro, R.J., und D.B. Gordon (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics* 12 (1): 101–121.
- Bennett, A.G.G. (1993). The Operation of the Estonian Currency Board. *IMF Staff Papers* 40 (2): 451–470.

- Bergsten, C.F., und W.R. Cline (1995). The Peso Crisis and Financial Support for Mexico. Statement before the Committee on International Relations, US House of Representatives, Washington, D.C.
- Beyer, A. (1995). The Mexican Crisis and Its Repercussions on Chile. Brüssel (mimeo).
- Bhagwati, J. (1978). *Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*. New York.
- Blackburn, K., und M. Christensen (1989). Monetary Theory and Policy Credibility: Theory and Evidence. *Journal of Economic Literature* 27 (1): 1–45.
- BMWi (Bundesministerium für Wirtschaft) (Hrsg.) (1996). *Wirtschaftslage und Reformprozesse in Mittel- und Osteuropa — Sammelband 1996*. Dokumentation 397. Bonn.
- Bofinger, P. (1993). Ist das Gebiet der ehemaligen Sowjetunion ein optimaler Währungsraum? *Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik* 38: 65–83.
- (1996). Vertiefung und Osterweiterung der Europäischen Union: Optionen für die Währungsordnung einer EU der Zwanzig. *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung* 65: 75–81.
- Borner, S., A. Brunetti und B. Weder (1995). *Political Credibility and Economic Development*. Basingstoke.
- Brand, D., und T. Röhm (1995). Ursachen und Konsequenzen der mexikanischen Währungskrise. *Ifo-Schnelldienst* 48 (7): 20–29.
- Bruno, M. (1992). Stabilization and Reform in Eastern Europe. *IMF Staff Papers* 39 (4): 741–773.
- Buch, C.M. (1993). Das erste Jahr der Krone: Estlands Erfahrungen mit der Währungsreform. *Die Weltwirtschaft* (4): 441–465.
- (1995). Monetary Policy and the Transformation of the Banking System in Eastern Europe. Kieler Arbeitspapiere 676. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1996). Banken im Transformationsprozeß — eine Bestandsaufnahme für Polen, die Tschechische Republik und Ungarn. *Die Weltwirtschaft* (1): 70–102.
- Buch, C.M., und R. P. Heinrich (1997). The End of the Czech Miracle? Currency Crisis Reveals Need for Institutional Reforms. Kieler Diskussionsbeiträge 301. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Buch, C.M., N. Funke, R. Heinrich und M. Raiser (1994). *Overcoming Obstacles to Successful Reforms in Economies in Transition*. Kieler Studien 261. Tübingen.
- Buch, C.M., M.J. Koop, R. Schweickert und H. Wolf (1995). *Währungsreformen im Vergleich: Monetäre Strategien in Rußland, Weißrußland, Estland und der Ukraine*. Kieler Studien 276. Tübingen.
- Burger, B., und M. Lenzner (1996). Estland: Regulierung und Deregulierung im Transformationsprozess. HWWA-Report 156. Hamburg.

- Calvo, G.A., und C.A. Végh (1994). Credibility and the Dynamics of Stabilisation Policy: A Basic Framework. In C.A. Sims (Hrsg.), *Advances in Econometrics II*. Cambridge, Mass.
- Calvo, G.A., L. Leiderman und C.M. Reinhart (1995). Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience. In S. Edwards (Hrsg.), *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*. Cambridge, U.K.
- Cavallo, D. (1993). Die argentinische Wirtschaftsreform: Rückkehr zum Wachstum. *KAS-Auslands-Information* 9 (12): 11–20.
- CBC (Central Bank of China) (verschiedene Ausgaben). *Financial Statistics of the Taiwan District (Republic of China)*. Taipei.
- Census and Statistics Department (1996). *Estimates of Gross Domestic Product 1961 to 1995*. Hongkong.
- (verschiedene Ausgaben). *Hong Kong Annual Digest of Statistics*. Hongkong.
- Chiu, P., und T.-C. Hou (1993). Prices, Money and Monetary Policy Implementation under Financial Liberalization: The Case of Taiwan. In H. Reisen und B. Fischer (Hrsg.), *Financial Opening: Policy Issues and Experiences in Developing Countries*. OECD, Paris.
- Claassen, E.-M. (1992). Financial Liberalization and its Impact on Domestic Stabilization Policies: Singapore and Malaysia. *Weltwirtschaftliches Archiv* 128 (1): 136–167.
- Clark, P., L. Bartoloni, T. Bayoumi und S. Symanski (1994). Exchange Rates and Economic Fundamentals. Occasional Paper 115. IMF, Washington, D.C.
- Clement, H., M. Knogler und A. Sakarev (1995). Die wirtschaftliche Lage der Ukraine — Schwerpunkt: Implementierung und erste Ergebnisse des Programmes für eine „Radikale Wirtschaftsreform“. Arbeiten aus dem Osteuropa-Institut München 189, München.
- Collignon, S. (1994). *Das europäische Währungssystem im Übergang: Erfahrungen mit dem EWS und politische Optionen*. Wiesbaden.
- Corbo, V. (1985). Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974–84. *World Development* 13 (8): 893–916.
- Corbo, V., J. de Melo und J. Tybout (1986). What Went Wrong with the Recent Reforms in the Southern Cone. *Economic Development and Cultural Change* 34 (3): 607–640.
- Corden, W.M. (1994). Exchange Rate Policy in Developing Countries. In R.C. Barth und C.H. Wong (Hrsg.), *Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies*. Washington, D.C.
- Corsepius, U. (1989). *Kapitalmarktreform in Entwicklungsländern. Eine Analyse am Beispiel Perus*. Kieler Studien 225. Tübingen.
- Cowitt, P.P. (Hrsg.) (verschiedene Ausgaben). *World Currency Yearbook*. New York.
- Cukierman, A., und S.B. Webb (1995). Political Influence on the Central Bank: International Evidence. *World Bank Economic Review* 9 (3): 397–423.

- Dean, J.M., S. Desai und J. Riedel (1994). Trade Policy Reform in Developing Countries since 1985: A Review of the Evidence. Discussion Paper 267. World Bank, Washington, D.C.
- De Gregorio, J., A. Giovannini und H.C. Wolf (1994). International Evidence on Tradables and Nontradables Inflation. *European Economic Review* 38 (6): 1225–1244.
- Diehl, M. (1995a). Structural Change in the Economic Transformation Process. Vietnam 1986–1993. *Economic Systems* 19 (2): 147–182.
- (1995b). Dollarisierung im Transformationsprozeß: Ein Problem für die Wirtschaftspolitik? *Die Weltwirtschaft* (4): 471–486.
- (1996). Wechselkurspolitik in ostasiatischen Schwellenländern. *Die Weltwirtschaft* (4): 445–467.
- Directorate-General of Budget, Accounting and Statistics (verschiedene Ausgaben). *Statistical Yearbook of the Republic of China*. Taipei.
- DIW, IfW und IWH (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung Berlin, Institut für Weltwirtschaft Kiel, Institut für Wirtschaftsforschung Halle) (1996a). Die wirtschaftliche Lage Rußlands: Rußland in der Weltwirtschaft: Noch nicht mehr als ein Exporteur von Rohstoffen (Siebenter Bericht/Teil II). Kieler Diskussionsbeiträge 265. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1996b). Die wirtschaftliche Lage Rußlands: Investitionsschwäche verhindert Wachstum (Achter Bericht). Kieler Diskussionsbeiträge 273. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1996c). Die wirtschaftliche Lage Rußlands: Die Wirtschaftspolitik muß Investitionsanreize schaffen. (Neunter Bericht/Teil I). Kieler Diskussionsbeiträge 285. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1997). Die wirtschaftliche Lage Rußlands: Fortgesetzter Rückgang der Investitionen verhindert Erholung (Zehnter Bericht). Kieler Diskussionsbeiträge 296. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Dornbusch, R. (1980). *Open Economy Macroeconomics*. New York.
- (1989). Real Exchange Rates and Macroeconomics: A Selective Survey. *Scandinavian Journal of Economics* 91 (2): 401–432.
- (1991). Credibility and Stabilization. *Quarterly Journal of Economics* 106 (3): 837–850.
- Dornbusch, R., und S. Edwards (Hrsg.) (1991). *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. Chicago.
- Dornbusch, R., und A. Werner (1994). Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth. *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 253–315.
- Dornbusch, R., I. Goldfajn und R.O. Valdés (1995). Currency Crises and Collapses. *Brookings Papers on Economic Activity* (2): 219–293.
- Drazen, A., und P.R. Masson (1994). Credibility of Policies versus Credibility of Policy-makers. *Quarterly Journal of Economics* 109 (3): 735–754.

- EC (European Commission) (1994). The Economic and Financial Situation in Spain. *European Economy. Reports and Studies 7*.
- Edwards, S. (1988). Exchange Rate Misalignment in Developing Countries. Occasional Paper 2. World Bank, Washington, D.C.
- (1989). *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries*. Cambridge, Mass.
- Eesti Pank (verschiedene Ausgaben). *Annual Report*. Tallinn.
- (verschiedene Ausgaben). *Bulletin*. Tallinn.
- EIU (Economic Intelligence Unit) (verschiedene Ausgaben). *Country Report Argentina*. London.
- (verschiedene Ausgaben). *Country Report Chile*. London.
- (verschiedene Ausgaben). *Country Profile Mexico*. London.
- (verschiedene Ausgaben). *Country Profile Spain*. London.
- (verschiedene Ausgaben). *Country Profile Poland*. London.
- Fanelli, J.M., R. Frenkel und C. Winograd (1987). *Argentina – Stabilization and Adjustment Policies and Programmes*. Helsinki.
- Fels, J. (1991). Währungspolitik in den asiatischen NICs: Von der Dollar-Kopplung zum Yen-Block? In J. Siebke (Hrsg.), *Monetäre Konfliktfelder der Weltwirtschaft*. Berlin.
- Fernandez, R.B. (1985). The Expectations Management Approach to Stabilization in Argentina during 1976–82. *World Development* 13: 871–892.
- Ffrench-Davis, R., M. Agosin und A. Uthoff (1995). Capital Movements, Export Strategy, and Macroeconomic Stability in Chile. In R. Ffrench-Davis und R.S. Griffith-Jones (Hrsg.), *Coping With Capital Surges. The Return of Finance to Latin America*. Boulder, Colorado.
- FIEL (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas) (verschiedene Ausgaben). *Indicadores de Coyuntura*. Buenos Aires.
- Fischer, B., und H. Reisen (1993). *Liberalising Capital Flows in Developing Countries: Pitfalls, Prerequisites and Perspectives*. OECD, Paris.
- Fischer, S., und F. Modigliani (1978). Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation. *Weltwirtschaftliches Archiv* 114 (4): 810–833.
- Flood, R.P., und N.P. Marion (1991). Exchange Rate Regime Choice. IMF Working Paper 91/90, Washington, D.C.
- FM (Fundación Mediterránea) (verschiedene Ausgaben). *Newsletter*. Córdoba.
- Frankel, J.A. (1994). Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)? IMF Working Paper 94/159. IMF, Washington, D.C.
- Frankel, J.A., und S.-J. Wei (1994). Yen Block or Dollar Bloc: Exchange Rate Policies of the East Asian Economies. In T. Ito und A.O. Krueger (Hrsg.), *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*. Chicago.

- Fry, M.A. (1988). *Money, Interest, and Banking in Economic Development*. Baltimore.
- Funke, N. (1991). Die Glaubwürdigkeit von Wirtschaftsreformen: Bedeutung, Ursachen und Ansatzpunkte zur Lösung von Glaubwürdigkeitsproblemen. *Die Weltwirtschaft* (2): 175–186.
- Gaspar, P. (1995). Exchange Rate Policies in Transition. Working Papers 56. Institute for World Economics, Budapest.
- GATT (1993). *Trade Policy Review — Mexico*. Genf.
- GFB (Grupo Financiero Bancomer) (verschiedene Ausgaben). *Informe Económico*. Mexico, D.F.
- GFBA (Grupo Financiero Banamex-Accival) (verschiedene Ausgaben). *Review of the Economic Situation of Mexico*. Mexico, D.F.
- Ghosh, A.R., A.-M. Gulde, J.D. Ostry und H.C. Wolf (1995). Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? IMF Working Paper 95/121. Washington, D.C.
- Giovannini, A. (1993). The Day After: European Currencies After the 1992–1993 Foreign Exchange Crisis. Occasional Paper 45. European Free Trade Association, Economic Affairs Department, Genf.
- Glick, R., und R. Moreno (1995). Capital Flows and Monetary Policy in East Asia. In Hong Kong Monetary Authority (Hrsg.), *Monetary and Exchange Rate Management with International Capital Mobility: Experiences of Countries and Regions along the Pacific Rim*. Hongkong.
- Glick, R., M. Hutchison und R. Moreno (1995). Is Pegging the Exchange Rate a Cure for Inflation? East Asian Experiences. Pacific Basin Working Paper 95–08. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Government of the Russian Federation (verschiedene Ausgaben). *Russian Economic Trends*.
- Haggard, S., und R. Kaufman (1989). The Politics of Stabilization and Structural Adjustment. In J.D. Sachs (Hrsg.), *Developing Country Debt and Economic Performance: Vol. 1: The International Financial System*. Chicago.
- Hawkins, J., und M. Yiu (1995). Real and Effective Exchange Rates. *Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin*: 1–12.
- Heinrich, R. (1991). Gesamtwirtschaftliche Stabilisierungspolitik in Polen, Ungarn und der CSFR: Eine Zwischenbilanz. *Die Weltwirtschaft* (2): 146–159.
- Heitger, B. (1983). *Strukturwandel und realer Wechselkurs: Ein Zwei-Sektoren-Modell im Test*. Kieler Studien 183. Tübingen.
- Helpman, E., L. Leiderman und G. Bufman (1994). A New Breed of Exchange Rate Bands: Chile, Israel and Mexico. *Economic Policy* 9 (19): 259–306.
- Hrnčir, M., und R. Matousek (1995). Exchange Rate Regime in the Czech Republic. Prag (mimeo).
- IMF (1995a). *Czech Republic — Economic Reviews*. Washington, D.C.
- (1995b). *Czech Republic — Selected Background Studies*. Washington, D.C.

- IMF (1996a). *Republic of Estonia — Selected Issues*. Washington, D.C.
- (1996b). *Vietnam — Recent Economic Developments*. Washington, D.C.
- (1996c). *Poland — Background Paper*. IMF Staff Country Report 96/19. Washington, D.C.
- (1997). *International Financial Statistics on CD-ROM*. Washington, D.C.
- (verschiedene Ausgaben). *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Washington, D.C.
- Intal, P. S. (1992). Real Exchange Rates, Price Competitiveness and Structural Adjustment in Asian and Pacific Economies. *Asian Development Review* 10 (2): 86–123.
- Kiguel, M., und N. Liviatan (1992). When Do Heterodox Stabilization Programs Work? Lessons from Experience. *World Bank Research Observer* 7: 35–58.
- (1994). Exchange-Rate-Based Stabilizations in Argentina and Chile: A Fresh Look. In T.J.T. Balino (Hrsg.), *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*. Washington, D.C.
- Laaser, C.F., und K. Schrader (1994). *Die baltischen Staaten auf dem Weg nach Europa: Lehren aus der Süderweiterung der EG*. Kieler Studien 264. Tübingen.
- Langhammer, R.J. (1988). Die Währungs- und Außenhandelspolitik der Entwicklungsländer im Rahmen der Strukturanpassungspolitiken. Anregungen für die Gestaltung der bilateralen entwicklungspolitischen Zusammenarbeit. In Deutsche Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit (Hrsg.), *Stabilisierungs- und Strukturanpassungsprogramme in Entwicklungsländern*. Eschborn.
- (1992). Die Assoziierungsabkommen mit der CSFR, Polen und Ungarn. Kieler Diskussionsbeiträge 182. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- (1994). Designing New Trade Policies for the CIS States — Legacies, Barriers and Prerequisites. Kieler Arbeitspapiere 625. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Langhammer, R.J., und U. Hiemenz (1989). Liberalisation and the Successful Integration of Developing Countries into the World Economy. In G.T. Renshaw (Hrsg.), *Market Liberalisation, Equity and Development*. International Labour Office, Genf.
- Langhammer, R.J., und R. Schweickert (1995). The Mexican Reform Process: Improving Long-Run Perspectives and Mastering Short-Run Turbulences. Kieler Diskussionsbeiträge 255. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Larraín, F. (1991). Public Sector Behavior in a Highly Indebted Country: The Contrasting Chilean Experience 1970–85. In F. Larraín und M. Selowsky (Hrsg.), *The Public Sector and the Latin American Crisis*. An International Center for Economic Growth Publication. San Francisco.
- Lau, J. H., J. Hawkins und B. Chan (1995). Monetary and Exchange Rate Management with International Capital Mobility: The Case of Hong Kong. In Hong Kong Monetary Authority (Hrsg.), *Monetary and Exchange Rate Management with International Capital Mobility: Experiences of Countries and Regions along the Pacific Rim*. Hongkong.

- Lee, S.-Y. (1990). *Money and Finance in the Economic Development of Taiwan*. Basingstoke.
- Leung, E.S. (1995). Exchange Rate Regimes and Outward-looking Growth. In R. Garnaut, E. Grilli und J. Riedel (Hrsg.), *Sustaining Export-oriented Development: Ideas from East Asia*. Cambridge, Mass.
- Lipton, D., und J.D. Sachs (1990). Creating a Market Economy in Eastern Europe: The Case of Poland. *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 72–147.
- Maciejewski, E.B. (1983). Real Effective Exchange Rate Indices: A Re-examination of the Major Conceptual and Methodological Issues. *IMF Staff Papers* 30 (3): 491–541.
- Mazumdar, D. (1993). Labor Markets and Adjustment in Open Asian Economies: The Republic of Korea and Malaysia. *The World Bank Economic Review* 7 (3): 349–380.
- Meller, P. (1990). Chile. In J. Williamson (Hrsg.), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Ministry of Finance Malaysia (verschiedene Ausgaben). *Economic Report*. Kuala Lumpur.
- Moreno, R. (1994). Exchange Rate Policy and Insulation from External Shocks: The Experiences of Taiwan and Korea 1970–1990. In R. Glick und M. Hutchison (Hrsg.), *Exchange Rate Policy and Interdependence: Perspectives from the Pacific Basin*. New York.
- Mussa, M.L. (1986). *Nominal Exchange Rate Regimes and the Behaviour of Real Exchange Rates: Evidence and Implications*. Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy 25. Amsterdam.
- Nugée, J. (1995). A Brief History of the Exchange Fund. In Hong Kong Monetary Authority (Hrsg.), *Money and Banking in Hong Kong*. Hongkong.
- Nunnenkamp, P. (1992). Critical Issues of Macroeconomic Stabilization in Post-Socialist Countries. What Can We Learn from Past Failures? In K. Kaczynski (Hrsg.), *Re-Integration of Poland into the West European Economy*. Warschau.
- OECD (1992). *OECD Economic Surveys – Mexico*. Paris.
- (1994a). *Economic Surveys — Spain 1994*. Paris.
- (1994b). *Economic Surveys — Poland 1994*. Paris.
- (1996). *Economic Surveys — The Czech Republic 1996*. Paris.
- Park, Y. C., und W.-A. Park (1991). Exchange Rate Policies for the East Asian Newly Industrialized Countries. In E.-M. Claassen (Hrsg.), *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries*. San Francisco.
- Persson, T., und S. van Wijnbergen (1993). Signalling, Wage Controls, and Monetary Disinflation Policy. *Economic Journal* 103: 79–97.
- Queisser, M. (1993). *Vom Umlage- zum Kapitaldeckungsverfahren: die chilenische Rentenreform als Modell für Entwicklungsländer*. München.
- Quirk, P.J. (1994). Recent Experiences with Floating Exchange Rates in Developing Countries. In R.C. Barth und C.-H. Wong (Hrsg.), *Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies*. Washington, D.C.

- Raiser, M. (1994). Ein tschechisches Wunder? Zur Rolle politikinduzierter Anreizstrukturen im Transformationsprozeß. Kieler Diskussionsbeiträge 233. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Ranis, G. (1992) (Hrsg.). *Taiwan: From Developing to Mature Economy*. Boulder, Col.
- Rebelo, S., und C.A. Végh (1995). Real Effects of Exchange Rate-Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories. Working Paper 5197. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Reichel, R. (1995). Vom Interventionismus zum Liberalismus — Erfahrungen mit Argentinens ordnungspolitischem Kurswechsel. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 44 (2): 185–208.
- Reisen, H. (1993). Capital Flows and Their Effects on the Monetary Base. *CEPAL Review* 51: 113–122.
- Reisen, H., und A. van Trotsenburg (1988). Should the Asian NICs Peg to the Yen? *Inter-economics* 23 (4): 172–177.
- Roldós, J.E. (1995). Supply Side Effects of Disinflation Programs. *IMF Staff Papers* 42: 158–183.
- Sachs, J.D. (1987). Trade and Exchange Rate Policies in Growth-Oriented Adjustment Programs. In V. Corbo, M. Goldstein und M. Khan (Hrsg.), *Growth-Oriented Adjustment Programs*. Washington, D.C.
- (1989). Introduction. In J.D. Sachs (Hrsg.), *Developing Country Debt and Economic Performance. Vol. 1: The International Financial System*. National Bureau of Economic Research, Chicago.
- (1996). Economic Transition and the Exchange-Rate Regime. *American Economic Review* 86 (1): 147–152.
- Samuelson, L. (1987). Inflation, Indexing and Economic Development. *World Development* 15 (8): 1119–1130.
- Schmieding, H. (1992). *Lending Stability to Europe's Emerging Market Economies. On the Potential Importance of the EC and the ECU for Central and Eastern Europe*. Kieler Studien 251. Tübingen.
- Schrader, K. (1994). Estland auf dem Weg zur Marktwirtschaft: Eine Zwischenbilanz. Kieler Diskussionsbeiträge 226. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Schweickert, R. (1993a). Implikationen alternativer geld- und wechsellkurspolitischer Regeln im Transformationsprozeß. *Kredit und Kapital* 26 (2): 205–229.
- (1993b). Alternative Strategies for Real Devaluation and the Sequencing of Economic Reforms in Developing Countries. *Kyklos* 46 (1): 65–85.
- (1994). Exchange Rate Based Stabilization — Lessons from a Radical Implementation in Argentina. *The World Economy* 17: 171–189.
- (1995). Searching for Credible Exchange Rate Regimes in the Former Soviet Union. *Intereconomics* 30 (3): 126–132.

- Schweickert, R. (1996a). Which Target for Exchange Rate Policy in Developing Countries: Stability or Competitiveness. In F.P. Lang und R. Ohr (Hrsg.), *Openness and Development, Yearbook of Economic and Social Relations 1996*. Heidelberg.
- (1996b). Neoliberale Wirtschaftsordnung und wirtschaftliche Entwicklung in Lateinamerika. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 45 (2): 249–261.
- (1996c). Harmonisierung versus institutioneller Wettbewerb zur Sicherung realwirtschaftlicher Anpassung und monetärer Stabilität in der Europäischen Währungsunion. *Beihefte der Konjunkturpolitik* 44: 181–212.
- (1996d). Die finanzpolitischen Beitrittsbedingungen zur EWU — effizient, notwendig, hinreichend, relevant? *Wirtschaftsdienst* 76 (10): 529–532.
- (1997). The Challenges of Monetary Convergence in Europe. Kieler Arbeitspapiere 814. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Schweickert, R., und M. Wiebelt (1996). Die optimale Besteuerung im Aufholprozeß — Lehren aus erfolgreichen Schwellen- und Entwicklungsländern. *Die Weltwirtschaft* (3): 318–344.
- Schweickert, R., P. Nunnenkamp und U. Hiemenz (1992). Stabilisierung durch feste Wechselkurse: Fehlschlag in Entwicklungsländern — Erfolgsrezept für Osteuropa? Kieler Diskussionsbeiträge 181. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Sell, F.L. (1993). Credibility, Currency Convertibility and the Stabilization of the Rouble. *Intereconomics* 28 (1): 11–16.
- Siebert, H., H. Schmieding und P. Nunnenkamp (1992). The Transformation of a Socialist Economy: Lessons of German Unification. In International Monetary Fund, Austrian National Bank (Hrsg.), *Central and Eastern Europe. Roads to Growth*. Papers presented at a seminar held in Baden (Austria), 15.–18. April 1991. Washington, D.C.
- Statistical Appendix* (verschiedene Ausgaben). Zusammengestellt von der European Bank for Reconstruction and Development und veröffentlicht in der Zeitschrift *Economics of Transition*.
- Sung, Y.-W. (1985). Economic Growth and Structural Change in the Small Open Economy of Hong Kong. In V. Corbo, A. O. Krueger und F. Ossa Scaglia (Hrsg.), *Export-Oriented Development Strategies: The Success of Five Newly Industrializing Countries*. Boulder, Col.
- (1995). Subregional Economic Integration: Hong Kong, Taiwan, South China and Beyond. In E. K. Y. Chen und P. Drysdale (Hrsg.), *Corporate Links and Foreign Direct Investment in Asia and the Pacific*. Pymble, Australien.
- Tanzi, V. (1977). Inflation Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue. *IMF Staff Papers* 24 (1): 154–167.
- Tornell, A., und A. Velasco (1994). Fixed versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline? Discussion Paper 1703. Harvard Institute of Economic Research, Cambridge, Mass.

- Wehrheim, P., und M. Wiebelt (1996). *Ökonomische Auswirkungen alternativer Steuersysteme auf russische Lebensmittelmärkte*. Kiel (mimeo).
- Wiebelt, M. (1996). *Anpassung und Einkommensverteilung in Entwicklungsländern: Eine angewandte allgemeine Gleichgewichtsanalyse für Malaysia*. Kieler Studien 276. Tübingen.
- Wilkinson, B. (1994). *Labour and Industry in the Asia-Pacific: Lessons from the Newly-Industrialized Countries*. Berlin.
- Williamson, J. (Hrsg.) (1981). *Exchange Rate Rules: The Theory, Performance, and Prospects of the Crawling Peg*. London.
- (1990). The Progress of Policy Reform in Latin America. In J. Williamson (Hrsg.), *Latin American Adjustment: How Much has Happened?* Washington, D.C.
- (1991). Advice on the Choice of an Exchange Rate Policy. In E.-M. Claassen (Hrsg.), *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries*. San Francisco.
- (Hrsg.) (1994). *Estimating Equilibrium Exchange Rates*. Washington, D.C.
- (1995). What Role for Currency Boards? Analyses in International Economics 40. Institute for International Economics, Washington, D.C.
- World Bank (1990). *Argentina: Tax Policy for Stabilization and Economic Recovery*. World Bank Country Study. Washington, D.C.
- (1993). *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*. New York.
- (1995a). *World Data 1995: World Bank Indicators on CD-ROM*. Washington, D.C.
- (1995b). *Vietnam: Economic Report on Industrialization and Industrial Policy*. Washington, D.C.
- (1996). *World Development Report 1996*. New York.

Schlagwortregister

- Absorption *17 ff., 142 ff.*
Ankerwährung *3, 17, 35, 40, 51, 61, 72, 85, 116, 126*
Außenhandelsbeschränkungen *4, 10, 22, 34, 37, 48, 77, 81, 96, 100, 115*
Australisches Modell *8 ff., 142 ff.*
Balassa-Samuelson-Effekt *10*
Bandbreite *15, 40, 52, 63, 72, 81, 84, 124*
Bankenreform *48, 59, 71, 75, 79, 83*
Crawling Peg
 aktiver *15, 30, 45, 51, 62, 80, 111, 126*
 passiver *16, 27, 40, 63, 103, 129*
Currency Board *14 ff., 26, 35, 72, 85, 87, 97, 110, 126, 129*
Devisendeckung *42, 47, 74, 87, 160*
Direktinvestitionen *48, 74, 103*
dirty floating *16, 42, 86, 92, 115*
Disziplinierungseffekt fester Wechselkurse *12*
Faktormärkte *23, 25, 37, 48, 57, 70, 90, 97, 102, 115, 134*
Fiskalpolitik *10, 21, 47, 57, 69, 82, 9, 95, 98, 102, 133*
Geldpolitik *21, 40, 46, 66, 75, 80, 90, 100, 135*
Glaubwürdigkeit der Wechselkurspolitik *12, 24 ff., 44, 50, 78, 123 ff.*
handelbare und nichthandelbare Güter
 s. Australisches Modell
Hyperinflation *35, 44, 61, 72, 100*
Inflationserwartungen *1, 12, 21, 23, 103*
Interventionen *16, 52, 98, 101, 125*
Kapitalverkehrsbeschränkungen *10, 22, 42, 95, 101, 103*
Kapitalzuflüsse *10, 18, 38, 41, 55, 63, 94, 100*
Konsens der Interessengruppen *24, 37, 45, 117*
Konsistenz der Wirtschaftspolitik *20 ff., 46, 122*
Liberalisierung der Gütermärkte *23, 83, 133*
Lohn- und Preiskontrollen *25, 117*
Privatisierung von Staatsunternehmen *22, 25, 37, 69, 76, 79, 96, 103, 115*
realer Wechselkurs *8 ff., 137 ff.*
 effektiver *8*
 gleichgewichtiger *9*
 und Reallöhne *10, 143 ff.*
 und Terms of trade *10*
Remonetisierung *13, 66, 102*
Rentenversicherung *22, 33, 36, 43, 67*
Reputation *12, 26, 43, 104, 117*
Schuldenkrise *4 f., 31, 36, 61, 125*
Spekulation *16, 22, 26, 87, 103*
Stabilisierungsfonds *26, 119, 136*
Sterilisierung von Devisenzuflüssen *20, 43, 59, 104, 117, 135*
Steuersystem *13, 22, 33, 36 ff., 67, 75, 114*
Strukturwandel *9 ff., 91, 95, 100*
Transformation zur Marktwirtschaft *2 ff., 60 ff., 79 ff., 101 ff., 112, 119, 127 ff.*
Überbewertung *4, 11, 31, 18, 49, 60, 79, 104, 125*
Unterbewertung *11, 61, 74, 104, 130*

Währungskorb 15, 40, 62, 63, 97
Währungssubstitution 22, 37, 103
Wechselkursstabilisierung 5, 14 ff.
Wettbewerbsfähigkeit 10, 13, 45
Zahlungsbilanzkrise 20, 22, 31, 46, 64

Zeitinkonsistenz 12, 24, 44
zentrale Parität 16, 40, 45, 52, 61, 81,
124
Zielzone (nominale bzw. reale) 15 ff.,
124