

Implikationen alternativer geld- und wechselkurs-politischer Regeln im Transformationsprozeß

Von Rainer Schweickert, Kiel*

I. Einleitung

Für eine erfolgreiche Transformation der ost- und mitteleuropäischen Staaten in marktwirtschaftliche Systeme ist eine gesamtwirtschaftliche Stabilisierung unabdingbar. Die notwendige Umstrukturierung von Produktion und Investitionen wird erheblich erschwert und verzögert, solange hartnäckig hohe Budgetdefizite, ein zunehmender Geldüberhang oder eine offene Inflation sowie akute Zahlungsbilanzkrisen auf ausgeprägte makroökonomische Instabilität hindeuten¹. Empirisch läßt sich nachweisen, daß es Ländern, die ein mit Osteuropa vergleichbares Einkommensniveau aufweisen, leichter fiel, zu attraktiven Investitionsstandorten zu werden und ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, wenn eine stabilitätsorientierte Fiskal- und Geldpolitik verfolgt wurde^{2, 3}. Diese half insbesondere dabei, exzessive Inflationserwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte zu unterbinden. Ein Vergleich zwischen den dynamischen Volkswirtschaften in Ost- und Südostasien und den stagnierenden Ländern Lateinamerikas zeigt zudem, daß der Aufbau fiskal- und geldpolitischer Reputation zeitaufwendig ist. Auf der anderen Seite ist ein guter Ruf schnell verspielt, sobald schwere wirtschaftspolitische Inkonsistenzen erkennbar werden.

Dies läßt es für die osteuropäischen Reformstaaten besonders schwierig erscheinen, die Unsicherheit von Produzenten und Investoren über den zukünftigen makroökonomischen Kurs zu begrenzen. Die Zeitspanne nach

* Der Autor bedankt sich bei *Norbert Funke*, *Ulrich Hiemenz* und *Peter Nunnenkamp* für wertvolle Kommentare. Der Beitrag ist im Rahmen eines von der *Fritz Thyssen* Stiftung geförderten Forschungsprojekts über die Rolle der Geld- und Währungspolitik in Stabilisierungs- und Strukturreformprogrammen entstanden.

¹ Zum Spannungsfeld zwischen gesamtwirtschaftlicher Stabilisierung und Strukturreformen vgl. etwa *Nunnenkamp*, *Schmieding* [1991].

² Vgl. *Hiemenz*, *Nunnenkamp* et al. [1992].

³ Zu negativen Wachstumseffekten hoher und fluktuierender Inflationsraten vgl. *Nunnenkamp*, *Schweickert* [1992].

der Umwandlung der sozialistischen Systeme ist noch zu kurz, um fiskal- und geldpolitische Reputation zu gewinnen, und die mangelnde Erfahrung mit marktwirtschaftlichen Steuerungsmechanismen erhöht die Gefahr, daß es auch in Zukunft zu wirtschaftspolitischen Inkonsistenzen kommt. Es stellt sich deshalb die Frage, ob es leichter handhabbare und schneller wirkende Instrumente gibt, mit denen das Ziel der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung erreicht werden kann, wobei es vor allem um eine wirksame Inflationsbekämpfung geht.

Als möglicher Ausweg aus diesem Dilemma ist in letzter Zeit angeregt worden, den Wechselkurs zu fixieren und als nominalen Anker einzusetzen, um den Geldwert zu stabilisieren⁴. Noch weitergehend ist der Vorschlag, auf eine eigenständige Währungspolitik völlig zu verzichten, entweder in dem die Ausgabe nationaler Zahlungsmittel auf den Umfang an Reserven in einer Ankerwährung beschränkt wird, oder indem eine stabile Hauptwährung alle Geldfunktionen im Inland übernimmt⁵. Die Anregung, sich in der einen oder anderen Weise die eigenen Hände zu binden, um dem Stabilisierungsziel näherzukommen, beruht im wesentlichen auf zwei Argumenten. Zum einen wird betont, daß fixe Wechselkurse als nominaler Anker die Inflationserwartungen des privaten Sektors dämpfen und zu einer höheren fiskalischen und monetären Disziplin führen würden. Zum anderen könne auf diese Weise die Glaubwürdigkeit des Reformprogramms wesentlich verstärkt werden. Die Einschränkung des eigenen Handlungsspielraums soll die (noch) fehlende Reputation der Regierung im Hinblick auf eine stabilitätsorientierte Fiskal- und Geldpolitik ausgleichen, weil dieses Manko anderenfalls die Erwartungsbildung der privaten Wirtschaftssubjekte erschweren und die wirtschaftliche Entwicklung somit destabilisieren würde.

Die Erfahrungen in Entwicklungsländern lassen es jedoch zweifelhaft erscheinen, ob Stabilisierungsprogramme mit festen Wechselkursen für ost-europäische Reformstaaten zu empfehlen sind⁶:

- Die Erfahrungen asiatischer Schwellenländer lassen sich nicht auf Osteuropa übertragen. Sie genießen durchweg eine hohe stabilitätspolitische Reputation, weil Inflationsprobleme durch eine solide Geld- und Fiskalpolitik in engen Grenzen gehalten wurden⁷.

⁴ Vgl. z.B. *Lipton, Sachs* [1990].

⁵ Vgl. *Bofinger* [1991]; *Schmieding* [1991].

⁶ Vgl. *Schweickert, Nunnenkamp, Hiemenz* [1992].

⁷ Außerdem wurde bei einer Veränderung der externen Rahmenbedingungen stets die grundsätzlich über längere Zeiträume beibehaltene Wechselkurskoppelung aufgegeben [*Fels*, 1991]. Eine Ausnahme bildet lediglich Hongkong, das seine geldpoliti-

- Ähnliche Ausgangsbedingungen wie in Osteuropa lagen dagegen in Lateinamerika vor. Der Mißerfolg der Experimente mit Wechselkursbindungen läßt sich hier exemplarisch am Beispiel Chiles und Argentinens in den siebziger und Anfang der achtziger Jahre verdeutlichen⁸, aber auch in breiter angelegten Untersuchungen nachweisen⁹. Vor allem ein anhaltender realer Aufwertungseffekt durch eine ungenügende Verringerung der Inflationsrate und die damit einhergehende Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit stellte sich durchgängig ein. Der Abbruch der Programme war stets durch gravierende Einbrüche im Wirtschaftswachstum gekennzeichnet.
- Als Erfolgsfall einer Wechselkursfixierung mit umfangreichen Garantien eines stabilen Partnerlandes wird die CFA-Zone in Afrika gehandelt. Das Währungsregime hat jedoch wesentlich zur jüngsten Wirtschaftskrise in der Franc-Zone beigetragen¹⁰. Die Einführung flexibler Wechselkurse und die damit verbundene Abwertung der Währungen von Nachbarländern zusammen mit sinkenden Weltmarktpreisen für die Hauptexportprodukte überforderte die Flexibilität der verbleibenden wirtschaftspolitischen Instrumente. Kapitalflucht, Verlagerung von ausländischen Direktinvestitionen und Produktionseinbrüche waren die Folge.

Auch ein Vergleich der beiden Länder Osteuropas, die die längsten Erfahrungen im Transformationsprozeß von sozialistischer Planwirtschaft zur Marktwirtschaft aufweisen – Polen und Ungarn – weist auf die geringen Erfolgsaussichten eines festen Wechselkurssystems hin. In Polen ist der Versuch, den Wechselkurs als nominalen Anker zu fixieren, als weitgehend gescheitert zu betrachten. Anders als Polen hat Ungarn es vorgezogen, den Wechselkurs nicht als monetären Anker für die Stabilisierungspolitik zu verwenden, sondern ihn an die Erfordernisse des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts anzupassen. Auf diese Weise konnte Ungarn eine reale Überbewertung seiner Währung vermeiden. Wie die zunehmenden ausländischen Direktinvestitionen zeigen, genießt Ungarn mehr als Polen das Vertrauen der internationalen Anleger¹¹.

Im folgenden soll deshalb gezeigt werden, daß die angeführten Probleme mit festen Wechselkurssystemen nicht auf Länderspezifika beruhen, son-

sche Autonomie seit 1983 völlig aufgegeben hat. Aufgrund des extrem hohen Transaktionsvolumens, das in der Kronkolonie in US-\$ abgewickelt wird, dürfte jedoch auch Hongkong als Vorbild für die meisten osteuropäischen Staaten kaum geeignet sein.

⁸ Vgl. *Schweickert* [1992].

⁹ Vgl. *Kiguel, Liviatan* [1990].

¹⁰ Vgl. *ODI* [1990].

¹¹ Vgl. *Heinrich* [1991].

dern aufgrund der theoretischen Implikationen fester Wechselkurse sowohl in Entwicklungsländern als auch in Osteuropa zu erwarten sind (Abschnitt II). Es ist insbesondere zu prüfen, ob die Erfolgswahrscheinlichkeit eines Stabilisierungsprogramms – wie behauptet – durch fixe Wechselkurse erhöht wird und inwieweit mit der Beschränkung der währungspolitischen Flexibilität volkswirtschaftliche Kosten verbunden sind. In Abschnitt III sind dann alternative institutionelle Verankerungen der Geldpolitik zu diskutieren.

II. Probleme der Wechselkursfixierung

1. Ein einfaches Modell mit gehandelten und nicht gehandelten Gütern

Die grundsätzlichen Unterschiede zwischen Reformprogrammen zur Inflationsbekämpfung mit festen und flexiblen Wechselkursen lassen sich in Anlehnung an Corden¹² anhand einer einfachen graphischen Darstellung verdeutlichen. Schaubild 1 zeigt auf der horizontalen Achse die reale Absorption (A), d.h. die gesamte reale Inlandsnachfrage nach heimischen und importierten Gütern, und auf der vertikalen Achse den realen Wechselkurs (S) definiert als

$$(1) \quad S = e \cdot pt / pn$$

wobei

e = nominaler Wechselkurs (einheimische Währung / ausländische Währung)

pt = Preisindex gehandelter Güter in ausländischer Währung

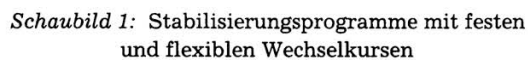
pn = Preisindex nicht gehandelter Güter in inländischer Währung.

Die Gerade C_0 kennzeichnet alle Punkte mit Handelsbilanzgleichgewicht¹³. Die Gerade Y_0 zeigt Kombinationen von S und A mit gleicher Nachfrage nach heimisch produzierten Gütern¹⁴. Dabei entspreche Y_0 dem – kurzfristig konstanten – Vollbeschäftigungsangebot. Die positive Steigung der C -Geraden ergibt sich aus der Überlegung, daß bei steigender Absorp-

¹² Vgl. Corden [1991].

¹³ Kapitalverkehr wird hier zunächst nicht betrachtet. Es sei angenommen, daß die Kapitalbilanz im Ausgangszustand ausgeglichen ist. Damit entspricht das Handelsbilanzgleichgewicht dem Zahlungsbilanzgleichgewicht. Diese Restriktion wird im Laufe der weiteren Diskussion aufgehoben.

¹⁴ Es wird hier ein linearer Zusammenhang unterstellt, um die Darstellung zu vereinfachen.



Es wird unter der Annahme eines kleinen Landes argumentiert, d.h. die Preise für gehandelte Güter in ausländischer Währung sind extern bestimmt

und ihre Preise in heimischer Währung können nur durch Wechselkursänderungen beeinflusst werden¹⁵. Nachfrageänderungen bei fixem Wechselkurs führen dann lediglich zu Mengeneffekten und bei gegebenem Angebot zu einer entsprechenden Änderung des Handelsbilanzsaldos. Der Markt für gehandelte Güter ist also stets im Gleichgewicht. Ungleichgewichte auf dem Markt für nicht gehandelte Güter können Preisänderungen dieser Güter bewirken. Bei inflexiblen Preisen erfolgt dagegen ebenfalls eine Mengenanpassung. Ein Ausgleich über die Handelsbilanz ist in diesem Fall aber nicht möglich. Eine zu geringe Nachfrage mündet deshalb in Unterbeschäftigung und Einkommensverluste. Da das Angebot an gehandelten Gütern stets nachgefragt wird, entsprechen die Beschäftigungs- und Einkommensverluste, die auf dem Markt für nicht gehandelte Güter entstehen, den gesamtwirtschaftlichen Beschäftigungs- und Einkommensverlusten.

Umgekehrt formuliert, zeigen die Punkte auf Y_0 sowohl Gleichgewichte auf dem Markt für nicht gehandelte Güter als auch gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht an. Das Vollbeschäftigungsangebot beträgt A^* . Die Differenz zwischen A^* und der tatsächlichen Absorption entlang Y_0 entspricht dem Handelsbilanzsaldo. Nur eine Kombination von S und A (Punkt G) ist also mit gesamtwirtschaftlichem Gleichgewicht und mit Handelsbilanzausgleich vereinbar.

2. Stabilisierung durch feste Wechselkurse?

Ein Antiinflationsprogramm mit Wechselkursfixierung läßt sich nun wie folgt darstellen. Im Gleichgewicht G sei der reale Wechselkurs konstant bei gegebener nominaler Abwertung und Inflationsrate. Wird der nominale Wechselkurs fixiert, ergibt sich eine reale Aufwertung solange eine positive Inflationsdifferenz zum Ausland fortbesteht. Dies führt sowohl zu einem gesunkenen Einkommen als auch zu einem Handelsbilanzdefizit (Punkt B)¹⁶. Wenn der entsprechende Devisenabfluß nicht sterilisiert wird, führt dieser über eine monetäre Kontraktion zu einer sinkenden Absorption¹⁷.

¹⁵ Dies könnte auch durch eine Änderung der Importzölle bzw. der nicht-tarifären Handelshemmnisse geschehen. Die Auswirkungen der Handelspolitik sollen hier jedoch nicht betrachtet werden.

¹⁶ Bei der Bewegung von G nach B wird hier der Realkasseneffekt (*Pigou*-Effekt) vernachlässigt. Bei sinkender Abwertungsrate und konstanter nominaler Geldmengenerweiterung nimmt die reale Geldmenge und mit ihr auch die Absorption zu (Bewegung von B nach D). Wie noch gezeigt wird, verschärft dies noch die Probleme der Wechselkursfixierung.

¹⁷ Unter monetärer Kontraktion soll im folgenden eine abnehmende reale Geldmenge verstanden werden. Entsprechend wird als Preissenkung eine verringerte Inflationsdifferenz zum Ausland verstanden.

Dadurch kann Punkt *C* erreicht werden. Hier ist zwar das Handelsbilanzgleichgewicht wieder hergestellt, die Nachfrage nach heimisch produzierten Gütern (Y_0) liegt jedoch unter dem Vollbeschäftigungsniveau. Bei kurzfristig konstantem Angebot besteht in Punkt *C* ein Überschußangebot, das zu einem Preissenkungsdruck auf dem Markt für nicht gehandelte Güter führt. Bei sinkenden Preisen erhöht sich die Realkasse und die Absorption. Die Währung wertet sich real ab, und das Gleichgewicht in Punkt *G* kann wieder erreicht werden – mit einer niedrigeren Inflationsrate als im Ausgangszustand. Bei Wechselkursfixierung muß dann die Inflationsrate bei nicht gehandelten Gütern auf das Niveau der Preiserhöhung der gehandelten Güter (in ausländischer Währung) gesunken sein. Wie sehen nun die Erfolgsbedingungen eines solchen Programms aus?

- Zum einen muß das Programm konsistent sein. Um nicht bei Punkt *B* mit niedrigerem Einkommen und einem Handelsbilanzdefizit zu verharren, muß die Wechselkursfixierung von einer monetären Kontraktion begleitet werden; d. h. Devisenabflüsse dürfen nicht sterilisiert werden.
- Ob die Preisanpassung im privaten Sektor überhaupt stattfindet und wie schnell dies geschieht, bestimmt sich vor allem aus den Erwartungen hinsichtlich der geldpolitischen Disziplin. Diese hängen wiederum von zwei Faktoren ab: dem Anreiz des Staates, das Programm zu ändern, und der Durchführbarkeit einer monetären Kontraktion.

Anreize, das Programm zu ändern, ergeben sich in Punkt *B* aus der Tatsache, daß das reale Einkommen gegenüber dem Ausgangszustand bereits gesunken ist und bei Implementierung der restlichen Schritte des Programms zunächst auch noch weiter sinken wird. Ist ein bestimmtes Einkommens- bzw. Beschäftigungsniveau in der Zielfunktion des Staates enthalten, besteht sogar ein Anreiz, eine expansive Geldpolitik zu betreiben, um kurzfristig das alte Einkommensniveau wieder zu erreichen (z. B. in Punkt *D*)¹⁸. Dadurch würde die notwendige Anpassungsrezession aufgeschoben und letztendlich noch verstärkt.

Probleme bei der Durchführbarkeit ergeben sich aus den gesamtwirtschaftlichen Restriktionen Devisenbestand und Staatshaushalt¹⁹. Ist der Devisenbestand (und die Kreditwürdigkeit) eines Landes gering, so könnten die Währungsreserven erschöpft sein, bevor das Handelsbilanzgleichgewicht wieder hergestellt ist. Zu erwarten wäre einerseits, daß entgegen der

¹⁸ Dieses Problem wird in der Literatur als Zeitinkonsistenz der Geldpolitik beschrieben [vgl. *Kydland, Prescott, 1977; Barro, Gordon, 1983*]. Für eine Anwendung auf Reformprogramme siehe *Funke [1991]*.

¹⁹ Vgl. *Schweickert [1990; 1991]*.

Ankündigung doch abgewertet wird. Andererseits ist eine solche Situation ein typischer Ausgangspunkt für protektionistische Maßnahmen (tarifäre und nicht tarifäre Handelshemmnisse, Konvertibilitätsbeschränkungen), um das Handelsbilanzgleichgewicht ohne Änderung des Wechselkursregimes zu erreichen²⁰. Dies vermindert jedoch entscheidend den Druck auf die heimischen Produzenten, die Preise ihrer Produkte zu senken. Ein zusätzliches Dilemma besteht darin, daß bei hohen Devisenreserven, d. h. bei nicht bindender Devisenrestriktion, die Geldpolitik wegen der Möglichkeit zur Sterilisierung von Devisenabflüssen nicht durch die Zahlungsbilanzsituation gebunden ist²¹. Ein Preissenkungsdruck würde dann ebenfalls entfallen. Außerdem wird deutlich, daß ein fixer Wechselkurs, kurzfristig entweder kein nominaler Anker für die Geldpolitik ist oder aber mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einer Zahlungsbilanzkrise führt.

Wird durch die Wechselkursfixierung eine monetäre Kontraktion ausgelöst, so kann sich dies auch nachteilig auf den Staatshaushalt auswirken. Ist ein beträchtlicher Anteil der Steuereinnahmen der Inflationssteuer zuzurechnen und finanziert der Staat bei externer Kreditrationierung sein Defizit größtenteils durch Kreditaufnahme am heimischen Kapitalmarkt oder direkt bei der Zentralbank, so ist eine erhebliche Ausgabenbeschränkung nötig, um das Haushaltsgleichgewicht zu erhalten. Ist dies nicht möglich und die Flexibilität des Steuersystems kurzfristig gering, so kann die monetäre Kontraktion nicht durchgeführt werden und der Preisanpassungsdruck entfällt.

Schätzen die Privaten den Anreiz zur Änderung der Politik hoch ein und zweifeln sie die Durchführbarkeit der notwendigen Kontraktion an, so werden sie sich bei der Preisbildung eher an der Entwicklung der Vergangenheit orientieren. Dies entspricht einer rationalen Erwartungsbildung. Das gleiche Resultat wäre auch bei adaptiver Erwartungsbildung oder einer vergangenheitsorientierten Indexierung der Wirtschaft zu erwarten. In allen Fällen wird sich das System von Punkt *B* aus nach unten bewegen, d. h. in Richtung auf einen stark überbewerteten Wechselkurs, steigende Handelsbilanzdefizite und sinkendes Einkommen.

Weitere Unwägbarkeiten im Verlauf des Reformprozesses ergeben sich bei Berücksichtigung von Kapitalverkehr. Bei vollkommener Kapitalmobilität kann es zu erheblichen Kapitalzuflüssen kommen, wenn das Wechselkursrisiko zumindest kurzfristig entfällt. Interpretiert man die Gerade C_0 als Leistungsbilanzgleichgewicht mit ausgeglichener Kapitalverkehrsbilanz im

²⁰ Vgl. *Williamson* [1987, S. 43].

²¹ Vgl. *Aghevli, Khan, Montiel* [1991, S. 14].

Ausgangszustand, so könnte z.B. C_1 das neue Zahlungsbilanzgleichgewicht mit Kapitalzufluß darstellen. In B würde dann ein Reservezufluß und damit eine expansive Geldpolitik erfolgen (Bewegung zum Punkt D). Bei besonders starkem Kapitalzufluß erhält man das für die erste Phase vieler Stabilisierungsprogramme in Entwicklungsländern typische Muster einer realen Aufwertung, eines Devisenzuflusses und eines starken Anstiegs der Absorption²². Bei kurzfristig gegebenem Angebot an nicht gehandelten Gütern wird ein Preiserhöhungsdruck ausgelöst, der die reale Aufwertung noch verstärkt. Kapitalzuflüsse können deshalb die notwendige Anpassungskrise weiter verschärfen, wenn sie (bei zunehmender Wahrscheinlichkeit einer Politikänderung und damit steigenden Abwertungserwartungen) nur kurzfristiger Natur sind.

Aus der Analyse des Anpassungsprozesses wird klar, daß feste Wechselkurse keine hinreichende Bedingung zum Erreichen eines neuen stabilen Gleichgewichts mit niedrigerer Inflationsrate darstellen. Notwendige Bedingung für einen Preissenkungsdruck im privaten Sektor ist eine monetäre Kontraktion. Ist diese glaubwürdig, so könnte es sogar zu einer unmittelbaren Preisanpassung kommen, und negative Zahlungsbilanz- und Einkommenseffekte während der Anpassung könnten vermieden werden. Für eine solche Entwicklung ist die Glaubwürdigkeit – und natürlich auch die tatsächliche Durchführung – der monetären Kontraktion allerdings nur eine notwendige Bedingung. Damit das neue Gleichgewicht mit geringerer Inflation tatsächlich erreicht wird, ist es außerdem erforderlich, daß die Preisanpassung des privaten Sektors (Bewegung von C nach G) nicht behindert wird.

Preissenkungen werden be- oder verhindert durch vergangenheitsorientierte Indexierung, fehlenden Wettbewerb und interne Verteilungskämpfe, die ein gleichzeitiges Senken von Preisen und Löhnen unmöglich machen. Die Erfolgsaussichten eines Stabilisierungsprogramms steigen somit bei gleichzeitiger Deindexierung der Wirtschaft, Handelsliberalisierung und verschärftem Wettbewerb durch Deregulierung sowie durch begleitende verteilungspolitische Maßnahmen. Sind die Preise dagegen nicht nach unten flexibel, so wird sich das Angebot an die gesunkene Absorption in Punkt C anpassen. Die Folge wäre ein dauerhaft geringeres Einkommen (Y_1) und Arbeitslosigkeit.

²² Ein expansiver Effekt kann sich auch ohne Kapitalzufluß bei Gültigkeit der Zinsparität ergeben. Bei gegebenem ausländischen Zins und geringerer Abwertungserwartung müßte sich der interne Zinssatz verringern und für kurzfristige expansive Effekte sorgen [Lächler, 1988]. Bei ineffizienten und/oder stark regulierten Kapitalmärkten in Entwicklungsländern ist dieser Wirkungsmechanismus jedoch weniger wahrscheinlich.

3. Höhere Glaubwürdigkeit durch feste Wechselkurse?

Aus Schaubild 1 geht auch hervor, daß die Schaffung eines nominalen Ankers in Form eines festen Wechselkurses keine notwendige Bedingung für ein erfolgreiches Stabilisierungsprogramm darstellt. Der gleiche Erfolg könnte bei flexiblem Wechselkurs durch eine sofortige monetäre Kontraktion erreicht werden, wenn diese der bei fixen Wechselkursen notwendigen Kontraktion entspricht. Dies bedeutet eine Bewegung von *G* nach *E* im Schaubild. Aufgrund des Handelsbilanzüberschusses und des damit verbundenen Devisenangebots wertet die heimische Währung auf, bis Punkt *C* erreicht ist. Die weitere Anpassung erfolgt entsprechend dem Reformprogramm mit festem Wechselkurs²³. Es wird klar, daß beide Programme die gleichen Anforderungen an die Flexibilität von Preisen in der Wirtschaft stellen. Unterschiede bestehen jedoch in der Rolle von Kapitalverkehrsbebewegungen und in der Glaubwürdigkeit des Reformprogramms.

Spekulation läßt sich in beiden Wechselkurssystemen nicht verhindern. Sie wirkt sich jedoch unterschiedlich aus. Bei flexiblem Wechselkurs werden spekulative Kapitalzuflüsse nicht durch Wechselkursgarantien angelockt und sie werden durch rasche Wechselkursanpassung (Aufwertung von *E* nach *C*) unwahrscheinlicher. Kommt es dennoch zu Kapitalzuflüssen, hat dies keine Implikationen für die Stabilität der Geldpolitik. In Schaubild 1 würde ein Punkt unterhalb von *C* erreicht. Dagegen kann es bei festem Wechselkurs – wie oben gezeigt – zu erheblichen expansiven Effekten kommen mit negativen Konsequenzen für die Stabilität der Geldpolitik und für die Glaubwürdigkeit des festen Wechselkurses und damit des Reformprogramms^{24, 25}.

Die Glaubwürdigkeit eines Antiinflationsprogramms mit monetärer Kontraktion und flexiblem Wechselkurs ist auch allgemein höher als bei einem Programm mit festem Wechselkurs. Da die monetäre Kontraktion zuerst erfolgt, bestehen keine Zweifel an ihrer Durchführbarkeit. Der Wechselkurs paßt sich lediglich an die tatsächlich vollzogene Kontraktion an. Dagegen wird bei fixem Wechselkurs durch das Festsetzen des Wechselkursparameters (Bestimmung des Punktes *B* in Schaubild 1) die damit konsistente Kontraktion zur notwendigen Bedingung für den Erfolg der Strategie. Ob diese durchführbar ist, kann bei Beginn des Programms nicht mit Sicherheit

²³ Dieser Ablauf entspricht dem Überschießen des Wechselkurses aufgrund verzögerter Preisanpassung im traditionellen *Dornbusch*-Modell [Dornbusch, 1976].

²⁴ Vgl. hierzu die umfangreiche Literatur zu Zahlungsbilanzkrisen [z.B. Dornbusch, 1987; Krugman, 1979].

²⁵ Zu beachten ist auch, daß durch den Versuch kurzfristige Kapitalzuflüsse zu sterilisieren, Verschuldungsprobleme entstehen können [Calvo, 1991].

gesagt werden²⁶. Dieses Problem wird auch durch eine große einmalige Abwertung zu Beginn eines Stabilisierungsprogramms nicht grundsätzlich behoben. Erstens wird dadurch ein zusätzlicher Inflationsimpuls ausgelöst (die Importpreise steigen). Zweitens, wird eine Ausgangssituation wie in Punkt *F* (Schaubild 1) geschaffen. Die Unterbewertung führt zu einem Devisenzufluß und die Absorption erhöht sich gegenüber dem ursprünglichen Inflationsgleichgewicht sogar noch. Durch die entsprechende Überschußnachfrage auf dem Markt für nicht gehandelte Güter werden sich auch hier die Preise erhöhen. Bedingt durch diese Inflationsdynamik bei dann festem Wechselkurs dürfte das entstehende Handelsbilanzdefizit bzw. die notwendige monetäre Kontraktion noch schärfer ausfallen als ohne ursprüngliche Abwertung. Drittens dürfte es der Glaubwürdigkeit eines Antiinflationsprogrammes schwerlich dienen, am Anfang Inflations- und Expansionsimpulse auszusenden. Die Privaten dürften auf die spätere Kontraktionspolitik eher noch zögerlicher mit Preissenkungen reagieren.

Von der Durchführbarkeit einer monetären Kontraktion ist ihre Durchhaltbarkeit zu unterscheiden. Auch hier ergeben sich Vorteile eines Stabilisierungsprogramms mit flexiblem Wechselkurs. Kann das Programm nicht durchgehalten werden, wird bei dann erfolgreicher monetärer Expansion und flexiblem Wechselkurs das alte Gleichgewicht ohne eine Inflationsreduzierung wieder erreicht. Dagegen würde eine Umkehr der Geldpolitik bei fixem Wechselkurs zu einer Zahlungsbilanzkrise führen (Punkt *B* in Schaubild 1). Außerdem entfällt das Zeitinkonsistenzproblem, wenn auf einen festen Wechselkurs verzichtet wird. Erfolgt nämlich die monetäre Kontraktion kontinuierlich, so wird jede Bewegung vom Gleichgewicht (*G*) nach links von einer Wechselkursanpassung begleitet. Die Abweichung vom ursprünglichen Einkommen bleibt gering. Passen sich daraufhin die Privaten an, so erfolgt die nächste Kontraktionsphase wieder vom Gleichgewichtspunkt *G* aus. Dieser Prozeß kann sich wiederholen, bis die Inflation auf das angestrebte Maß reduziert ist. Durch die geringen Einkommenseinbußen kann für den Staat der Anreiz entfallen, seine Politik zu ändern²⁷.

Das potentielle Glaubwürdigkeitsdefizit des festen Wechselkursansatzes kann letztlich nur behoben werden, wenn die Wechselkursfixierung im Rah-

²⁶ Die Durchführbarkeit hängt allgemein – bei gegebenen Restriktionen – vom gewählten festen Wechselkurs ab, der das entstehende Ungleichgewicht in Punkt *B* definiert. Es ist deshalb schwierig, bei unsicheren Prognosen über dieses Ungleichgewicht das geeignete Wechselkursniveau zu definieren [Balassa, 1990, S. 87].

²⁷ Das gleiche Argument würde grundsätzlich auch für ein vorsichtiges, diskretionäres Senken der nominalen Abwertungsrate anstelle einer absoluten Wechselkursfixierung gelten. Die Funktion des Wechselkurses als nominaler Anker sowie die Festlegung der Politik wären damit jedoch erheblich abgeschwächt.

men einer Währungsunion endgültig ist und wenn der Staat, mit dem die Währungsunion eingegangen wird, die Geldversorgung und die Finanzierung des Staatsdefizites des Beitrittsstaates garantiert. Durch diese Garantien werden die Devisen- und Haushaltsrestriktion aufgehoben und das Erreichen von Punkt *C* sichergestellt, indem die Kontraktion automatisch über Handelsbilanzdefizite des Beitrittslandes mit dem ursprünglichen Währungsgebiet erfolgt. Die zur Erzeugung eines Preissenkungsdrucks notwendige monetäre Kontraktion wird jedoch nicht stattfinden, wenn das im Punkt *B* entstehende Handelsbilanzdefizit durch zusätzliche finanzielle Transfers alimentiert wird²⁸.

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß ein Stabilisierungsprogramm mit dem Ziel, die Inflationsrate zu senken, durch feste Wechselkurse nicht glaubwürdiger wird. Eine höhere Glaubwürdigkeit als bei flexiblen Wechselkursen wäre nur durch weitgehende externe Garantien und Transfers herzustellen. Eine solche Situation ist für die ehemalige DDR gegeben, ansonsten aber eher auszuschließen. Selbst wenn sich auch für die Staaten Osteuropas ein Garantiegeber fände, bleiben die Kosten zu betrachten, die durch das „Binden der Hände“ verursacht würden.

4. Volkswirtschaftliche Kosten bei nominalem und realem Anpassungsbedarf

Grundsätzlich muß die Wirtschaftspolitik flexibel genug sein, um sich an veränderte externe Rahmenbedingungen anpassen zu können. Dabei sind zwei Arten von Veränderungen zu beachten: eine Variation der ausländischen Inflationsrate und reale Schocks.

Anhand von Schaubild 1 können auch die stabilen Anpassungspfade diskutiert werden, wenn die ausländische Inflationsrate sich ändert. Punkt *F* stellt den Fall einer höheren ausländischen Inflationsrate dar. Der entstehende Handelsbilanzüberschuß würde bei festem nominalen Wechselkurs zu Reservezuflüssen führen. Die monetäre Expansion wiederum bewirkt Preiserhöhungen und die Rückkehr zum Gleichgewicht *G*, allerdings mit einer um die Veränderung der ausländischen Inflationsrate höheren inländischen Inflationsrate als im ursprünglichen Gleichgewicht. Dieser Anpassungsprozeß dürfte relativ reibungslos verlaufen, da er Preiserhöhungsspielräume im Inland schafft.

²⁸ Zu den negativen Anreizeffekten und dem beschränkten Nutzen solcher Zahlungen am Beispiel der Entwicklungshilfe vgl. *Hiemenz* [1989].

Fällt die Inflationsrate im Ausland niedriger aus als in der Vergangenheit, so gilt bei festem Wechselkurs der im vorhergehenden Abschnitt für ein Stabilisierungsprogramm beschriebene Anpassungspfad mit all seinen Unwägbarkeiten. Sind z. B. Preise und Löhne nicht nach unten flexibel, so verharrt das System in Punkt *C* mit einem überbewerteten realen Wechselkurs und geringerem Einkommens- und Beschäftigungsniveau. Besonders problematisch ist dabei, daß sich bei dauerhafter Verringerung der ausländischen Inflationsrate der gleiche Ablauf in der nächsten Periode wiederholt und sich das Ungleichgewicht weiter verstärkt. Eine solche Verschärfung der Krise ist auch in einer Währungsunion möglich, die bei entsprechender Ausgestaltung zwar die notwendige monetäre Kontraktion ermöglicht, bei geringer Preisflexibilität nach unten jedoch erhebliche Wachstumsdifferenzen zwischen den Mitgliedsstaaten nicht verhindern kann. Ist der Wechselkurs dagegen flexibel, so ist eine Anpassung durch nominale Aufwertung (Punkt *F*) bzw. Abwertung (Punkt *B*) möglich, ohne die Geldpolitik zu destabilisieren und die Preisflexibilität zu testen.

Im Gegensatz zu auftretenden Inflationsdifferenzen ist bei realen Schocks, d. h. bei internem Strukturanpassungsbedarf oder veränderten externen Rahmenbedingungen, eine reale Wechselkursänderung erforderlich. Derartige Schocks verschieben die Handels- und/oder die Gütermarktgleichgewichtskurve. Ein Anpassungsbedarf von einem Ausgangsgleichgewicht in D_3 nach G in Schaubild 2 könnte z. B. durch einen negativen terms-of-trade Schock hervorgerufen werden. Durch die verschlechterten terms of trade entsteht in D_3 ein Handelsbilanzdefizit und ein Nachfrageüberhang. Das neue Gleichgewicht entsteht in B durch die Verschiebung der Kurven von C_0 nach C_0^* und Y_0 nach Y_0^* . Einem positiven Angebotsschock entspräche eine Bewegung von D_1 nach G .

Betrachtet man alle Ausgangsgleichgewichte D_i , bei denen durch reale Schocks eine gleich starke reale Überbewertung ($S = S_1 < S^*$) eingetreten ist²⁹, so ist zunächst festzustellen, daß der geldpolitische Anpassungsbedarf bei einem System fester Wechselkurse mindestens so groß ist wie bei flexiblem Wechselkurs. Bei festem Wechselkurs sorgt der Zahlungsbilanzmechanismus für eine Anpassung nach D_1 . Von D_1 erfolgt die Anpassung nach B durch eine entsprechende Preisanpassung (hier sinkende Preise nicht gehandelter Güter). Der geldpolitische Anpassungsbedarf (*GAP*), definiert als notwendige Kontraktion, ergibt sich als:

²⁹ Dies entspricht der für Entwicklungsländer typischen Situation [Edwards, 1989]. Außerdem können diese Situationen – wie oben gezeigt – politikbedingt auftreten.

$$(2) \quad GAP_{\text{fest}} = A_i - A_1,$$

wobei

A_i = Absorption im ursprünglichen Gleichgewicht.

Bei flexiblem Wechselkurs kann eine Anpassung des realen Wechselkurses durch den nominalen Wechselkurs erfolgen. Dadurch wird ein neues Handelsbilanzgleichgewicht auf der Geraden C_0^* erreicht. Danach können geldpolitische Maßnahmen und entsprechende Wechselkursanpassungen für eine Bewegung entlang C_0^* nach B sorgen³⁰. Daraus ergibt sich ein geldpolitischer Anpassungsbedarf von:

$$(3) \quad GAP_{\text{flex}} = A_i - A_2.$$

Für alle A_i gilt dann $GAP_{\text{fest}} > GAP_{\text{flex}}$. Dies bedeutet, daß bei festen Wechselkursen für Punkte links von D_1 eine mögliche monetäre Expansion minimiert wird; für alle Punkte zwischen D_1 und D_2 einer monetären Kontraktion eine monetäre Expansion bei flexiblen Wechselkursen gegenübersteht; für Punkte rechts von D_2 eine notwendige monetäre Kontraktion maximiert wird³¹. Letzteres gilt z.B. für in Entwicklungsländern oft beobachtete Ausgangspunkte mit überbewerteter Währung, Zahlungsbilanzdefizit und zu hoher Absorption (z.B. D_3). Erschwerend für die Erwartungsbildung des privaten Sektors kommt hinzu, daß bei festem Wechselkurs und ursprünglichem Zahlungsbilanzdefizit die Anpassung der Absorption ihre Richtung wechselt, wie es der Fall ist bei einer Anpassung von D_3 über D_1 nach B .

Neben einer Destabilisierung der Absorption und einer Maximierung des geldpolitischen Anpassungsbedarfs erfordern feste Wechselkurse wiederum Preisflexibilität. Für alle Ausgangspunkte mit überbewerteter Währung (unterhalb von B), d.h. zu hohem inländischen Preisniveau, besteht die Gefahr, daß diesem Flexibilitätsbedarf kein entsprechendes Potential entgegensteht.

³⁰ Ob der gesamte Anpassungsprozeß tatsächlich ohne Anpassung der Preise nicht gehandelter Güter erfolgen sollte, wird in Abschnitt III diskutiert.

³¹ Es wird dabei davon ausgegangen, daß der Zahlungsbilanzausgleich schneller erfolgt als die Preisanpassung.

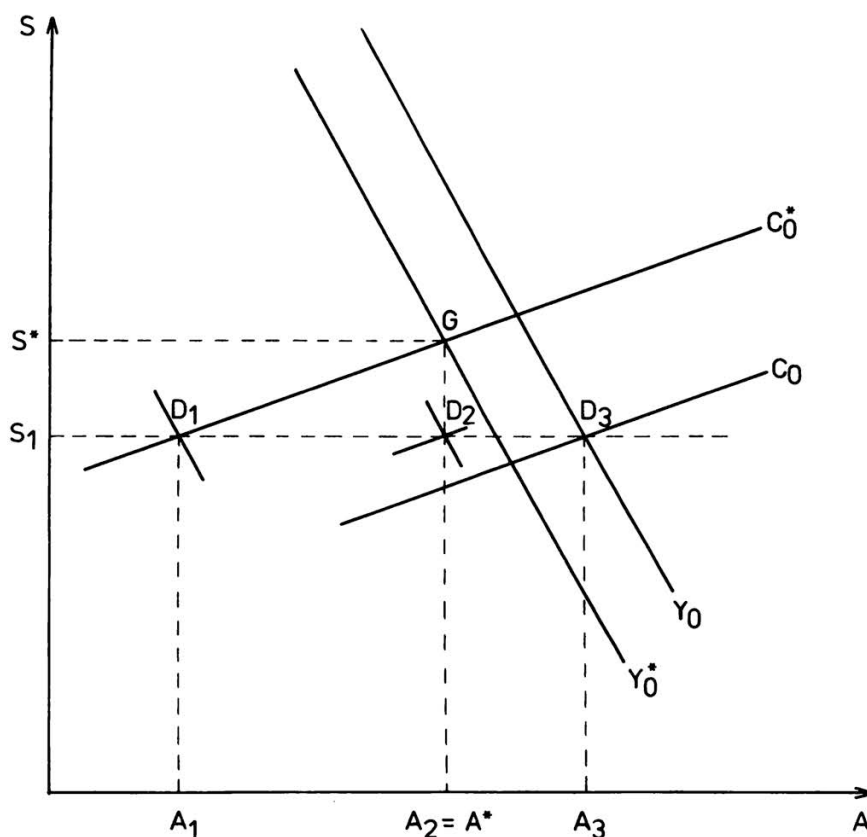


Schaubild 2: Anpassung an reale Veränderungen bei festen und flexiblen Wechselkursen

5. Nutzen und Kosten der Wechselkursfixierung

Es wurde bisher gezeigt, daß ein nominaler Anker in Form einer Wechselkursfixierung weder notwendig noch hinreichend für ein erfolgreiches Stabilisierungsprogramm ist. Es bestehen zudem wesentlich höhere Anforderungen an die Glaubwürdigkeit eines Reformprogramms mit fixem Wechselkurs, die nur durch eine Währungsunion mit erheblichen Garantien mit Sicherheit erfüllt werden können.

Bei realen Schocks und bei Inflationsdifferenzen zum Ausland wird der geldpolitische Anpassungsbedarf maximiert bzw. die Absorption destabili-

siert. Schließlich sind bei Ungleichgewichtssituationen im Gegensatz zu einem System mit flexiblem Wechselkurs generell Preisanpassungen bei nicht gehandelten Gütern nötig, um das neue Gleichgewicht zu erreichen, d.h. Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Dies gilt gerade im Falle einer Währungsunion. Grundsätzlich besteht also ein trade-off zwischen Preisstabilität und Wechselkursstabilität. Nur für sehr kleine und offene Volkswirtschaften dürfte der Nutzen aus der gewonnenen externen Preisstabilität durch fixe Wechselkurse größer sein als der Nutzen aus interner Preisniveaustabilität im Falle flexibler Wechselkurse. Dies gilt um so mehr, je umfangreicher die monetären Transaktionen zwischen Inländern und Ausländern relativ zu den Transaktionen zwischen Inländern sind³².

Die eventuellen Kosten der erforderlichen Preisflexibilität müssen dem Nutzen aus stabilen externen Preisen gegenübergestellt werden. Sie bestimmen sich aus dem Preisanpassungsbedarf, der wiederum dem realen Wechselkursanpassungsbedarf entspricht (vgl. Schaubild 2)³³. Der reale Wechselkursanpassungsbedarf ist deshalb bei gegebenem Nutzen einer Wechselkursfixierung ein wichtiges Kriterium, um ein optimales Währungsgebiet zu bestimmen³⁴. Die Kosten fixer Wechselkurse sind letztlich um so höher, je größer der Bedarf an realer Anpassung ist und je stärker deren Auswirkungen auf den realen Wechselkurs sind³⁵.

Das Erfordernis realwirtschaftlicher Anpassung nimmt mit unterschiedlichen Produktions- und Handelsstrukturen und damit der Wahrscheinlichkeit zu, daß internationale Schocks die Volkswirtschaften in unterschiedlicher Weise betreffen. Außerdem können Veränderungen im internen wirtschaftspolitischen Regime realen Anpassungsbedarf hervorrufen. Dies gilt z.B. für einen Wechsel von einer protektionistischen zu einer liberaleren Außenhandelspolitik, wie er für osteuropäische Reformstaaten angestrebt wird. Der reale Wechselkurseffekt einer realen Anpassung wird um so größer ausfallen,

– je geringer die Faktormobilität³⁶,

³² Vgl. *Glismann, Horn, Nehring, Vaubel* [1986, S. 216].

³³ Für ein Wechselkurssystem mit festen Kursen ist dies ein günstiger Vergleich! Zum einen wird die Destabilisierung der Absorption und die Maximierung geldpolitischer Anpassungslasten nicht betrachtet. Zum anderen lassen sich Wechselkursrisiken leichter versichern als Kaufkrafttrisiken und das Konvertibilitätsrisiko steigt bei festen Kursen.

³⁴ Vgl. *Vaubel* [1978a].

³⁵ Vgl. *Vaubel* [1988, S. 234 - 240].

³⁶ Dies gilt insbesondere für den Faktor Arbeit. Eine hohe Kapitalmobilität kann – wie oben gezeigt – auch destabilisierend wirken.

- je geringer die fiskalische Integration, d.h. die Verpflichtung zu redistributiven, staatlichen Kapitaltransfers, und
- je geringer die gegenseitige Offenheit der Volkswirtschaften ist³⁷.

Es ist offensichtlich, daß keines dieser Kriterien nahelegt, daß ein Entwicklungsland oder ein reformwilliges osteuropäisches Land eine feste Wechselkursbindung an die Währung eines hochentwickelten Industrielandes eingehen sollte. Im Gegenteil: da nur eine Währungsunion die Glaubwürdigkeit eines Reformprogramms mit fixen Wechselkursen erhöhen könnte, müßten diese Länder aufgrund der Irreversibilität der Währungsunion langfristig erhebliche Anpassungskosten tragen. Dies wäre insbesondere für Länder mit großen Binnenmärkten eine fatale Fehlentscheidung, da bei ihnen zusätzlich der Nutzen einer Wechselkursfixierung äußerst gering sein dürfte.

III. Geldpolitische Regeln bei flexiblem Wechselkurs

Wird der Wechselkurs als nominaler Anker abgelehnt, so bedeutet dies nicht, daß eine Bindung der Geldpolitik an einen Anker nicht sinnvoll sein kann, um die Erwartungsbildung der Privaten über die Wirtschaftspolitik zu stabilisieren und eine Stabilisierungskrise abzuschwächen. Wird z.B. von jeglichem Wechselkursmanagement abgesehen, so kann die Geldpolitik unabhängig von der Entwicklung externer Rahmenbedingungen gestaltet werden. Auch bei einem System fester Wechselkurse und hoher Devisenbestände trifft dies zu. Durch Sterilisation entsprechender Devisenabflüsse bleibt die Geldpolitik zumindest kurzfristig unbestimmt³⁸. Die Glaubwürdigkeit eines Reformprogramms kann deshalb – unabhängig vom Wechselkursregime – nur dann erhöht werden, wenn die Geldpolitik einer Regel unterworfen wird. Dabei ist zu analysieren, ob durch eine festgelegte Geldmengenexpansion jeglicher diskretionärer Spielraum vermieden werden sollte oder lediglich der Zentralbank das geldpolitische Ziel vorzugeben ist. Als mögliche Zielgrößen werden in der Literatur die Inflationsrate und das nominale Einkommen diskutiert³⁹.

³⁷ Die in diesem Abschnitt genannten Kriterien entstammen der traditionellen Analyse optimaler Währungsräume [vgl. hierzu *Kenen*, 1969; *Yeager*, 1958; *Mundell*, 1961; *Johnson*, 1970; *McKinnon*, 1963].

³⁸ Es sei daran erinnert, daß nur hohe Devisenbestände ein Stabilisierungsprogramm mit festen Wechselkursen überhaupt lebensfähig machen.

³⁹ Von der Diskussion eines Zinszieles soll hier wegen kaum vorhandener Kapitalmärkte in Osteuropa abgesehen werden.

Der monetaristische Vorschlag einer festgelegten Geldmengenexpansion zielt in erster Linie auf die Vermeidung inflationärer oder deflationärer Entwicklungen durch falsche bzw. verzögerte Reaktionen der Zentralbank auf externe Schocks ab⁴⁰. Für Länder mit erheblichem Stabilisierungs- und Anpassungsbedarf kann eine Geldmengenregel jedoch erhebliche Schwächen aufweisen. Es dürfte zum einen problematisch sein, die zu einem neuen Gleichgewicht mit niedrigerer Inflationsrate passende Geldmengenexpansion zu prognostizieren. Insbesondere ist davon auszugehen, daß sich eine erfolgreiche Inflationsreduzierung positiv auf die Geldnachfrage und damit auf die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes auswirkt⁴¹. Im Gegensatz zu Industrieländern dürfte die Beziehung zwischen der Umlaufgeschwindigkeit und ihren Determinanten im Falle von Ländern, die umfangreiche Reformprogramme durchlaufen und zusätzlich über geringe marktwirtschaftliche Erfahrungen verfügen, nicht unbedingt stabil sein, wie dies im monetaristischen Modell angenommen wird⁴². Wird also eine Geldmengenexpansion festgelegt, so besteht bei der Möglichkeit einer falschen Einschätzung der Geldnachfrageeffekte Ungewißheit hinsichtlich der erreichten Inflationsreduzierung.

Wie Schaubild 3 zeigt, ist außerdem zu beachten, daß bei flexiblem Wechselkurs und fester Geldmengenregel die Bewältigung eines Anpassungsproblems zu einer Destabilisierung der Inflationsrate führen kann. Besonders problematisch ist dabei ein zusätzlicher Inflationsimpuls bei einem positiven Nachfrageschock, einem negativen Angebotsschock oder einem negativen Zahlungsbilanzschock (z.B. durch eine Verschlechterung der terms-of-trade oder geringere Kapitalzuflüsse).

Ein positiver Nachfrageschock würde eine erhöhte Absorption und eine Bewegung von Punkt *G* zu Punkt *B* auf der neuen, kurzfristigen Nachfragekurve (Y_N^1) bedeuten. Durch das entstehende Zahlungsbilanzdefizit wertet der nominale Wechselkurs ab und Punkt *C* wird erreicht. Die Bewegung zum neuen Gleichgewicht G_1 ⁴³ muß bei konstantem Geldangebot durch höhere Preise für nicht gehandelte Güter erfolgen. Zusammen mit der Verteuerung der gehandelten Güter durch die nominale Abwertung kann sich aus dem Anpassungsprozeß eine wesentliche Preiserhöhung ergeben. Ähnliches gilt auch für einen negativen Zahlungsbilanzschock, d. h. für eine Ver-

⁴⁰ Vgl. *Friedman* [1968].

⁴¹ Veränderungen der Geldnachfrage ergeben sich auch aus realen Einkommensänderungen im Stabilisierungsprozeß (vgl. Schaubild 1).

⁴² Vgl. hierzu *Felderer, Homburg* [1984, S. 242].

⁴³ War das Angebot nicht nachfragebestimmt, so erfolgt eine Anpassung zurück nach *G*.

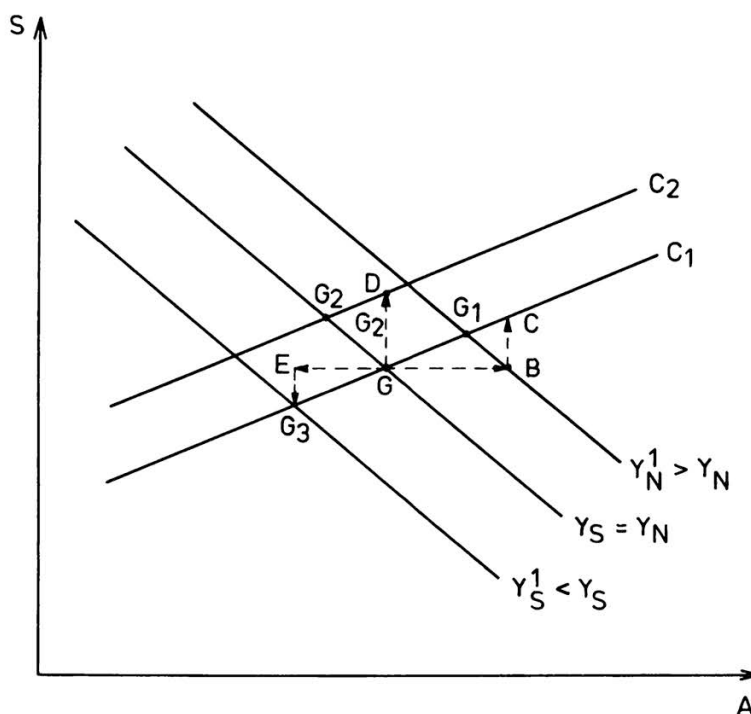


Schaubild 3: Auswirkungen unterschiedlicher Schocks auf die Preisentwicklung

schiebung des Zahlungsbilanzgleichgewichts von C_1 nach C_2 . Das entstehende Defizit würde auch hier zu einer nominalen Abwertung (Punkt D) und anschließend zu einem Preiserhöhungsdruck auf dem Markt nicht gehandelter Güter führen (Bewegung nach G_2). Ein negativer Angebotschock (Y_S^1) wird zwar nicht zu einer Abwertung, aber zu höheren Preisen nicht gehandelter Güter führen (Anpassung von G nach G_3). Gemeinsam ist diesen Anpassungsverläufen, daß – bei Zahlungsbilanzgleichgewicht – eine notwendige reale Aufwertung zur Beseitigung der Überschufnachfrage auf dem Markt für nicht gehandelte Güter durch steigende Preise auf diesem Markt herbeigeführt wird.

Gibt man die Annahme eines fixen Geldangebots auf und nimmt an, daß die Geldpolitik auf eine Überschufnachfrage und den entsprechenden Preisdruck kontraktiv reagiert, so könnten Preissteigerungen im Falle negativer Zahlungsbilanzschocks und positiver Nachfrageschocks gedämpft bzw. vermieden werden. Bei einem negativen Angebotschock könnte durch eine monetäre Kontraktion ein Devisenüberschußangebot (Punkt E), eine

nominale Aufwertung und damit eine Preissenkung im Anpassungsprozeß erzielt werden. Ein Inflationsziel kann also im Gegensatz zu einer Geldmengenregel Preissenkungsspielräume nutzen.

Vertreter eines nominalen Einkommenszieles für die Geldpolitik gehen davon aus, daß eine einseitige Verfolgung des Preisniveauezies mit hohen Wachstumsverlusten verbunden sei. Durch ein nominales Einkommensziel, d. h. durch entsprechende Nachfragesteuerung, seien beide Ziele sinnvoll zu verknüpfen⁴⁴. Bei kurzfristigen Nachfrageänderungen – etwa aufgrund einer schwankenden Geldnachfrage – und gegebenem realen Gleichgewichtseinkommen würden jedoch bei einem nominalen Einkommensziel die gleichen geldpolitischen Reaktionen erfolgen wie bei einem Inflationsziel. Ein wesentlicher Unterschied besteht aber bei Angebotsschocks. Bei negativen Angebotsschocks würde das nominale Einkommen stabilisiert, wenn die höheren Preise in Punkt G_3 genau dem realen Einkommensverlust im Vergleich zum alten Gleichgewicht entsprechen würden. Wie im letzten Abschnitt dargelegt, wären bei einem Inflationsziel für die Geldpolitik jedoch sinkende Preise möglich. Das nominale Einkommensziel würde sogar zu einer höheren Inflationsrate führen als eine Geldmengenregel, wenn das nominale Einkommen in G_3 bei passiver Geldpolitik gegenüber dem in G gesunken wäre.

Es wird daraus deutlich, daß die Stabilisierung des nominalen Einkommens kein Kompromiß zwischen der Stabilisierung des realen Einkommens und der Inflation darstellt, sondern bei Angebotsschocks beide Größen nicht stabilisieren kann⁴⁵. Für Osteuropa ist dies von besonderer Relevanz, da aufgrund der Entwertung des alten Kapitalstocks zunächst ein Einbruch des realen Wachstums zu beobachten ist, ehe dieser durch den Aufbau eines neuen Kapitalstocks von einem positiven Wachstumsprozeß abgelöst wird [Siebert, 1992]. Durch ein nominales Einkommensziel für die Geldpolitik könnte die Illusion geweckt werden, auch das reale Einkommen wäre durch geldpolitische Maßnahmen zu stabilisieren. Außerdem würde die Gefahr entstehen, daß die realen Wachstumseinbrüche zu Beginn der Reform zu erheblichen Preissteigerungen führen.

Da also kein Vorteil des nominalen Einkommensziels gegenüber einem Inflationsziel zu erkennen ist, der die beschriebenen Nachteile ausgleichen

⁴⁴ Vgl. z. B. *Williamson, Miller* [1984, S. 7].

⁴⁵ Zur Stabilisierung des Angebots wäre in diesem Fall eine Reallohnsenkung nötig. Nur wenn die Gewerkschaften der Geldillusion unterliegen und/oder Reallohnsenkungen hinnehmen, kann eine nominale Einkommensregel stabilisierend wirken. Der erste Fall dürfte unwahrscheinlich sein; im zweiten Fall wäre auch eine Nominallohnanpassung bei Beibehaltung des Inflationszieles möglich.

könnte⁴⁶, bleibt der Vergleich zwischen einer Geldmengenregel und dem Inflationsziel. Grundsätzlich besteht zwischen beiden ein trade-off zwischen der Sicherheit über den Instrumenteneinsatz und der Sicherheit über die zu erwartende Inflationsrate⁴⁷. Inwieweit letztere bei einem Inflationsziel tatsächlich hergestellt werden kann, hängt in entscheidendem Maße von der Qualität des geldpolitischen Managements und der Interdependenz zwischen Geld- und Fiskalpolitik ab.

So müßte die geldpolitische Autorität in der Lage sein abzuschätzen, ob es sich um temporäre oder dauerhafte Schocks handelt, bzw. zeitliche Verzögerungen des Instrumenteneinsatzes berücksichtigen. Die Fähigkeit dazu könnte durch die Unterstützung durch ausländische Zentralbanken mit hoher Reputation verbessert werden. Die richtigen Anreizeffekte zu einer Antiinflationsspolitik wären durch eine unabhängige Zentralbank und die Zulassung einer stabilen Parallelwährung zu schaffen. Dadurch könnte die Geldpolitik von der Fiskalpolitik rechtlich entkoppelt werden. Ein entsprechender Wettbewerbsdruck würde antiinflationäres Verhalten sicherstellen. Ein positiver Nebeneffekt einer solchen Regelung wäre außerdem, daß die Entscheidung über fixe vs. flexible Wechselkurse von jedem Marktteilnehmer selbst getroffen werden könnte und der Einsatz eigener und fremder Währung unabhängig von einer regionalen Zuordnung und stattdessen (transaktions-) zweckgebunden erfolgen würde⁴⁸.

In dem Maße, in dem die Fiskalpolitik jedoch von der Geldpolitik abhängt, ist eine dem Inflationsziel verpflichtete, unabhängige Zentralbank nicht praktikabel. Befindet sich nämlich ein effizientes Steuersystem noch im Aufbau, sinken die Einnahmen aus den vorhandenen Quellen aufgrund der Anpassungsrezession, entfallen Handelssteuereinnahmen aufgrund einer Handelsliberalisierung und steigt gleichzeitig der staatliche Investitionsbedarf, um für private Investitionen komplementäre Güter zur Verfügung zu stellen, so wird zumindest ein großer Teil des Staatsdefizites durch Kredite bei der Zentralbank zu decken sein. Privatisierungserlöse können diesen Finanzierungsbedarf zwar kurzfristig verschleiern, bei fehlender interner und externer Kreditwürdigkeit ist die mögliche Reduzierung der Geldmengenexpansion jedoch eng mit der möglichen Reduzierung des Staatsdefizites verknüpft, wenn ein Bankrott des Staates verhindert werden

⁴⁶ Dabei wurden Nachteile bei der Datenerhebung sogar vernachlässigt.

⁴⁷ Im Falle von realen Schocks, die Preissenkungen erfordern würden, entsteht auch ein trade-off zwischen der Sicherheit über den Instrumenteneinsatz und der Anpassungsflexibilität, wenn Preise nicht nach unten flexibel sind (vgl. auch Abschnitt II.4.).

⁴⁸ Vgl. *Vaubel* [1978b].

soll. Bevor also die tatsächliche Unabhängigkeit der Zentralbank sichergestellt werden kann, wird für das betreffende Land eher eine an der fiskalischen Situation orientierte Geldmengenregel als ein Geldmengenmanagement mit einer bestimmten Inflationsvorgabe optimal sein.

Literatur

- Aghevli, Bijan B., Khan, Moshin S., Montiel, Peter J. [1991]: Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues. IMF Occasional Paper, 78, Washington D.C. – Balassa, Bela [1990]: „Exchange Rate Regimes in LDCs“. In: Claassen, Emil-Maria (Hrsg.), International and European Monetary Systems, New York, S. 83 - 94. – Barro, Robert J., Gordon, David B. [1983]: „A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model“. Journal of Political Economy, Vol. 91, S. 548 - 610. – Bofinger, Peter [1991]: Options for the Payments and Exchange Rate System in Eastern Europe. Centre for Economic Policy Research, Discussion Papers, Nr. 545. London. – Calvo, Guillermo A. [1991]: „The Perils of Stabilization“. IMF Staff Papers, Vol. 38, S. 921 - 926. – Corden, W. Max [1991]: „Exchange Rate Policy in Developing Countries“. In: de Melo, Jaime, Sapir, André (Hrsg.), Trade Theory and Economic Reform, Cambridge/Oxford, S. 224 - 245. – Dornbusch, Rudiger [1976]: „Expectations and Exchange Rate Dynamics“. Journal of Political Economy, Vol. 84, S. 1161 - 1176. – Dornbusch, Rudiger [1987]: „Collapsing Exchange Rate Regimes“. Journal of Development Economics, Vol. 27, S. 71 - 83. – Edwards, Sebastian [1989]: Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment. Cambridge, Mass. – Fels, Joachim [1991]: „Währungspolitik in den asiatischen NICs – von der Dollar-Koppelung zum Yen-Block?“. In: Siebke, Jürgen (Hrsg.), Monetäre Konfliktfelder der Weltwirtschaft. Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 210. Berlin, S. 447 - 464. – Felderer, Bernhard, Homburg, Stefan [1984]: Makroökonomik und neue Makroökonomik, Berlin/Heidelberg/New York/Tokyo. – Friedman, Milton [1968]: „The Role of Monetary Policy“. American Economic Review, Vol. 58, S. 1 - 17. – Funke, Norbert [1991]: „Die Glaubwürdigkeit von Wirtschaftsreformen: Bedeutung, Ursachen und Ansatzpunkte zur Lösung von Glaubwürdigkeitsproblemen“. Die Weltwirtschaft, Heft 2, S. 175 - 186. – Glismann, Hans H., Horn, Ernst-Jürgen, Nehring, Sighart, Vauvel, Roland [1986]: Weltwirtschaftslehre, Bd. 1, Göttingen. – Heinrich, Ralph [1991]: „Gesamtwirtschaftliche Stabilisierungspolitik in Polen, Ungarn und der CSFR: Eine Zwischenbilanz“. Die Weltwirtschaft, Nr. 2, S. 146 - 159. – Hiemenz, Ulrich [1989]: Development Strategies and Foreign Aid Policies for Low Income Countries in the 1990s. Kieler Diskussionsbeiträge, 152. – Hiemenz, Ulrich, Nunnenkamp, Peter et al. [1992]: The International Competitiveness of Developing Countries for Risk Capital. Kieler Studien, Nr. 242. Tübingen 1992. – Johnson, Harry G. [1970]: „The Case for Flexible Exchange Rates“. In: Halm, George N. (Hrsg.), Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates, Princeton, S. 91 - 111. – Kenen, Peter B. [1969]: „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View“. In: Mundell, Robert A., Swoboda, Alexander K. (Hrsg.), Monetary Problems of the International Economy, Chicago, S. 41 - 60. – Kiguel, Miguel A., Liviatan, Nissan [1990]: The Business Cycle Associated with Exchange-Rate-Based Stabilization. World Bank, PRE Working Papers, Nr. 513. Washington. – Krugman, Paul [1979]: „A Model of Balance of Payments Crises“. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 3, S. 311 - 325. – Kydland, Finn E., Prescott,

Edward C. [1977]: „Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans“. *Journal of Political Economy*, Vol. 85, S. 473 - 491. – Lächler, Ulrich [1988]: „Credibility and the Dynamics of Disinflation in Open Economies. A Note on Southern Cone Experiments“. *Journal of Development Economics*, Vol. 28, S. 285 - 307. – Lipton, David, Sachs, Jeffrey D. [1990]: „Creating a Market Economy in Eastern Europe: The Case of Poland“. *Brooking Papers on Economic Activity*, Nr. 1, S. 72 - 147. – McKinnon, Ronald I. [1963]: „Optimum Currency Areas“. *American Economic Review*, Vol. 53, S. 717 - 725. – Mundell, Robert A. [1961]: „A Theory of Optimum Currency Areas“. *American Economic Review*, Vol. 51, S. 657 - 665. – Nunnenkamp, Peter, Schmieding, Holger [1991]: Zur Konsistenz und Glaubwürdigkeit von Wirtschaftsreformen. Einige Erfahrungen und Lehren für die Systemtransformation in Mittel- und Osteuropa. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 166. – Nunnenkamp, Peter, Schweickert, Rainer [1992]: Geld- und Währungspolitik im Entwicklungsprozeß – Aktuelle Herausforderungen und Lösungsansätze. Papier für die Tagung der Deutschen Stiftung für internationale Entwicklung (DSE) „Geld- und Währungspolitik in der wirtschaftlichen und sozialen Entwicklung“ am 30./31. März 1992 in Berlin. – Reisen, Helmut [1991]: On Liberalising the Capital Account: Experiences with Different Exchange Rate Regimes. Papier für die Jahrestagung 1991 des Vereins für Socialpolitik in Lugano (mimeo). – Schmieding, Holger [1991]: Lending Stability to Europe's Emerging Market Economies. On the Importance of the EC and the ECU for East-Central Europe. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere Nr. 481. – Schweickert, Rainer [1990]: „Determinanten und Effekte realer Wechselkursänderungen in Entwicklungsländern“. *Die Weltwirtschaft*, Heft 2, S. 138 - 153. – Schweickert, Rainer [1992]: „Geld- und Wechselkurspolitik in Argentinien und Chile 1970 - 1988, – ein Vergleich“. *Die Weltwirtschaft*, Nr. 1, S. 85 - 106. – Schweickert, Rainer [1993], „Alternative Strategies for Real Devaluation and the Sequencing of Economic Reforms in Developing Countries“. *Kyklos*, Vol. 46, S. 65 - 85. – Schweickert, Rainer, Nunnenkamp, Peter, Hiemenz, Ulrich [1992]: Stabilisierung durch feste Wechselkurse: Fehlschlag in Entwicklungsländern – Erfolgsrezept für Osteuropa? *Kieler Diskussionsbeiträge*, Nr. 181. – Siebert, Horst [1992]: Die reale Anpassung bei der Transformation einer Planwirtschaft. *Kieler Arbeitspapiere*, 500. – Vaubel, Roland [1978a]: „Real Exchange Rate Changes in the European Community: A New Approach to the Determination of Optimum Currency Areas“. *Journal of International Economics*, Vol. 8, S. 319 - 339. – Vaubel, Roland [1978b]: Strategies for Currency Unification. *The Economics of Currency Competition and the Case for a European Parallel Currency*. *Kieler Studie*, 156, Tübingen. – Vaubel, Roland [1988]: „Monetary Integration Theory“. in: Zis, George et al. (Hrsg.), *International Economics*, New York, S. 223 - 262. – Williamson, John [1987]: „Exchange Rate Policy for Developing Countries“. *Journal of Foreign Exchange and International Finance*, Vol. 1, S. 39 - 46. – Williamson, John, Miller, Marcus H. [1987]: Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy, Washington D.C. – Yaeger, Leland B. [1958]: „Exchange Rates Within a Common Market“. *Social Research*, Vol. 25, S. 415 - 438.

Zusammenfassung

Implikationen alternativer Geld- und wechsellkurs- politischer Regeln im Transformationsprozeß

Angesichts katastrophaler Erfahrungen in Entwicklungsländern und zahlreicher theoretischer Einwände muß es überraschen, daß eine Wechselkursfixierung auch für osteuropäische Reformstaaten vorgeschlagen wird (und zum Teil schon versucht wurde), um die Wirtschaft zu stabilisieren. Dieser Beitrag zeigt, daß ein Stabilisierungsprogramm mit festen Wechselkursen

- die Geldpolitik kurzfristig nicht bindet und/oder mit gesamtwirtschaftlichen Restriktionen nicht konsistent ist,
- abgesehen von einer Währungsunion – die für die meisten Staaten nicht realisierbar sein dürfte – gegenüber flexiblen Wechselkursen ein Glaubwürdigkeitsdefizit aufweist und daß
- bei gleichzeitigem realem Anpassungsbedarf erhebliche Wachstumsverluste zu erwarten sind.

Für die osteuropäischen Reformstaaten sind deshalb flexible Wechselkurse zu empfehlen. Als nominaler Anker für die Geldpolitik kommt ein Inflationsziel oder eine feste Geldmengenregel in Frage. Die Institutionalisierung einer Antiinflationpolitik durch eine unabhängige Zentralbank und freiem Währungswettbewerb sollte langfristig angestrebt werden. Solange die Geldpolitik jedoch nicht tatsächlich von der Fiskalpolitik unabhängig ist, sollten die Erwartungen hinsichtlich beider Politikbereiche durch eine mit den gegebenen Restriktionen konsistente Geldmengenregel stabilisiert werden.

Summary

Implications of Alternative Monetary and Exchange Rate Policy Rules in the Transformation Process

In view of the catastrophical experiences gained in developing countries and in light of various economic theories, it must be deemed surprising that fixed exchange rates have been proposed (and partly introduced) for stabilizing the economies also of the Eastern European reform states. This contribution shows that a stabilization programme based on fixed rates of exchange

- does not bind monetary policy in the short term and, respectively, is not consistent with overall economic restrictions,
- leaves a credibility gap compared with flexible exchange rates apart from a monetary union, which is likely to be out of reach for most countries in Eastern Europe,
- gives rise to the expectation of considerable growth losses with a resultant adjustment requirement.

For this reason, flexible exchange rates are recommendable for the reform states in Eastern Europe. Defining maximum acceptable rates of inflation or a fixed money

supply rule would be eligible as a nominal monetary policy anchor. Institutionalizing an anti-inflationary policy with the help of an independent central bank and ensuring free competition ought to be a long-term objectives. However, as long as monetary policy is not truly independent from fiscal policy, expectations for both policy areas should be stabilized by a money supply rule consistent with the existing restrictions.

Résumé

Implications de règlements alternatifs de la politique monétaire et des taux de change dans le processus de transformation

Vu les expériences catastrophiques des pays en voie de développement et les nombreuses objections théoriques, il est étonnant que l'on propose également (et que l'on ait en partie déjà mis en application) des taux de change fixes pour les pays en voie de réforme de l'Europe de l'Est en vue de stabiliser leur économie. Dans cet article, l'auteur montre qu'un programme de stabilisation avec des taux de change fixes

- ne lie pas la politique monétaire à court terme et ou n'est pas cohérent avec les restrictions macroéconomiques,
- est moins crédible, sauf dans le cas de l'existence d'une union monétaire – qui, pour la plupart des pays, ne devrait pas être réalisable – qu'avec des taux de change flottants,
- entraînerait probablement des pertes de croissance considérables pour en même besoin réel d'ajustement.

C'est pourquoi, des taux de change flottants sont conseillés pour les Etats en voie de réforme de l'Europe de l'Est. Un objectif d'inflation ou une définition stricte de la masse monétaire entre en ligne de compte comme ancre nominale pour la politique monétaire. A long terme, on devrait instaurer une Banque Centrale indépendante et une concurrence monétaire libre afin d'institutionnaliser une politique anti-inflationniste. Tant que la politique monétaire continuera cependant à dépendre de la politique fiscale, les attentes en ce qui concerne ces deux domaines de politique économique devraient être stabilisées par une définition de la masse monétaire cohérente avec les restrictions données.