

**Studien zu Finanzen, Geld und Kapital**

---

**Band 15**

# **Dollarisierung und Euroisierung**

**Von**

**Hendrik Luchtmeier**



**Duncker & Humblot · Berlin**

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-51614-8>

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-06-10 11:27:46

FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

HENDRIK LUCHTMEIER

## Dollarisierung und Euroisierung

# Studien zu Finanzen, Geld und Kapital

Band 15

# Dollarisierung und Euroisierung

Von

Hendrik Luchtmeier



Duncker & Humblot · Berlin

Die wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Technischen Universität Berlin  
hat diese Arbeit im Jahre 2004 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische  
Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

D 83

Alle Rechte vorbehalten

© 2005 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin  
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin  
Printed in Germany

ISSN 0939-5113  
ISBN 3-428-11614-3

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☉

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Ein Lehrer ist das personifizierte Gewissen des Adepten,  
das ihn in seinen Zweifeln bestätigt, ihm seine Unzufriedenheit  
erläutert, seinen Verbesserungsdrang spornt.

(*Thomas Mann*, Doktor Faustus,  
33. Aufl., 2002: Fischer, S. 242)



## Vorwort

Eine wissenschaftliche Monographie wirkt heute manchmal wie ein Relikt aus längst vergangenen Zeiten. Das Internet ermöglicht es uns in Sekundenschnelle auf zahlreiche Artikel zuzugreifen. So können wir uns einen thematischen Überblick verschaffen ohne ein Buch in die Hand zu nehmen. Trotzdem bin ich davon überzeugt, dass die Monographie der Fixpunkt wissenschaftlichen Wirkens bleiben wird, weil sie den Gedanken einen breiten Raum gibt. Das vorliegende Buch ist das Ergebnis fünfjähriger Forschungen an der Technischen Universität Berlin. Am Lehrstuhl von Christof Helberger besaß ich den Freiraum für grundlegende Gedanken, meine eigene Weiterbildung und das Engagement in der Lehre. Von Dogmatismus und ideologischem Starrsinn blieb ich weitgehend verschont und konnte mir so ein eigenes Bild der Welt machen.

Mein weiteres wissenschaftliches Umfeld wurde während dieser Zeit durch die Finanzkrise der Stadt Berlin geprägt. Notwendige Stellenstreichungen im akademischen Mittelbau hätten nicht zwangsläufig zu Qualitätseinbußen an den Universitäten führen müssen, wenn die Organisationsanpassungen nur Schritt gehalten hätten. Doch unklare Kompetenzverteilungen führten oft zu einem schleppenden Verlauf der Verbesserungsprozesse. Ich meine, dass diese Erfahrung stellvertretend für die derzeitige Situation in Deutschland stehen kann, wo Verbesserungen oft das Opfer unklarer Verantwortlichkeiten sind. Auf der anderen Seite profitierte die wissenschaftliche Szene Berlins davon, dass sich die Stadt langsam aus ihrer Nische herausbewegte, in der sie sich während der deutschen Teilung eingerichtet hatte. Ihre Größe, Liberalität und billigen Wohnungsmieten lockten einen kontinuierlichen Strom begabter Menschen an, welche hoffentlich die nötige schöpferische Kraft entwickeln werden, um die Zukunft unseres alternden Landes zu gestalten.

Ich danke meinen Kollegen an der TU Berlin, weil sie täglich bewiesen haben, dass persönliches Engagement das beste Gegenmittel gegen institutionelle Hindernisse ist. Stellvertretend für alle anderen möchte ich Matthias Schatz, Benedikt Peter, Thorsten Beckers, Christian von Hirschhausen und Kai Mitusch nennen. Vor allem möchte ich meinem Doktorvater, Christof Helberger, danken, der es immer verstand, mich mit den richtigen Fragen einen Gedanken weiterzuführen. Die zahlreichen Gespräche mit ihm waren ein Geschenk. Gerlinde Seeger möchte ich für ihre Aufopferungsbereitschaft danken. Ihre Gabe für zutreffende Spitznamen ist mittlerweile legendär. Danken möchte ich auch meinen Studenten in den Übungen „Markt- und Staatsversagen“, „Stabilitätspolitik“

und „Monetäre Außenwirtschaft“. Sie haben meine Aufmerksamkeit immer wieder auf die zentralen Fragestellungen unserer Zeit – wie die Ursachen von Unterbeschäftigung, die Rationalität menschlichen Handels oder die Dauer von Anpassungsprozessen – gelenkt. Nicht zuletzt möchte ich meinen Eltern und meiner Eva danken für ihre Geduld.

Berlin, im Januar 2005

*Hendrik Luchtmeier*

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	15
-------------------------	----

## *1. Teil*

<b>Der Hintergrund</b>	18
------------------------	----

1. Das Auf und das Ab internationaler Kapitalströme .....	18
1.1. Die jüngste Liberalisierungswelle .....	18
1.2. Das heutige Ausmaß der Kapitalmobilität: Ein Vergleich mit der Zeit des Goldstandards .....	21
1.3. Grenzen der Finanzmarktintegration .....	23
1.4. Die Struktur des internationalen Kapitalverkehrs .....	24
1.5. Steigende Volatilität .....	30
2. Marktversagen und Politikversagen in den internationalen Finanzbeziehungen	32
2.1. Der Idealtypus disziplinierender Finanzmärkte und das Informations- problem .....	32
2.2. Marktversagen .....	34
2.3. Politikversagen .....	37
2.4. Drei Ansätze einer internationalen Koordinierung zur Erhöhung der Finanzmarktstabilität .....	40
2.4.1. Internationale Standards .....	41
2.4.2. Ein Restrukturierungsmechanismus für die Staatsschuld .....	42
2.4.3. Regionale Währungsstrategien .....	45
3. Krisensichere Währungssysteme für kleine Länder .....	47
3.1. Ist-Analyse der Wechselkursregimes .....	47
3.2. Neuere Währungskrisen .....	53
3.3. Die Theorie der Währungskrisen .....	55
3.4. Makroökonomisches Risiko .....	63
3.4.1. Das Konzept .....	63
3.4.2. Länderrisiko .....	65
3.4.3. Internationales Risiko .....	69
3.5. Der Einfluss des Währungsregimes auf das Makrorisiko .....	71
3.5.1. Kein explizites Wechselkursziel .....	71
3.5.2. Weiche Fixierung .....	75
3.5.3. Harte Fixierung .....	78

*2. Teil*

	<b>Dollarisierung und Euroisierung</b>	82
1.	Parallelwährungssysteme .....	82
1.1.	Der Prozess der Substitution einer nationalen Währung durch eine Parallelwährung .....	82
1.2.	Internationales Geld und die Vorteile für das ausgebende Land .....	86
1.3.	Der Status der Parallelwährung .....	90
1.4.	Wechselkursvolatilität in einem Parallelwährungssystem .....	91
1.5.	Die gegenwärtige internationale Wahrungshierarchie .....	96
2.	D/E-Systeme und Currency Boards .....	101
2.1.	Die historische Entwicklung der Dollarisierung und Euroisierung von nationalen Währungssystemen .....	101
2.2.	Die neuere Entwicklung der Theorie des optimalen Währungsraums ....	104
2.3.	Auswirkungen von D/E-Systemen .....	109
2.3.1.	Seignioragegewinne versus Transaktionskosten .....	109
2.3.2.	Handelsschaffung versus Handelsumlenkung .....	111
2.3.3.	Internationaler Kapitalverkehr .....	112
2.3.4.	Krisenanfälligkeit bei exogenen Schocks .....	112
2.3.5.	Deflationsgefahren .....	115
3.	Empirische Analyse .....	117
3.1.	Die Datenlage .....	117
3.2.	Abgrenzung der kurzen, mittleren und langen Frist .....	117
3.3.	Die kurze Frist .....	118
3.4.	Die mittlere und lange Frist .....	121
3.5.	Erklärung für die Ergebnisse .....	124
3.5.1.	Expansive Disinflationierung .....	125
3.5.2.	Anpassungsmängel bei niedriger Inflation .....	126
3.5.3.	Steigt die NAIRU? .....	128
3.6.	Fallbeispiel: Stabilität in Hongkong, Krise in Argentinien .....	130
3.6.1.	Offenes Hongkong .....	132
3.6.2.	Geschlossenes Argentinien .....	134
3.6.3.	Die Dynamik der Argentinienkrise .....	137

*3. Teil*

	<b>Konsequenzen</b>	141
1.	Länder mit D/E-Systemen und Currency Boards .....	141
1.1.	Senkung des internationalen Risikos .....	141
1.1.1.	Die Wahl des Währungsraums .....	141
1.1.2.	Doppelwahrungsstandards .....	145

1.2. Senkung des länderspezifischen Risikos .....	146
1.2.1. Wettbewerbspolitik .....	146
1.2.2. Konjunkturneutraler Haushalt .....	147
1.2.3. Aggregierte und relative Lohnflexibilität .....	148
1.2.4. Finanzmarktstabilität .....	151
1.3. Eine Ausstiegsstrategie .....	152
2. Länder mit Parallelwährungen .....	155
2.1. De-Dollarisierung und De-Euroisierung .....	155
2.2. Die geldpolitische Regel .....	157
2.2.1. Der inflationsstabile Wechselkurs .....	157
2.2.2. Wechselkursstabilisierung .....	159
2.2.3. Preisniveaustabilisierung .....	161
2.3. Regionale Gemeinschaftswährungen .....	162
3. Das Weltwährungssystem .....	164
3.1. Die optimale Anzahl von Währungen .....	164
3.2. Quo vadis? .....	166
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>169</b>
<b>Sachwortverzeichnis .....</b>	<b>184</b>

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Der Abbau von Kapitalverkehrskontrollen seit 1970 .....	19
Tabelle 2: Die vier (fünf?) Phasen des Weltwährungssystems .....	21
Tabelle 3: Rangfolge der wichtigsten Gläubiger- und Schuldnerländer .....	25
Tabelle 4: Anteile am internationalen Bestand an Auslandskapital .....	26
Tabelle 5: Anteile öffentlicher Schuldtitel an der gesamten Bankenverschuldung	28
Tabelle 6: Anteile kurzfristiger Schuldtitel an der gesamten Bankenverschuldung	29
Tabelle 7: Unterschiedliche Volatilität kurzfristiger und langfristiger Verschuldung	31
Tabelle 8: Kategorisierung von Währungsregimes nach ihrer Bindungsintensität	50
Tabelle 9: Entwicklung der Wechselkursregimes in den 90er Jahren .....	51
Tabelle 10: Abweichungen zwischen offiziellen und <i>de facto</i> Regimes .....	53
Tabelle 11: Währungskrisen seit der EWS-Krise .....	56
Tabelle 12: Offenheitsgrade im internationalen Vergleich .....	72
Tabelle 13: Hyperinflationen in den 80er und 90er Jahren .....	83
Tabelle 14: Die Weltinflationrate seit dem Ende von Bretton Woods .....	84
Tabelle 15: Motive für die Fremdwährungshaltung .....	88
Tabelle 16: Anteil internationaler Währungen an den Devisenmarktumsätzen ....	97
Tabelle 17: Anteile bei der Emission internationaler Schuldtitel .....	98
Tabelle 18: US-Dollar und Euro als Ankerwährungen in den Jahren 1983 und 1998	99
Tabelle 19: Dollarisierung der Bankeneinlagen in ausgewählten Volkswirtschaften	100
Tabelle 20: Der Dollar- und der Eurowährungsraum .....	105
Tabelle 21: Inflation, Wachstum und Kapitalimporte in Ländern mit D/E-Systemen oder Currency Boards .....	119
Tabelle 22: Durchschnittliche Auswirkungen der Einführung von D/E-Systemen und Currency Boards .....	120
Tabelle 23: Auswirkungen eines Fremdwährungsregimes in der mittleren und langen Frist gemessen an den Abweichungen .....	122
Tabelle 24: Integration der Gütermärkte in den Dollar- und in den Euroraum ....	129
Tabelle 25: Auswirkungen eines negativen realen Schocks in der kurzen Frist ...	131

Tabelle 26: Regionalstruktur der Exporte Hongkongs ..... 132

Tabelle 27: Preis- und Lohnentwicklung in Hongkong ..... 133

Tabelle 28: Regionalstruktur der Exporte Argentinens ..... 135

Tabelle 29: Preis- und Lohnentwicklung in Argentinien ..... 139

Tabelle 30: Integration der Gütermärkte in den Dollar- und Euroraum ..... 143

Tabelle 31: Anteile internationaler Währungen am Devisenmarktumsatz ..... 144

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anteile öffentlicher Schuldtitel an der gesamten Bankenverschuldung .....	27
Abbildung 2: Anteile kurzfristiger Schuldtitel an der gesamten Bankenverschuldung .....	27
Abbildung 3: Komponenten des makroökonomischen Risikos .....	65
Abbildung 4: Portfolioentscheidung von Vermögensbesitzern .....	85
Abbildung 5: Durchschnittliche Auswirkungen der Einführung von D/E-Systemen und Currency Boards .....	120
Abbildung 6: Modifizierte Phillipskurven von Volkswirtschaften mit harter Fixierung .....	127
Abbildung 7: Preisniveauentwicklung in Hongkong und Argentinien .....	138

## Einleitung

Seit Mitte der 90er Jahre hat die Welt eine Reihe schwerer Wirtschaftskrisen in Nettoschuldnerländern erlebt. Die damit einhergehenden starken Abwertungen dieser Länder führten zur drastischen Aufwertung ihrer Auslandsverschuldung. Staatliche Hilfskredite aus den Gläubigerländern und vom IWF ersetzten teilweise abgezogenes privates Kapital, um die Zahlungsfähigkeit zu sichern. Durch die Verschlechterung ihrer Verschuldungssituation droht seither einigen dieser Länder der Staatsbankrott, was auch eine Bedrohung für die Stabilität der Gläubigerländer darstellt. Länder, die während dieser Krisen einen vollkommen festen Wechselkurs zu einer der Weltwährungen hatten, blieben von den Kosten nominaler Abwertungen verschont.

Diese positive Erfahrung diente in der nachfolgenden Diskussion über die optimale Währungspolitik in Entwicklungsländern als Argument für die vollkommene Wechselkursfixierung, auch wenn hiermit die Aufgabe einer eigenständigen Geldpolitik verbunden ist. So schrieb Rüdiger Dornbusch Anfang des Jahres 1999: „[...] *a good central bank is a central bank that has been closed. Unconditional, unilateral disarmament of the central bank is the first best option. Hence outsourcing money services by a Currency Board or full dollarization is the right strategy.*“ Erlaubt das Currency Board System noch eine eigene Währung, wird diese bei der vollkommenen Dollarisierung ganz abgeschafft. Beiden Regimes ist jedoch gemein, dass sie den Verlust der Geldpolitik als makroökonomisches Stabilisierungsinstrument zur Konsequenz haben.

Als Anfang des Jahres 1999 mit dieser Arbeit begonnen wurde, besaßen 43 Volkswirtschaften entweder ein Currency Board oder eine Fremdwährung als gesetzliches Zahlungsmittel – zumeist den US-Dollar oder den Euro. Die prominentesten Beispiele waren Argentinien, Hongkong, Bulgarien, Estland, Panama und Litauen. Eine Reihe von Volkswirtschaften führte eines der beiden Währungsregimes gerade ein. Zu ihnen gehörten Ecuador, El Salvador, Guatemala und Montenegro. Für viele weitere Länder war die Einführung in der Diskussion.

Das größte Land, welches seine eigenständige Geldpolitik freiwillig aufgegeben hatte, war Argentinien. Acht Jahre lang galt das Land als Musterbeispiel für die Stabilisierung einer Volkswirtschaft mit zuvor chronischer Inflation durch eine „harte“ Fixierung des Wechselkurses. In seinem Artikel von 1999 schreibt Dornbusch zu diesem Fall: „*The Currency Board issue is by now well established. Argentina has shown that a Currency Board solution does away with*

*inflation, with exchange rate (though not credit) fears. It lengthens the horizon, is supportive of a shift from speculation to investment with a long view.*“ Die teilweise euphorische Einschätzung der Krisensicherheit eines Currency Boards beruhte jedoch auf einer unzureichenden Analyse der Hintergründe, Auswirkungen und Konsequenzen eines solchen Regimes. Dieses lag zum einen an noch fehlenden Daten zur Analyse der Zusammenhänge, zum anderen aber auch an einem unzureichenden Analyseinstrumentarium. Insbesondere die Vernachlässigung verschiedener Anpassungsgeschwindigkeiten auf den Makromärkten, führte zu realitätsfernen Politikempfehlungen an die Regierung Argentiniens und anderer Schwellen- und Entwicklungsländer. Das Scheitern des Currency Boards in Argentinien Anfang 2002 nach der Zahlungsunfähigkeit des Landes und einer Abwertung um 70 Prozent führte zu einer weitgehenden Neubewertung von Währungssystemen mit einer vollkommenen Wechselkursfixierung.

Das Thema der Arbeit ist jedoch weiter gefasst als die genannten Beispiele. Es ist die Dollarisierung und Euroisierung im weiteren Sinne, was als Prozess verstanden wird, in dem entweder der US-Dollar oder der Euro Funktionen nationaler Währungen übernehmen.<sup>1</sup> Unter die Dollarisierung und Euroisierung im weiteren Sinne fallen neben der vollkommenen Dollarisierung/Euroisierung (D/E-System) und dem Currency Board auch das Parallelwährungssystem.<sup>2</sup> Nicht behandelt wird in dieser Arbeit die Währungsunion, bei der eine Währung vergemeinschaftet ist und für die einzelnen Mitgliedsländer keine Fremdwährung darstellt. Auch wenn in diesem Fall eine nationale Geldpolitik genauso wenig möglich ist wie in einem D/E-System oder Currency Board, so steht sie doch der Gesamtheit der Mitgliedsstaaten als gemeinsames wirtschaftspolitisches Instrument zur Verfügung. Durch gemeinsame Institutionen, allen voran eine Zentralbank, geht eine Währungsunion über eine gemeinsame Währung hinaus. Aus diesem Grund wird der monetäre Integrationsprozess in Europa nicht als Euroisierung bezeichnet, weil er mit der unilateralen Übernahme einer Fremdwährung nur wenig gemein hat.

---

<sup>1</sup> Der Begriff der Euroisierung ist neu und lehnt sich an den der Dollarisierung an. Im Gegensatz zur Dollarisierung, welche auch als Überbegriff für die Übernahme von Geldfunktionen durch eine beliebige Fremdwährung verwendet wird, bezieht sich die Euroisierung ausschließlich auf den Euro.

<sup>2</sup> Synonyme für die vollkommene Dollarisierung/Euroisierung sind D/E-System, Dollarisierung/Euroisierung im engeren Sinne und Fremdwährungssystem. Synonym für das Parallelwährungssystem ist die teilweise Dollarisierung/Euroisierung. Neben den Begriffen „teilweise“ und „vollkommene“ Dollarisierung werden manchmal auch die Begriffe „informelle“ und „formelle“, „*de facto*“ und „*de jure*“ sowie „inoffizielle“ und „offizielle“ Dollarisierung/Euroisierung verwendet. Durch die Begriffe „formell“, „*de jure*“, und „offiziell“ kommt zum Ausdruck, dass D/E-Systeme meist mit einem Gesetz einhergehen, welches der Fremdwährung den Status des offiziellen, gesetzlichen Zahlungsmittels verleiht. Im Gegensatz dazu ist die informelle, *de facto* oder inoffizielle Dollarisierung/Euroisierung das Ergebnis eines Marktprozesses.

Die Arbeit gliedert sich in drei Teile, denen jeweils mehrere Kapitel untergeordnet sind. Der *erste Teil* beschäftigt sich mit den Hintergründen der Dollarisierung/Euroisierung. Ein erstes Kapitel gibt einen Überblick über die Entwicklung des internationalen Kapitalverkehrs seit dem 19. Jahrhundert und versucht die Veränderung der Strukturen offen zu legen. Das zweite Kapitel erläutert auf grundsätzliche Weise die Möglichkeit eines Markt- und eines Politikversagens auf dem internationalen Finanzmarkt und schließt mit der Diskussion dreier Ansätze zur Erhöhung der Finanzmarktstabilität ab. Das dritte Kapitel des ersten Teils befasst sich mit den Anforderungen an ein krisensicheres Währungssystem für kleine offene Volkswirtschaften. Die theoretische Diskussion über die Ursachen von Währungskrisen wird dabei um das Konzept eines makroökonomischen Risikos angereichert, welches sich aus einer internationalen Komponente (externe Schocks) und einer länderspezifischen (Krisenanfälligkeit) zusammensetzt. Im Anschluss werden die Auswirkungen verschiedener Währungsregimes auf die einzelnen Komponenten dieses Makrorisikos untersucht. Der *zweite Teil* der Arbeit widmet sich detaillierter der Dollarisierung und der Euroisierung in ihren unterschiedlichen Ausprägungen. Er beginnt im ersten Kapitel mit einer Darstellung der Ursachen und Auswirkungen von Parallelwährungssystemen. Es wird der Prozess der Substitution einer nationalen Währung durch eine Parallelwährung beschrieben, die Vorteile für ein Land, dessen Währung als internationale Währung verwendet wird sowie die Auswirkungen eines Parallelwährungssystems auf die Stabilität einer Volkswirtschaft. Das zweite Kapitel untersucht D/E-Systeme und Currency Boards. Nach einem kurzen Überblick über die 43 Volkswirtschaften mit einem dieser beiden Systeme und einer Darstellung der wichtigsten Neuerungen in der Theorie des Optimalen Währungsraums werden die Auswirkungen auf die Seigniorage, Transaktionskosten, Handelsströme, Kapitalströme, die Krisenanfälligkeit und Deflationsrisiken analysiert. Es schließt sich im dritten Kapitel eine empirische Analyse der Auswirkungen auf die makroökonomischen Variablen Inflation, Wirtschaftswachstum, Realzins, Haushaltsdefizit und Arbeitslosenquote an. Unter anderem zeigen die Daten einen dauerhaften Anstieg der Arbeitslosenquote. Am Ende des Kapitels werden exemplarisch die sehr unterschiedlichen Entwicklungen in Argentinien und Hongkong gegenübergestellt. Der *dritte Teil* der Arbeit untersucht die Konsequenzen der Ergebnisse der zwei ersten Teile der Arbeit für die Wirtschaftspolitik. Für Länder mit D/E-Systemen wird im ersten Kapitel eine System-konforme Wirtschaftspolitik entwickelt. Für die Länder mit Parallelwährungen wird in Kapitel Zwei eine Strategie zur Zurückdrängung der Parallelwährung und eine dazu passende geldpolitische Strategie dargestellt. Abschließend wird noch auf die Konsequenzen für das internationale Währungssystem eingegangen.

[...] die meisten grundlegenden Fehler, die immer wieder in der Wirtschaftsanalyse gemacht werden, [sind] häufiger auf einen Mangel an geschichtlicher Erfahrung zurückzuführen [...] als auf andere Lücken im Rüstzeug des Wirtschaftswissenschaftlers.

(Joseph A. Schumpeter 1965: 43)

## 1. Teil

# Der Hintergrund

## 1. Das Auf und das Ab internationaler Kapitalströme

### 1.1. Die jüngste Liberalisierungswelle

In der Geschichte der internationalen Finanzbeziehungen wechseln sich proktionistische und liberale Perioden in unregelmäßigen Abständen ab. Seit der Endphase des Festwährungssystems von Bretton Woods liberalisierten zuerst die großen und später viele mittelgroße und kleine Länder ihren Kapitalverkehr kontinuierlich.<sup>1</sup> Die letzte Liberalisierungswelle war in den Jahren vor dem Ausbruch der Währungskrisen in Ostasien (Tabelle 1). Seitdem ist es zu einem Stillstand des Liberalisierungsprozesses gekommen.

Schwellenländer in Lateinamerika, Mittel- und Osteuropa und Südostasien verbesserten durch die Liberalisierungen ihren Zugang zu internationalem Finanzkapital und ermöglichten die Finanzierung höherer Wachstumsraten. Gleichzeitig setzten sie sich durch diese Öffnung jedoch dem Risiko aus, welches mit anonymen Finanzbeziehungen verbunden ist. Diese sind mit dem Grundproblem behaftet, dass zwischen Gläubigern und Schuldnern meist eine

---

<sup>1</sup> Als *große Länder* (Industrieländer) sollen die Volkswirtschaften mit einem großen Anteil an der weltweiten Produktion bezeichnet werden. Diese weisen überwiegend einen sehr hohen Entwicklungs- und Wohlstand auf. Die *mittelgroßen Länder* (Schwellenländer) haben eine gewisse regionale Bedeutung. Sie befinden sich zum Teil in einem Aufholprozess zu den am meisten entwickelten Volkswirtschaften. Die *kleinen Länder* umfassen die Mehrzahl der Volkswirtschaften. Ihr Anteil an der weltweiten Produktion ist gering und sie haben überwiegend einen weit unterdurchschnittlichen Entwicklungs- und Wohlstand. Auf den internationalen Finanzmärkten treten die großen Länder vor allem als Gläubiger und die übrigen als Schuldner auf. Die wichtigste Ausnahme stellten die USA dar.

Tabelle 1

**Der Abbau von Kapitalverkehrskontrollen seit 1970**

Jahr	1970	1980	1990	1998	2001
Zahl der berichtenden Länder	117	140	153	184	186
Anteil der Länder mit Kapitalverkehrsbeschränkungen	79%	75%	78%	66%	69%

Quelle: IWF (2001b).

asymmetrische Informationsverteilung besteht, was sowohl zu einer Unterversorgung mit Kapital als auch zu einer hohen Volatilität des Kapitalverkehrs führen kann.

Die Entwicklung der internationalen Finanzbeziehungen (nach der industriellen Revolution) wird gewöhnlich in vier Phasen eingeteilt. Der Phase liberaler Kapitalmarktordnungen in den Ländern des Goldstandards folgte 1914 der vollkommene Zusammenbruch der internationalen Finanzbeziehungen. Diese Phase war durch mehrere Systemwechsel und massiven Währungs- und Finanzkrisen gekennzeichnet. Es folgte nach dem Zweiten Weltkrieg eine Phase weit reichender Kontrollen, in der die Kapitalmobilität jedoch stetig zunahm. Schließlich kam es in den Jahren nach 1971 zu der gerade beschriebenen Liberalisierung des Kapitalverkehrs in weiten Teilen der Weltwirtschaft.

Nach dem Trilemma der Währungspolitik (*Obstfeld/Taylor* 1998) muss die Kapitalmobilität im Zusammenhang mit zwei weiteren wichtigen Zielen der Währungspolitik gesehen werden. Diese sind eine autonome Geldpolitik und stabile Wechselkurse. Da zwischen den drei Zielen ein *trade-off* besteht, muss in jedem internationalen Währungssystem eines der drei Ziele zugunsten der anderen beiden geopfert werden. Bei liberalisiertem Kapitalverkehr muss folglich entweder auf ein explizites Wechselkursziel oder auf eine vom Wechselkurs unabhängige Geldpolitik verzichtet werden (Tabelle 2).

In der Zeit bis zum Ausbruch des Ersten Weltkrieges verfolgten die wichtigsten Volkswirtschaften das System des Goldstandards. Bei hoher Kapitalmobilität hatten ihre Währungen eine feste Parität zum Gold und somit gleichzeitig feste Wechselkurse untereinander. Eine eigenständige Geldpolitik mit dem Ziel der Konjunktursteuerung war für die einzelnen Staaten nicht möglich, weil die Nationalbanken immer einen ausreichenden Bestand an Goldreserven halten mussten. Einer Geldmengenausweitung waren somit enge Grenzen gesetzt.

Erstmals mit dem Ausbruch des Ersten Weltkrieges und – nach einer temporären Erholung der Kapitalströme in den 20er Jahren – mit der Verschärfung der Kapitalverkehrskontrollen nach dem Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen

Ende der 20er Jahre ging der weltweite Kapitalverkehr stark zurück. In den 30er Jahren rückten zahlreiche Länder vom Goldstandard ab, um durch Währungsabwertungen ihrer Währungen die Auswirkungen der Weltwirtschaftskrise auf die heimischen Volkswirtschaften zu mindern und – im Sinne eines *beggar thy neighbour* – einen Teil der Kosten auf die Nachbarländer zu überwälzen.

Der Trend zunehmender Beschränkung des Kapitalverkehrs wurde nach Kriegsende nicht umgekehrt sondern durch das Abkommen von Bretton Woods 1944 zementiert. 44 Länder beschlossen für die Nachkriegszeit weitgehend kontrollierte Finanzbeziehungen und feste Wechselkurse auf der Basis eines Gold-Dollar-Standards, bei dem einzig der US-Dollar (teilweise) durch Gold gedeckt war. Im Falle langfristiger Zahlungsbilanzungleichgewichte bestand die Möglichkeit zu Paritätsanpassungen. Allerdings wurde dieses Instrument nur selten eingesetzt.

Lange vor dem Ende der Nachkriegs-Währungsordnung 1973 begann bereits in den 60er Jahren der Prozess einer Kapitalmarktliberalisierung, welcher sich nach dem Zusammenbruch des Festkurssystems verstärkt fortsetzte. Allerdings beschränkte sich diese Entwicklung vorerst auf die großen Volkswirtschaften. Die noch große Zahl von Ländern mit festen Dollarkursen ging jedoch kontinuierlich zurück. In den 90er Jahren liberalisierten wichtige mittelgroße Länder ihren Kapitalverkehr. Dieses führte zu einer kräftigen Mobilisierung von internationalem Kapital. Die Länder, die auch weiterhin an einem festen Wechselkurs festhielten, wurden während dieses Prozesses von regelmäßigen Währungskrisen erschüttert.

Seit den Währungs- und Finanzkrisen in Ostasien 1997/1998 ist der Umfang des Kapitalverkehrs zwischen den Gläubiger- und den Schuldnerländern zurückgegangen. Gleichzeitig ist der Prozess der Flexibilisierung der Wechselkurse weiter vorangeschritten. Eine Reihe von Ländern verfolgte seitdem eine neue Strategie, indem sie eine Fremdwährung oder eine Gemeinschaftswährung als gesetzliches Zahlungsmittel einführten. Das wichtigste Einzelereignis dieser Zeit war die Einführung des Euro im Jahr 1999. Die Zukunft wird zeigen, ob in dieser Entwicklung ein Trend steckt, der den Weg zu einem neuen Weltwährungssystem (Euro-Dollar-Standard) weist. Ein solches Weltwährungssystem hätte nach der groben Einteilung der Tabelle 2 Ähnlichkeit mit dem Goldstandard in der Zeit vor 1914. Ein entscheidender Unterschied besteht jedoch darin, dass die Wechselkurse der wichtigsten Weltwährungen flexibel bleiben und die großen Volkswirtschaften eine autonome Geldpolitik betreiben.

Tabelle 2

**Die vier (fünf?) Phasen des Weltwährungssystems**

Phase	Jahre	Freier Kapitalverkehr	Autonome Geldpolitik	Stabile Wechselkurse
Goldstandard	1870–1914	+	–	+
Zwischenkriegsphase	1921–1939	+/-	+/-	+/-
Bretton Woods Ära	1944–1971	–	+	+
Flexibilisierungsphase	1972–1999	+	+	–
Euro-Dollar-System (?)	1999–	+	–	+

### 1.2. Das heutige Ausmaß der Kapitalmobilität: Ein Vergleich mit der Zeit des Goldstandards

Das Ausmaß der Kapitalmobilität weist – auf einem Zeitstrahl abgetragen – für die letzten 100 Jahre einen U-förmigen Verlauf auf. Eine Reihe von Studien zeigt, dass die Kapitalmobilität vor 1914 und nach 1989 ihre stärkste Ausprägung erreichte (vgl. zitierte Literatur in *Bordo/Flandreau* 2001). Zur Einschätzung des Ausmaßes der heutigen Kapitalmobilität bietet sich somit der historische Vergleich zwischen diesen zwei Phasen weitgehend globalisierter Finanzbeziehungen an.

In der Literatur finden alternative Indikatoren Verwendung, um das Ausmaß der Mobilität des Faktors Kapital zu erfassen. Dieses ist auch opportun, denn eine steigende Kapitalmobilität sollte sich sowohl in steigenden Mengen (Kapitaltransfers) als auch in einer Angleichung der Vermögenspreise äußern. Als Mengenindikator verwenden *Obstfeld* und *Taylor* (2002) das Verhältnis zwischen Auslandskapitalbestand und Sozialprodukt. Dieses ist nach 1945 kontinuierlich gestiegen und übertraf, je nach Messmethode, in den Jahren zwischen 1980 und 1990 erstmals das Niveau von 1900–1914. Der genaue Zeitpunkt, an dem das Vorkriegsniveau erreicht wurde, ist aufgrund der Datenlage nicht klar bestimmbar. Bei einer umfangreichen Ländergruppe ergibt sich das Jahr 1980. Allerdings sind die Zahlen für die Auslandsinvestitionen für die Zeit vor 1945 für einige Länder nicht verfügbar. Da das Sozialprodukt dieser Länder jedoch in das Weltsozialprodukt eingeht, unterschätzt dieser Indikator die Kapitalmobilität in der früheren Phase. Er kann somit als Mindestmaß für die Kapitalmobilität verwendet werden. Einen zweiten Indikator konstruieren *Obstfeld* und *Taylor* mit Hilfe von sieben entwickelten Volkswirtschaften, für die Zahlen für die Auslandsinvestitionen vorliegen. Danach ist die Kapitalmobilität erstmals 1990 höher gewesen als in den Jahren 1890–1914. Da diese Länder überdurchschnitt-

lich stark in die Weltfinanzmärkte integriert sind, dürfte die Kapitalmobilität wohl überschätzt werden. Dieser Indikator stellt daher ein Höchstmaß der Kapitalmobilität dar.

Mit der Studie von *Obstfeld* und *Taylor* ist das Problem verbunden, dass sie nicht die Entwicklungen in den mittleren und kleinen Ländern erfasst. Für diese Länder ist die Datenlage vor 1945 jedoch allgemein schwierig. Die Zahlen des Internationalen Währungsfonds für die Zeit nach 1945 (*Mussa* 2000a: Abbildung 3.2) zeigen, dass das Ausmaß der Kapitalmobilität dieser Länder ebenfalls stark zugenommen hat. Das Verhältnis der gesamten Nettokapitalströme zum Sozialprodukt ist Anfang der 80er Jahre von ca. 0,5 auf 1,0 Prozent gestiegen. In den Jahren 1990 bis 1993 stieg diese Relation dann bis auf 4,0 Prozent an.

Als Preisindikator, der den Grad der Substitution zwischen in- und ausländischen Finanzaktiva anzeigt, dient den zitierten Autoren die gedeckte Zinsparität, welche besagt, dass sich bei vollkommener Kapitalmobilität die Zinsen international weitgehend angleichen. Zinsdifferenzen sind nur durch Wechselkursicherungsgeschäfte zu begründen. Sie untersuchen die Zinsdifferenzen Deutschlands und der USA gegenüber Großbritannien. Für beide Länderpaare liegen die Werte am Vorabend des Ersten Weltkrieges nahe Null. Während sie zwischen Deutschland und Großbritannien bereits jahrzehntelang niedrig sind, zeigt sich zwischen den USA und Großbritannien ein längerer Konvergenzprozess. In den Jahren zwischen 1914 und 1980 pendeln die Werte für beide Länderpaare mit einigen Ausreißern zwischen 0,5 und 2,5 Prozentpunkten. Die höchste Differenz ergibt sich zwischen Großbritannien und den USA in den Jahren unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg. Nach 1980 fallen die Werte für beide Länderpaare wieder fast auf Null. Es fällt jedoch auf, dass die Zinsen zwischen Großbritannien und Deutschland bereits seit Anfang der 70er Jahre konvergieren, während sie sich zwischen Großbritannien und den USA, nach den britischen Liberalisierungen des Jahres 1980 abrupt angleichen.

Als dritten Indikator – ebenfalls ein Preisindikator – verwenden die Autoren die Korrelation der Aktienrenditen. Sie verwenden eine Stichprobe von 22 großen Volkswirtschaften. Die Korrelationen der Aktienrenditen erreicht ihren maximalen Wert vor dem Beginn des Ersten Weltkrieges und in den Jahren 1921–33. Während der beiden Weltkriege sinkt sie auf Null. Nach 1945 folgt sie einem steigenden Trend, der bis heute anhält. Für die 90er Jahre erreicht die Korrelation der Aktienrenditen nicht ganz die Werte in der Zeit vor 1914. Erklärungsbedürftig ist die sehr starke Korrelation in der Zwischenkriegsphase. Eine steigende Korrelation der Aktienrenditen muss nicht unbedingt eine steigende Integration der Finanzmärkte bedeuten, sondern kann auch auf gemeinsame Schocks zurückzuführen sein, beispielsweise durch die massiven Finanzkrisen und die relativ häufigen Wechsel der Währungssysteme während dieser Zeit.

### 1.3. Grenzen der Finanzmarktintegration

Aussagen über die Zukunft der Weltfinanzbeziehungen sind spekulativ, das heißt sie sind mit einer großen Unsicherheit verbunden. Doch dieses dürfte für ökonomische Prognosen generell gelten. Die Wahrscheinlichkeit unvorhersehbarer Ereignisse (exogene Schocks) ist hoch, weshalb die Wahrscheinlichkeit einer korrekten Prognose gering ist. Doch dieses Eingeständnis der Ökonomen – und die notwendige Bescheidenheit bei ihren Prognosen – sollte nicht zu einer lähmenden Zurückhaltung führen. Denn Wirtschaftssubjekte benötigen Erwartungen über die Zukunft, um Entscheidungen treffen zu können. Bei einem fehlenden Angebot von Seiten der Ökonomen werden sie zu Prognosen greifen, die auf keiner wissenschaftlichen Basis stehen. Schon die Diskussion über die einer Prognose zugrunde liegenden Annahmen kann informativ sein, weil sie Einsichten über die unterstellten Wirkungszusammenhänge bietet. Daher finden sich in dieser Arbeit an einigen Stellen Prognosen, die der Autor aus den von ihm analysierten Wirkungszusammenhängen ableitet.

Das empirische Ergebnis, dass die Integration der großen und der mittelgroßen Volkswirtschaften in die internationalen Finanzmärkte zu keiner Zeit fortgeschrittener war als heute, wirft die Frage auf, ob diese Integration noch weitergehen kann, bzw. welches ihre natürliche Grenze ist. Eine vollkommene internationale Kapitalmobilität als Endstadium, wäre bei der Erfüllung von drei Bedingungen gegeben. Erstens dürften keinerlei grenzüberschreitende Kapitalverkehrsbeschränkungen existieren. Dieses ist in den entwickelten Volkswirtschaften heute weitgehend erfüllt. Es ist also nicht zu erwarten, dass von Seiten einer weiteren Liberalisierung in diesen Ländern noch ein stärkerer Integrationsimpuls kommen könnte. Lediglich die Liberalisierung von heute noch stark regulierten Finanzmärkten könnte einen solchen erzeugen. Eine zweite Bedingung für eine vollkommene internationale Kapitalmobilität sind Transaktionskosten von Null. Die Transaktionskosten sind in den letzten Jahrzehnten in Ländern mit entwickelten Finanzmärkten drastisch gefallen und dürften bereits nahe Null liegen, wozu Finanzinnovationen und technischer Fortschritt in der Informations- und Kommunikationstechnologie geführt haben. Schließlich, drittens, müssen die Finanzaktiva verschiedener Länder vollkommene Substitute sein, das heißt die Anleger müssen bei gleichem Risiko und gleicher Rendite in Bezug auf Aktiva unterschiedlicher Herkunft indifferent sein. Diesem steht jedoch der empirische Tatbestand entgegen, dass auf allen Finanzmärkten ein *home bias* besteht. Inländer halten einen (nach Renditegesichtspunkten beurteilt) zu hohen Anteil inländischer Finanzaktiva. Eine mögliche Erklärung hierfür bietet eine begrenzte Vertragsvollstreckung (Rodrik 2000), das heißt im Bereich der Finanzbeziehung begrenzt die nationale Souveränität die Möglichkeiten der Vollstreckung von grenzüberschreitenden Verträgen. Dieses Risiko ist mit Anlagen im Inland nicht verbunden und kann erklären, warum in- und ausländische

Finanzaktiva immer unvollkommene Substitute sein werden. Die nationale Souveränität der Schuldnerländer stellt somit die natürliche Grenze für die Finanzmarktintegration dar.

Es kann festgehalten werden, dass die Kapitalmobilität in einer Gruppe von Ländern heute bereits weit vorangeschritten ist und an seine natürliche Grenze stößt. Hierzu zählen die entwickelten Länder und eine Reihe von Schwellenländern. Eine weitere Erhöhung der weltweiten Kapitalmobilität kann nur durch Finanzmarktliberalisierungen in den Ländern erreicht werden, die sich dem grenzüberschreitenden Finanzverkehr bisher weitgehend verschlossen haben. Hier ist aufgrund seiner ökonomischen Bedeutung vor allem an China zu denken. Eine weitere Möglichkeit für eine Ausweitung des Kapitalverkehrs besteht in der Begrenzung der Souveränität der Schuldnerländer. Eine solche Situation war vor dem Zweiten Weltkrieg gegeben, als Gläubignationen in vielen Fällen militärische Interventionen im säumigen Schuldnerland durchführten, so in Mexiko, Venezuela, der Karibik, Nikaragua und im Ruhrgebiet (*Malagardis* 1990). Hinzu kamen als nicht-militärisches Mittel Finanzkontrollen, bei denen Interessenvertretungen der Gläubiger einen Einblick in die Bücher des Schuldnerlandes oder sogar eine Beteiligung an Finanzinstitutionen (z.B. Zoll) erhielten. Die Souveränität der Schuldnerländer wurde in beiden Fällen verletzt. Alternativ muss ein weiterer Anstieg des internationalen Kapitalverkehrs daher durch die kontinuierliche Verbesserung des Gläubigerschutzes erreicht werden.

#### 1.4. Die Struktur des internationalen Kapitalverkehrs

Die Weltfinanzmärkte bestehen aus einer Kernregion mit Volkswirtschaften, die große und entwickelte Finanzmärkte aufweisen, und einer Peripherie mit Volkswirtschaften, die nur über kleine und weniger entwickelte Finanzmärkte verfügen. Nach dieser Einteilung ergeben sich drei Arten von Finanzbeziehungen. Die *intracore*-Beziehungen sind am umfangreichsten und bestehen größtenteils aus einer Gläubiger-Gläubiger-Beziehung, die *core-periphery*-Beziehungen sind weniger umfangreich und bestehen hauptsächlich aus Gläubiger-Schuldner-Beziehungen. Die *intraperiphery*-Beziehungen, die Finanzbeziehungen zwischen den Schuldnerländern, haben keine relevante Bedeutung. *Buch* (2001: 10) zeigt, dass in den *core-periphery*-Beziehungen die Direktinvestitionen und Bankkredite dominieren, während in den *intracore*-Beziehungen vor allem die Portfolioinvestitionen bedeutsam sind.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Allerdings muss an dieser Stelle einschränkend festgestellt werden, dass seit Ende der 90er Jahre auch zwischen den Kernländern die Direktinvestitionen ein starkes Ausmaß erreichen. Vor allem die USA haben in dieser Zeit in großem Umfang Auslandskapital in dieser Form angezogen, was von einer kräftigen Aufwertung des US-Dollars in den Jahren 1995–2001 begleitet wurde.

Tabelle 3

**Rangfolge der wichtigsten Gläubiger- und Schuldnerländer**

	Aktiva	Passiva		Aktiva	Passiva
USA	1	1	Kanada	11	9
Großbritannien	2	2	Hongkong	12	14
Japan	3	5	Schweden	13	12
Deutschland	4	3	Österreich	14	16
Frankreich	5	4	Dänemark	15	17
Schweiz	6	8	Australien	16	13
Niederlande	7	6	Argentinien	17	18
Italien	8	7	Finnland	18	15
Belgien	9	11	Portugal	19	19
Spanien	10	10	Bahrain	20	26

Daten: IWF, International Financial Statistics, CD-Rom.

Die absoluten Werte zeigen eine starke Zunahme des Kapitalverkehrs an, doch von dieser Entwicklung werden nicht alle Volkswirtschaften erfasst (Mussa 2000a: 14). Denn vor allem der *intracore*-Kapitalverkehr hat zugenommen. Bei den *core-periphery*-Beziehungen hat der Kapitalverkehr mit den Schwellenländern stark zugenommen. Dieses Phänomen umfasst allerdings nur eine vergleichsweise kleine Zahl von Ländern. Die übrigen Länder haben an der steigenden internationalen Mobilität des Faktors Kapital weniger partizipiert. Dass die *intracore*-Finanzbeziehungen die anderen dominieren, zeigt sich auch darin, dass die größten Gläubigerländer zumeist auch die größten Schuldnerländer sind (Tabelle 3). So sind die USA zugleich größter Weltgläubiger und Weltschuldner.

*Obstfeld* und *Taylor* (2002) stellen die These auf, dass in der Zeit vor 1914 die Direktinvestitionen eine stärkere Bedeutung hatten als in der Zeit nach 1989. Dieses zeigen sie anhand der Netto- und Bruttogrößen für die Kapitalexporte in die Peripherie-Länder. In den Jahren vor 1914 waren die Kapitalströme vor allem einseitiger Natur. Kapital floss aus den Ländern des Zentrums, vor allem aus Großbritannien, Frankreich und Deutschland, in die Länder der Peripherie. Das Zentrum diversifizierte zunehmend sein Vermögensportfolio, und in der Peripherie könnte Sachkapital akkumuliert werden. Die Bruttogrößen waren den Nettogrößen ähnlich. Die einzige signifikante Ausnahme stellten die USA dar, die in dieser Zeit sowohl hohe Kapitalimporte als auch -exporte verzeichneten.

Tabelle 4

**Anteile am internationalen Bestand an Auslandskapital (in Prozent)**

Pro-Kopf-Einkommen im Vergleich zu USA	< 20	20–40	40–60	60–80	> 80
1913	25	26	4	22	25
1997	6	8	4	43	39

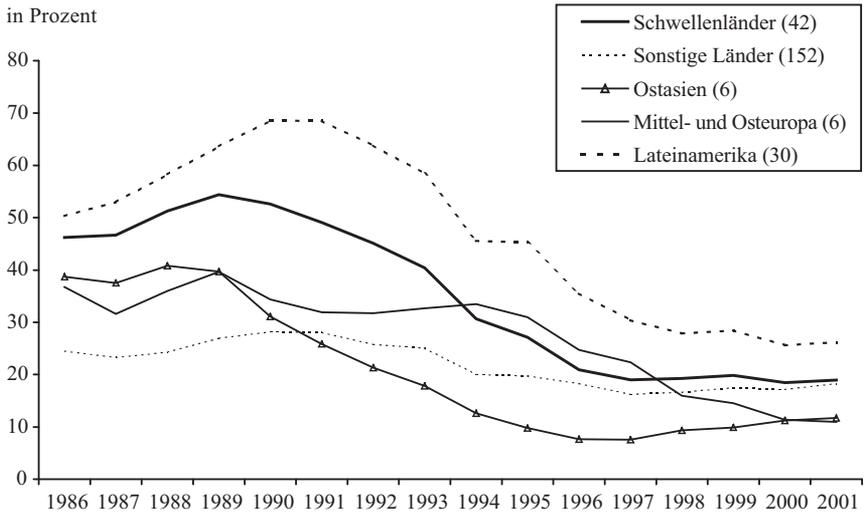
Aus: *Obstfeld/Taylor* (2002: 60).

Tabelle 4 zeigt, dass sich heute ein Großteil des Kapitalverkehrs auf Länder mit einem relativ hohen Pro-Kopf-Einkommen konzentriert. Denn die Länder mit über 60 Prozent des Pro-Kopf-Einkommens der USA vereinten im Jahr 1997 insgesamt 82 Prozent des Bestandes an Auslandskapital. Am Vorabend des Ersten Weltkrieges betrug der Anteil für die gleiche Ländergruppe nur 47 Prozent des Auslandskapitals. Ein Viertel des Bestandes befand sich in den ärmsten Ländern.

Die detaillierteste Datenbasis für den Kapitalverkehr bietet die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) mit ihren Zahlen zu den grenzüberschreitenden Bankenkrediten. Eine Analyse dieser Zahlen zeigt, dass die Kredite an die Schwellen- und Entwicklungsländer – nach einer langen Stagnation im Zuge der Verschuldungskrise der 80er Jahre – in den Jahren 1990 bis 1997 sehr stark gestiegen sind (Tabelle 5 und Tabelle 6). Am stärksten war der Anstieg der Kredite nach Ostasien, wo sie sich verdoppelten. In Lateinamerika hingegen haben die Kredite viele Jahre stagniert und sind erst wieder in den Jahren 1994 bis 1998 um 41 Prozent gestiegen. Die Kredite nach Mittel- und Osteuropa haben sich in den Jahren 1995–2000 ebenfalls mehr als verdoppelt. Ihr Niveau ist jedoch noch vergleichsweise niedrig.

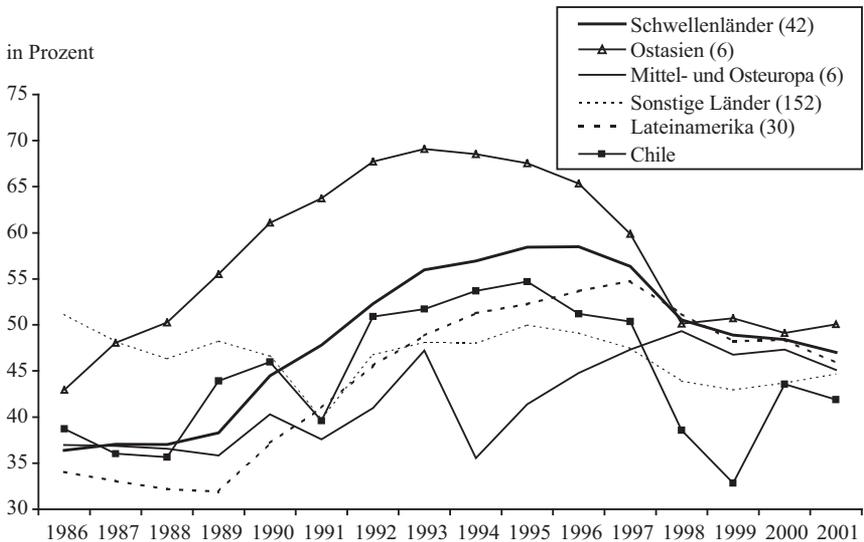
Weiterhin zeigt sich ein starker Anstieg der Bedeutung privater Gläubiger gegenüber den öffentlichen. Seit Ende der 80er Jahre sind die öffentlichen Forderungen an die Schwellenländer in allen drei Regionen kontinuierlich gesunken (Tabelle 5 und Abbildung 1). Bei einem gleichzeitigen starken Anstieg der Bankenverschuldung insgesamt sank der Anteil der öffentlichen Banken von 54,4 Prozent im Jahr 1989 auf knapp 20 Prozent im Jahr 2001. Dieser Anteil dürfte sich allerdings nach der Vergabe umfangreicher Kredite an die vom Staatsbankrott bedrohten Schwellenländer zuletzt wieder erhöht haben.

Gleichzeitig hat sich der Zeithorizont der Kredite verkürzt. Tabelle 6 und Abbildung 2 zeigen, dass der Anteil kurzfristiger Schuldentitel an der gesamten Verschuldung bis Mitte der 90er Jahre kontinuierlich zugenommen hat. Seinen



BIZ (2002): Quarterly Review, eigene Berechnungen.

Abbildung 1: Anteile öffentlicher Schultitel an der gesamten Bankenverschuldung



BIZ (2002): Quarterly Review, eigene Berechnungen.

Abbildung 2: Anteile kurzfristiger Schultitel (bis einschließlich 1 Jahr) an der gesamten Bankenverschuldung

*Tabelle 5*  
**Anteile öffentlicher Schuldtitel an der gesamten Bankenverschuldung**

		Gesamtverschuldung (in Milliarden US-Dollar)														
		1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Schwellenländer (42)	360,8	372,9	347,1	332,6	328,0	346,9	355,9	380,2	423,9	492,4	582,8	647,0	599,0	556,8	570,9	540,9
Ostasien (6)	81,8	87,3	81,8	82,1	93,5	111,6	118,5	137,6	176,8	232,5	283,5	300,5	223,1	195,2	181,0	165,7
Lateinamerika (30)	240,0	238,2	220,6	204,1	184,3	181,0	186,8	193,7	205,7	212,2	242,4	280,3	290,3	277,1	285,5	275,5
Mittel- und Osteuropa (6)	39,0	47,4	44,6	46,3	50,2	54,4	50,6	48,9	41,4	47,6	57,0	66,1	85,5	84,5	104,4	99,7
Sonstige Entwicklungsländer (152)	173,2	194,3	196,6	207,0	197,4	210,5	216,0	215,0	235,1	251,1	263,5	340,0	330,3	320,6	306,6	292,5
		Öffentliche Verschuldung (in Milliarden US-Dollar)														
Schwellenländer (42)	166,8	173,9	178,0	180,8	172,7	170,2	160,5	153,8	130,0	133,5	121,9	122,9	115,3	110,5	105,3	102,5
Ostasien (6)	31,7	32,8	33,4	32,6	29,1	28,9	25,2	24,6	22,3	22,8	21,7	22,8	20,8	19,3	20,3	19,4
Lateinamerika (30)	120,8	126,2	128,5	129,9	126,3	123,9	119,2	113,2	93,8	96,0	86,1	85,3	80,9	78,8	73,1	72,2
Mittel- und Osteuropa (6)	14,4	15,0	16,1	18,4	17,3	17,4	16,1	16,0	13,9	14,8	14,1	14,8	13,7	12,3	11,9	10,9
Sonstige Entwicklungsländer (152)	42,4	45,3	47,8	55,8	55,7	59,1	55,7	53,9	47,1	49,6	48,2	55,2	55,0	56,2	52,7	53,6
		Anteil der öffentlichen Verschuldung (in Prozent)														
Schwellenländer (42)	46,2	46,6	51,3	54,4	52,6	49,1	45,1	40,4	30,7	27,1	20,9	19,0	19,3	19,8	18,5	18,9
Ostasien (6)	38,7	37,5	40,8	39,7	31,1	25,9	21,3	17,8	12,6	9,8	7,7	7,6	9,3	9,9	11,2	11,7
Lateinamerika (30)	50,3	53,0	58,3	63,6	68,5	68,5	63,8	58,5	45,6	45,2	35,5	30,4	27,9	28,4	25,6	26,2
Mittel- und Osteuropa (6)	36,8	31,6	36,0	39,7	34,4	31,9	31,8	32,7	33,5	31,0	24,7	22,4	16,0	14,5	11,4	11,0
Sonstige Entwicklungsländer (152)	24,5	23,3	24,3	27,0	28,2	28,1	25,8	25,1	20,0	19,8	18,3	16,2	16,7	17,5	17,2	18,3

*BIZ* (2002): Quarterly Review, eigene Berechnungen.

*Tabelle 6*  
**Anteile kurzfristiger Schuldtitel (bis einschließlich 1 Jahr) an der gesamten Bankenverschuldung**

		Gesamtverschuldung (in Milliarden US-Dollar)															
		1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Schwellenländer		360,8	372,9	347,1	332,6	328,0	346,9	355,9	380,2	423,9	492,4	582,8	647,0	599,0	556,8	570,9	540,9
Ostasien (6)		81,8	87,3	81,8	82,1	93,5	111,6	118,5	137,6	176,8	232,5	283,5	300,5	223,1	195,2	181,0	165,7
Lateinamerika (30)		240,0	238,2	220,6	204,1	184,3	181,0	186,8	193,7	205,7	212,2	242,4	280,3	290,3	277,1	285,5	275,5
Mittel- und Osteuropa (6)		39,0	47,4	44,6	46,3	50,2	54,4	50,6	48,9	41,4	47,6	57,0	66,1	85,5	84,5	104,4	99,7
Sonstige Entwicklungsländer		173,2	194,3	196,6	207,0	197,4	210,5	216,0	215,0	235,1	251,1	263,5	340,0	330,3	320,6	306,6	292,5
		Kurzfristige Verschuldung (in Milliarden US-Dollar)															
		1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Schwellenländer		131,3	138,2	128,5	127,3	145,9	165,8	186,1	212,8	241,4	287,7	340,8	364,8	302,7	272,2	276,4	254,4
Ostasien (6)		35,1	42,0	41,1	45,6	57,1	71,1	80,2	95,1	121,2	157,1	185,2	179,9	111,9	99,0	88,9	83,0
Lateinamerika (30)		81,7	78,7	71,0	65,1	68,5	74,2	85,1	94,6	105,5	110,9	130,1	153,5	148,6	133,7	138,1	126,4
Mittel- und Osteuropa (6)		14,4	17,5	16,3	16,6	20,2	20,4	20,7	23,1	14,7	19,7	25,5	31,3	42,2	39,5	49,4	45,0
Sonstige Entwicklungsländer		88,6	93,6	91,1	99,9	92,0	84,0	101,0	103,5	112,8	125,6	129,4	161,3	145,0	137,7	134,0	130,7
		Anteil der kurzfristigen Verschuldung (in Prozent)															
		1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Schwellenländer		36,4	37,0	37,0	38,3	44,5	47,8	52,3	56,0	56,9	58,4	58,5	56,4	50,5	48,9	48,4	47,0
Ostasien (6)		42,9	48,1	50,3	55,5	61,1	63,7	67,7	69,1	68,5	67,6	65,3	59,9	50,1	50,7	49,1	50,1
Lateinamerika (30)		34,1	33,0	32,2	31,9	37,2	41,0	45,6	48,8	51,3	52,2	53,7	54,8	51,2	48,2	48,4	45,9
Mittel- und Osteuropa (6)		37,0	36,9	36,6	35,8	40,3	37,6	41,0	47,2	35,5	41,4	44,8	47,3	49,3	46,8	47,3	45,1
Sonstige Entwicklungsländer		51,1	48,2	46,3	48,3	46,6	39,9	46,8	48,1	48,0	50,0	49,1	47,5	43,9	43,0	43,7	44,7

*BIZ* (2002): Quarterly Review, eigene Berechnungen.

Höhepunkt erreichte der Anteil kurzfristiger Kredite von Auslandsbanken in Ostasien 1993 (69,1 Prozent), in Lateinamerika 1997 (54,8 Prozent) und in Mittel- und Osteuropa 1998 (47,3 Prozent). Mit dem Rückzug der Kreditgeber ist seitdem der Anteil der kurzfristigen Verschuldung wieder auf das Niveau von Anfang der 90er Jahre gesunken. In den sonstigen Entwicklungsländern ist die Verkürzung des Zeithorizonts moderater gewesen als in den Schwellenländern.

### 1.5. Steigende Volatilität

Seit 1998 ist weltweit zum ersten Mal nach dem Zweiten Weltkrieg ein signifikanter Rückgang der Kapitalexporte in die Schwellen- und Entwicklungsländer zu erkennen. Die Richtung des Kapitalverkehrs bleibt jedoch unverändert. Nach einem Anstieg der gesamten Kapitalexporte von einem Jahresdurchschnitt von 25,5 Mrd. US-Dollar in den 70er Jahren auf 45,3 Mrd. in den 80er Jahren erreichten diese ein Maximum von 166,8 Mrd. in den Jahren 1990–97. In den Jahren danach gingen sie jedoch auf 72,7 Mrd. zurück (*Bundesbank* 2002: 62). Besonders stark war der Rückgang in Ostasien und Afrika, während die Kapitalexporte nach Lateinamerika bis zum Ausbruch der Argentinienkrise noch stabil blieben. Die Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten haben dazu geführt, dass die Banken ihre Kreditlinien gesenkt haben. So fällt vor allem der starke Abzug von Bankenkrediten von 117,1 Mrd. US-Dollar im Durchschnitt der Jahre 1998–2001 auf.

Die Entwicklungen in diesen Jahren ist jedoch nicht mit dem Verlust der hohen internationalen Kapitalmobilität – im Sinne geringer Kapitalverkehrshindernisse und niedriger Transaktionskosten – gleichzusetzen. Das gestiegene Krisenrisiko in der Weltwirtschaft hat vielmehr zu einer höheren Liquiditätspräferenz in den Gläubigerländern und zu einem Rückgang der Kapitalexporte in die Schwellen- und Entwicklungsländer geführt. Die oben dargestellten Entwicklungen im internationalen Kapitalverkehr – insbesondere die große Bedeutung verbriefteter Kredite, die Dominanz privater gegenüber öffentlichen Transfers sowie deren relativ kurze Fristigkeit – haben die Wahrscheinlichkeit einer schnellen Anpassung der Kapitalströme an eine Veränderung des wahrgenommenen Risikos erhöht. Eine solche Entwicklung kann jedoch für eine einzelne Volkswirtschaft mit erheblichen Anpassungskosten verbunden sein.

In Krisenzeiten ist es möglich, dass sich der Kapitalverkehr für einzelne Volkswirtschaften innerhalb kürzester Zeit umkehrt. Dieses hat sich während der Finanzkrisen in den Ländern Südostasiens 1997/98 gezeigt. Die Krisenländer wiesen 1996 im Durchschnitt ein Leistungsbilanzdefizit von fünf Prozent des BIP auf, welches 1998 in einen Leistungsbilanzüberschuss von neun Prozent des BIP umschlug. Der Grund lag in einem massiven Kapitalabzug aus der Region, welcher Anfang 1997 begann. Vor allem die Kurzfristigkeit des Kapi-

Tabelle 7

**Unterschiedliche Volatilität kurzfristiger und langfristiger Verschuldung<sup>1</sup>**

Ländergruppen	Mittelwert	Standard- abweichung	Variations- koeffizient
Kurzfristige Verschuldung (in Mio. US-Dollar)			
Schwellenländer	150988	29505	0,20
Lateinamerika (30)	76707	9957	0,13
Ostasien (6)	56195	20531	0,37
Mittel- und Osteuropa (6)	18086	2846	0,16
Sonstige Länder	91052	8117	0,09
Langfristige Verschuldung (in Mio. US-Dollar)			
Schwellenländer	197791	26055	0,13
Lateinamerika (30)	76707	9957	0,13
Ostasien (6)	40346	3957	0,10
Mittel- und Osteuropa (6)	28610	2679	0,09
Sonstige Länder	104851	12873	0,12

<sup>1</sup> Jahresdaten für die Zeit 1986 bis 2001; die kurzfristige Verschuldung definiert sich wie in Tabelle 6. *BIZ* (2002): Quarterly Review, eigene Berechnungen.

talverkehrs stellt in diesem Fall ein Problem dar, weil sie einen schnellen Kapitalabzug ermöglicht. Tabelle 6 zeigte, dass im Zuge der Ostasienkrise die kurzfristige Verschuldung in dieser Region zwischen 1996 bis 2001 um 55 Prozent zurückging, während die längerfristige Verschuldung zwischen 1996 und 2001 nur um 16 Prozent sank.

Tabelle 7 zeigt, dass die Volatilität der kurzfristigen Verschuldung in den Schwellenländern höher ist als die der langfristigen Verschuldung. Besonders stark fällt der Unterschied für die Länder Ostasiens aus (0,37 gegenüber 0,10). Auch in den Ländern Mittel- und Osteuropas ist die Volatilität der kurzfristigen Verschuldung höher. In Lateinamerika ist hingegen kein Unterschied zu erkennen (jeweils 0,13), allerdings ist zu erwarten, dass sich die jüngsten Währungskrisen im Zuge der Argentinienkrise 2001/02 in ähnlicher Weise auf die Volatilität auswirken werden wie die Währungskrisen in anderen Regionen.

Die steigende Bedeutung kurzfristiger privater Kredite und deren relativ hohe Volatilität erhöht die Wahrscheinlichkeit einer Umkehr des Kapitalverkehrs. Eine solche Entwicklung stellt für die Schuldnerländer ein steigendes Risiko externer Schocks dar. Um sich vor den Kosten solcher Krisen zu schützen,

müssen die Volkswirtschaften zweierlei tun. Erstens müssen sie eine zu starke Konzentration auf eine kurzfristige Verschuldung vermeiden, und zweitens müssen sie eine möglichst hohe Anpassungsflexibilität aufweisen. Andernfalls sind krisenhafte Anpassungsprozesse wahrscheinlich.

It is hard to imagine what a world with perfect information would be like.

*(Joseph Stiglitz 2002: 469)*

## **2. Marktversagen und Politikversagen in den internationalen Finanzbeziehungen**

### **2.1. Der Idealtypus disziplinierender Finanzmärkte und das Informationsproblem**

Nach Tobin erfüllt ein funktionsfähiger Finanzmarkt die drei fundamentalen Funktionen der Bereitstellung, Allokation und Überwachung von Finanzmitteln. Zur uneingeschränkten Wahrnehmung dieser Funktionen benötigt ein Finanzmarkt jedoch die Bedingungen der vollkommenen Konkurrenz. Zu diesen zählen eine atomistische Marktstruktur, unbegrenzte Teilbarkeit und Mobilität sämtlicher Produktionsfaktoren und Güter, vollständige Markttransparenz, unendliche Reaktionsgeschwindigkeiten und keine unfreiwilligen Austauschbeziehungen. Je weitgehendere diese Bedingungen erfüllt sind, desto stärker ist u.a. die disziplinierende Wirkung, welche internationale Finanzmärkte auf die nationalen Wirtschaftspolitiken ausüben.

Eine besondere Rolle spielt die Transparenzbedingung. Bei weitgehender Markttransparenz sind die internationalen Gläubiger über die Wirtschaftspolitik in den einzelnen Schuldnerländern gut informiert. Länder mit einer schlechten Wirtschaftspolitik<sup>3</sup> werden durch steigende Schuldenzinsen und einen dadurch bedingt sinkenden fiskalpolitischen Spielraum bestraft. Verlässt eine Regierung oder Zentralbank einen stabilen Kurs, weil sie beispielsweise versucht, durch eine kurzfristige Expansion Wählerstimmen zu maximieren, so erhöht dies das Ausfallrisiko für die Gläubiger, bei denen sich das Land verschuldet hat. Der Risikoanstieg wird von den Märkten erkannt und in die Schuldenzinsen eingepreist. Die Disziplinierung der Wirtschaftspolitik durch funktionsfähige Finanzmärkte führt in diesem Falle zu einer Wohlfahrtssteigerung, denn sie verbindet die Rationalität des Marktes mit der individuellen Rationalität der Akteure.

---

<sup>3</sup> Wenn im Folgenden von einer „schlechten“ Wirtschaftspolitik gesprochen wird, ist eine Politik gemeint, die kurzfristige Ziele verfolgt und damit nicht stabilitätsgerecht ist.

Mit steigender Kapitalmobilität steigt auch die disziplinierende Kraft – und zwar auf mikroökonomischer, wie auf makroökonomischer Ebene gleichermaßen. Der Markt für Unternehmensanleihen diszipliniert die Politik der verschuldeten Unternehmen, der Devisenmarkt diszipliniert die nationale Geldpolitik, und der Markt für Staatsanleihen diszipliniert die Fiskalpolitik.

Auf internationalen Finanzmärkten führen jedoch Informationsmängel regelmäßig zu Funktionsstörungen, und die Finanzmärkte büßen dadurch wenigstens teilweise ihre disziplinierende Wirkung ein.<sup>4</sup> Finanzmärkte sind vor allem von einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen beiden Marktseiten gekennzeichnet. Denn Gläubiger besitzen im Normalfall weniger Informationen über die mit der Verwendung ihres Kapitals verbundenen Risiken als ihre Schuldner. Informationsasymmetrien können erheblich sein, und erhöhen sich im Normalfall, wenn sich der Schuldner in einem Entwicklungsland befindet.

Die Anreize zur Bereitstellung von allgemein zugänglichen Informationen (öffentliches Gut) auf Seiten der Gläubiger sind gering, weil jede private Informationsbereitstellung zu einer Anpassung der Vermögenspreise führt und dadurch die Möglichkeit untergräbt, von Informationsvorsprüngen zu profitieren. Hieraus entsteht ein Trittbrettfahrerproblem. Ein Anreiz zur Produktion von Informationen besteht auf Seiten der Gläubiger (privates Gut) demzufolge nur, wenn sie diese Informationen ausschließlich privat nutzen können. Andere Gläubiger haben in diesem Fall höchstens die Möglichkeit, das finanzielle Engagement von, ihrer Meinung nach, gut informierten Gläubigern zu beobachten, um deren Informationen aus ihren Handlungen herauszulesen.<sup>5</sup>

Auf Seiten der Schuldner besteht nur für diejenigen mit einem niedrigen Risiko der Anreiz zur Informationsbereitstellung durch ein *signaling*. Überzeugen sie die Märkte über die gute Qualität ihrer Politik, so können sie ihre Kapitalkosten senken. Die Gläubiger werden allerdings nur den Informationen derjenigen Schuldner Glauben schenken, die bereits eine Reputation aufgebaut haben. Für neue Nachfrager nach Finanzmitteln besteht demnach nur ein geringer Anreiz zur Bereitstellung von wahrheitsgemäßen Informationen. Für sie besteht vielmehr ein Anreiz ihr Risiko als möglichst gering darzustellen, auch wenn dies zu einer Fehlinformation führt.

---

<sup>4</sup> Unterscheidet man zwischen Unkenntnis und Unsicherheit, so liegt zwar beides vor, doch nur die erste Form ist für ein Marktversagen verantwortlich. Dies heißt jedoch nicht, dass das Problem der Unsicherheit auf Finanzmärkten vernachlässigt werden dürfte.

<sup>5</sup> Es besteht nicht nur das Problem einer fehlenden Informationsversorgung, sondern auch das Problem eine Desinformation. Denn durch die Weitergabe von falschen Informationen können gut informierte Gläubiger ihre Arbitragemöglichkeiten verbessern. Daher können Finanzmarktakteure bei Informationen durch private Gläubiger nicht sicher sein, ob diese Informationen auch richtig sind (vgl. *Stiglitz* 2002: 488).

## 2.2. Marktversagen

Aufgrund des Informationsproblems sind Gläubiger gezwungen ihre Erwartungen auf der Grundlage von Erfahrungen und Durchschnittswerten zu bilden. Hieraus entsteht die Möglichkeit einer adversen Selektion der Schuldner. Qualitätsunkennntnis bezüglich der Verwendung des bereitgestellten Kapitals führt dazu, dass Gläubiger nicht in der Lage sind, Schuldner mit guten und mit schlechten Risiken ausreichend zu unterscheiden. So verlangen sie für unterschiedliche Risiken den gleichen, durchschnittlichen Zins. Bei einem gegebenen Zins fragen vor allem Schuldner mit hohen Risiken Kredite nach, die von den Gläubigern jedoch nicht identifiziert werden können. Die Folge dieser Zusammenhänge ist ein Anstieg des durchschnittlichen Risikos. Der zwangsläufige Zinsanstieg führt dann dazu, dass Investoren mit einem hohen Risiko Investoren mit einem geringen Risiko verdrängen.

Im Folgenden sollen vier Möglichkeiten dargestellt werden wie es (bei den ersten zwei aufgrund von Informationsmängeln) zu einem gravierenden Versagen des internationalen Finanzmarktes kommen kann.<sup>6</sup> Eine erste Möglichkeit bietet der Markt für Staatsanleihen von Entwicklungsländern in der jeweiligen nationalen Währung. Jeder Schuldtitel ist mit einem bestimmten Wechselkursrisiko verbunden, welches langfristig von der nationalen Wirtschaftspolitik bestimmt wird. Da die internationalen Gläubiger jedoch nur unzureichende Informationen über die zukünftige Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder haben, werden sie von allen Ländern einen gleichen, dem durchschnittlichen Wechselkursrisiko entsprechenden, Zinsaufschlag (*spread*) verlangen. Dieser ist jedoch für diejenigen Länder, deren Regierungen einen stabilitätsorientierten Kurs verfolgen, zu hoch, weshalb sie auf den Fremdwährungsmarkt ausweichen. Die Verschuldung in Inlandswährung lohnt sich nur für solche Länder, deren Abwertungsrisiko höher ist als das erwartete durchschnittliche Abwertungsrisiko. Die Konsequenz ist ein stetig steigendes Durchschnittsrisiko und der Zusammenbruch des Marktes für Verschuldungstitel in nationalen Währungen.

Für die Schuldnerstaaten als Gruppe insgesamt bringt dies das Problem mit sich, dass es zu einem *currency mismatch* kommt, denn die Einnahmen des Staates werden in der heimischen Währung erzielt und müssen vor dem Schuldendienst immer erst in die Verschuldungswährung umgetauscht werden. Jede Veränderung des Wechselkurses verändert die Höhe der Verschuldung in Inlandswährung, während die Höhe der Einnahmen unverändert bleibt. Eine Abwertung der inländischen Währung führt somit direkt zu einer Verschlechterung der nationalen Vermögensbilanz.

---

<sup>6</sup> Daneben existiert natürlich noch eine Vielzahl weiterer Möglichkeiten von Marktversagen auf internationalen Finanzmärkten.

Die Zahlen bestätigen ein Marktversagen auf dem Markt für Staatsanleihen, denn nur sehr wenige Länder sind in der Lage, Schuldtitel in ihrer eigenen Währung auszugeben. *Hausmann, Panizza* und *Stein* (2001: Tabelle 3) untersuchen auf der Grundlage der *International Debt Securities Database* der *BIZ*, welche Länder dies in den Jahren 1998 und 1999 waren. Sie identifizieren insgesamt 18, die fast ausnahmslos große und entwickelte Volkswirtschaften sind. Von den 19 Schwellenländern haben nur 7 eigene Schuldtitel ausgegeben.<sup>7</sup> Und nur für ein einziges Land, Südafrika, betrug der Anteil der in Landeswährung ausgegebenen internationalen Wertpapiere mehr als 10 Prozent.

Der genaue Grund, warum ein Land keine Verschuldungstitel in seiner eigenen Währung ausgibt ist *a priori* nicht klar. Denn entweder weigern sich die Kreditgeber, einen Titel in nationaler Währung zu erwerben. Oder die Entscheidung über den Verzicht auf die Ausgabe von Verschuldungstiteln in eigener Währung wird von den Schuldnern selbst getroffen. Letzteres ist durchaus rational, wenn die Zinskosten im Falle der Dollarverschuldung niedriger sind. Es ist plausibel, davon auszugehen, dass der bei einem Dollarschuldtitel von den internationalen Gläubigern verlangte Länderrisikoaufschlag niedriger ist. Außerdem kann im Regelfall die Laufzeit einer Verbindlichkeit durch Fremdwährungsverschuldung verlängert werden.

Zu einer weiteren Möglichkeit des Marktversagens aufgrund von Informationsdefiziten kann es auf dem internationalen Kreditmarkt kommen, wenn sich die internationalen Gläubiger in Zeiten eines steigenden Weltzinses vollkommen aus bestimmten Märkten zurückziehen. Der Grund für dieses Verhalten ist, dass mit einem steigenden Zins auch das Problem der *adversen Auslese* zunimmt, weil die Gläubiger nur noch Anlagen mit hohen Risiken in diesen Märkten vermuten. Dieses kann in den *core-periphery*-Beziehungen zu einer Kreditrationierung (*credit crunch*) führen, bei der Kredite nur bis zu einer begrenzten Risikohöhe und nicht entsprechend der Nachfrage bereitgestellt werden. Auf diese Weise können Informationsdefizite zu einer exzessiven Volatilität des Kapitalverkehrs führen, weil das internationale Kapital bei einem steigenden Weltzins fluchtartig die Schuldenländer verlässt. Solch ein „Herdenverhalten“ ist jedoch nicht – wie dies mitunter angenommen wird – mit einem irrationalen Verhalten der internationalen Gläubiger gleichzusetzen, denn der vollkommene Ausstieg aus einem risikoreichen Markt bei unvollkommener Information kann dem rationalen Kalkül entsprechen, noch höhere Verluste zu vermeiden.

Die dritte Möglichkeit eines Marktversagens auf den internationalen Finanzmärkten entsteht aufgrund von Preisunkenntnis. Die Gefahr, dass die Marktakteure weitgehend in Unkenntnis über den Gleichgewichtspreis eines Vermögenswertes sind, besteht vor allem bei einer geringen Liquidität. Denn auf

---

<sup>7</sup> Dieses sind Indonesien, Mexiko, Philippinen, Polen, Singapur, Südafrika und Thailand.

wenig liquiden Märkten führen schon geringe Veränderungen der Angebots-Nachfrage-Konstellation zu starken Preisschwankungen. So kann es zu einer exzessiven Preisvolatilität kommen, welche dadurch gekennzeichnet ist, dass sich die Preise weitgehend von der Entwicklung der realen Wirtschaft abkoppeln. Exzessive Preisvolatilität bei Vermögenswerten verursacht wiederum – durch induzierte Anpassungsprozesse – Volatilität in anderen Bereichen der Wirtschaft, welche jedoch nicht auf fundamentale Entwicklungen zurückzuführen ist und daher wohlfahrtsmindernd wirkt.

Auf Devisenmärkten entstehen durch eine geringe Liquidität exzessive Wechselkurschwankungen. Davon sind vor allem kleine Länder betroffen, deren Währungen keine internationale Bedeutung besitzen und die daher nur wenig gehandelt werden. Eine hohe Wechselkursvolatilität bedeutet nicht nur eine geringere Wertstabilität einer Währung nach außen, sondern ist auch mit einer geringeren Wertstabilität nach innen verbunden. Da die Stabilität einer Währung jedoch eine notwendige Voraussetzung dafür ist, dass sie ihre Geldfunktionen erfüllt, stehen „kleine“ Währungen in der Gefahr, durch „große“ Währungen ersetzt zu werden (Währungssubstitution).

Eine vierte Möglichkeit eines Marktversagens ist das Ergebnis heterogener Gläubigerinteressen. Im Falle der Zahlungsunfähigkeit eines Schuldnerlandes ist eine Liquidation (wie bei privaten Unternehmen) unmöglich, weshalb es im Interesse sowohl des Schuldnerlandes als auch der Gläubiger ist, eine Restrukturierung der Verschuldung einzuleiten, welche eine Senkung des Schuldendienstes unter die langfristig vom Schuldnerland zu leistende Belastung zum Ziel hat. In diesem Falle ist eine Koordinierung der Gläubigerinteressen für die Gesamtheit der Gläubiger optimal, denn dann ist der Umschuldungsprozess am effektivsten und schnellsten und die Schuldtitel verlieren am wenigsten an Wert.

Ist die Gläubigergruppe jedoch heterogen, weil beispielsweise ein Schuldnerland unterschiedlichste Arten von Wertpapieren emittiert hat, so kommt es zu einem Koordinierungsproblem auf Seiten der Gläubiger. Einzelne Gläubiger können sich einem Einigungsprozess entziehen, um auf individuellem Wege ein besseres Verhandlungsergebnis mit dem Schuldnerland zu erzielen. Dieses hat erhebliche Mehrkosten einer Restrukturierung sowohl für das Schuldnerland als auch für die übrigen Gläubiger zur Konsequenz, denn der Umschuldungsprozess dauert länger und ist mit einer zusätzlichen Vermögensvernichtung verbunden.<sup>8</sup>

In der Tat besteht in Verschuldungskrisen heute ein erhebliches Koordinierungsproblem. Die Bedeutung von unverbrieften Kreditverträgen ist in den internationalen Finanzbeziehungen zurückgegangen, wo hingegen die Anleihen (verbriefte Kredite) heute eine große Bedeutung einnehmen. Die Anzahl der an

---

<sup>8</sup> Ein oft genanntes Beispiel ist hier der Fall von *Elliott Associates*, welche zuvor erworbene Forderungen im Wert von 20 Mrd. US-Dollar gegenüber dem Staat Peru durchsetzte und sich einer Umschuldung widersetzte.

den internationalen Finanztransaktionen beteiligten Akteure und Interessen sind dadurch stark angestiegen. Die Heterogenität der internationalen Gläubiger führt dazu, dass eine schnelle Einigung der gesamten Gläubigergruppe mit dem Schuldnerland schwieriger geworden ist und die Kosten einer Restrukturierung gestiegen sind.<sup>9</sup>

### 2.3. Politikversagen

Die Analyse des internationalen Finanzmarktes zeigt, dass Abweichungen von der Transparenzbedingung regelmäßig zum Versagen in bestimmten Bereichen und zu bestimmten Zeiten führen. Ein solches Marktversagen stellt eine notwendige Bedingung für einen wirtschaftspolitischen Eingriff in den Markt dar. Es ist jedoch keine hinreichende Bedingung für einen solchen Eingriff. Denn darüber hinaus darf auch kein Versagen der Wirtschaftspolitik vorliegen, deren Aufgabe es ist – verglichen mit der Ausgangssituation – zu einer höheren gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt zu führen. Oft ist die Wirtschaftspolitik selbst jedoch die Quelle von Funktionsstörungen auf Märkten, und wirkt somit wohlfahrtsminimierend.

Wie auf privaten Märkten, so führen auch im politischen Prozess Informationsmängel zu erheblichen Problemen. Die Informationsasymmetrie besteht hier zwischen den Regierenden und den Regierten (*Stiglitz* 2002: 461). Unkenntnis auf Seiten der Regierten in Bezug auf die Qualität der Entscheidungen der Regierenden kann zu einem Versagen der Wirtschaftspolitik sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene führen.

Da die internationalen Finanzmärkte über den Lauf der nationalen Wirtschaftspolitiken keine Gewissheit besitzen, kann es dazu kommen, dass die Regierung eines Landes zu lange an einer Wirtschaftspolitik festhält, die nicht stabilitätsorientiert ist. Denn die Nachteiligkeit der Politik kann von den Märkten eventuell erst im nachhinein erkannt werden. So zeigt sich, dass Regierungen vor Wahlen regelmäßig einen festen Wechselkurs verteidigen, auch wenn das Land unter einer Überbewertung leidet und eine Abwertung benötigte. Denn dadurch ist die Regierung in der Lage, die Kosten der Aufgabe des festen Wechselkurses (Inflation und Verschuldungsanstieg) auf die Zeit nach der Wahl zu verschieben.<sup>10</sup> Unrealistische Wechselkursziele waren oft die Ursache für eine exzessive Volatilität des nominalen und/oder realen Wechselkurses, von der eine destabilisierende Wirkung ausging.

---

<sup>9</sup> Das Koordinierungsproblem zeigt sich besonders drastisch bei der gegenwärtigen Umschuldung Argentiniens, bei der das Land sich mit einer Vielzahl von unterschiedlichen Gläubigergruppen einigen muss.

<sup>10</sup> Evidenz für einen solchen politischen Zyklus in der Währungspolitik liefert beispielsweise *Frieden* (2000: Abbildungen 6–8).

Weiterhin kann die Regierung gewillt sein, die Zahlungssituation des Landes zu verschleiern, um dadurch eine drohende Zahlungsunfähigkeit hinaus zu zögern. Ist der Schuldendienst langfristig jedoch nicht tragbar, so sollte der notwendige Umschuldungsprozess so früh wie möglich beginnen, um den Märkten und der Regierung wieder Planungssicherheit zu geben.<sup>11</sup>

Doch nicht nur die nationale, sondern auch die internationale Wirtschaftspolitik ist eine potentielle Quelle für Politikversagen. Unter besonderer Beobachtung steht der IWF, weil er durch die Konditionalität seiner Kredite einen erheblichen Einfluss auf die Wirtschaftspolitiken der Schuldnerländer ausübt und damit entscheidet, welche Politik von der internationalen Gemeinschaft Unterstützung erfährt. Unterstützt er eine langfristig nicht haltbare Wirtschaftspolitik durch Kredite, so wird die Abkehr von dieser Politik dadurch verzögert.<sup>12</sup> In diesem Zusammenhang muss die Diskussion um die richtige Entwicklungsstrategie des IWF – wie der anderen Washingtoner Institutionen, welche die internationale Wirtschaftspolitik mitgestalten – gesehen werden. Bestandteil des „*Washingtoner Konsens*“ (Williamson 1990) waren eine weiche Wechselkursfixierung bei einer weitgehenden Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs. Diese in vielen Schwellenländern verfolgte Politik war jedoch – mindestens im Falle einer Wechselkursfixierung ohne vollkommene Bindungsintensität – inkonsistent, weil mit einer steigenden Kapitalmobilität auch steigende Kosten der Verteidigung eines festen Wechselkurses einhergehen. Dadurch wurden die festen Wechselkursziele in diesen Ländern unglaubwürdig und endete seit Mitte der 90er Jahre in zahlreichen Währungs- und Finanzkrisen (Stiglitz 1999).

Weiterhin führte die schnelle Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu einem großen Anteil der kurzfristigen Verschuldung an der Gesamtverschuldung.<sup>13</sup> Da-

---

<sup>11</sup> Möglich ist auch der gegenteilige Fall, dass eine Regierung eine temporäre Zahlungsunfähigkeit ausnutzt, um ihre Auslandsverschuldung abzubauen. Die Regierung kann ihren Informationsvorsprung dazu nutzen, die langfristige Zahlungsfähigkeit des Landes zu verschleiern und sich „arm zu rechnen“. Ein Beispiel bietet in diesem Zusammenhang die russische Zahlungsunfähigkeit im Jahr 1998. In der nachfolgenden Umschuldung konnte das Land seine Auslandsverschuldung beträchtlich reduzieren, ohne dass dies – aus der heutigen Perspektive – erforderlich war. Vielmehr war die Zahlungsunfähigkeit des Landes im Jahre 1998 das Ergebnis negativer Sonderentwicklung (wie dem Verfall des Ölpreises). Zwar gelangten sowohl der IWF und die Weltbank als auch der Pariser Club im Laufe der Verhandlungen zu der Überzeugung, dass Russland 1998 nur „illiquide“, nicht jedoch „insolvent“ war, doch die Verhandlungsmacht des Landes war offensichtlich so groß, dass es zu einem Schuldenerlass von 36,5 Prozent im Londoner Club und einen weitgehenden Erlass der Transferrubelschulden kam (BMF 2002).

<sup>12</sup> So konnte die Zahlungsunfähigkeit Argentiniens im Jahre 2001 nur durch IWF-Kredite zwischenzeitlich verhindert werden, wodurch es dem Land ermöglicht wurde, noch weiter an seinem Currency Board festzuhalten. Die Währungskrise wurde dadurch jedoch nicht verhindert, sondern nur verzögert, wodurch sich die der Krise anschließenden Anpassungskosten erhöhten.

mit wurde gegen eine notwendige Reihenfolge bei der Liberalisierung der Finanzmärkte verstoßen, bei der zuerst ausschließlich die Direktinvestitionen liberalisiert werden, weil deren positive Effekte am eindeutigsten sind. Als zweites sollte der nationale Finanzmarkt liberalisiert werden, um die inländischen Finanzinstitute auf den internationalen Wettbewerb vorzubereiten. Und als drittes sollte dann der internationale Kapitalverkehr liberalisiert werden (*IWF* 2000a).

Auch wird das Ausmaß der vom IWF vergebenen Kredite insgesamt kritisiert, weil dadurch ein moralisches Risiko entstehen kann. Dieses führte zu der Forderung, die Aufgaben des IWF auf seine zentralen zu beschränken (*Meltzer/Sachs* 2000). Diese Position hat sich jedoch nicht als Mehrheitsmeinung durchsetzen können, weil dem IWF wenigstens teilweise die Funktion eines internationalen *lender of last resort* zugedacht wird, der für die Stabilität des internationalen Finanzsystems in Krisenzeiten verantwortlich ist (*Fischer* 1999).

Eine weitere Quelle für ein Politikversagen ist eine fehlende internationale Koordinierung der Währungspolitik. Zur Verhinderung von Zahlungsbilanzschwankungen, die über konjunkturelle Schwankungen hinausgehen, sollten Wechselkursschwankungen zwischen wichtigen Handelspartnern gering gehalten werden. In der Vergangenheit haben allerdings Länder einer gemeinsamen Wirtschaftsregion oft unterschiedlichste Währungsregimes besessen, wodurch eine hohe intraregionale Wechselkursvolatilität entsteht.<sup>14</sup> Das Ergebnis sind extreme Wechselkursschwankungen und dadurch notwendig werdende Zahlungsbilanzanpassungen, die einen negativen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum der Region haben.

---

<sup>13</sup> Vor allem die schnelle Liberalisierung von Portfolioinvestitionen und Krediten ist jedoch risikoreich, weil die Informationsmängel der Gläubiger hier besonders hoch sind. Direktinvestitionen unterliegen einem geringeren Informationsproblem, weil der Investor die Möglichkeit besitzt, die Qualität seiner Investitionen selbst einzuschätzen.

<sup>14</sup> Als eines von zahlreichen Beispielen können die Länder Brasilien und Argentinien dienen, welche bis 2002 die unterschiedlichsten Währungsregimes besaßen.

The international financial system is a dense network of social, economic, and financial institutions. As with any complex mechanism, there are limits on the feasible changes to any one component so long as the others remain in place. It makes no sense to install a jet engine on a Cessna Piper Cub. The same is true of the international financial system, whose structure is lent inertia by the interaction of its components. As a result, the system evolves gradually through tinkering at the margins [...].  
(Barry Eichengreen 2002: 2)

#### 2.4. Drei Ansätze einer internationalen Koordinierung zur Erhöhung der Finanzmarktstabilität

Die staatliche Regulierung spielt auf entwickelten nationalen Finanzmärkten heute eine bedeutsame Rolle. Vor allem die Erfahrungen mit den desaströsen Finanzkrisen in den Jahren 1928 bis 1933 führten zu einer strengeren Regulierung. Einlagenversicherungen wurden gegründet und die Finanzmarktaufsicht gestärkt. Die Zentralbanken bekamen neben dem Geldausgabemonopol, welches bereits aus dem 19. Jahrhundert stammte, die Funktion des *lender of last resort* (Gläubiger der letzten Instanz) zugewiesen und tragen seitdem die Verantwortung für die makroökonomische Stabilisierung der Finanzmärkte.<sup>15</sup> Auf internationaler Ebene ist die Regulierungsdichte weitaus geringer. Die anhaltende Integration nationaler Finanzmärkte in den internationalen raubt zudem den nationalen Finanzmarktregulierungen ihre Wirksamkeit, und es stellt sich zunehmend die Frage, wie die Regulierung auf internationaler Ebene den neuen Rahmenbedingungen angepasst werden kann.

Die Ausführungen im Kapitel über Marktversagen zeigten, dass der internationale Finanzmarkt in bestimmten Bereichen und in bestimmten Situationen regelmäßig versagt. Dadurch weicht er von seinem Idealtypus ab und dient nur begrenzt als Disziplinierungsmedium. Das Kapitel über Politikversagen lieferte zudem einige Beispiele, bei denen die Wirtschaftspolitik selbst die Quelle für Funktionsstörungen auf dem internationalen Finanzmarkt ist. Reformen in Richtung einer „*Neuen Internationalen Finanzarchitektur*“ (Eichengreen 1999) müssen daher sowohl bei der Verhinderung von Marktversagen als auch bei der Verhinderung von Politikversagen ansetzen.

In diesem Sinne sollen im Folgenden drei Ansätze dargestellt und diskutiert werden, die geeignet sind über eine verstärkte internationale Koordinierung zu einer erhöhten Stabilität des internationalen Finanzmarktes zu gelangen. Der erste Ansatz über internationale Standards setzt bei einem Marktversagen an

---

<sup>15</sup> Eine Reihe von Eingriffen, wie beispielsweise die Einführung eines Trennbankensystems in den USA, wurden jedoch auch wieder zurückgenommen.

und ist der Krisenprävention zuzuordnen. Der zweite Ansatz über eine Stärkung der Umschuldungsverhandlungen ist ebenfalls gegen ein Marktversagen gerichtet, dient allerdings ausschließlich einem verbesserten Krisenmanagement. Der dritte Ansatz über eine Koordination in der Währungspolitik ist auf die Verhinderung eines Politikversagens – sowohl im Sinne einer Krisenprävention als auch im Sinne eines verbesserten Krisenmanagements – gerichtet.

#### 2.4.1. Internationale Standards

Da die wichtigsten Funktionsstörungen auf dem internationalen Finanzmarkt auf die Verletzung der Transparenz-Bedingung zurückgehen, muss die Krisenprävention eine ständige Verbesserung der Markttransparenz beinhalten. Denn mit steigender Transparenz sanktionieren die Finanzmärkte um so wirksamer gegen schlechte Politiken, weil der Schuldzins das länderspezifische Risiko wahrheitsgetreuer abbildet. Der internationalen Wirtschaftspolitik kommt daher die Aufgabe zu, sich permanent für eine verbesserte Transparenz zu engagieren. Als besonders wirksames Instrument zu diesem Zweck erscheint die Ausarbeitung internationaler Standards sowohl für private Unternehmen als auch für nationale Regierungen, weil auf diesem Wege die Qualität der verfügbaren Informationen verbessert werden kann.

Zur Ausarbeitung und Weiterentwicklung von Standards steht mittlerweile ein Netzwerk multinationaler und sektoraler Institutionen zur Verfügung. Das 1999 gegründete Forum für Finanzmarktstabilität (*Financial Stability Forum*, FSF) hat dabei zur Aufgabe, die Reformvorhaben zu koordinieren. Das FSF definiert 12 Hauptfelder, in denen gegenwärtig an internationalen Standards gearbeitet wird. Hierzu gehören die nationale Geld- und Finanzpolitik (die zuständige Institution ist hier der IWF), die Fiskalpolitik (IWF), Datenweitergabe (IWF)<sup>16</sup>, Unternehmensinsolvenz (Weltbank), Corporate Governance (OECD), Buchführung (*International Accounting Standards Board*, IASB), Wirtschaftsprüfung (*International Federation of Accountants*, IFAC), Zahlungssysteme (*Committee on Payment and Settlement Systems*, CPSS), Marktintegrität (*Financial Action Task Force*, FATF), Bankenaufsicht (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS), Wertpapierregulierung (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) und Versicherungsaufsicht (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS). Somit ist der Bereich der internationalen Standards zu dem Bereich geworden, in dem seit den Finanzmarkturbulenzen der zweiten Hälfte der 90er Jahre die stärksten Reformanstrengungen geleistet wurden.

*Eichengreen* (2002: 27 ff) stellt jedoch zwei Probleme heraus, welche mit internationalen Standards verbunden sein können. Erstens benötigen Standards

---

<sup>16</sup> Daten für die Auslandsverschuldung sind mittlerweile über das Internet abrufbar unter [www1.oecd.org/dac/debt](http://www1.oecd.org/dac/debt).

auch passende nationale Institutionen, die für die Umsetzung und Einhaltung sorgen. Diese sind jedoch nicht in allen Ländern vorhanden, insbesondere nicht in vielen Entwicklungsländern. Schärfere Standards können daher im Falle der Entwicklungsländer zur Benachteiligung führen. Beispielsweise verteuern sich durch eine Verschärfung der Standards bei der Kreditvergabe im Rahmen des BCBS die Kredite an solche Länder, welche die Standards nicht erfüllen. Es besteht damit die Gefahr, dass Entwicklungsländer systematisch vom internationalen Kapitalverkehr ausgeschlossen werden.

Der zweite Punkt ist nach Eichengreen (*op. cit.*) ein möglicher Verlust an kreativem Freiraum für Innovationen auf den Finanzmärkten, weil zu rigide Vorschriften experimentellen Entwicklungen entgegenstehen. Weiterhin müssen die Standards auch unterschiedlichen Marktstrukturen in unterschiedlichen Ländern Rechnung tragen.<sup>17</sup> Bei der Ausgestaltung internationaler Standards darf es somit nicht nur um deren statische Effizienz gehen, sondern auch die dynamische Effizienz muss Berücksichtigung finden. Das heißt für die Ausgestaltung der Standards muss auch entscheidend sein, wie sich diese auf die Anreize zur Innovation auf den Finanzmärkten (und einer dadurch möglichen Erhöhung der Finanzmarktstabilität) auswirken.

Auch alle Initiativen zusammengenommen können das Informationsproblem auf dem internationalen Finanzmarkt nicht beseitigen, sondern bestenfalls mildern. Eine realitätsbezogene Wirtschaftspolitik muss daher immer auch einem regelmäßigen Versagen des Finanzmarktes Rechnung tragen und panikartige Anpassungsprozesse in Krisen begrenzen (Krisenmanagement). Trotzdem stellt die Ausarbeitung von internationalen Standards eine unverzichtbare Säule innerhalb einer Neuen Internationalen Finanzarchitektur dar. Dabei müssen sie jedoch flexibel genug ausgestaltet werden, um unterschiedlichen Finanzmarktstrukturen Rechnung zu tragen und Freiräume für innovative Entwicklungen zu lassen. In den Entwicklungsländern müssen sie von einem kontinuierlichen Aufbau der Institutionen begleitet werden.

#### 2.4.2. Ein Restrukturierungsmechanismus für die Staatsschuld

Der zweite Ansatz einer verbesserten internationalen Koordinierung adressiert ein mögliches Marktversagen im Falle der Zahlungsunfähigkeit eines Schuldnerlandes. Das gegenwärtige Ausmaß der Auslandsverschuldung einiger Entwicklungsländer und die Möglichkeit von Solvenzproblemen dieser Länder bei einer ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklung rückt einen funktionsfähigen Umschuldungsprozess in das Zentrum eines effektiven internationalen Krisen-

---

<sup>17</sup> Zu nennen sind beispielsweise Unterschiede in der Rolle von Banken, Kapitalmärkten und Unternehmensverknüpfungen in den angelsächsischen Ländern, Kontinentaleuropa und in Ostasien.

managements.<sup>18</sup> Durch diese Situation drängt sich die Frage auf, wie die Verschuldung langfristig abgebaut werden kann. Ist ein Land aus eigener Kraft nicht in der Lage, seine Schulden zu reduzieren, kann dies nur über eine Restrukturierung der Staatsschuld geschehen, wodurch der Schuldendienst des betroffenen Landes unter ein Niveau gesenkt wird, welches langfristig keine übermäßige Beeinträchtigung seiner wirtschaftlichen Entwicklung darstellt.

Im Laufe der Geschichte wurde bei der Zahlungsunfähigkeit eines Schuldnerlandes sehr unterschiedlich verfahren. Vor dem Zweiten Weltkrieg wurde oft die Souveränität des Schuldnerlandes stark eingeschränkt.<sup>19</sup> Ziel des heutigen Verfahrens sollte es sein, die Restrukturierung der Auslandsschuld einerseits wirksamer zu gestalten und zu beschleunigen, andererseits jedoch die Souveränität des Schuldnerlandes dabei nicht zu stark zu beschränken, so dass die Regierung auch in Zukunft noch die Verantwortung für die Entwicklung des Landes übernimmt.

Im gegenwärtigen Umschuldungsprozess für die Staatsschuld steht die Koordinierung der unterschiedlichen Gläubiger in Gläubigergruppen im Zentrum. Zu diesen Gruppen gehört der Londoner Club, in dem die privaten Gläubigerbanken organisiert sind, die fallweise länderspezifische Restrukturierungsverhandlungen über Kredite führen. Im Pariser Club verhandeln die wichtigsten Gläubigerregierungen<sup>20</sup> mit dem Schuldnerland analog zum Londoner Club über die öffentlichen Schulden. Die privaten Anleihegläubiger können sich zudem in Gläubigerversammlungen organisieren. Das mit dem gegenwärtigen Umschuldungsprozess verbundene Hauptproblem ist, dass der Anteil von Kreditverträgen an der Gesamtschuld stark zurückgegangen ist und im Gegenzug verbriefte Kredite eine starke Bedeutung eingenommen haben. Der Koordinierungsmechanismus für die Interessen dieser Gläubiger ist jedoch noch weitaus weniger institutionalisiert als bei den Kreditverträgen. Es ist zu einem Anstieg der an einem Restrukturierungsprozess beteiligten Akteure gekommen, wodurch sich das Koordinierungsproblem verschärft hat. Gemeinsame Beschlüsse der Gläubiger werden dadurch erschwert und ein Trittbrettfahren einzelner Gläubiger erleichtert.

Während nationale Insolvenzregeln eine wirksame Methode darstellen, mit der Zahlungsunfähigkeit privater Unternehmen umzugehen, stellt sich bei der

---

<sup>18</sup> Durch das derzeitige niedrige Niveau des Weltzinses könnte das wahre Ausmaß der gegenwärtigen Verschuldungskrise zudem überdeckt werden.

<sup>19</sup> Eine umfangreiche Artikelsammlung zu den historischen Erfahrungen mit internationalen Schuldenkrisen im 19. und 20. Jahrhundert bieten auch *Eichengreen* und *Lindert* (1989).

<sup>20</sup> Zu diesen gehören Australien, Belgien, Kanada, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Japan, Niederlande, Norwegen, Österreich, Russland, Schweden, Schweiz, Spanien und die USA. Weitere Gläubiger kommen fallweise hinzu.

Zahlungsunfähigkeit souveräner Schuldner das Problem, dass eine Liquidation ausgeschlossen ist, und die Gläubiger daher mit einem besonderen Ausfallrisiko konfrontiert sind. Zu einem Restrukturierungsprozess gibt es daher keine Alternative. Am besten wird das Ergebnis dieses Prozesses sein, wenn es sowohl zwischen Schuldnerland und seinen Gläubigern als auch zwischen den einzelnen Gläubigern zu einer Interessenkoordinierung kommt, weil dadurch ein schädigendes Verhalten des Schuldnerlandes oder eines Gläubigers ausgeschlossen werden kann.

Ein internationales Insolvenzverfahren (*statutory approach*) knüpft an die Bestimmungen aus nationalen Insolvenzgesetzgebungen an und etabliert einen völkerrechtlich bindenden internationalen Insolvenzmechanismus.<sup>21</sup> Einem solchen umfassenden Insolvenzmechanismus müssten alle Mitgliedsländer formal beitreten. Weiterhin müsste eine Instanz geschaffen werden, die für die Feststellung des Insolvenzfalles zuständig ist und ein Zahlungsmoratorium verhängen kann. Diese Instanz leitet dann die Umschuldungs- oder Entschuldungsverhandlungen zwischen dem Schuldner und seinen Gläubigern und zwischen den einzelnen Gläubigern (*Krüger 2001*).

Ein solcher Mechanismus könnte geeignet sein, in stärkerem Maße als bisher ein Verhalten einzelner Gläubiger, welches der Gläubigergruppe insgesamt entgegensteht, zu verhindern. Dieses gilt sowohl für den Fall des Ausbruchs einer Verschuldungskrise (durch das Moratorium) als auch im Verhandlungsprozess (durch die Möglichkeit, eine abweichende Minderheit durch eine qualifizierte Mehrheit in die Pflicht zu nehmen) (*Eichengreen 2002: 98*). Den Verhandlungen sollte jedoch nicht durch eine zu starke Reglementierung ihr grundsätzlich freiwilliger Charakter genommen werden, weil dadurch langfristig die Verantwortlichkeit des Schuldnerlandes und seiner Gläubiger für die Tragfähigkeit der Staatsschuld klargestellt wird.

Die Alternative zu einem umfassenden Insolvenzmechanismus ist die Veränderung der einzelnen Finanzverträge zwischen privaten Gläubigern und souveränen Schuldnern durch die Integration einer speziellen Klausel als fester Bestandteil eines jeden Vertrages mit einem souveränen Land als Schuldner (*contractual approach*). Solche Mehrheitsklauseln (*collective action clauses*) sollen verhindern, dass sich einige Gläubiger einer notwendigen Umschuldung entziehen und den Prozess dadurch in die Länge ziehen. Denn sie stellen sicher, dass die Einigung einer qualifizierten Mehrheit der Gläubiger auch für den Rest der Gläubiger einen verbindlichen Charakter bekommt.

Mehrheitsklauseln finden sich zur Zeit bereits in Schuldverschreibungen englischen Rechts. Da vor allem unter dem Recht der USA und der EU-Staaten

---

<sup>21</sup> Eine kurze Ideengeschichte zum Thema liefern *Rogoff/Zettelmeyer (2002)*. Zur Darstellung des Diskussionsstandes auf Seiten des IWF siehe *IWF (2003)*.

Schuldtitle begeben werden, sind die Positionen der USA und der EU maßgebend. Die EU hat bereits beschlossen, solche Klauseln in Zukunft in unter ausländischem Recht emittierte Schuldtitle aufzunehmen.<sup>22</sup> Das US-Finanzministerium fordert zudem eine Bündelung der Umschuldungsverhandlungen verschiedener Klassen von Schuldpapieren (*aggregation clause*), um den Verhandlungsaufwand zu senken (Taylor 2002). Das Hauptproblem bei dieser Reform dürfte jedoch die Umsetzung von *collective action*- und *aggregation*-Klauseln in international bindendes Recht sein.

### 2.4.3. Regionale Währungsstrategien

Der dritte Ansatz zur verbesserten internationalen Koordinierung der Wirtschaftspolitik betrifft die Währungspolitik. Das gegenwärtige internationale Währungssystem ist dadurch gekennzeichnet, dass Länder mit entwickelten Finanzmärkten weitgehend stabile Währungen mit einem flexiblen Wechselkurs besitzen, während die übrigen Länder die unterschiedlichsten Währungssysteme aufweisen. Selbst innerhalb von Wirtschaftsräumen, das heißt innerhalb einer Staatengruppe mit gegenseitigen stark integrierten Volkswirtschaften, sind die Währungssysteme oft sehr unterschiedlich, woraus eine hohe Wechselkursvolatilität zwischen wichtigen Handelspartnern entsteht.

In den wichtigsten Handelsregionen, EU, NAFTA, MERCOSUR und ASEAN<sup>23</sup>, ist die Bedeutung des Regionalhandels seit 1980 kontinuierlich gestiegen (Mussa 2000a: Tabelle 3.2). Starke regionale Handelsverflechtungen machen eine Minimierung der realen Wechselkursschwankungen innerhalb der

---

<sup>22</sup> Die deutsche Regierung hat bereits Anfang 2000 die Zulässigkeit von Umschuldungsklauseln bei ausländischen Staatsanleihen nach deutschem Recht erklärt (BMF 2000).

<sup>23</sup> Die EU (Europäischen Union) geht auf die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS) von 1951 zurück. 1957 wurde durch den Vertrag von Rom die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) gegründet und 1967 die Europäische Gemeinschaft (EG). Der Vertrag von Maastricht im Jahre 1992 begründete dann die EU. Bis zum Jahr 2004 gehörten neben den Gründungsmitgliedern Belgien, Deutschland, Luxemburg, Frankreich, Italien und die Niederlande (alle seit 1951) auch Dänemark (1973), Irland (1973), Großbritannien (1973), Griechenland (1981), Spanien (1986), Portugal (1986), Österreich (1995), Finnland (1995) und Schweden (1995) der EU an. Seit 1. Mai 2004 sind zudem Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Slowakei, Slowenien, Tschechien, Ungarn und Zypern EU-Mitglieder. Die Freihandelszone *NAFTA* (*North American Free Trade Area*) wurde im Jahre 1992 zwischen Mexiko, den USA und Kanada gegründet. Der Präferenzhandelszone *MERCOSUR* (*Mercado Común del Cono Sur*) gehören neben den Gründungsmitgliedern Argentinien, Brasilien, Paraguay und Uruguay (alle seit 1991) auch die assoziierten Mitglieder Chile (1996), Bolivien (1997) und Peru (2002) an. Damit umfasst der MERCOSUR mittlerweile ganz Südamerika mit Ausnahme der Länder Ekuador, Kolumbien und Venezuela. Die *ASEAN* (*Association of Southeast Asian Nations*) wurde 1967 zwischen Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur und Thailand gegründet. Heute gehören dem Staatenbund noch Brunei (1984), Vietnam (1995), Laos (1997) und Kambodscha (1999) an.

Region notwendig, weil es ansonsten zu Verwerfungen im intraregionalen Außenhandel kömmt. Die Realität ist jedoch anders. In Südamerika besaß Argentinien bis zum Jahr 2002 ein Currency Board mit einem vollkommen festen Wechselkurs zum US-Dollar, während Brasilien, als wichtigster Handelspartner, bereits 1999 seinen Wechselkurs weitgehend flexibilisiert hatte. Ecuador hingegen ist im Jahr 2000 zur vollkommenen Dollarisierung übergegangen. Auch in Ostasien haben wichtige gegenseitige Handelspartner unterschiedlichste Währungssysteme. Während China und Hongkong seit vielen Jahren einen vollkommen festen Wechselkurs zum US-Dollar besitzen, haben Thailand und Südkorea einen weitgehend flexiblen Wechselkurs. Auch in Mittel- und Osteuropa finden sich Währungssysteme mit den unterschiedlichsten Bindungsintensitäten. So haben die Baltischen Staaten und Bulgarien durch Currency Boards eine vollkommene Bindung der eigenen Währungen an den Euro vorgenommen. Polen ist den entgegengesetzten Weg einer weitgehenden Flexibilisierung des Wechselkurses gegangen.

Aufgrund der unterschiedlichen Währungspolitik war die Wechselkursvolatilität innerhalb dieser Regionen hoch. Wechselkursveränderungen, die nicht mit der Entwicklung der realen Wirtschaft einhergehen, stellen einen exogenen Schock dar. Sie verändern die Wettbewerbssituation eines Landes und erzeugen Anpassungsprozesse. Die resultierenden Zahlungsbilanzanpassungen verursachen durch starke Veränderungen der Export- und Importströme Kosten und belasten das Wirtschaftswachstum in der Region. Zum Ziele der Krisenprävention ist daher eine internationale – und dies heißt vor allem regionale – Koordination der Währungspolitik von Nöten.

In Mexico's massive earthquake, some years back, many of the splendid new buildings collapsed burying and killing a large number of people in the debris. Without the earthquake they surely would not have crashed, in fact they had graced the skyline for years, monuments to their proud owners and builders. But examination revealed that the concrete had far too much sand and too little of the real stuff. Not surprisingly, under stress they went. That surely was not an accident – the building codes were there, and the inspectors stood by collecting the payoffs for overlooking unsound construction. Just the same has been happening in cross border finance. Emerging market balance sheets stand up in fair weather but under stress they collapse. Vulnerability is the key word; risk is another way of looking at it. No two crises are quite alike but they all have in common that without significant vulnerability currency and financial collapse is very unlikely.

*(Rüdiger Dornbusch 1998: 1)*

### 3. Krisensichere Währungssysteme für kleine Länder

#### 3.1. Ist-Analyse der Wechselkursregimes

Die Wahl des Wechselkursregimes ist eine der zentralen Fragestellungen der Internationalen Makroökonomie. Allgemeine Aussagen sind schwierig zu treffen, da das optimale Wechselkursregime für ein bestimmtes Land von dessen spezifischer Wirtschaftsstruktur abhängt. Daher muss die Forschung naturgemäß immer wieder zu dem Ergebnis kommen, dass sich das optimale Wechselkursregime sowohl für einzelne Länder als auch im Zeitverlauf verändert (z.B. *Frankel 1999*).

Trotzdem ist eine allgemeine Betrachtung des Themas aus zwei Gründen gerechtfertigt. Erstens weisen Länder einer gemeinsamen Wirtschaftsregion oft ähnliche Wirtschaftsstrukturen auf und besitzen daher auch ein ähnliches optimales Wechselkurssystem. Die vergangenen Währungskrisen haben gezeigt, dass sehr unterschiedliche Wechselkursregimes in Ländern der gleichen Wirtschaftsregion zu teuren Verwerfungen führen können. Die Vorteilhaftigkeit ähnlicher Währungssysteme in Ländern einer Region wird in der Forschung jedoch leider vernachlässigt. Dieses zeigt sich dadurch, dass es zwar zahlreiche Vergleichsstudien über feste und flexible Wechselkurssysteme gibt, der Einfluss der Regimes der wichtigsten Handelspartner jedoch meist ausgeklammert bleibt. Auch in theoretischen Modellen findet das Wechselkurssystem der Handelspartner meist keine Beachtung. Zweitens sind die meisten Volkswirtschaften ähnlichen globalen Entwicklungen ausgesetzt, und somit kommt es auch zu einer

ähnlichen Akzentverschiebung in der für sie optimalen Währungspolitik. So müssen gegenwärtig die meisten Länder einem steigenden makroökonomischen Risiko durch eine zunehmende Verflechtung ihrer Volkswirtschaften mit den Weltmärkten Rechnung tragen.

Lehrbuchdarstellungen reduzieren die Wahl des Wechselkursregimes meist auf feste und flexible Wechselkurse. Die währungspolitische Realität offeriert jedoch eine große Bandbreite unterschiedlichster Wechselkurssysteme. Diese lassen sich am trefflichsten nach ihrer Bindungsintensität unterscheiden. Das Währungssystem mit der geringsten Wechselkursbindung ist das freie Schwanken (*free float*), bei dem die Zentralbank keine Devisenmarktinterventionen vornimmt und den Wechselkurs als Marktergebnis akzeptiert (Tabelle 8). Da kein Wechselkursziel vorliegt, ist die Geldpolitik autonom und kann einer geldpolitischen Regel mit einer inländischen Zielgröße folgen. Der Wechselkurs spielt jedoch in einer kleinen offenen Volkswirtschaft auch weiterhin eine bedeutsame Rolle, weil er die wichtigste Einflussgröße für die inländische Inflation darstellt.

Im Falle eines kontrollierten Schwankens (*managed float*) liegt zwar ebenfalls kein explizites Wechselkursziel vor, die Zentralbank akzeptiert den Marktwert der eigenen Währung jedoch nicht bedingungslos. Ziel der Wechselkursbeeinflussung ist meist die Minimierung kurzfristiger Schwankungen, welches am wirksamsten durch Devisenmarktinterventionen erreicht wird. Eine mittelfristige Beeinflussung des Wechselkurses sollte die Geldpolitik nur dann vornehmen, wenn sie eine feste Vorstellung darüber hat, wann die eigene Währung über- bzw. unterbewertet ist. Hierfür wird sie zum Mittel der Zinspolitik greifen, um über eine Veränderung der Zinsdifferenz den Wechselkurs zu steuern.

Bei einem kriechenden Band (*crawling band*) besitzt die Geldpolitik ein explizites Wechselkursziel, welches sich in den meisten Fällen an einem bilateralen Wechselkurs orientiert. Dieses Ziel soll die Wechselkurserwartungen (und dadurch den tatsächlichen Wechselkurs) stabilisieren. Die Zentralbank interveniert jedoch erst, wenn die Abweichung des Wechselkurses von seiner Parität ein bestimmtes Ausmaß erreicht hat. Die Parität ändert sich im Zeitablauf, wodurch der Inlandswährung ein Abwertungsspielraum gelassen wird. Wird die Stabilisierung des realen Wechselkurses angestrebt, so bietet sich als Regel für Paritätsanpassung die Inflationsdifferenz zum Ankerwährungsland an.

Bei einer kriechenden Parität (*crawling peg*) wertet die Parität ebenfalls nach einer klaren Regel ab. Es besteht jedoch nur ein geringer interventionsfreier Spielraum bei einer Abweichung des Wechselkurses von seiner Parität. Die Zentralbank wird dadurch gezwungen dem Wechselkurs permanente Beachtung zu schenken und sie muss über einen erheblichen Bestand an Devisenreserven verfügen, um in der Lage zu sein, sich auch über eine längere Zeit hinweg gegen die Märkte zu stemmen.

Im Falle des horizontalen Bandes (*horizontal band*) bleiben zwar Abweichungen innerhalb festgelegter Bandbreiten möglich, die Parität bleibt allerdings konstant. Daher dürfen die inländischen Fundamentaldaten nur kurzfristig von denen des Ankerwährungslandes abweichen. Die Zentralbank ist durch die Bandbreite zwar kurzfristig nicht zu Interventionen verpflichtet. In der mittleren Frist besitzt sie jedoch so gut wie keinen Spielraum für eine eigenständige Geldpolitik.

Bei der festen Parität (*fixed peg*) besteht nur ein minimaler interventionsfreier Bereich. Die Parität bleibt zudem im Zeitablauf konstant. Eine Anpassung der Parität ist nur durch einen „Vertragsbruch“ möglich. Die Zentralbank muss jeder Veränderung des nominalen Wechselkurses entgegenwirken. Dies stellt insbesondere dann ein Problem dar, wenn es zu Wechselkursschwankungen zwischen der Ankerwährungen und anderer Währungen kommt, weil sich in diesem Fall der effektive Wechselkurs verändert.

Beim Currency Board (Währungsamt) entspricht das Wechselkursziel einer festen Parität. Es besteht noch die zusätzliche Regel, dass die Zentralbankgeldmenge vollständig (oder zumindest weitgehend) durch Devisenreserven gedeckt ist. In einem orthodoxen System besteht eine Reserveverpflichtung bei 100 Prozent des Geldumlaufs. Der Staat ist also zu jedem Zeitpunkt, unter der Annahme, dass die Reserven vollkommen liquide angelegt sind, in der Lage den gesamten heimischen Bargeldbestand zu dem festen Wechselkurs in Devisen umzutauschen. Diese Reservebestimmung verleiht dem festen Wechselkurs seine besondere Glaubwürdigkeit. Currency Board Systeme haben eine koloniale Vergangenheit. Das erste wurde 1849 auf Mauritius eingeführt. In der Folgezeit entstanden die meisten Currency Boards in britischen Kolonien. Allerdings existieren mit Argentinien (1902–14, 1927–29), Panama (1904–31), Irak (1904–31) und Irland (1928–43) auch Beispiele eigenständiger Länder. Nach (*Baliño/Canales 2001*) besaßen Currency Boards ihre stärkste Verbreitung in den 50er Jahren als um die 50 Volkswirtschaften dieses Währungssystem besaßen.

In einem Parallelwährungssystem besitzt eine Fremdwährung den Status des gesetzlichen Zahlungsmittels. Dieses System wird in vielen Studien ausgeklammert, weil es theoretisch mit unterschiedlichen Wechselkurssystemen denkbar ist. Erfahrungsgemäß kommt es bei einem freien Währungswettbewerb jedoch zu einer weitgehenden Verdrängung der heimischen Währung durch die Parallelwährung, weshalb die Wirtschaftspolitik in einem Parallelwährungssystem die Konvertibilität des heimischen Geldes zu einem festen Kurs garantieren muss.

Die stärkste Bindungsintensität wird bei der vollkommenen Abschaffung der nationalen Währung erreicht. Dieses geschieht entweder durch einen unilateralen Beitritt zu einem Fremdwährungsraum, wobei das Inland die Geldpolitik

*Tabelle 8*  
**Kategorisierung von Währungsregimes nach ihrer Bindungsintensität**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Währungsregime	Freies Schwanken	Kontrolliertes Schwanken	Kriechendes Band	Kriechende Parität	Horizontales Band	Feste Parität	Währungsamt	Parallelwährung	Fremd- oder Gemeinheitswährung
Englischer Begriff	Free Float	Managed Float	Crawling Band	Crawling Peg	Horizontal Band	Fixed Peg	Currency Board	Parallel Currency	Foreign or Common Currency
Abgrenzung	Keine Fixierung		Weiche Fixierung			Harte Fixierung			
Beeinflussung des Wechselkurses		×	×	×	×	×	×	×	×
Festes Wechselkursziel			×	×	×	×	×	×	×
Starrheit des Wechselkursziels					×	×	×	×	×
Endogene Geldmenge							×	×	×
Fremdwährung übernimmt Geldfunktionen								×	×
Abschaffung der eigenen Währung									×
Anzahl im Jahre 2001*	48	33	5	4	5	44	8	7	18
Steigende Bindungsintensität									

\* IWF (2001: Anhang II).

eines anderen Landes akzeptiert (D/E-System). Oder aber ein Land tritt einer Währungsunion mit einer Gemeinschaftswährung bei. In diesem Fall erhält es ein Mitspracherecht bei der gemeinschaftlichen Geldpolitik durch die Vertretung in den gemeinschaftlichen Institutionen der Geldpolitik.

Tabelle 8 zeigt, dass heute fast die Hälfte der IWF-Mitgliedsländer kein explizites Wechselkursziel verfolgen. Dies ist das Ergebnis einer kontinuierlichen Flexibilisierung der Währungspolitik seit dem Ende des Festkurssystems von Bretton Woods dar. Noch einige Jahre über den Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods hinaus muss das Weltwährungssystem als Dollarbindungssystem bezeichnet werden, da eine Mehrheit der Länder weiterhin eine Wechselkursstabilisierung gegenüber dem US-Dollar betrieb. Besonders stark war die Tendenz zur Flexibilisierung seit Anfang der 90er Jahre. *Fischer* (2001) zeigt, dass als Konsequenz der zahlreichen Währungskrisen der Anteil weicher Wechselkursfixierungen weltweit von 62 auf 34 Prozent gesunken ist (Tabelle 9). Währungssysteme ohne ein explizites Wechselkursziel waren 1999 mit 42 Prozent zum ersten Mal in der Mehrheit. Bei Einbeziehung der Zahlen aus Tabelle 8 zeigt sich, dass der Trend auch im neuen Jahrzehnt ungebrochen ist, da die Anzahl der Länder ohne ein explizites Wechselkursziel noch einmal von 77 auf 81 gestiegen ist.<sup>24</sup>

Tabelle 9

**Entwicklung der Wechselkursregimes in den 90er Jahren**

	Anzahl		Anteil in Prozent	
	1991	1999	1991	1999
Harte Fixierung	25	45	16	24
Weiche Fixierung	98	63	62	34
Kein explizites Ziel	36	77	23	42

*Fischer* (2001: Abbildung 1).

Ein Defizit dieser Zahlen ist, dass sie nur die Anzahl der Währungen, nicht jedoch deren ökonomisches Gewicht in der Weltwirtschaft berücksichtigen. Eine entsprechende Gewichtung würde den Flexibilisierungstrend jedoch noch verstärken. Denn die großen Volkswirtschaften haben noch häufiger einen flexiblen

<sup>24</sup> Der Unterschied in beiden Tabellen bei der Anzahl der Länder mit einer harten Fixierung ergibt sich daraus, dass *Fischer* die Mitglieder der EWU als Länder mit festem Wechselkurs betrachtet, während diese in Tabelle 8 ausgeklammert wurden.

Wechselkurs als kleine (die wichtigste Ausnahme ist China). Weiterhin gehören zu den Volkswirtschaften, die in der zweiten Hälfte der 90er Jahre ihre Wechselkurse flexibilisierten, mit Brasilien, Indonesien, Südkorea, Mexiko, Russland und Thailand sechs überdurchschnittlich große Volkswirtschaften.

Seit Anfang der 90er Jahre ist jedoch nicht nur ein Flexibilisierungstrend zu erkennen, denn auch die Anzahl der Länder mit einer harten Wechselkursfixierungen ist von 25 auf 45 (bzw. 33) gestiegen. Die Erosion der Zwischenlösungen ist heute die vorherrschende Vorstellung über die Entwicklungsrichtung des internationalen Währungssystems (z.B. *Summers* 2000 oder *Fischer* 2001). Nach der These der Ecklösungen bewegt sich das optimale Wechselkurssystem für kleine Volkswirtschaften von den Alternativen 3 bis 6 aus Tabelle 8 weg zu den Alternativen 1 bis 2 und 7 bis 9 mit entweder einem weitgehend flexiblen Wechselkurs oder aber mit einer harten Fixierung.

Gegen die Polaritätsthese gibt es jedoch einen Einwand, der bei der Genauigkeit der Informationen über das tatsächliche Wechselkursregime ansetzt. Mit wenigen Ausnahmen verwenden Studien die Informationen aus den IWF-Statistiken. Die Erfassung erfolgt hier nach den jährlichen offiziellen Meldungen der einzelnen Mitgliedsländer. Diese müssen jedoch mit der tatsächlich verfolgten Politik nicht übereinstimmen. In vielen Fällen kommt es zu einer Abweichung des offiziellen vom *de facto* Wechselkursystem. *Gosh et al.* (1997) finden heraus, dass einige Länder mit offiziell festem Wechselkurs durch häufige Paritätsanpassungen *de facto* einen weitgehend flexiblen Wechselkurs haben (*fear of pegging*). *Calvo/Reinhart* (2000) finden heraus, dass andere Länder trotz eines offiziell frei schwankenden Wechselkurses regelmäßig am Devisenmarkt intervenieren (*fear of floating*). Die umfangreichste Analyse von *de facto* Währungsregimes liefern *Levy Yeyati* und *Sturzenegger* (2002), in der sie mögliche Diskrepanzen zwischen beiden Regimes für alle IWF-Mitgliedsländer in den Jahren 1974–2000 untersuchen. Die *de facto* Regimes identifizieren sie nach drei Charakteristika, der Änderung des nominalen Wechselkurses, der Volatilität dieser Änderung und der Volatilität der Währungsreserven. Die beobachteten Werte für die einzelnen Länder werden in Clustern zusammengefasst. Die so identifizierten Regimes vergleichen die Autoren dann mit den gemeldeten Regimes und kommen zu erheblichen Abweichungen (Tabelle 10).

Eine mögliche Erklärung für eine Diskrepanz zwischen beiden Währungssystemen geben *Hagen/Zhou* (2002), die in einer Nachfolgestudie für 25 Transformationsökonomien in den Jahren 1991–1999 herausfinden, dass diese ihr offizielles Währungsregime im Durchschnitt nur weniger als halb so oft verändern wie ihr *de facto* System. Das Ausmaß der Veränderung ist dann jedoch beim offiziellen Währungssystem größer. Dieses spricht dafür, dass mit der Änderung des offiziellen Systems Kosten verbunden sind, weshalb die Länder diese nur bei einer länger andauernden Abweichung des *de facto* Systems anpassen. Doch

Tabelle 10

**Abweichungen zwischen offiziellen und *de facto* Regimes**

	Abweichung	
	Anzahl (Länder-Jahr-Beobachtungen)	Anteil
<i>Fear of Floating</i> *	447	20,4
Konsistent **	1118	51,1
<i>Fear of Pegging</i> ***	623	28,5

\* *De facto* Regime ist weniger flexibel als offizielles.

\*\* *De facto* und offizielles Regime weisen gleiche Flexibilität auf.

\*\*\* *De facto* Regime ist flexibler als offizielles.

Daten: *Levy Yeyati/Sturzenegger* (2002), zitiert in: *Hagen/Zhou* (2002: Tabelle 2).

auch bei Berücksichtigung der *de facto* Regimes finden *Levy Yeyati* und *Sturzenegger* eine Bestätigung des Trends zu den Ecklösungen. Weiterhin bestätigen ihre Zahlen eine positive Korrelation zwischen dem Zugang eines Landes zu den internationalen Finanzmärkten und der Neigung dieser Länder zu Ecklösungen. Die Erosion der Mittellösungen ist bei den am wenigsten entwickelten Volkswirtschaften auch am wenigsten ausgeprägt.

Seeing that the government's past policy pronouncements were not to be believed, market participants question its reassurances about the future. Investor confidence and macroeconomic stability become casualties.

(*Barry Eichengreen* 2002: 40)

### 3.2. Neuere Währungskrisen

Zu Zeiten des Festkurssystems von Bretton Woods waren außenwirtschaftliche Krisen zumeist Leistungsbilanzkrisen, denn dem Kapitalverkehr waren noch weitgehende Beschränkungen auferlegt. Das Grundproblem bestand in dieser Zeit in einer steigenden Inflationsdifferenz der USA zu den wichtigsten Handelspartnern in Westeuropa. Die reale Aufwertung des US-Dollar durch hohe US-Inflationsraten erzeugte einen permanenten Abwertungsdruck vor allem gegenüber der D-Mark. Anpassungen der Parität konnten zwar das außenwirtschaftliche Gleichgewicht zwischenzeitlich wieder herstellen, allerdings hinkten diese Anpassungen der realen Entwicklung meistens hinterher. Die Währungskrisen dieser Zeit waren daher meist Leistungsbilanzkrisen und das Ergebnis einer fal-

schen Makropolitik in Form unterschiedlicher Inflationspräferenzen in einem System fester Wechselkurse. Die resultierenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte konnten jedoch aufgrund der noch starken Beschränkungen des Kapitalverkehrs relativ lange aufrechterhalten werden. Erst eine stetige Liberalisierung des Kapitalverkehrs erhöhte die Kosten der Verteidigung eines festen Wechselkurses, was zur Aufgabe des Festwährungssystems 1971/1973 führte.

Nach dem Zusammenbruch des Festkurssystems unterhielten die größten Volkswirtschaften der westlichen Welt untereinander flexible Wechselkurse. Ihre Wirtschaftspolitiken divergierten auch in den 70er und 80er Jahren weiterhin stark. Währungskrisen entstanden zwischen diesen Staaten durch autonome Wechselkursschwankungen, die so stark waren, dass sie nicht mit rationalem Verhalten auf den internationalen Finanzmärkten vereinbar schienen. Wenigstens teilweise kann die starke Aufwertung des US-Dollars Mitte der 80er Jahre jedoch durch die restriktive Geldpolitik der US-Notenbank unter Paul Volcker erklärt werden. Die positive Zinsdifferenz im Vergleich zu den anderen Industrieländern führte zu einem Überschießen des US-Dollars gegenüber anderen Währungen.

Die Mehrzahl der Schwellen- und Entwicklungsländer folgte nach 1973 hingegen auch weiterhin einem festen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar. Diese Länder hatten das Problem, dass die Flexibilisierung der Wechselkurse zwischen den wichtigsten Weltwährungen ihr eigenes Wechselkursrisiko erhöhte. Durch die Zunahme der internationalen Kapitalmobilität war auch das Liquiditätsrisiko gestiegen, und die steigende Verschuldung vieler Länder erhöhte zudem deren Insolvenzrisiko. Vor allem die Verschuldungskrise der 80er Jahre hatte für längere Zeit den Rückzug internationalen Kapitals zur Folge. Die steigende Kapitalmobilität erhöhte nicht nur die Wahrscheinlichkeit solcher Entwicklungen, sondern auch deren reale Auswirkungen.

In den Jahren 1992 und 1993 mussten fünf Mitgliedsländer des Europäischen Währungssystems ihre festen Wechselkurse aufgeben. Vorangegangen waren spekulative Attacken auf ihre Währungen in einem Umfeld weitgehender Kapitalmobilität auf liberalisierten europäischen Finanzmärkten. Die spekulativen Bewegungen waren so umfangreich, dass selbst die massiven Devisenmarktinterventionen der Bundesbank und der beteiligten Zentralbanken den *de facto* Zusammenbruch des EWS nicht verhindern konnten. Die Konsequenz dieser Entwicklung war, dass das Risiko enger Interventionsgrenzen neu eingeschätzt wurde. Die EWS-Länder rückten daraufhin vorerst von ihrer relativ festen Bindung ab und reduzierten die Interventionsverpflichtungen der Zentralbanken. Die zuvor zulässigen Wechselkursschwankungen von  $\pm 2,5$  Prozent wurden auf  $\pm 15$  Prozent erhöht. Zugleich wurde die Einführung des Euro beschlossen, um die Wechselkurse vollkommen zu fixieren und um ähnliche Entwicklungen für die Zukunft auszuschließen.

Nachfolgend kam es auch in vielen Schwellenländern, die in den 90er Jahren ihren Kapitalverkehr ebenfalls liberalisiert hatten, zu einer Reihe von Währungskrisen. Im Gegensatz zur EWS-Krise verursachten diese auch starke Wirtschaftskrisen in den betroffenen Ländern, während die Auswirkungen in Westeuropa auf „normale“ Wechselkursanpassungen beschränkt blieben. Ein wichtiger Grund hierfür lag in dem hohen Bestand an Dollarschulden. Während Westeuropa hauptsächlich in nationalen Währungen verschuldet war, bestand in den Schwellen- und Entwicklungsländern aufgrund des Versagens des Marktes für Staatsschuldentitel ein *currency mismatch*, das heißt die Länder waren in ausländischer Währung verschuldet.

Der typische *policy mix* der Schwellenländer in der ersten Hälfte der 90er Jahre bestand in einer fast vollkommenen Liberalisierung des Kapital- und Güterverkehrs bei einem festen Wechselkurs und einer stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik (Washingtoner Konsens). Der freie Kapitalverkehr sollte die Finanzierung eines höheren Wachstums ermöglichen, während der feste Wechselkurs für einen Stabilitätsimport aus den Industrieländern sorgen sollte. Tabelle 11 zeigt, dass fast alle Krisenländer eine weiche Wechselkursstabilisierung in Form eines horizontalen Bandes, eines kriechenden Bandes oder einer festen Parität besaßen. Die einzige Ausnahme in dieser Liste bildet die jüngste Krise in Argentinien, welche – bei einer harten Fixierung – als Leistungsbilanzkrise bezeichnet werden muss, da sie auf eine Wachstumsschwäche in Folge einer jahrelangen realen Überbewertung des Peso zurückgeht. Zu einer Kapitalflucht kam es erst, nachdem das Insolvenzrisiko stark angestiegen war.

### 3.3. Die Theorie der Währungskrisen

Eine Währungskrise ist u. a. dadurch gekennzeichnet, dass reale oder nominale Wechselkursänderungen makroökonomische Ungleichgewichte erzeugen. Die Theorie der Währungskrisen ist heterogen, was darauf zurückzuführen ist, dass die unterschiedlichsten Arten von Währungskrisen dargestellt werden müssen. Grundsätzlich ist in der Theorie der Währungskrisen zwischen Systemen fester und flexibler Wechselkurse zu unterscheiden. In Festkurssystemen muss zudem danach differenziert werden, ob die Ursachen einer krisenhaften Wechselkursbewegung im internationalen Leistungsverkehr oder im Kapitalverkehr zu finden sind.

Zu einer *Leistungsbilanzkrise* kommt es im Falle einer real überbewerteten Währung. Sinkende Nettoexporte und ein Devisenbilanzdefizit bauen einen Abwertungsdruck auf, und das gesamtwirtschaftliche Einkommen liegt unterhalb seines natürlichen Niveaus. Zu einem Abbau des Devisenbilanzdefizits kommt es entweder durch eine Aufgabe des Festkurssystems oder durch eine Inflationsdifferenz zugunsten des Inlandes. Zwischenzeitlich muss die Zentralbank die

Tabelle 11

**Währungskrisen seit der EWS-Krise**

Land	Jahr der Krise	Währungsregime bis zum Ausbruch	Seit ...	Abwertung in %
Finnland	1992/93	Horizontales Band zur D-Mark	1973	30
Schweden	1992	Kriechendes Band zur D-Mark	1973	21
Italien	1992	Kriechendes Band zur D-Mark	1976	17
Großbritannien	1992	Kriechendes Band zur D-Mark	1990	15
Spanien	1994	Kriechendes Band zur D-Mark	1981	10
Mexiko	1994	Feste Parität zum US-Dollar	1992	47
Thailand	1997	Feste Parität zum US-Dollar	1978	26
Indonesien	1997	Kriechende Parität zum US-Dollar	1978	71
Südkorea	1998	Kriechende Parität zum US-Dollar	1990	33
Malaysia	1998	Kriechendes Band zum US-Dollar	1975	30
Philippinen	1998	Feste Parität zum US-Dollar	1995	29
Russland	1999	Kriechendes Band zum US-Dollar	1996	68
Brasilien	1999	Kriechende Parität zum US-Dollar	1995	36
Ecuador	2000/01	Kriechende Parität zum US-Dollar	1993	79
Türkei	2001	Kriechendes Band zum Euro/D-Mark	1998	47
Argentinien	2002	Currency Board	1991	70

Daten: Wechselkurse: IWF, International Financial Statistics, CD-Rom, Währungsregimes: *De facto* Regimes nach *Reinhart/Rogoff* (2002: Anhang III).

Devisenüberschussnachfrage durch einen Verkauf ihrer Devisenreserven bedienen. Die Dauer des fundamentalen Ungleichgewichts bestimmt darüber, ob die Reserven hierfür ausreichen.

Bei einer *Kapitalbilanzkrise* führt eine Verschlechterung der Erwartungen in Bezug auf die relative Rendite zum Abzug internationalen Kapitals, was gleichfalls mit einer Devisenüberschussnachfrage einhergeht. Feste Wechselkurse zwingen die Geldpolitik zu einer Zinserhöhung, womit steigende Kapitalkosten und ein kontraktiver Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verbunden sind.

Die Theorie *spekulativer Attacken* (*Krugman* 1979, *Flood/Garber* 1984, *Obstfeld* 1986) erklärt weniger die Ursachen als vielmehr den Zeitpunkt einer Spekulation gegen eine Währung (gewöhnlich in einem Festkurssystem). Das einer Attacke zugrunde liegende Kalkül ist die Wechselkurspekulation, bei der eine Währung genau dann verkauft wird, wenn eine Abwertung (und ein da-

durch ermöglichter Ankauf zu einem niedrigeren Kurs) erwartet wird. Der Zeitpunkt einer spekulativen Attacke tritt dann ein, wenn einige große Devisenmarktakteure davon überzeugt sind, dass ein fester Wechselkurs langfristig nicht durchzuhalten ist. Dies kann der Fall sein, wenn die Devisenreserven der den Wechselkurs verteidigenden Zentralbank unter eine kritische Grenze sinken. Kommt es zu einer spekulativen Attacke, so wird der Devisenabfluss beschleunigt und die Zentralbank kann gezwungen sein, ihr Wechselkursziel aufzugeben. Eine spekulative Attacke hat somit immer einen verstärkenden Effekt, ist selbst jedoch nicht die Ursache einer Währungskrise.

Von der Krisentheorie bei einem festen Wechselkurs unterscheidet sich die Theorie eines *destabilisierenden Wechselkurses*. Diese geht auf die Vorstellung zurück, dass eine hohe Volatilität flexibler Wechselkurse nicht das Ergebnis von Ungleichgewichten ist, sondern selbst zu Ungleichgewichten führt, entweder weil sie Veränderungen des realen Wechselkurses mit sich bringt oder aber weil sie die Erwartungen destabilisiert. Eine gängige empirische Begründung für diese Theorie ist die weitaus höhere Volatilität des nominalen Wechselkurses als die der Wechselkurs-determinierenden Fundamentaldaten (z. B. *Bofinger* 1994). Eine plausible theoretische Erklärung für diese empirische Tatsache lieferte jedoch bereits *Donbusch* (1976) mit seinem Modell *überschießender Wechselkurse*. Hiernach führt eine Veränderung der Fundamentaldaten, auf liberalisierten internationalen Finanzmärkten und bei rigiden Gütermarktpreisen, zu einer sehr starken Reaktion des nominalen Wechselkurses, was zwischenzeitlich auch mit einer Veränderung des realen Wechselkurses verbunden ist. Diese Wechselkursbewegung ist jedoch nicht als exzessiv zu bezeichnen, da sie mit einem Gleichgewicht auf dem (in der kurzen Frist dominanten) internationalen Finanzmarkt verbunden ist. Dieses Modell ist zwar empirisch nur schwer zu erfassen, doch bietet es bis heute eine akzeptable Erklärung für eine hohe Wechselkursvolatilität in flexiblen Systemen.

Es besteht heute weitgehende Einigkeit darüber, dass die Verkürzung des Zeithorizonts bei den Auslandsverbindlichkeiten bis Mitte der 90er Jahre ein Grund für die Schwere jüngster Krisen war (*Furman/Stiglitz* 1998, *Radelet/Sachs* 1998, *Corsetti et al* 1998, *Roderik/Velasco* 1999). Die neuere Theorie der Währungskrisen entwickelte daher vor allem *Panikmodelle*, welche in der Tradition der Theorie von Bankenkrisen stehen.<sup>25</sup> Die Ausgangssituation ist dabei ein *maturity mismatch*, der dadurch entsteht, dass Banken kurzfristiges Kapital für langfristige Investitionen bereitstellen. Einem ähnlichen Liquiditätsrisiko sind auch Schuldnerstaaten ausgesetzt, wenn die Kapitalimporte überwiegend aus kurzfristigen Bankenkrediten und Portfolioinvestitionen bestehen. Eine Verschlechterung der makroökonomischen Daten kann dann zu einem panischen

---

<sup>25</sup> Ein umfassender aktueller Überblick über die Literatur zu Bankenkrisen findet sich in *De Brand/Hartmann* (2000: 18 ff).

Rückzug des internationalen Kapitals führen und eine Finanzkrise im betroffenen Land lostreten. In dem Fall, dass eine Finanzkrise die Währungskrise ausgelöst hat, wird diese durch einen *currency run* verschärft (Velasco 1987, Mishkin 1996, Calvo 1995, McKinnon/Pill 1995, Krugman 1998).

Einige Modelle erklären eine Währungskrise aus einer Ansteckung (*contagion*) durch eine andere Krise. Kommt es zu einer Finanzkrise in einem Schuldnerland, so gehen die internationalen Gläubiger davon aus, dass das durchschnittliche Risiko der Schuldner gestiegen ist. Sie ziehen ihr Kapital daher auch aus Ländern ab, deren Fundamentaldaten sich nicht verschlechtert haben. Somit beinhalten diese Modelle auch die Möglichkeit einer *sich selbst erfüllenden Prophezeiung*. Denn alleine die Erwartungsverschlechterung auf Seiten der Gläubiger führt zu einem Kapitalabzug aus dem Schuldnerland. Ist dieser Effekt stark genug, kann er eine Finanzkrise bewirken, in deren Folge sich die Unternehmensbilanzen verschlechtern. Die Finanzkrise rechtfertigt somit erst *a posteriori* den Kapitalabzug.

In der Situation einer hohen Kapitalmobilität können multiple Gleichgewichte bei unterschiedlichen Wechselkursen existieren. Setzt eine Panik ein, so springt die betroffene Volkswirtschaft auf ein inferiores Gleichgewicht (Obstfeld 1996, Masson 1999). Theorien, die Währungskrisen ohne eine Veränderung der Fundamentaldaten erklären, finden jedoch kaum empirische Bestätigung (Glick/Rose 1999). Das Innovative dieser Theorien ist jedoch die starke Verbindung zwischen der Mikro- und der Makroebene. Sie dienen damit als notwendige Ergänzung zu den klassischen Theorien der Leistungsbilanz- und Kapitalbilanzkrisen, indem sie den sich selbst verstärkenden Effekt in der Situationen einer hohen Kapitalmobilität herausarbeiten.

Ins Zentrum der Analyse gerückt ist seit den zahlreichen Währungskrisen in Ländern mit einer konventionellen (weichen) Wechselkursfixierung das Glaubwürdigkeitsproblem. Finanzmarktakteure starten genau dann eine spekulative Attacke gegen einen festen Wechselkurs, wenn sie überzeugt sind, dass die Zentralbank eine *escape clause* wahrnimmt, das heißt sie ist nicht mehr bereit, die Kosten einer Abwehr zu tragen. Dadurch verliert eine weiche Wechselkursfixierung ihre Glaubwürdigkeit und ihre stabilisierende Wirkung (De Kock/Grilli 1993, Drazen/Masson 1994, Obstfeld 1997, Bensaid/Jeanne 1997).

Das Glaubwürdigkeitsproblem soll im Folgenden anhand eines monetären Modells einer kleinen offenen Volkswirtschaft dargestellt werden, für die sowohl der Weltzins als auch die Importpreise gegeben sind. Ähnliche Darstellungen finden sich in Gärtner (1997: 38 ff, 69 ff, 101 ff), Dornbusch (1991: 62 ff), Obstfeld/Rogoff (1996: 554 ff) und Cagan (1956). Das Modell wird aus Einfachheitsgründen log-linear dargestellt, wodurch nichtlineare Abhängigkeiten in den Niveauwerten als lineare dargestellt werden können. Kleinbuchstaben be-

zeichnen den natürlichen Logarithmus der betreffenden Variablen. Die einzige Ausnahme ist der Zins  $i$ , der ein Prozentsatz ist. Ein Punkt über einer Variablen bezeichnet deren Änderung in der Zeit, ein horizontaler Strich zeigt an, dass eine Variable eine Konstante ist. Die griechischen Buchstaben geben die Modellparameter wieder, welche ausnahmslos positiv definiert sind. Dieses hat den Vorteil, dass die unterstellten Abhängigkeiten durch die Rechenzeichen angezeigt werden. Die Volkswirtschaft besteht insgesamt aus drei Makromärkten: Dem Gütermarkt, dem Geldmarkt und dem internationalen Finanzmarkt.

Auf dem Gütermarkt ist die Produktion kurzfristig nachfragedeterminiert und wird bestimmt durch die Nachfrage nach inländischen Konsum- und Investitionsgütern, die exogene Staatsnachfrage und die Nettoexporte.

$$(1) \quad y = y^d = \alpha y + g + \beta(e - p + p^*), \alpha < 1$$

Wobei  $y$  und  $g$  den natürlichen Logarithmus des realen Produktionsniveaus und der Ausgaben des Staates bezeichnen.  $e - p + p^*$  ist der natürliche Logarithmus des realen Wechselkurs mit den Variablen nominaler Wechselkurs (Preisnotierung), inländisches Preisniveau und ausländisches Preisniveau.<sup>26</sup> Dem positiven Wert von  $\beta$  liegt die Annahme der Marshall-Lerner-Bedingung zugrunde, das heißt die Annahme einer „normalen“ Reaktion der Handelsbilanz auf Veränderungen des realen Wechselkurses.

Gleichung (2) beschreibt die Inflationsrate, welche von der Differenz zwischen tatsächlicher und natürlicher Produktion und von der Inflationserwartung abhängt.

$$(2) \quad \dot{p} = \chi(y - y^n) + E(\dot{p})$$

Wobei  $\dot{p}$  und  $E(\dot{p})$  die tatsächliche bzw. die erwartete Veränderungsrate des inländischen Preisniveaus bezeichnen.  $y^n$  ist der natürliche Logarithmus des natürlichen realen Produktionsniveaus (bei einem normalen Auslastungsgrad des Produktionspotentials, welcher in der mittleren Frist erreicht wird).<sup>27</sup> Die Gleichung beschreibt die Anpassung von der kurzen zur mittleren Frist. Während die kurze Frist beendet ist, wenn die Preise beginnen auf eine Abweichung der tatsächlichen von der natürlichen Produktion zu reagieren, ist die mittlere Frist abgeschlossen, wenn der Preisanpassungsprozess beendet ist. Im mittelfristigen

<sup>26</sup> Die Ausgangsgleichung für den realen Wechselkurs ist  $E^r = E * \frac{P^*}{P} = \ln E + \ln P^* - \ln P$ .

<sup>27</sup> Diese Inflationsgleichung ergibt sich aus der Kombination von drei Beziehungen, einem erweiterten Phillipskurvenzusammenhang, einer festen Beziehung zwischen Lohn- und Preisinflation (z. B. bei einer Aufschlagskalkulation von Unternehmen auf monopolistische Märkte) und einer festen Beziehung zwischen Auslastungsgrad und Arbeitslosigkeit (Gesetz von Okun).

Gleichgewicht stimmt die erwartete mit der tatsächlichen Preisänderungsrate überein und die tatsächliche Produktion erreicht ihr natürliches Niveau.

$$(3) \quad (\dot{p}) = \dot{p} \Rightarrow y = y^n$$

Das Einsetzen in (1) ergibt dann für den realen Wechselkurs:

$$(4) \quad e - p + p^* = \frac{(1 - a)y^n - g}{\beta}$$

Bei der Annahme einer konstanten natürlichen Produktion wird der reale Wechselkurs auf der rechten Seite der Gleichung zur einzigen endogenen Variablen. Zur Entlastung des Modells soll die rechte Seite als konstant angenommen und auf den Wert Null gesetzt werden. Somit ist im mittelfristigen Gleichgewicht das inländische Preisniveau gleich der Summe aus nominalem Wechselkurs und ausländischem Preisniveau.

$$(5) \quad p = e + p^*$$

Wie wirkt sich eine Abwertung der Inlandswährung in der kurzen und mittleren Frist aus? Befindet sich die Volkswirtschaft in der Ausgangssituation in einem mittelfristigen Gleichgewicht, so führt jede Abwertung kurzfristig zu einer Positivierung der Handelsbilanz, und damit der rechten Seite von Gleichung (1). Die Produktion liegt oberhalb des natürlichen Niveaus und es besteht ein Inflationsdruck (2). An diesem Punkt beginnen die Preise zu steigen. Das mittelfristige Gleichgewicht ist erreicht, wenn das inländische Preisniveau im gleichen Ausmaß gestiegen ist wie der nominale Wechselkurs (5).

Der Geldmarkt – als zweiter Makromarkt – determiniert den Inlandszins. Die Geldnachfrage ist gemäß der Liquiditätspräferenzfunktion modelliert, das heißt sie ist positiv vom Preisniveau und vom Einkommen sowie negativ vom Zins abhängig.

$$(6) \quad m^d = p + \phi y - \lambda i$$

$$(7) \quad m^s = m^d = m$$

Wobei  $m^d$ ,  $m^s$  und  $y$  die natürlichen Logarithmen der nominalen Geldnachfrage, der nominalen Geldmenge und des Realeinkommens bezeichnen. Das Geldangebot ist exogen und wird von der Zentralbank bestimmt. Da der Zins eine „schnelle“ Variable darstellt, die sich zu jeder Zeit anpasst, ergibt sich das folgende permanente Geldmarktgleichgewicht.

$$(8) \quad m = p + \phi y - \lambda i$$

Der internationale Finanzmarkt ist der dritte Makromarkt. Dieser soll aus dem Zahlungsbilanzgleichgewicht abgeleitet werden, bei dem der Saldo aus den Nettokapitalimporten (KI) und den Nettoexporten (NX) Null ergeben muss.

$$(9) \quad ZB = KI + NX = 0 = \kappa(i - i^* - \sigma) + \xi(e - p + p^*)$$

Die Nettokapitalimporte bestimmen sich aus dem inländischen Zins  $i$ , dem ausländischen Zins  $i^*$  (risikoloser Weltmarktzins) sowie dem länderspezifischen Risiko  $\sigma$ . Die Nettoexporte werden vom realen Wechselkurs determiniert. Bei vollkommener Kapitalmobilität ( $\kappa \rightarrow \infty$ ) und endlicher Reagibilität der Nettoexporte ( $\xi < \infty$ )<sup>28</sup> ist die Zahlungsbilanz nur dann ausgeglichen, wenn die Zinsparität erfüllt ist, weil es ansonsten zu unendlichen Kapitalimporten oder -exporten kommt.

$$(10) \quad i = i^* + E(\dot{e}) + \sigma$$

Gleichung (10) bedeutet, dass die um das Risiko und die erwartete Abwertung korrigierte Rendite auf inländische und ausländische Finanzaktiva gleich ist. Aus Vereinfachungsgründen soll im Folgenden angenommen werden, dass  $\sigma = 0$ . Der Inlandszins ergibt sich dann aus der Summe von Auslandszins und erwarteter Abwertungsrate in bezug auf die inländische Währung.

$$(11) \quad i = i^* + E(\dot{e})$$

Die Abwertungserwartung wiederum ergibt sich durch eine Abweichung des kurzfristigen Wechselkurses  $e$  von seinem (mittelfristig) erwarteten Niveau  $E/e$ .<sup>29</sup>

$$(12) \quad E(\dot{e}) = \theta[E(e) - e]$$

Durch Einsetzen von (12) in (11) ergibt sich:

$$(13) \quad i = i^* + \theta[E(e) - e]$$

Die Bestimmungsgleichung für den Wechselkurs in der mittleren Frist folgt aus dem Einsetzen der Gleichungen (5) und (11) in (8).

<sup>28</sup> Die Annahme ist für das gegenwärtige Weltfinanzsystem realistisch.

<sup>29</sup> Die Erwartungen sind so modelliert, dass die Devisenmarktakteure kurzfristig Erwartungsfehler begehen können. Mittelfristig besteht jedoch vollkommene Voraussicht. Vgl. *Dornbusch* (1991: 66–67).

$$(14) \quad e = m - p^* - \phi y + \lambda i^* + \lambda E(\dot{e})$$

Für einen flexiblen Wechselkurs zeigt sich, dass eine Erhöhung der Geldmenge, ein sinkendes ausländisches Preisniveau, ein sinkendes Einkommen, ein steigender Weltzins oder eine Abwertungserwartung zu einer Abwertung der Inlandswährung führt.

Im Folgenden wird der Fall eines festen Wechselkurses dargestellt, wobei davon ausgegangen werden soll, dass die Märkte diesem eine vollkommene Glaubwürdigkeit zuschreiben. In der mittleren Frist ist ein Stabilitätsimport mit Hilfe eines festen nominalen Wechselkurses möglich, denn in diesem Falle sind die Wettbewerbsbedingungen konstant und die Leistungsbilanz ausgeglichen. Auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist auf ihrem natürlichen Niveau.<sup>30</sup>

$$(15) \quad p = p^* + \bar{e}$$

Bei einem konstanten nominalen Wechselkurs und bei der Normierung auf Eins konvergiert das inländische Preisniveau zum ausländischen ( $p = p^*$ ).<sup>31</sup>

Für die Geldpolitik bedeutet dies, dass die Geldmenge auf jede Veränderung der natürlichen Produktion, des Auslandspreises, des Auslandszinses und der Wechselkursenerwartungen reagieren muss.

$$(16) \quad m = \phi y^n - p^* - \lambda i^* + \lambda E(\dot{e})$$

Erwarten die Märkte, dass sich die Geldpolitik an diese Geldmengenregel hält, so ist der erwartete Wechselkurs gleich dem Wechselkursziel und die erwartete Wechselkursänderungsrate beträgt Null. Der Inlandszins konvergiert somit zum Auslandszins.

$$(17) \quad E(e) = \bar{e} \Rightarrow E(\dot{e}) = 0 \Rightarrow i = i^*$$

Die Geldpolitik betreibt bei einem glaubwürdigen Wechselkursziel einen wirksamen Stabilitätsimport, denn das inländische Preisniveau konvergiert zum ausländischen Preisniveau (15). Dieser Stabilitätsimport ist mit keinen makroökonomischen Kosten in Form von höheren Zinsen verbunden, weil der inländische zum ausländischen Zins konvergiert (17). Dieses ändert sich jedoch, wenn die Glaubwürdigkeit des Wechselkursziels nicht vollkommen ist, wenn also trotz eines festen Wechselkursziels eine Abwertungserwartung besteht ( $E(\dot{e}) > 0$ ). Darauf muss die Geldpolitik mit einer Liquiditätsverknappung in

<sup>30</sup> Dieser Zusammenhang ist für eine kleine offene Volkswirtschaft durchaus plausibel, weil die handelbaren Güter einen großen Anteil an der gesamten Nachfrage haben.

<sup>31</sup> Ist der nominale Wechselkurs  $E = 1$ , so gilt  $\ln E = 0$ .

Höhe  $-\lambda E(\dot{e})$  reagieren (16), was nach (8) zu einem steigenden Inlandszins und zu einem Zinsaufschlag zum Weltzins führt.

Eine Abwertungserwartung bei einem festen Wechselkurses kann mit Zeitinkonsistenz der Wirtschaftspolitik erklärt werden. Sehen die Finanzmärkte die Gefahr, dass die Geldpolitik bei einem erreichten Stabilitätsimport den festen Wechselkurs im Falle einer Rezession aufgeben könnte, um eine reale Abwertung zu erreichen, so werden sie zu jedem Zeitpunkt eine Abwertungserwartung haben.

Die Wirtschaftspolitik hat zwei Möglichkeiten, einen Anstieg des Inlandszinses aufgrund der Gefahr einer Aufgabe des Wechselkursziels zu verhindern. Die erste Möglichkeit besteht in der Beseitigung der Zeitinkonsistenzproblematik durch die Einführung eines Currency Board Systems. In diesem Falle wird ein Abweichen der Geldpolitik von der Geldmengenregel aus Gleichung (16) unmöglich, und es entfällt der Grund für die Abwertungserwartungen. Die zweite Möglichkeit besteht in einer Flexibilisierung des Wechselkurses. In diesem Falle führt jede Abwertung der Inlandswährung zu Aufwertungserwartungen (13). Die Kosten dieser Politik sind allerdings, dass es zu Veränderungen im inländischen Preisniveau kommt und der Stabilitätsimport somit aufgegeben wird.

It is often supposed that the costs of production are threefold, corresponding to the rewards of labour, enterprise, and accumulation. But there is a fourth cost, namely risk; and the reward of risk-bearing is one of the heaviest, and perhaps the most avoidable, burdens on production.

(John M. Keynes 1924: Vorwort)

### 3.4. Makroökonomisches Risiko

#### 3.4.1. Das Konzept

Unsicherheit geht wie Unkenntnis auf Informationsmängel zurück, weist jedoch den Unterschied auf, dass sie nicht durch zusätzliche Informationen vollkommen beseitigt werden kann. Sie ist vielmehr das Produkt einer nicht vorherzusehenden Zukunft. Die Entwicklung von Wechselkursen, Zinsen oder anderen makroökonomischen Variablen ist immer mit Unsicherheit verbunden. Für einen volkswirtschaftlichen Akteur, der Erwartungen bilden muss, um Entscheidungen treffen zu können, stellt sich Unsicherheit als Risiko dar.<sup>32</sup> Die Bedeu-

<sup>32</sup> *Knight* (1921) grenzt Risiko und Unsicherheit noch einmal voneinander ab. Danach beschreibt Risiko in bezug auf eine Variable den Fall, dass die Wahrscheinlich-

tung des Risikos als Kostenfaktor stellt das obige Zitat von Keynes heraus (allerdings ließe sich trefflich darüber streiten, ob das Wort „*avoidable*“ nicht besser „*unavoidable*“ heißen sollte). Auf effizienten Finanzmärkten führt ein hohes Risiko zu einem hohen Zinsaufschlag, und die damit zusammenhängenden hohen Kapitalkosten stellen eine Restriktion für das Produktionspotential in einer Volkswirtschaft dar.

Obwohl Risiko Kosten verursacht, muss es nicht unbedingt zu einem Marktversagen führen. Vielmehr sind flexible Märkte bis zu einem gewissen Grad die effizienteste Institution, um die negativen Auswirkungen eines hohen Risikos zu begrenzen. Dies gilt jedoch nicht für alle Komponenten des Risikos. Aus diesem Grund sollen im Folgenden die einzelnen Komponenten des Risikos erläutert werden. Nachfolgend wird auf den Einfluss des Währungssystems auf die einzelnen Komponenten eingegangen.

Das aggregierte Krisenrisiko einer Volkswirtschaft soll als *Makrorisiko* bezeichnet werden. Das Makrorisiko eines jeden Landes besteht aus einem länderspezifischen und einem internationalen Teil (Abbildung 3), welche sich danach abgrenzen, ob die Ursache des Risikos im In- oder Ausland zu finden ist. Die einzelnen Komponenten des länderspezifischen Risikos sind das *Wechselkurs-*, *Inflations-/Deflations-*, *Insolvenz-* und das *Liquiditätsrisiko*.<sup>33</sup> Das internationale Risiko besteht entweder auf Seiten des realen oder des monetären Sektors und entsteht entweder durch Preisschocks oder durch Mengenschocks. Preisschocks sind das Ergebnis von Veränderungen der *terms of trade* oder des Weltzinses. Mengenschocks haben ihre Ursache in einer veränderten weltweiten Exportnachfrage und in einer Veränderung des Kapitalangebotes.<sup>34</sup>

Ein Anstieg des länderspezifischen oder des internationalen Teils des Makrorisikos bedeutet eine steigende Krisenwahrscheinlichkeit. Eine hohe Wahrscheinlichkeit internationaler Schocks erfordert eine hohe Anpassungsnotwendigkeit des Inlandes. Ziel der internationalen Wirtschaftspolitik muss es daher sein, die Anzahl und Schwere der internationalen Schocks zu minimieren. Ziel der nationalen Wirtschaftspolitik muss die Stärkung der Krisenresistenz sein.

---

keitsverteilung dieser Variablen bekannt ist. Unsicherheit besteht, wenn diese Verteilung nicht bekannt ist.

<sup>33</sup> Keynes (1936) macht eine andere Unterscheidung. Er betrachtet erstens das *Risiko des Schuldners*, welches dem Unternehmerrisiko bei einer Eigenkapitalfinanzierung entspricht, zweitens das *Gläubigerrisiko*, welches dadurch entsteht, dass Schuldner und Gläubiger unterschiedliche Personen sind, und drittens das *Risiko aus einer Veränderung der Recheneinheit*. In dieser Arbeit werden Schuldner- und Gläubigerrisiko zusammengefasst. Dabei wird jedoch zwischen dem *Insolvenz-* und einem *Liquiditätsrisiko* unterschieden. Das Risiko aus einer Veränderung der Recheneinheit wird noch einmal zwischen einer Veränderung des Innenwertes (*Inflations-/Deflationsrisiko*) und des Außenwertes (*Wechselkursrisiko*) differenziert.

<sup>34</sup> Es ist plausibel davon auszugehen, dass Veränderungen des internationalen Angebots an Exporten und der Nachfrage nach Kapital nicht schockartig auftreten.

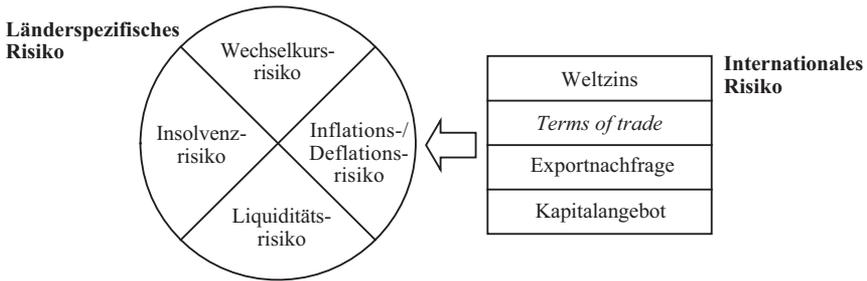


Abbildung 3: Komponenten des Makrorisikos

Im Sinne der Abgrenzung von Mikro- und Makroebene nach *Popper* (1994: 160) erfasst das makroökonomische Risiko aus Abbildung 3 auch die Komponenten, welche sich nicht durch die Summation der individuellen Risiken (Mikrorisiken) erfassen lassen. Die Differenz zwischen der Summe der Mikrorisiken und des Makrorisikos stellt das *systemische Risiko* dar. So kann eine ähnliche Risikostruktur des Unternehmenssektors zu einem erheblichen systemischen Risiko führen, welches sich jedoch nicht in der Summe der Unternehmensbilanzen widerspiegelt. Ein Beispiel stellt die Dollarverschuldung dar. Einzelne, in US-Dollar verschuldete Unternehmen können sich zwar gegenüber Schwankungen des Dollarwechselkurses absichern, nicht jedoch gegenüber dem systemischen Risiko einer Dollaraufwertung. Denn eine Dollaraufwertung führt im Falle einer hohen Dollarverschuldung des Inlands nicht nur zur Verschlechterung einzelner Unternehmensbilanzen, sondern auch zur Verschlechterung der Verschuldungssituation der Volkswirtschaft insgesamt. Kommt es im Folgenden zu einer Krise im gesamten Finanzsystem, so sind hiervon auch Unternehmen betroffen, die sich gegen Wechselkursschwankungen abgesichert haben. Die Absicherung aller Unternehmen einer Volkswirtschaft gegen einer solchen Situation ist unmöglich. Damit steigt das Ausfallrisiko in der gesamten Volkswirtschaft, und alle Schuldner haben einen höheren Schuldenzins zu zahlen.

### 3.4.2. Länderrisiko

Das länderspezifische Risiko determiniert den Zinsaufschlag, den ein Land gegenüber dem risikolosen Weltzins (als risikoloser durchschnittlicher Zins der wichtigsten Gläubigerländer<sup>35</sup>) zu zahlen hat und der sich als Summe aus

<sup>35</sup> Durch die hohe Kapitalmobilität zwischen den wichtigsten Gläubigerländern sind die Zinsdifferenzen zwischen diesen Ländern (insbesondere beim langfristigen Zins) heute relativ gering.

Wechselkurs-, Inflations-, Insolvenz- und Liquiditätsrisiko ergibt. Das *Wechselkursrisiko* entsteht aus nicht-antizipierbaren Schwankungen des Wechselkurses. Die relevante Bezugsgröße ist dabei das durchschnittliche Umtauschverhältnis zwischen inländischer Währung und der Währungen der wichtigsten Wirtschaftspartner (effektiver Wechselkurs).

Es stellt sich die Frage, welche Schwankungen nicht-antizipierbar sind. Bei flexiblen Wechselkursen sind kurzfristige Wechselkursschwankungen das Ergebnis neuer Informationen über die den Wechselkurs determinierende Variablen. Jede Wechselkursschwankung – dies gilt jedoch nur für die kurze Frist und für den durchschnittlichen Marktteilnehmer – ist nicht vorhersehbar, weil sie zeitgleich mit einer Erwartungsänderung abläuft. Je längerfristig die Perspektive jedoch ist, desto prognostizierbarer werden Wechselkursbewegungen.

Der Devisenkurs ist in einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit einer eigenen Währung der wichtigste makroökonomische Einzelpreis. Er nimmt eine Zwitterfunktion ein, weil er Güter- und Finanzverkehr gleichzeitig beeinflusst. Ein Wechselkursrisiko entsteht daher sowohl aus einer Änderung des nominalen als auch des realen Wechselkurses. Im Güterverkehr ist der reale Wechselkurs die entscheidende Größe, da dieser die *terms of trade* und die Wettbewerbsposition der inländischen gegenüber den ausländischen Anbietern verändert.<sup>36</sup> Im Finanzverkehr ist der nominale Wechselkurs die relevante Bezugsgröße.

Kosten werden jedoch weniger durch kurzfristige Wechselkursschwankungen als vor allem durch einen permanenten Abwertungsverdacht verursacht, da dieser zu einem höheren Inlandszins führt. Stationäre Schwankungen des nominalen Wechselkurses spielen eine geringere Rolle, wenn der mittelfristig erwartete Wechselkurs konstant bleibt. Denn eine Änderung des Wechselkurses erzeugt in diesem Falle eine entgegengesetzte Wechselkurserwartung.

Aus zwei Gründen ist das Wechselkursrisiko für kleine Volkswirtschaften – insbesondere wenn diese nicht über einen entwickelten Finanzmarkt verfügen – eine bedeutsamere Größe als für große Volkswirtschaften. Erstens besitzen kleine Volkswirtschaften oft nicht die Möglichkeit, sich gegen Wechselkursschwankungen zwischen der heimischen und der wichtigsten internationalen Währung abzusichern. Nur vergleichsweise wenige Länder besitzen Märkte für Währungsfutures und Währungsoptionen, wodurch sie über die Möglichkeit verfügen, einen Teil des Wechselkursrisikos zu externalisieren.

Zweitens besteht für die meisten kleinen Volkswirtschaften ein *currency mismatch*. Denn kleine Volkswirtschaften sind oft nicht in der Lage sich in ihrer eigenen Währung zu verschulden. Werden die Gewinne in der heimischen

---

<sup>36</sup> An dieser Stelle soll der *Samuelson-Balassa-Effekt* ausgeklammert werden, der die Situation einer realen Aufwertung ohne eine Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit beschreibt.

Währung erzielt, so müssen diese vor dem Schuldendienst immer erst in die Verschuldungswährung umgetauscht werden. Jede Veränderung des Wechselkurses verändert die Höhe der Verschuldung in Inlandswährung, während die Höhe der Gewinne unverändert bleibt. Eine Abwertung der inländischen Währung führt somit zu einer direkten Verschlechterung der Verschuldungsbilanz. Weiterhin kann es zu einem *indirekten Wechselkursrisiko* kommen, wenn das wichtigste Gläubigerland und der wichtigste Handelspartner nicht ein und derselbe sind.

Die zweite Komponente des Landesrisikos ist das *Inflationsrisiko* bzw. *Deflationsrisiko*, welches aus der Unsicherheit über die Entwicklung des Preisniveaus entsteht. Hierfür ist theoretisch weniger die Höhe der Inflation als vielmehr deren Volatilität maßgeblich, weil durch eine zwar hohe doch konstante Inflationsrate keine Unsicherheit entstehen dürfte. Zwischen beiden Größen kann jedoch eine positive Korrelation nachgewiesen werden. Beispielsweise zeigt Barro (1996: Abbildung 2), dass eine hohe Inflationsrate gewöhnlich auch mit einer hohen Inflationschwankung einhergeht.

Mit dem Inflationsrisiko steigen Transaktionskosten, steuerbedingte allokativen Verzerrungen und die Gefahr einer Geldillusion. Sehr starke Schwankungen des Preisniveaus führen sogar zur Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Preissystems und können erhebliche Wachstumseinbußen verursachen. Nach Barro (*op. cit.*: Tabelle 2) führt eine Erhöhung der jährlichen Inflationsrate von 10 Prozentpunkten zu einer Wachstumsverlangsamung von 0,24 Prozentpunkten. Dieser Zusammenhang ist jedoch nur für eine Inflation von über 50 Prozent im Jahr statistisch relevant (für die verbleibenden Fälle beträgt der Koeffizient  $-0,029$ ).<sup>37</sup> Empirisch gesichert ist somit lediglich der positive Effekt der Verhinderung von hohen Inflationsraten. Es ist jedoch nicht ausgeschlossen, dass eine sehr niedrige Inflationsrate über eine sinkende Anpassungsfähigkeit der Volkswirtschaft ebenfalls das Wachstum behindern kann.

Besonders betont werden muss, dass die Kosten von Inflation und Deflation asymmetrisch sind. Da der Nominalzins praktisch nicht negativ werden kann, kann der Realzins bei einer Deflation gegebenenfalls sehr hoch sein. Dieses kann eine Deflationsspirale in Gang setzen. Auf dem Arbeitsmarkt führt eine Deflation zu steigendem Reallohn und steigender Arbeitslosigkeit. Aus diesen Gründen muss dem Deflationsrisiko eine besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden.

Die dritte Risikokomponente ist das *Insolvenzrisiko*. Es beschreibt die Wahrscheinlichkeit, dass ein Land aufgrund einer Überschuldung seinen Schulden-

---

<sup>37</sup> Theoretisch ist auch eine umgekehrte Kausalität zwischen Inflation und Wachstum nicht auszuschließen. So könnte eine sinkende Wachstumsrate für den Fall, dass die Geldpolitik expansiv reagiert, mittelfristig auch zu einer steigenden Inflation führen. Die Annahme einer vollkommen endogenen Inflationsrate ist jedoch weniger plausibel.

dienst nicht bedienen kann. Durch den oben beschriebenen *currency mismatch* ist diese Komponente oft die wichtigste Einflussgröße des Schuldinzins. Aus dem Informationsproblem auf internationalen Finanzmärkten ergibt sich die Gefahr einer adversen Selektion. Damit besteht das Risiko eines sich selbst verstärkenden Zusammenhangs zwischen dem Insolvenzrisiko und dem Schuldinzins. Steigt das Insolvenzrisiko eines Landes, so kann dieses – bei unvollständigen Informationen der Gläubiger – eine Kreditrationierung erzeugen.

Das *Liquiditätsrisiko* ist die vierte Komponente des länderspezifischen Risikos. Es bedarf einiger Sorgfalt, das Liquiditätsrisiko vom Insolvenzrisiko abzugrenzen. Das Liquiditätsrisiko bezeichnet die Wahrscheinlichkeit für ein Land, kurzfristig nicht über ausreichend Devisen zu verfügen, um seinen Schuldendienst begleichen zu können, ohne dass jedoch eine Überschuldung vorliegt. Das Liquiditätsrisiko entsteht vor allem durch den *maturity mismatch*. Im Falle des Staates werden kurzfristige Verbindlichkeit durch zukünftige Steuereinnahmen gedeckt, welche äußerst illiquide sind. Im Falle der Privaten werden kurzfristige Verbindlichkeiten durch die Rückflüsse aus den damit getätigten Investitionen gedeckt, welche ebenfalls illiquide sind.

Eine kleine Volkswirtschaft ist somit in einer ähnlichen Situation, in der sich auch eine Bank befindet, welche mit den Finanzmitteln aus kurzfristig fälligen Einlagen längerfristige Kredite vergibt. Zieht eine größere Anzahl von Einlegern kurzfristig ihr Kapital zurück, stehen nicht genügend liquide Reserven zur Verfügung, um alle Einleger auszubezahlen. Das Liquiditätsrisiko ist im Falle von kleinen Volkswirtschaften besonders hoch, weil ihre monetäre Stabilität oft nur gering ist. Dieses führt dazu, dass sie nur Kredite mit einer kurzen Laufzeit erhalten, welche häufiger erneuert werden müssen. Jede Erwartungverschlechterung auf Seiten der internationalen Gläubiger führt somit relativ schnell zu einem Anstieg des Schuldendienstes. Durch die weltweite Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Verkürzung des Zeithorizontes beim Kapitalverkehr ist das Liquiditätsrisiko in den Schuldnerstaaten stark angestiegen. Die Zusammenhänge sind dabei ähnlich wie bei einem Banken-*run*, bei dem nur die Gläubiger, die es schaffen, ihr Kapital als erste abzuziehen, keine Verluste erleiden.

*Roderik* und *Sachs* (1999) bestätigen die Hypothese, dass Länder mit einer geringeren Liquidität anfälliger für eine Finanzpanik sind. In ihrer Studie über insgesamt 32 Länder über die Jahre 1988–98 arbeiten sie mit der Definition einer Finanzkrise, welche der Definition einer Liquiditätskrise sehr nahe kommt. Sie definieren eine solche Finanzkrise als Situation, in der es zu einer Umkehr in den privaten Nettokapitalimporten von mindestens 5 Prozent des BIP kommt (S. 14). Insgesamt identifizieren *Roderik* und *Sachs* 16 Krisensituationen. Die Liquiditätssituation, gemessen als Verhältnis zwischen kurzfristiger Verschuldung zu Währungsreserven, ist in ihrer *Probit* Regression für die Erklärung von Krisen signifikant – zusammen mit den weiteren Variablen Gesamt-

verschuldung, Leistungsbilanzdefizit und realer Wechselkurs. Nicht signifikant sind hingegen das Haushaltsdefizit, das Verhältnis M2 zu Reserven sowie das Verhältnis Kredite zu BIP (*op. cit.*: Tabelle 3).

Doch nicht nur die Wahrscheinlichkeit einer Liquiditätskrise steigt mit der relativen Höhe der kurzfristigen Verschuldung. Auch die Auswirkungen einer solchen Krise verstärken sich. Die Zahlen zeigen, dass ein klarer Zusammenhang zwischen der Höhe der kurzfristigen Verschuldung und der Schwere einer Krise besteht (*op. cit.*: Graphik 3). Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass ein Anstieg des Verhältnisse von kurzfristiger Verschuldung zu Währungsreserven von 0,5 auf 1,5 den Rückgang des Sozialprodukts im Jahr einer Liquiditätskrise um 2,3 Prozentpunkte verstärkt. Die Erklärung hierfür ist, dass in Ländern mit einer hohen Auslandsverschuldung auch die Abwertungen infolge der Krise höher sind, welche die Rezession noch weiter verschärften. Zwar führt dies zu einer Verbesserung der Exporte, doch bei kurzfristig geringen Nachfrageelastizitäten (die Marshall-Lerner-Bedingung ist in diesem Fall nicht erfüllt) entsteht ein J-Kurven-Effekt, das heißt ein expansiver Exporteffekt setzt erst mit Verzögerung ein.

### 3.4.3. Internationales Risiko

Das internationale Risiko entsteht durch Veränderungen des Weltzinses, der *terms of trade*, der Exportnachfrage oder des Kapitalangebots (Abbildung 3). Der Weltzins ist das Ergebnis der Angebots-Nachfrage-Konstellation auf den internationalen Finanzmärkten, auf die vor allem Entwicklungen in den größten Volkswirtschaften Einfluss nehmen. Langfristig spielen Spar- und Investitionsquoten die entscheidende Rolle. Kurzfristig führen beispielsweise Veränderungen bei Vermögenspreisen, Inflationserwartungen, der Geldpolitik der Federal Reserve Bank und der Europäischen Zentralbank oder eine Finanzkrise in einem wichtigen Schuldnerland zu einem steigenden Weltzins.

Ein *steigender Weltzins* setzt das Finanzsystem eines Schuldnerlandes unter Stress. Denn er ist mit steigenden Kapitalkosten und einem Rückgang der Investitionstätigkeit verbunden. Hinzu kommt, dass die Zinsen in kleinen Ländern überproportional auf Veränderungen des Weltzinses reagieren. Als Erklärung könnte hier die oben beschriebene asymmetrische Informationsverteilung herangezogen werden, die dazu führt, dass sich bei steigenden Zinsen das Problem der adversen Selektion verstärkt. Dieses führt zu einem nochmaligen Anstieg von Risiko und Zins. Die Empirie bestätigt, dass die Volatilität der Zinsen in den kleinen Volkswirtschaften höher ist als in den großen Volkswirtschaften (z.B. *Frankel/Schmuckler/Servén* 2002). *Mankiw* zeigte schon 1986 für nationale Finanzmärkte, dass ein kleiner Anstieg des risikofreien Zinses zu einem starken Rückgang der Kreditvergabe führen kann.

Die *terms of trade* sind das Ergebnis von Angebot und Nachfrage auf einzelnen Weltgütermärkten (Wechselkursänderungen ausgeklammert). Eine sinkende Nachfrage oder ein steigendes Angebot auf wichtigen Exportmärkten verschlechtert die Ertragsaussichten dieses Sektors. Entscheidend für das Ausmaß der Wirkung einer Veränderung der Weltmarktpreise auf eine Volkswirtschaft ist die Struktur des Außenhandels. In Volkswirtschaften mit einer geringen Diversifikation ihres Außenhandels, die also stark vom Export weniger Güter abhängen, ist die Wirkung stärker. Doch auch exogene Wechselkursänderungen können die Ursache für einen *terms of trade* Schock sein. Beispielsweise führt die Abwertung im Zuge einer Währungskrise bei einem wichtigen Handelspartner zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit. Das exogene Wechselkursrisiko ist dann besonders hoch, wenn die wichtigsten Handelspartner eines Landes unterschiedliche Währungssysteme aufweisen.

Ein weltweiter Rückgang der *Exportnachfrage*, beispielsweise durch eine Rezession in einem wichtigen Abnehmerland, führt zu einer gesamtwirtschaftlichen Kontraktion und einer geringeren Auslastung der Produktionsfaktoren. In Ländern mit einem großen Exportsektor kann dieses unmittelbar eine Rezession verursachen. Ein Rückgang des weltweiten *Kapitalangebots*, beispielsweise durch sinkende Vermögenspreise in den Gläubigerländern, verschlechtert die Finanzierungsmöglichkeiten und wirkt zinserhöhend. Dieses führt zu einem Rückgang der Investitionstätigkeit und kann auch eine Liquiditätskrise verursachen.

Das internationale Risiko ist in den letzten Jahrzehnten für zahlreiche Volkswirtschaften gestiegen, weil sowohl die Wahrscheinlichkeit exogener Schocks als auch deren Ausmaß zugenommen haben. Die Kapitalverkehrsliberalisierungen haben dazu geführt, dass sich monetäre Schocks stärker auf den länderspezifischen Zins übertragen. Weiterhin hat die stetige Öffnung der Gütermärkte dazu geführt, dass auch die Auswirkungen von *terms of trade* Schocks zugenommen haben. Das Transaktionsvolumen ist sowohl beim Finanzverkehr als auch beim Güterverkehr nach dem Zweiten Weltkrieg stark gestiegen. So ist für die kleinen und mittelgroßen Länder der durchschnittliche Anteil des Außenhandels – gemessen als der Durchschnitt von Ex- und Import – am Sozialprodukt zwischen dem Ende der 60er Jahre und Mitte der 80er Jahre von ca. 30 auf 40 Prozent gestiegen (Mussa 2000: Abbildung 3.4). Nach einer Integrationspause in der zweiten Hälfte der 80er Jahre erreichte der Anteil in den 90er Jahren dann Werte über 40 Prozent.

Durch die zunehmende Integration der Weltgüter- und Finanzmärkte sind die meisten Länder heute offene Volkswirtschaften. Tabelle 12 zeigt eine Auswahl von 46 Volkswirtschaften, geordnet nach Größe und Offenheit. Als Maß wurde hier die Summe der Ränge aus einem Indikator für Offenheit des Finanzmarktes und Offenheit des Gütermarktes gewählt. Eine kleine Summe kennzeichnet eine kleine offene Volkswirtschaft, eine große Summe eine große geschlossene. Auf-

fällig ist dabei der hohe Offenheitsgrad der Länder Ostasiens (Singapur, Hongkong, Malaysia). Vier Länder Ostasiens zählen zu den offensten zehn Volkswirtschaften im Außenhandel, und drei Länder zählen zu den offensten zehn Volkswirtschaften im Kapitalverkehr. Doch auch die Länder Mittel- und Osteuropas weisen einen überdurchschnittlichen Offenheitsgrad auf. Die Slowakei, Tschechien, Ungarn, die Ukraine und Slowenien zählen zu den zehn offensten Volkswirtschaften im Außenhandel. Dies spiegelt sowohl die hohe Integration der ehemaligen Planwirtschaften untereinander als auch die fortgeschrittene Integration mit den Ländern Westeuropas wider. Die Länder Lateinamerikas hingegen sind geschlossener. Lediglich zwei Länder, Panama und Nicaragua, bilden eine Ausnahme. Panama weist relativ hohe grenzüberschreitende Kapitalströme und Nicaragua relative hohe Güterströme auf. Weiter zeigt sich ein zu erwartender negativer Zusammenhang zwischen der Größe einer Volkswirtschaft und dem Offenheitsgrad. So haben zwei der drei größten Volkswirtschaften (USA, Japan) einen relativ geringen Offenheitsgrad. Bei einem Abzug des Intra-EWU-Handels, wird auch die EWU zu einer relativ geschlossenen Ökonomie. Die Tabelle zeigt somit, welches die Volkswirtschaften sind, die am stärksten dem Risiko von internationalen Schocks ausgesetzt sind.

### 3.5. Der Einfluss des Währungsregimes auf das Makrorisiko

Für kleine Volkswirtschaften, die sich nicht gegenüber den Weltgüter- und Finanzmärkten abschotten möchten, ist das internationale Risiko hoch. Die Wirtschaftspolitik muss daher die Verwundbarkeit gegenüber internationalen Schocks senken. Dabei spielt das Währungsregime eine entscheidende Rolle, denn ein gutes Währungsregime trägt dazu bei, Schocks abzumildern und dadurch die Stabilität des Finanzsystems insgesamt zu erhöhen.

#### 3.5.1. *Kein explizites Wechselkursziel*

Verfolgt die Währungspolitik kein explizites Wechselkursziel, so akzeptiert sie weitgehend den sich permanent ändernden Marktwert der eigenen Währung. Der nominale Wechselkurs ist dadurch stärkeren Schwankungen unterworfen. Wechselkursänderungen führen jedoch nur dann zu einem steigenden makroökonomischen Risiko, wenn sie autonom sind, das heißt keine notwendigen Anpassungen an fundamentale Veränderungen darstellen. Auf den Finanzmärkten sind Wechselkursschwankungen eine Reaktion auf Veränderungen der Renditedifferenz. Diese Reaktion erfolgt bei einem liberalisierten Kapitalverkehr sehr kurzfristig. Auf den Gütermärkten erfolgt eine nominale Wechselkursanpassung aufgrund einer Veränderung der relativen Wettbewerbsposition zum Ausland. Diese Reaktion erfolgt – auch auf liberalisierten Gütermärkten – mit einer beträchtlichen Verzögerung.

Tabelle 12

**Offenheitsgrade im internationalen Vergleich<sup>1</sup>**

	BIP	Export + Import/BIP	Bruttokapital- ströme <sup>2</sup> /BIP	Rang Außen- handel	Rang Kapital- Ströme	Rang Durchschnitt
	Mrd. USD	Prozent	Prozent	Offenste = 1	Offenste = 1	Offenste = 1
Welt	31500	40,0	29,1			
Hongkong	163	256,2	188,8	2	1	1,5
Singapur	92	295,3	48,5	1	8	4,5
Estland	5	149,5	26,4	4	15	9,5
Slowakei	19	128,5	30,6	6	13	9,5
Philippinen	75	98,5	48,4	11	9	10,0
Ungarn	46	131,9	25,0	5	16	10,5
Schweden	227	70,3	77,0	19	4	11,5
Schweiz	240	68,9	113,4	20	3	11,5
Tschechien	51	120,5	23,7	7	18	12,5
Malaysia	90	201,3	16,8	3	24	13,5
Nicaragua	2	100,9	22,1	10	19	14,5
Lettland	7	70,7	32,0	18	11	14,5
Kanada	688	75,8	30,0	15	14	14,5
Bulgarien	12	93,1	20,7	12	20	16,0
Dänemark	162	57,9	54,9	29	5	17,0
Ekuador	14	61,1	31,5	24	12	18,0
EWU <sup>3</sup>	6000	56,3	49,3	30	6	18,0
Großbritannien	1400	43,9	125,1	35	2	18,5
Norwegen	162	58,4	39,4	28	10	19,0
Litauen	11	81,9	14,3	14	25	19,5
Slowenien	18	103,9	12,5	9	31	20,0
Thailand	122	107,2	11,3	8	33	20,5
Panama	10	42,9	49,2	36	7	21,5
Israel	110	62,9	19,5	22	21	21,5
Chile	71	51,4	24,1	31	17	24,0
Korea	462	72,8	11,5	17	32	24,5
Ukraine	31	89,7	9,5	13	37	25,0
Russland	260	60,0	13,3	26	27	26,5
Sri Lanka	16	73,3	7,6	16	43	29,5
Polen	158	51,1	13,3	32	28	30,0

Fortsetzung Tabelle 12

	BIP	Export + Import/BIP	Bruttokapital- ströme <sup>2</sup> /BIP	Rang Außen- handel	Rang Kapital- Ströme	Rang Durchschnitt
	Mrd. USD	Prozent	Prozent	Offenste = 1	Offenste = 1	Offenste = 1
Südafrika	128	47,4	13,1	33	29	31,0
Australien	390	34,7	17,4	40	22	31,0
Rumänien	37	63,8	7,7	21	42	31,5
Indonesien	152	62,4	8,5	23	41	32,0
China	1100	43,9	12,7	34	30	32,0
Bolivien	8	35,9	14,2	39	26	32,5
El Salvador	13	59,2	9,3	27	38	32,5
USA	9800	20,7	16,9	42	23	32,5
Mexiko	580	60,8	6,3	25	44	34,5
Paraguay	8	40,5	8,9	37	40	38,5
Türkei	199	40,0	9,3	38	39	38,5
Brasilien	594	19,1	10,9	44	34	39,0
Argentinien	284	18,1	10,9	45	35	40,0
Japan	4800	17,7	10,3	46	36	41,0
Peru	54	29,5	5,1	41	45	43,0
Indien	457	20,3	3,0	43	46	44,5

<sup>1</sup> Für das Jahr 2000.

<sup>2</sup> Ausschließlich private Kapitalströme.

<sup>3</sup> Inklusive Handel innerhalb der EWU.

Daten: BIP: *Weltbank*, Country Data; Außenhandel und Kapitalverkehr: *Weltbank*, World Development Indikator; eigene Berechnungen.

Als ein Argument gegen einen flexiblen Wechselkurs wird immer wieder der empirische Befund genannt, dass die Volatilität des nominalen Wechselkurses weitaus höher ist als die Volatilität der Wechselkurs-determinierenden Fundamentaldaten (z. B. *Bofinger* 1994). Dadurch führe ein flexibler Wechselkurs zu Wechselkursschwankungen, die nicht durch fundamentale Entwicklungen begründet werden können. Die Theorie des überschießenden Wechselkurses ist jedoch eine Möglichkeit zu zeigen, dass die hohe Wechselkursvolatilität mit einem Gleichgewicht auf dem internationalen Finanzmarkt vereinbar sein kann, auch wenn kurzfristig damit ein Ungleichgewicht auf dem Gütermarkt verbunden ist. Es entsteht folglich eine Situation, in der eine Veränderung der Rendite-

differenz eine Anpassung des nominalen Wechselkurses erzeugt, welche *cet. par.* auch zu einer Veränderung des realen Wechselkurses und zu Anpassungskosten im internationalen Leistungsverkehr führt.

Es stellt sich somit die Frage, ob das *Wechselkursrisiko* für den internationalen Kapitalverkehr oder für den Leistungsverkehr schwerer wiegt. Auf Finanzmärkten finden im Gegensatz zu den Gütermärkten permanente Preisänderungen statt. Solange eine Währung nicht unter einen permanenten Abwertungsdruck gerät, sind die Kosten dieser Preisschwankungen jedoch begrenzt. Das Wechselkursrisiko für den Leistungsverkehr muss als bedeutsamer angesehen werden, weil die Anpassungsprozesse hier eine geringere Geschwindigkeit aufweisen. Wechselkursschwankungen führen zu veränderten Wettbewerbsbedingungen bei handelbaren Gütern und die dadurch erzeugten Anpassungsprozesse verursachen Preis- und Mengenanpassungen bei zahlreichen einzelnen Gütern.

Nominale Wechselkursänderungen senken das Wechselkursrisiko für den Leistungsverkehr, wenn sie zur Stabilisierung des realen Wechselkurses beitragen. Den Ergebnissen der Wechselkursforschung folgend erfüllt der nominale Wechselkurs diese Aufgabe umso besser, je länger der betrachtete Zeitraum ist. So beträgt die Halbwertszeit für Abweichungen des Wechselkurses von der relativen Kaufkraftparität im Durchschnitt 3 bis 5 Jahre (Rogoff 1996). Somit verursacht ein System flexibler Wechselkurse zwar kurzfristig ein erhebliches Wechselkursrisiko, es vermeidet jedoch mittelfristig eine zu starke Abweichung des realen Wechselkurses von seinem gleichgewichtigen Niveau und stabilisiert dadurch den internationalen Leistungsverkehr.

Besonders vorteilhaft ist ein flexibler Wechselkurs in Volkswirtschaften mit einer hohen Wahrscheinlichkeit realer Schocks. Denn in diesem Fall wird der Wechselkurs zur wichtigsten Anpassungsvariablen. Seine Flexibilität wird benötigt, um die Auswirkungen solcher Schocks abzumildern. Führt ein negativer *terms of trade* Schock zu einer realen Überbewertung, so besteht die Anpassungsleistung in einer Volkswirtschaft zur Wiederherstellung eines Leistungsbilanzgleichgewichts entweder in einer Preisniveaueinpassung oder in einer Wechselkursanpassung. Eine Preisniveaueinpassung benötigt jedoch die Anpassung Tausender von Einzelpreisen, was weitaus kostspieliger sein dürfte als die Anpassung eines Einzelpreises. Zudem kann eine Preisniveaueinpassung zu einer Veränderung der relativen Preise führen, womit ein Versagen der Gütermärkte einhergeht, weil die Preise keine treffsicheren Knappheitsindikatoren mehr darstellen.

*Ergo*, je höher das Risiko von realen Schocks für eine Volkswirtschaft ist, desto vorteilhafter ist ein flexibles Wechselkurssystem. Das Schockrisiko steigt mit dem Offenheitsgrad und sinkt mit dem Diversifikationsgrad. In offenen Volkswirtschaften führt die Schwankung des nominalen Wechselkurses somit zu

einer Stabilisierung des realen Wechselkurses und demzufolge zu einem sinkenden Wechselkursrisiko.

Für das *Inflationsrisiko* fällt die Bilanz eines flexiblen Wechselkurses vor allem für diejenigen Länder schlecht aus, welche bereits in der Vergangenheit eine geringe monetäre Stabilität aufwiesen. Denn die Inflationserwartungen sind in diesem Fall hoch. Besitzt die Geldpolitik nur eine geringe Glaubwürdigkeit, so führt dies zu einem *inflation bias* und einer stärkeren Schwankungen der Inflationsrate. Es spricht jedoch kein Argument direkt dagegen, dass kleine Länder – bei der Schaffung der institutionellen Voraussetzungen wie einer autonomen Zentralbank – in der Lage sind auch ohne einen festen Wechselkurs das Inflationsrisiko niedrig zu halten.

Die Auswirkung eines flexiblen Wechselkurses auf das *Insolvenzrisiko* ist nicht eindeutig, ist jedoch überwiegend negativ zu beurteilen. Bei einer hohen Fremdwährungsverschuldung führt ein flexibler Wechselkurs zu Schwankungen im Wert der Verschuldung. Jede Abwertung verschlechtert die Verschuldungsbilanz und senkt die Kreditwürdigkeit. *Krugman* (2000: 24) betont jedoch einen gegenläufigen Effekt, weil ein flexibler Wechselkurs aufgrund möglicher Wertschwankungen der Verschuldung wie eine implizite Steuer auf eine Fremdwährungsverschuldung wirke. Diesem Argument ist jedoch entgegenzuhalten, dass eine indirekte Verteuerung der Fremdwährungsverschuldung die Finanzierungsrestriktionen verschärft und zu Wachstumseinbußen führt. Das Ergebnis eines krisensicheren Währungssystems sollte jedoch möglichst keine Erhöhung des Schuldenzinses sein.

Das *Liquiditätsrisiko* ist in einem flexiblen Wechselkurssystem hingegen gering, weil sich flexible Wechselkurse stabilisierend auf den Kapitalverkehr bei vollkommener Kapitalmobilität auswirken. So führen sinkende Kapitalimporte zu einer Abwertung, welche jedoch gleichzeitig eine Aufwertungserwartung erzeugt. Diese stabilisierende Wirkung flexibler Wechselkurse zeigt sich auch an der Reagibilität des Inlandszinses auf Veränderungen des Weltzinses. *Borenstein* und *Zettelmeyer* (2000) zeigen in ihrer Studie über die Unabhängigkeit der Geldpolitik unter verschiedenen Wechselkursregimes, dass bei flexiblen Wechselkursen der inländische Zins weniger stark auf Veränderungen des Dreimonatszinses in den USA reagiert als bei festen Wechselkursen.

### 3.5.2. Weiche Fixierung

Ein fester Wechselkurs stellt für kleine Volkswirtschaften eine äußerst transparente Regel für die Geldpolitik dar. Diese Regel bedarf jedoch einer Ausgestaltung. So müssen in bezug auf die zu stabilisierende Parität drei grundsätzliche Entscheidungen getroffen werden. Erstens, ob der internationale Kapitalverkehr oder der Leistungsverkehr stabilisiert werden soll, zweitens, ob die

Grundlage der Parität ein bilateraler oder ein effektiver Wechselkurs sein soll und drittens, ob die zu stabilisierende Parität einem kurzfristigen, mittelfristigen oder langfristigen Gleichgewichtswechselkurs entspricht.

Wie im voran stehenden Unterkapitel dargelegt wurde, sind die Kosten von Wechselkursschwankungen im Leistungsverkehr höher als im Kapitalverkehr. Daher sollte auch der Stabilisierung des Leistungsverkehrs die Präferenz bei der Auswahl der Wechselkursparität zukommen. Für den Kapitalverkehr wirkt eher ein flexibler Wechselkurs stabilisierend. Eine unveränderte Wettbewerbsfähigkeit ist bei einem konstanten realen Wechselkurs gegeben. Daher bietet sich dieser auch als bestes Stabilisierungsziel an.

Die Bindung an eine einzige Währung führt lediglich zur Minimierung der Volatilität des bilateralen Wechselkurses. Der Vorteil dabei ist die hohe Transparenz. Wechselkursschwankungen entstehen jedoch auch zwischen der Ankerwährung und den Währungen wichtiger Handelspartner. Die zu stabilisierende Parität kann auch an individuellen Länderspezifika ausgerichtet werden. Möglich ist die Ausrichtung der Parität an einem Währungskorb, der sich aus den Währungen der wichtigsten Handelspartner ( $e_i$ ) nach ihrer Bedeutung für den Außenhandel ( $g_i$ ) zusammensetzt.<sup>38</sup>

$$e_{eff} = \sum_{i=1}^{n-1} g_i e_i, \quad \text{mit} \quad \sum_{i=1}^{n-1} g_i = 1$$

Das der Bestimmung der Parität zugrunde liegende Gleichgewichtskonzept nimmt entweder eine kurzfristige, eine mittelfristige oder eine langfristige Perspektive ein. Die Ergebnisse der theoretischen und empirischen Wechselkursforschung ermöglichen die Unterscheidung der einzelnen Einflussgrößen von Wechselkursen nach der Zeit. Weil das Volumen der Transaktionen auf den Finanzmärkten um ein Vielfaches höher ist als das Volumen der Transaktionen auf den Gütermärkten, sind in der kurzen Frist diejenigen Faktoren entscheidend, die den Kapitalverkehr determinieren. Die Portfoliotheorie des Wechselkurses zeigt, dass hier vor allem Renditen und deren Erwartungswerte eine Rolle spielen. In der mittleren Frist nehmen die Determinanten des Außenhandels eine zunehmende Bedeutung ein, das heißt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Preise für handelbare Güter. In der langen Frist dominiert das Wachstum einer Volkswirtschaft.

---

<sup>38</sup> Zur Berechnung der Handelsgewichte neben den bilateralen Ex- und Importen muss noch die Konkurrenzsituation auf Drittmärkten berücksichtigt werden. Dazu werden erweiterte Handelsgewichte auf der Grundlage der Marktanteile der einzelnen Länder auf den wichtigsten Auslandsmärkten berechnet. Vgl. *Bundesbank* (1998).

Bei einer unendlich hohen Anpassungsgeschwindigkeit auf den Finanzmärkten entspricht der kurzfristige Gleichgewichtswechsellkurs, das heißt der Wechselkurs, welcher sich am Ende der kurzen Frist einstellt, seinem Kassakurs. Als Wechselkursziel eignet sich der Kassakurs jedoch nicht, weil dadurch kein Stabilisierungseffekt erzielt wird. Der langfristige Gleichgewichtswechsellkurs eignet sich ebenfalls nicht als Stabilisierungsziel, denn in der langen Frist ist der Wechselkurs von der Währungspolitik weitgehend unabhängig. „Marktwert“ und Gleichgewichtswechsellkurs sind identisch. Abweichungen zwischen dem Kassakurs und einem mittelfristigen Gleichgewichtswechsellkurs, das heißt dem Wechselkurs nach Auflauf der Anpassungsprozesse auf den Güter- und Arbeitsmärkten, sind hingegen wahrscheinlich. Deshalb kann eine Parität, welche auf einem mittelfristigen Gleichgewichtskonzept basiert, eine stabilisierende Wirkung ausüben. Wird eine Parität gewählt, die nur mit einer geringeren als der aktuellen Inflationsrate erreicht werden kann, so betreibt die Währungspolitik einen Stabilitätsimport.

Es ist möglich, das *Inflationsrisiko* durch ein explizites Wechselkursziel zu senken. Insbesondere in Ländern mit einer chronischen Inflationsrate ist es wahrscheinlich, dass die Geldpolitik keine ausreichende Glaubwürdigkeit besitzt, um eine zur Disinflationierung notwendige Veränderung der Erwartungen zu bewirken. Ein Wechselkursziel stellt eine besonders transparente Regel für die Geldpolitik dar, weshalb es einer Disinflationierung eine besondere Glaubwürdigkeit verleihen kann. Ein konstanter Wechselkurs zwingt die Anbieter handelbarer Güter, ihre Preise konstant zu halten, um keine Marktanteile zu verlieren. Diese Disziplinierung überträgt sich dann auf die übrigen inländischen Anbieter.

In den 90er Jahren waren viele Schwellen- und Entwicklungsländer mit einem Stabilitätsimport sehr erfolgreich. In einer Studie über den Zusammenhang von Wechselkursregime und Inflationsrate kommt *Edwards* (1993) für 52 Entwicklungsländer zu dem Ergebnis, dass in den Jahren 1980–89 ein fester Wechselkurs in der Tat ein geeignetes Mittel für einen Stabilitätsimport war. Die Inflationsraten in Ländern mit festen Wechselkursen waren systematisch niedriger als im Durchschnitt. Auch *Gosh et al.* (1995) kommen zu dem Ergebnis, dass Länder mit festen Wechselkursen generell niedrigere Inflationsraten aufweisen. Sie untersuchen 136 Länder über die Periode 1960–89.

Das *Insolvenzrisiko* wird maßgeblich vom Wachstum und von der Höhe der Verschuldung determiniert. Auf beide Größen nimmt der Wechselkurs Einfluss. Er wirkt dabei jedoch in entgegengesetzte Richtungen. Denn während eine Abwertung für den Außenhandel eine expansive Wirkung hat und dadurch das Insolvenzrisiko sinkt, führt sie gleichzeitig zu einer Erhöhung der realen Fremdwährungsverschuldung in Inlandswährung, wodurch sich das Insolvenzrisiko erhöht. Die Auswirkungen des Währungssystems auf das Insolvenzrisiko ist somit

nicht eindeutig. Vergangene Krisen sprechen jedoch dafür, dass das Insolvenzrisiko im Falle einer weichen Wechselkursfixierung sehr hoch sein kann, weil die Akteure das mit einer Abwertung verbundene Ausfallrisiko unterschätzen.

Wechselkursregimes mit einer weichen Fixierung sind in besonderem Maße von einem *Liquiditätsrisiko* betroffen, weil die Gefahr einer spekulativen Attacke hoch ist. Einen besonderen Einfluss hat der Umfang der Währungsreserven. *Roderik* und *Velasco* (1999) kommen in ihrer Studie zu dem Ergebnis, dass Länder mit einer weichen Wechselkursfixierung und mit kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken, die größer als die Währungsreserven sind, ein dreimal höheres Risiko haben, eine plötzliche Umkehrung des Kapitalstroms zu erfahren. Eine Möglichkeit, auf dieses hohe Risiko zu reagieren, ist der Aufbau eines signifikanten Bestandes an Währungsreserven (*Feldstein* 1999). Allerdings ist dieses nur bei einem Leistungsbilanzüberschuss zu erreichen. In der Tat haben die Länder mit einer weichen Wechselkursfixierung in den letzten Jahren ihren Bestand an Devisenreserven stark ausgeweitet. Diese Reserven waren zu Zeiten des Bretton Woods Systems noch vergleichsweise gering. Die großen Länder vereinten in dieser Zeit über 75 Prozent der Reserven auf sich. Zunehmende Zahlungsbilanzungleichgewichte führten in den 70er Jahren zu einer Verfünffachung. In den zwei folgenden Dekaden verdoppelte sich der Bestand jeweils noch einmal auf 2454 Milliarden US-Dollar im Jahr 2002 (*Deutsche Bundesbank* 2003: 16). Besonders fällt an dieser Entwicklung auf, dass sich der Anteil der Währungsreserven der Schwellen- und Entwicklungsländer an den weltweiten Reserven von 25 Prozent in den Jahren vor 1971 auf ca. 60 Prozent erhöht hat (S. 17).

### 3.5.3. Harte Fixierung

In einem Dollarsystem, Eurosystem oder bei einem Currency Board wird die Geldmenge zur endogenen Größe, weil sie entweder ausschließlich aus Fremdwährung besteht, auf welche die inländische Zentralbank keinen Einfluss hat, oder weil der Bestand an Zentralbankgeld durch den Bestand an Währungsreserven begrenzt ist. Beide Fälle sind mit der Aufgabe einer eigenständigen Geldpolitik verbunden. Zur makroökonomischen Stabilisierung stehen somit nur noch die Fiskal- und – in begrenztem Umfang – die Lohnpolitik zur Verfügung. Die fehlende Wechselkursflexibilität muss durch Flexibilität an anderen Stellen der Volkswirtschaft ersetzt werden.

Ein Fremdwährungssystem eliminiert vollkommen die nominalen Wechselkursschwankungen zum Fremdwährungsraum. Das *Wechselkursrisiko* wird jedoch nicht vollkommen beseitigt, weil die Möglichkeit von Veränderungen des realen effektiven Wechselkurses bestehen bleibt. Dieses Risiko kann sich gegenüber einer weichen Fixierung sogar noch verschärfen, weil die Kopp-

lung an einen Währungskorb im D/E-System oder Currency Board unmöglich wird.

Das Risiko von Schwankungen des effektiven Wechselkurses ist für den Finanzverkehr geringer als für den Außenhandel. Denn Finanzbeziehungen bestehen überwiegend mit den großen Volkswirtschaften (deren Währungen geringere Schwankungen untereinander aufweisen) als zu den Währungen anderer kleiner Volkswirtschaften. Weiterhin steht für internationale Währungen die Möglichkeit von Sicherungsgeschäften zur Verfügung. Im Außenhandel hingegen können die wichtigsten Handelspartner Länder mit unterentwickelten Finanzmärkten sein. In diesem Falle ist die Möglichkeit von Sicherungsgeschäften am Terminmarkt begrenzt, und die Unternehmen sind den Wechselkursschwankungen unmittelbar ausgesetzt.

Außerdem besteht in einem Fremdwährungssystem ein erhöhtes Risiko realer Wechselkursschwankungen. Weil Paritätsanpassungen *de facto* unmöglich sind, führt jede positive Inflationsdifferenz zum Ausland zu einer realen Aufwertung, welche Verwerfungen im Leistungsverkehr zur Folge haben kann. Dieses Problem ist dann besonders groß, wenn die wichtigsten Handelspartner gegenüber der Fremdwährung dauerhaft unter Abwertungsverdacht stehen.

Das *Inflationsrisiko* ist im Normalfall niedriger als in jedem anderen Wechselkursregime. Der entscheidende Vorteil einer harten Wechselkursfixierung liegt in ihrer hohen Glaubwürdigkeit. Zwar kann theoretisch auch durch eine konsequente weiche Wechselkursfixierung die Geldmenge endogenisiert werden, allerdings haben die Marktakteure keine Garantie, dass die Zentralbank nicht bei einem extremen Schock das Wechselkursziel aufgibt. Diese *Zeitinkonsistenzproblematik* besteht in einem D/E-System nur begrenzt, denn die nationale Geldpolitik wird durch die Abschaffung des Ausgabemonopols für die Währung diszipliniert. Sie kann in ihrer Preisniveaustabilisierung die gleiche Glaubwürdigkeit erreichen wie die Geldpolitik des Fremdwährungslandes.

Mit dem Import einer Auslandswährung als gesetzliches Zahlungsmittel wird zugleich auch eine Auslandsinstitution und deren Reputation importiert (*Mendoza* 2000). Zwar ist die Glaubwürdigkeit eines Fremdwährungsregimes nicht unendlich, da theoretisch auch hier eine Abkehr möglich ist.<sup>39</sup> Für eine kleine Volkswirtschaft ist die Glaubwürdigkeit eines Fremdwährungsregimes jedoch höher als die jedes anderen Währungsregimes. Der Grund liegt in hohen *sunk costs* (versunkene Kosten). Mit der Abschaffung des inländischen Geldes sind irreversible Kosten verbunden, denn im Falle der Wiedereinführung inländischen Geldes müsste die Zentralbank eine Reputation wieder völlig neu aufbauen.

---

<sup>39</sup> Dies zeigt beispielsweise die Abkehr Liberias von seinem Dollarregime in den 80er Jahren oder auch die Abkehr Argentiniens 2001 von seinem Currency Board System.

Da der Ausstieg aus einem Dollarregime schwierig ist, sollte dieses Währungssystem jedoch nicht zu einer ausschließlich monetären Stabilisierung eingesetzt werden. Denn erfüllt ein Land nicht die Bedingungen für einen optimalen Währungsraum, wird die harte Fixierung – wie im Falle Argentiniens zu beobachten war – höchstens einen kurzfristigen Stabilisierungserfolg erreichen, doch langfristig zu geringerem Wachstum führen.

Da der Zentralbank die Möglichkeit zur Geldschöpfung genommen wird, verschwindet von dieser Seite her das Risiko eines inflationären Geldmengenwachstums. Mittelfristig konvergiert die inländische Inflationsrate zur Inflationsrate des Ankerwährungslandes. Eine Inflationsdifferenz ist nur noch kurzfristig aufgrund einer divergierenden konjunkturellen Entwicklung möglich. Allerdings birgt die Übernahme einer Fremdwährung das Risiko, dass die Wertentwicklung der Fremdwährung nicht optimal ist. Es kann sowohl der Fall einer zu hohen Inflation, als auch der Fall einer Deflation eintreten. Beides ist mit möglichen Kosten durch Verzerrungen bei den relativen Preisen verbunden. Doch auch weitgehende Preisstabilität in den großen Volkswirtschaften – wie sie in den letzten Jahren zu beobachten war – kann die Anpassungsfähigkeit der Volkswirtschaft stören. Denn eine Inflationsrate nahe Null kann bei nominalen Lohnrigiditäten zu einem Marktversagen auf den Arbeitsmärkten führen, weil der notwendige Spielraum für reale Lohnanpassungen verschwindet. Dieses würde zu einem horizontalen rechten Bereich der Phillipskurve mit hohen Arbeitslosenraten führen.

Der Einfluss eines Fremdwährungssystems auf das *Insolvenzrisiko* ist wiederum nicht eindeutig. Die Argumentation ist hier eine ähnliche wie bei der weichen Fixierung. Einerseits entfällt der *currency mismatch* – zumindest für den Fall, dass das Ankerwährungsland zugleich das dominierende Gläubigerland ist. Andererseits entfällt jedoch auch die Möglichkeit einer Schockisolation mit Hilfe eines flexiblen Wechselkurses, beispielsweise in Form einer abwertungsinduzierten Exportexpansion im Krisenfall.

Beim *Liquiditätsrisiko* wirkt eine harte Wechselkursstabilisierung auf zwei entgegen gerichtete Weisen. Auf der einen Seite fehlt den Spekulanten das Spekulationsobjekt. Auch in einem Currency Board kann praktisch jede Devisenüberschussnachfrage bedient – und Abwertungen dadurch verhindert – werden. Spekulativen Attacken wird somit der Nährboden entzogen, und die auf Wechselkurspekulation zurückgehende Volatilität verschwindet.

Auf der anderen Seite erhöht der Wegfall des *lender of last resort* das Liquiditätsrisiko. Da die Zentralbank die Kontrolle über die Geldmenge verliert, kann sie den Finanzmärkten bei Liquiditätsknappheit keine Krisenkredite zur Verfügung stellen. Das Risiko einer durch einen Banken-*run* losgetretenen Finanzkrise steigt somit, weil sich das Problem der adversen Selektion verschärft. Die Wettbewerbsfähigkeit inländischer Finanzunternehmen gegenüber ausländischen

Finanzinstituten könnte Schaden dadurch nehmen, weil letztere die Stabilisierungswirkung eines *lender of last resort* hinter sich haben und sich zu niedrigeren Kosten refinanzieren können. In diesem Falle droht ein Verdrängungswettbewerb auf dem Finanzmarkt, bei dem inländische gegenüber ausländischen Instituten den kürzeren ziehen.

There is nothing especially exotic about an economy that does not use its own money.

(Stanley Fischer 1982)

## 2. Teil

# Dollarisierung und Euroisierung

## 1. Parallelwährungssysteme

### 1.1. Der Prozess der Substitution einer nationalen Währung durch eine Parallelwährung

In entwickelten Volkswirtschaften erfüllt die eigene Währung gewöhnlich alle Funktionen des Geldes. Dies stellt jedoch für viele Entwicklungsländer die Ausnahme dar. Denn in einer zunehmenden Anzahl von Ländern übernimmt eine Fremdwährung auch im Inland wichtige Geldfunktionen. Unsere Welt ist heute multimonetär, und die Regel *eine Nation eine Währung* scheint in Auflösung.

Die Währungssubstitution in vielen kleinen Volkswirtschaften ist oft das Ergebnis einer vorangegangenen Hyperinflation. Der Definition *Cagans* (1956) folgend bezeichnet diese Inflationsraten von monatlich mehr als 50 Prozent über einen Zeitraum von mindestens einem Jahr. Die internationalen Erfahrungen mit Hyperinflationen sind zahlreich. Wie *Easterly et al.* (1995) dokumentieren, liegen acht der elf Länder, die zwischen 1960 und 1990 chronisch hohe Inflationsraten hatten, in Lateinamerika. Hohe und schwankende Inflationsraten haben die Funktionalität und Akzeptanz der heimischen Währungen in diesen Ländern sukzessive untergraben und zur Substitution der nationalen Währungen durch den US-Dollar geführt.

Der Niedergang der monetären Stabilität in Lateinamerika hat seinen Ursprung in der Verschuldungskrise der 70er und 80er Jahre. Die Monetisierung nicht tragfähiger Staatsverschuldungen und der Kauf von Staatsanleihen durch die nationalen Zentralbanken führte zu einer Aufblähung der Geldmenge und steigenden Inflationsraten (Tabelle 13). Aber nicht nur in Lateinamerika, sondern auch in den Transformationsökonomien Mittel- und Osteuropas traten in den 90er Jahren Hyperinflationen auf. Diese dauerten jedoch nur einen einzigen Monat, weil sie ihre Ursache in der Freigabe der Preise beim Übergang zur Marktwirtschaft hatten, und entsprechen damit nicht der strengen Definition

*Tabelle 13*  
**Hyperinflationen<sup>1</sup> in den 80er und 90er Jahren**

	Zeitraum	Dauer in Monaten	Kumulierte Inflation	Monatliche Inflationsrate		
				Mittel	Median	Maximum
<b>Lateinamerika</b>						
Argentinien	5/89–3/90	11	15167,0	58,0	61,6	196,6
Bolivien	4/84–9/85	18	97282,4	46,6	51,8	182,8
Brasilien	12/89–3/90	4	693,7	67,8	70,2	80,8
Nicaragua	6/86–3/91	58	11895866143,0	37,8	31,4	261,2
<b>Mittel- und Osteuropa</b>						
Bulgarien	2/97	1	242,4	242,4	242,4	242,4
Estland	2/92	1	73,8	73,8	73,8	73,8
Polen	10/89	1	54,9	54,9	54,9	54,9

<sup>1</sup> Inflationsraten von über 50 Prozent in einem Monat.

Daten: Lateinamerika: *Fischer/Sahay/Végh* (2002: Tabelle 2),

Mittel- und Osteuropa: *IWF*, International Financial Statistics, CD-Rom; eigene Berechnungen.

Cagans. Dennoch haben sie ebenfalls eine gewisse Unsicherheit erzeugt und eine Währungssubstitution mit verursacht.

Die Hyperinflationen der 80er und 90er Jahre zeigen auch in der Weltinflationsrate ihren Niederschlag. *Barro* (1996: Tabelle 1) zeigt anhand eines Datensatzes von 100 Volkswirtschaften für die Jahre 1960 bis 1990, dass der arithmetische Mittelwert der Inflationsraten zwischen den 60er und den 70er Jahren von 5,4 auf 13,3 Prozent stieg, und in den 80er Jahren noch einmal auf 19,1 Prozent. Beim Median zeigt sich in den 80er Jahren ein Sinken von 10,1 auf 8,9 Prozent. Der Grund liegt in einer steigenden Anzahl von Ausreißern mit extrem hohen Inflationsraten.

Tabelle 14 zeigt die Inflationsrate für die Weltwirtschaft sowie für einzelne Regionen zwischen dem Ende des Bretton Woods Systems und 2001. In die Weltinflationsrate fließen die ungewichteten Raten für alle IWF-Mitgliedsländer ein. Diese war Ende der 80er Jahre bis Mitte der 90er Jahre am höchsten. Die Ursache sind die extrem hohen Inflationsraten in Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa in diesen Jahren. Lateinamerika besitzt bis heute ein relativ hohes Inflationsniveau. Für die Industrieländer zeigt sich im Gegensatz dazu die Entwicklung zu einer vollkommenen Preisstabilität.<sup>1</sup>

Tabelle 14

**Die Weltinflationsrate seit dem Ende von Bretton Woods**

	1972–1976	1977–1981	1982–1986	1987–1991	1992–1996	1997–2001
Welt	11,6	13,6	14,5	17,7	16,7	5,0
Industrieländer	9,3	9,8	5,0	4,1	2,6	1,9
USA	7,1	9,8	3,8	4,4	2,9	2,5
Euroraum <sup>1</sup>	9,7	11,3	7,5	3,2	2,0	1,8
Entwicklungsländer	17,9	22,5	36,4	45,7	38,5	8,8
Lateinamerika	8,6	26,1	28,0	91,5	103,4	33,1
Mittel- und Osteuropa <sup>2</sup>	36,5	40,9	95,5	180,4	132,1	9,9

<sup>1</sup> Bis 1997 arithmetischer Mittelwert für Deutschland, Frankreich und Italien.

<sup>2</sup> Bis 1991 liegen nur die Zahlen für 7 Länder vor.

Daten: *IWF*, International Financial Statistics, eigene Berechnungen.

Bei hohen und stark schwankenden Inflationsraten verliert die nationale Währung gewöhnlich ihre Funktionen nicht gleichzeitig, sondern im Normalfall wird die Wertaufbewahrungsfunktion als erstes beeinträchtigt. Die Bedeutung einer Währung als Wertaufbewahrungsmittel ist Ergebnis der Entscheidung der einzelnen Wirtschaftssubjekte über ihr optimales Vermögensportfolio. Diese Entscheidung wird auf der Grundlage der Präferenzen und Erwartungen in bezug auf Liquidität und Rendite der einzelnen Anlagearten getroffen. In einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit einer geringen monetären Stabilität und einem unterentwickelten Finanzsystem beziehen inländische Vermögensbesitzer in ihrer Entscheidung zwischen Liquidität und Rendite nicht nur inländisches Geld (M) und in- und ausländische Wertpapiere (B, B<sup>\*</sup>) ein, sondern sie erweitern ihre Entscheidung auch auf internationales Geld (M<sup>\*</sup>) sowie in- und ausländisches Realkapital (K, K<sup>\*</sup>).

Geld ist die liquideste Form der Vermögenshaltung, welche jedoch mit einer Rendite von Null verbunden ist.<sup>2</sup> Je höher das Krisenrisiko in einer Volkswirtschaft ist, desto stärker wird die Liquiditätspräferenz sein. Unterliegt die Inlandswährung jedoch einer Abwertungserwartung, wird zunehmend Auslandswährung gehalten.<sup>3</sup> Finanzaktiva haben meist den Vorteil der höheren Rendite.

<sup>1</sup> Berücksichtigt werden muss der mittlerweile weithin akzeptierte, und teilweise dokumentierte Messfehler bei der Inflationsmessung. Dieser wird für die USA zwischen 0,8 und 1,6 Prozentpunkten veranschlagt, siehe z. B. *Lebow/Rudd* (2003).

<sup>2</sup> Bei einer positiven Inflationsrate ist die reale Rendite sogar negativ. Mit Sichteinlagen kann jedoch – bei vergleichbarer Liquidität wie bei der Bargeldhaltung – eine positive Rendite erzielt werden.

	Inländische Währung	Ausländische Währung
Geld	M	M*
Finanzaktiva	B	B*
Realkapital	K	K*

Abbildung 4: Portfolioentscheidung von Vermögensbesitzern

Allerdings ist das Risiko, welches mit dieser Form der Wertaufbewahrung verbunden ist, ebenfalls höher. Inländische Finanzaktiva werden vor allem dann durch ausländische substituiert, wenn die Inlandwährung mit einem Stabilitätsrisiko behaftet ist. In kleinen Volkswirtschaften kommt meistens noch hinzu, dass die Anlagemöglichkeiten in eigener Währung nicht sehr gut sind. Die geringe Tiefe des Finanzmarktes beschränkt die Möglichkeiten der Portfoliodiversifizierung. Weiterhin sind „kleine“ Währungen<sup>4</sup> mit einem höheren Liquiditätsrisiko verbunden, wenn das Volumen der Transaktionen auf den Finanzmärkten gering ist (*Fürstenberg 2000*). Bei geringen Umsätzen auf den Finanzmärkten sind die Preise der Finanzaktiva einer größeren Volatilität ausgesetzt und deren Haltung ist folglich mit einem größeren Risiko verbunden. Bei einem Stabilitätsproblem der inländischen Währung können die Wirtschaftssubjekte nicht nur auf ausländisches Geld und Finanzaktiva ausweichen, sondern auch in Realkapital flüchten. Bei einem steigenden Stabilitätsrisiko äußert sich dieses Ausweichverhalten oft in drastisch steigenden Immobilienpreisen.

Nach dem Verlust der Wertaufbewahrungsfunktion verliert eine Währung in einer Hyperinflation die der Recheneinheit. Denn mit zunehmendem Anstieg der einzelnen Preise kann es auch verstärkt zu Schwankungen der relativen Preise kommen, ohne dass diese durch veränderte Marktgleichgewichte zu begründen wären. Dadurch entstehen unnötige Mengenanpassungen. Durch das Ausweichen auf eine stabilere Recheneinheit, können die Wirtschaftssubjekte diese Unsicherheiten vermeiden. In diesem Sinne ist die Währungssubstitution nicht nur als nachteilig zu sehen, denn die Verwendung einer stabilen Fremdwährung sichert die Existenz eines funktionsfähigen Preissystems und verhindert einen übermäßigen Anstieg der Transaktionskosten.

<sup>3</sup> *Sargent* (1982) stellt beispielsweise für die deutsche Hyperinflation 1922/23 dar, dass der Wert des Bestandes an Auslandswährung in Deutschland dem an Reichsmark mindestens gleich war, und wahrscheinlich sogar um ein Vielfaches übertraf.

<sup>4</sup> „Kleine“ (nationale) Währungen finden lediglich im emittierenden Land Verwendung. Eine „große“ (internationale) Währung hingegen übernimmt auch Geldfunktionen in anderen Ländern – sei es als Recheneinheit, als Wertaufbewahrungsmittel oder als Transaktionsmedium. Die Masse der Währungen besitzt ausschließlich eine nationale Akzeptanz, und es existieren nur sehr wenige internationale Währungen.

Als letztes verliert eine Währung gewöhnlich die Funktion des Transaktionsmediums. Gehen die Inländer zur Verwendung einer Fremdwährung zu Transaktionszwecken über, sind davon erfahrungsgemäß zuerst Transaktionen mit einem hohen Wert betroffen. Dieses gilt meist auch für den Fall, dass die Inlandswährung weiterhin das einzige gesetzliche Zahlungsmittel darstellt, und sogar oft dann, wenn der Gebrauch ausländischen Geldes explizit verboten ist. Aufgrund der höheren Transaktionskosten, die mit der Verwendung zweier Währungen verbunden sind, werden sich nach und nach gesamte Märkte auf die ausschließliche Verwendung der Fremdwährung einspielen.

Darüber hinaus ist die Währungssubstitution mit einer Hysterese verbunden, weil sie kurzfristig kaum zurückgeführt werden kann. Eine mögliche Erklärung hierfür bieten *Dornbusch, Sturzenegger* und *Wolf* (1990). Sie argumentieren, dass hohe Inflationen Veränderungen auf den Finanzmärkten erzwingen, um den benötigten Bestand an Inlandswährung zu reduzieren. Eine dieser wichtigen Veränderungen ist die Einrichtung von Fremdwährungskonten. Bei einem Verschwinden der fundamentalen Gründe für die Währungssubstitution kommt es jedoch nicht zum Wechsel von der Fremdwährung zur inländischen Währung, weil hiermit erneute Kosten verbunden sind. Eine alternative Erklärung ist die fehlende Glaubwürdigkeit in die inländischen Institutionen. Wird diesen keine stabilitätsorientierte Politik zugetraut, bleiben die Gründe für eine Währungssubstitution auch weiterhin bestehen.<sup>5</sup>

Volkswirtschaften, in denen bereits in starkem Ausmaß eine Fremdwährung für inländische Transaktionen verwendet wird, sind ein Ausdruck dafür, dass die internationale Währung eine höhere Funktionalität besitzt als die nationale. In diesen Ländern stellt sich somit in besonderem Maße die Frage, ob die Entscheidung des Marktes zugunsten der Fremdwährung nicht durch die Wirtschaftspolitik unterstützt werden sollte, indem diese alle Restriktionen in bezug auf die Verwendung der Fremdwährung aufhebt und einen freien Währungswettbewerb ermöglicht.

## **1.2. Internationales Geld und die Vorteile für das ausgebende Land**

Die internationalen Transaktionen haben gegenüber den nationalen an Bedeutung gewonnen, wodurch auch die Bedeutung internationaler Währungen zugenommen hat. Internationale Währungen erfüllen für die Weltwirtschaft die klassische Funktionen des Geldes als Recheneinheit, Transaktions- und Wertaufbewahrungsmedium. Sie nehmen daher in gewissem Sinne die Aufgabe eines öffentlichen Gutes wahr. Die Existenz einer internationalen Recheneinheit ver-

---

<sup>5</sup> Zur Formalisierung dieses Zusammenhangs siehe Teil 2, 1.4.

ringert die Informations- und Transaktionskosten, da alle Preise in einer einzigen Größe ausgedrückt werden können. Eine stabile internationale Währung dient als Stabilitätsanker, denn kleine Länder können durch eine Wechselkursfixierung ihrer Stabilitätspolitik zusätzliche Glaubwürdigkeit verleihen. Die Existenz eines international akzeptierten Transaktionsmediums senkt die Austauschrelationen und dadurch ebenfalls die Transaktionskosten. Diese drei Funktionen internationalen Geldes sind dabei stark interdependent (Dazu *Cooper* 1998).

Beispielhaft sollen im folgenden die Ergebnisse einer Studie der Österreichischen Nationalbank dargestellt werden, welche in *Nauschnigg* (2003) vorgestellt werden. Seit 1997 führt die Österreichische Nationalbank Befragungen von ca. 1000 Haushalten in fünf mitteleuropäischen Ländern durch. Die Daten zeigen, dass über 50 Prozent der Slowaken, Tschechen und Slowenen, 30 Prozent der Kroaten und 10 Prozent der Ungarn Fremdwährung hielten. Dabei hatte der US-Dollar eine vergleichsweise geringe Bedeutung. In Kroatien, Ungarn und Slowenien lag dessen Anteil in den Jahren 1997–2001 unter 10 Prozent. In Tschechien und Slowakei lag er mit 10–20 Prozent etwas höher. Der größte Anteil entfiel während dieser Zeit auf die Währungen, welche im Euro aufgingen, allen voran die D-Mark, die in einigen Ländern einen Anteil von ca. 50 Prozent erreichte (*op. cit.*: Abbildung 1). Bei den Motiven der Haltung von Fremdwährungsnoten spielten Transaktionen im eigenen Land nur in Kroatien eine gewisse Rolle. Bedeutsamer war die Bargeldhaltung für Transaktionen im Ausland (Tabelle 15). Dieses Motiv war vor allem für die Haltung von D-Mark entscheidend. Der US-Dollar wurde fast ausschließlich zur Wertaufbewahrung gehalten. Die einzige Ausnahme war Ungarn, wo diese Währung auch für Transaktionen im Ausland diente. Die Motive zur Haltung von D-Mark und anderen Eurowährungen dürften sich Anfang 2002 auf den Euro übertragen haben. Denn die Studien der Österreichischen Nationalbank zeigen ferner, dass nur 5 Prozent des Fremdwährungsbestandes in den Eurowährungen in US-Dollar getauscht wurde.

Je weiter die Verbreitung einer Währung, desto höher ist der Nutzen aus deren Verwendung. Der internationale Währungsmarkt unterliegt damit dem Problem der Subadditivität, denn der Nutzen aus der Geldhaltung ist bei der Verwendung weniger Währungen höher als bei der Verwendung einer größeren Anzahl von Währungen. Der Grund hierfür sind Netzwerkeexternalitäten. Ähnlich wie beim Telefon und bei Sprachen steigt auch der Nutzen einer Währung mit dem Ausmaß der Verwendung.<sup>6</sup> Mit einer abnehmenden Zahl verwendeter

---

<sup>6</sup> Der Vergleich zwischen Währungen und Sprachen stammt von Tobin. So wird in der internationalen Kommunikation oft die Sprache eines Drittlandes als gemeinsames Medium gewählt. Sogar innerhalb eines einzigen Landes wird manchmal eine Fremdsprache verwendet. Als Beispiel kann Indien dienen, wo die Kommunikation bestimmter Bevölkerungsgruppen auf englisch stattfindet.

Tabelle 15

**Motive für die Fremdwährungshaltung**

	Kroatien	Slowakei	Slowenien	Tschechien	Ungarn
<i>„Shopping in my country“</i>					
Deutsche Mark	8,8	1,2	3,0	1,6	1,8
US-Dollar	11,6	0,6	1,2	1,2	2,0
<i>„Spending abroad (holidays, shopping, etc.)“</i>					
Deutsche Mark	18,2	47,0	27,4	76,6	58,2
US-Dollar	15,6	15,0	29,0	39,0	49,0
<i>„A general reserve (emergency, secure value of my savings, etc.)“</i>					
Deutsche Mark	72,0	51,8	68,2	21,6	34,6
US-Dollar	70,2	84,4	62,6	60,0	43,2

Daten: Österreichische Nationalbank.

Währungen sinken Informations- und Transaktionskosten, was dazu führt, dass auf dem Markt für internationale Währungen nur wenige konkurrenzfähige Währungen gehandelt werden.

Die internationalen Währungen stehen dabei in einem Konkurrenzverhältnis zueinander. Diese Situation weist einige Gemeinsamkeiten mit der Situation in den sich industrialisierenden Volkswirtschaften des 19. Jahrhunderts auf, deren nationale Finanzmärkte noch weitgehend unreguliert waren (*De Grauwe* 1996: 8). Hier existierte bereits Papiergeld, doch die Zentralbanken verfügten noch nicht über ein Monopol auf die Geldausgabe.<sup>7</sup> Hier konkurrierten die Währungen unterschiedlicher Finanzinstitute gegeneinander. Der für Papiergeld gültigen Umkehrung des Gesetzes von Grasham folgend, verdrängten dabei die Währungen mit dem höchsten Vertrauen weniger vertrauenswürdige Währungen. Die Emittenten letzterer konnten die Attraktivität ihrer Währungen zeitweilig durch ein Herabsetzen der Zinsspanne erhöhen. Über kurz oder lang führte diese Politik jedoch zu sinkenden Einnahmen der Emittenten und zu Finanzkrisen, an deren Ende Währungen bankrotter Finanzinstitute durch die Währungen konkurrenzfähiger Institute substituiert wurden. Die nationalen Staaten machten der internen

<sup>7</sup> Am anschaulichsten ist die Währungskonkurrenz in den USA, da hier erst sehr spät im Jahr 1913 dem neu gegründeten Federal Reserve System das Recht zur Ausgabe von *green backs* gegeben wurde. Das Monopol auf die Notenausgabe erhielt das System sogar erst 1935.

Währungskonkurrenz erst ein Ende, als sie begannen die Ausgabe von Währung immer stärker zu regulieren, und schließlich den Zentralbanken das Monopol gaben. Zum Normalfall wurde seitdem, dass jedes Land nur ein gesetzliches Zahlungsmittel besitzt.

Das Prinzip *eine Nation eine Währung* des 19. und 20. Jahrhunderts fügt sich in das europäische Konzept des Nationalstaates ein. Zu diesem gehört neben einem klar definierten Territorium und einer Armee, auch eine gemeinsame Sprache, Rechtssystem, klassische Kultur und historisches Selbstverständnis. Wichtigster Integrationspunkt auf ökonomischer Ebene ist eine gemeinsame Währung. Mit der Abschaffung der nationalen Währung verschwindet darüber hinaus auch ein wichtiges nationales Symbol, vergleichbar mit einer Nationalfahne, einer eigenen Fluglinie, einer Nationaloper, einer Fußballnationalmannschaft oder einer Königsfamilie.

In die Entscheidung eines Landes über die Art seines Währungssystems können insofern auch Überlegungen über die nationale Identität einfließen. Allerdings scheinen neuere internationale Entwicklungen die Bedeutung einer eigenen Währung als nationales Symbol entscheidend geschwächt zu haben. Vor allem durch die Einführung des Euro in zwölf souveränen Staaten West- und Mitteleuropas ist eine wichtige Ausnahme von der Regel *eine Nation, eine Währung* entstanden, womit die Währung als Symbol staatlicher Souveränität an Bedeutung einbüßt. Die jüngsten Dollarisierungen in Ländern Lateinamerikas können auch als Ausdruck dieses neuen Denkens interpretiert werden.

Der Währungswettbewerb, welcher im 19. Jahrhundert zwischen Währungen herrschte, die von Privaten emittiert wurden, findet seitdem zwischen Währungen statt, deren Ausgabe ausschließlich staatlich kontrolliert wird.<sup>8</sup> Das Problem dieses Prozesses ist, dass der Verdrängungswettbewerb nicht graduell verläuft, sondern von Währungskrisen begleitet wird. Um die Wettbewerbsfähigkeit ihrer nationalen Währungen zu erhöhen, entscheiden sich Regierungen oft für feste Wechselkurse. Ist die Wirtschaftsentwicklung mit dem Wechselkursziel jedoch nicht konsistent, wird der Wertverlust gegenüber den internationalen Währungen nicht aufgehalten, sondern nur verzögert. Denn nach dem Aufbau makroökonomischer Ungleichgewichte kommt es zum Zusammenbruch des Festkursystems und einer krisenhaften Anpassung.

Die großen Volkswirtschaften haben einen Vorteil aus einer möglichst weiten Verbreitung ihrer eigenen Währungen, weshalb sie diese fördern. Erstens erhöhen sich für das emittierende Land die Seignioragegewinne. Sollte eine Währung sich weitgehend an den internationalen Finanzmärkten durchsetzen, entsteht

---

<sup>8</sup> Insofern entspricht der heutige Währungswettbewerb nur teilweise dem von *Hayek* (1977) favorisierten, bei dem zusätzlich ein Wettbewerb zwischen staatlichen und zahlreichen privaten Währungen sowie zwischen den einzelnen privaten Währungen besteht.

ein zweiter Vorteil, weil der Finanzsektor dieses Währungsraums bei Schulden-titeln einen Zinsaufschlag verlangen kann, dessen Höhe dem Wechselkursrisiko bei der Verschuldung in einer anderen Währung entspricht. Drittens ist für den Exportsektor eine weite Verbreitung der heimischen Währung mit dem Vorteil verbunden, das Wechselkursrisiko auf die ausländischen Vertragspartner abwälzen zu können. Und schließlich (viertens) darf die Möglichkeit einer Monetisierung der Staatsschuld nicht außer Acht gelassen werden. Die Staatsverschuldung kann durch eine überraschende Erhöhung des Geldmengenwachstums gesenkt werden, wenn eine steigende, unerwartete Inflationsrate den Realwert dieser Verschuldung senkt.

Ist der zuletzt angesprochene Punkt heute noch ein Problem? Einige der großen Volkswirtschaften weisen eine hohe Staatsverschuldung auf, allen voran Japan. Auch einige Länder des Euroraums sind stark verschuldet, allerdings fehlt diesen das Instrument einer nationalen Geldpolitik. Im Falle der USA kommt noch hinzu, dass ein beträchtlicher Teil der Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland besteht. Hoch verschuldeten Staaten, insbesondere wenn umfangreiche Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland und in heimischer Währung bestehen, kann – einem nationalen Egoismus folgend – ein Interesse an einer internationalen Monetisierung ihrer Schuld unterstellt werden. Auch wenn dieser Weg zur Zeit hypothetisch erscheinen mag, ist nicht auszuschließen, dass der Staat eines großen Landes auf diese Weise versuchen wird, sich zu entschulden und einen Teil der Kosten auf das Ausland abzuwälzen.

### 1.3. Der Status der Parallelwährung

Auf das genaue Fremdwährungsregime hat die Wirtschaftspolitik über gesetzliche Regelungen einen Gestaltungseinfluss. Die unterschiedlichsten Formen sollen im Folgenden – nach der Bedeutung der Fremdwährung im inländischen Finanzsystem geordnet – dargestellt werden. In einer kleinen Volkswirtschaft mit einer weitgehend konvertiblen nationalen Währung, erfüllt eine Fremdwährung im Normalfall einige Teilfunktionen als Wertaufbewahrungs- und Transaktionsmittel. Dies gilt auch für den Fall, dass die nationale Währung das alleinige gesetzliche Zahlungsmittel ist. Wird zudem die Konvertibilität der nationalen Währung zu einem festen Umtauschverhältnis garantiert, so übernimmt die Fremdwährung zusätzlich eine gewisse Rolle als Recheneinheit, denn die Stabilität der nationalen Währung wird vor allem durch das feste Umtauschverhältnis zur Ankerwährung garantiert.

Der Fremdwährung können darüber hinaus auch Teilfunktionen zuteil werden, die im Normalfall ausschließlich von der Inlandswährung wahrgenommen werden. Ein oft praktiziertes Beispiel ist die Erlaubnis inländischer Finanzverträge in Fremdwährung. In diesem Fall kann die Fremdwährung einen erheb-

lichen Teil der Wertaufbewahrungsfunktion übernehmen. Nach dem *IWF* (2001b) erlaubten im Jahr 2000 73 Prozent seiner Mitgliedsländer, Einlagen in einer oder mehreren Fremdwährungen im inländischen Finanzsystem zu halten. Einige dieser Länder akzeptierten jedoch auf diesen Fremdwährungskonten nur Gutschriften aus dem Außenhandel. Darüber hinaus kann auch die Abwicklung von Gütertransaktionen in der Fremdwährung erlaubt werden. In diesem Falle gibt die Inlandswährung auch ihre Funktion als inländische Transaktionswährung teilweise an die Auslandswährung ab.

Gewährt ein Land neben seiner nationalen Währung auch einer anderen Währung den Status des gesetzlichen Zahlungsmittels, so wird diese auch zur Zahlung von Schulden, Steuern und öffentlichen Gebühren akzeptiert. Dadurch entwickelt sich ein freier Wettbewerb zwischen den Währungen. Netzwerkexternalitäten machen es sehr wahrscheinlich, dass sich die international am weitesten verbreitete Währung durchsetzt. Zwei Währungen sind in genau dem Fall vollkommene Substitute, dass keinerlei Beschränkungen für den Umtausch bestehen, beide Währungen den Status eines jederzeit akzeptierten Zahlungsmittels besitzen und der Umtauschkurs zwischen beiden Währungen fixiert ist. Dieser Zustand wird in einem Currency Board erreicht.

Im Jahr 2000 gab es laut *IWF* (2001b) 18 Länder mit einem Parallelwährungssystem. Von diesen 18 Ländern mit einem Parallelwährungssystem emittierten vier Länder lediglich Münzen als Untereinheit der Fremdwährung (Panama, Ekuador, Kiribati, San Marino), drei Länder besaßen ein Currency Board (Bosnien und Herzegowina, Brunei Daressalam, Argentinien), vier Länder hatten eine weiche Wechselkursfixierung (Bhutan, Bahamas, Namibia, Lesotho), drei Länder betrieben ein kontrolliertes Floaten (Tadschikistan, Kambodscha, Laos) und zwei Länder meldeten offiziell einen flexiblen Wechselkurs (Haiti, Liberia). In allen Ländern mit der Ausnahme von Laos und Argentinien war die Fremdwährung auch gesetzliches Zahlungsmittel.<sup>9,10</sup>

#### 1.4. Wechselkursvolatilität in einem Parallelwährungssystem

Die Auswirkung der internationalen Währungskonkurrenz auf die Währungsstabilität „kleiner“ Währungen soll im Folgenden formalisiert werden. Hierfür wird das monetaristische Modell aus Teil 1, 3.3. – insbesondere die Geldnachfrage – erweitert. Alternative Darstellungen des gleichen Zusammenhangs findet sich bei *Gärtner* (1997: 125 ff), bei *Obstfeld/Rogoff* (1998: 515 ff) oder bei *Cagan* (1956).

---

<sup>9</sup> Seit Anfang 2001 gehört Argentinien nicht mehr zu dieser Ländergruppe.

<sup>10</sup> Die hier vom IWF verwendete Definition von „Parallelwährungssystem“ umfasst somit auch Länder mit einem D/E-System oder mit einem Currency Board.

Der Gütermarkt wird durch die selben Gleichungen beschrieben wie im Modell aus Teil 1, 3.3.

$$(1) \quad y = y^d = ay + g + \beta(e - p + p^*)$$

$$(2) \quad \dot{p} = \chi(y - y^n) + E(\dot{p})$$

Im Gegensatz zur vorangegangenen Version soll nun bereits für die kurze Frist angenommen werden, dass die erwartete und tatsächliche Änderungsrate des Preisniveaus übereinstimmen (vollkommene Voraussicht,  $E(\dot{p}) = \dot{p}$ ).<sup>11</sup> Weiterhin wird angenommen, dass das ausländische Preisniveau konstant 1 ist (und damit der  $\log = 0$ ). So ergibt sich die folgende Gleichgewichtsbedingung für den Gütermarkt, bei der das inländische Preisniveau und der nominale Wechselkurs gleich sind.<sup>12</sup>

$$(5') \quad p = e$$

Für den Geldmarkt wird angenommen, dass inländische Wirtschaftssubjekte sowohl Inlandswährung als auch Fremdwährung frei halten können. Der Wechselkurs zwischen beiden Währungen wird als vollkommen flexibel angenommen.<sup>13</sup> Die Geldnachfrage (8) wird nun durch einen zusätzlichen Term ( $\omega$ ) erweitert, der die Präferenz für die ausländische Währung anzeigt.

$$(8') \quad m = p + \phi y - \lambda i - \omega$$

Die wichtigste Determinante der Akzeptanz des heimischen Geldes ist deren Wertbeständigkeit. Bei starken Wertschwankungen ist die Akzeptanz niedrig, weil das Inlandsgeld seine Funktion als Wertaufbewahrungsmittel (und bei extremer Instabilität auch als Transaktionsmittel und Recheneinheit) einbüßt. Das heimische Geld wird in diesem Fall durch ausländisches ersetzt (Währungssubstitution).

$$(18) \quad \omega = \frac{\text{var}[E(\dot{p})]}{\varphi}$$

Wobei  $\text{var}[E(\dot{p})]$  die Varianz der erwarteten Änderungsrate des Preisniveaus darstellt. Die Variable  $\varphi$  kann als Maß für die Transaktionskosten aufgefasst

<sup>11</sup> Diese Annahme ist für die kurze Frist zwar nicht besonders realistisch, doch sollen im Folgenden die mittelfristigen Auswirkungen dargestellt werden.

<sup>12</sup> Bei einer Normierung des Ausgangswertes auf Eins ( $P^* = 1$ ) ergibt sich für  $\ln P^* = 0$ . Für die relative Kaufkraftparität ( $\ln P = \ln E + \ln P^*$ ) folgt somit  $\ln P = \ln E$ .

<sup>13</sup> Eine Spezifizierung der Wechselkursregimes findet sich auf den Seiten 47 ff.

werden, welche beim Umtausch von Inlands- in Auslandswährung (und umgekehrt) entstehen und das Ausmaß der Währungssubstitution mitbestimmen. Bei  $\varphi \rightarrow 0$  wird die gesamte Realkasse in der Währung mit der höchsten Stabilität (im Normalfall die Fremdwährung) gehalten. Bei  $\varphi \rightarrow \infty$  spielt Währungssubstitution keine Rolle.

Für das außenwirtschaftliche Gleichgewicht ist der internationale Kapitalverkehr ausschlaggebend, weil von einer vollkommenen Kapitalmobilität ( $\kappa \rightarrow \infty$ ) ausgegangen wird.

$$(13) \quad i = i^* + \theta[E(e) - e]$$

Durch Einsetzen der Gleichungen (5'), (18) und (13) in Gleichung (8') ergibt sich die Bestimmungsgleichung für den Wechselkurs bei Währungssubstitution. Danach kommt es zu einer Abwertung bei einer expansiven Geldpolitik, einem Einkommensrückgang, einem steigenden Auslandszins, einer Abwertungserwartung und einer Zunahme der Volatilität der erwarteten Inflationsrate.

$$(19) \quad e = m - \phi y + \lambda i^* + \lambda E(\dot{e}) + \frac{\text{var}[E(\dot{p})]}{\varphi}$$

In einem System mit einem vollkommen flexiblen Wechselkurs sind die Auswirkungen einer expansiven Geldpolitik bei Währungssubstitution somit die folgenden: Eine Ausweitung der Geldmenge führt *cet. par.* zu einem sinkenden Geldmarktzins (8'). Auf dem internationalen Finanzmarkt erzeugt die negative Zinsdifferenz eine Abwertung, womit eine Aufwertungserwartung verbunden ist (13). Die Abwertung führt über die Gütermärkte bei vollkommener Voraussicht zu einem steigenden Preisniveau (5'). Es stellt eine empirisch gesicherte Erkenntnis dar (z.B. *Barro* 1996), dass eine höhere Preissteigerung mit einer höheren Varianz der Preissteigerung korreliert ist. Somit ist es plausibel davon auszugehen, dass die expansive Geldpolitik auch zu einer steigenden erwarteten Volatilität der Inflation führt. Dieses senkt die Akzeptanz für die Inlandswährung, welche bei positiven und endlichen Transaktionskosten teilweise durch Auslandswährung substituiert wird (18). Die Nachfrage nach Inlandswährung sinkt, was zu einer weiteren Zinssenkung führt (8'). Der anfänglichen Abwertung bei einer expansiven Geldpolitik kommt folglich noch eine weitere Abwertung durch die Währungssubstitution hinzu.

Bei einer wiederholten Geldmengenausweitung ist zudem davon auszugehen, dass die privaten Akteure einen Lernprozess durchmachen, weil sie sehen, dass sowohl das Preisniveau als auch der Wechselkurs das Ergebnis der Geldmenge sind. Sie werden daher sowohl ihre Preisniveauänderungserwartung als auch ihre Wechselkursänderungserwartung an ihre Erwartungen in bezug auf die Wachstumsrate der Geldmenge koppeln.<sup>14</sup>

$$(20) \quad E(\dot{p}) = E(\dot{e}) = E(\dot{m})$$

Eingesetzt in (19) ergibt sich eine modifizierte Wechselkursbestimmungsgleichung.

$$(21) \quad e = m - \phi y + \lambda i^* + \lambda E(\dot{m}) + \frac{\text{var}[E(\dot{m})]}{\varphi}$$

Nach (21) führt nicht nur eine tatsächliche Geldmengenerhöhung zu einer Abwertung, sondern auch eine erwartete Geldmengenerhöhung sowie eine hohe Varianz der erwarteten Geldmengenänderung. Je geringer die privaten Akteure folglich der Geldpolitik zutrauen, eine stabilitätsgerechte Politik zu betreiben, desto stärker ist der auf die Inlandswährung wirkende Abwertungsdruck. Führt eine tatsächliche Geldmengenausweitung zur Erwartung weiterer Geldmengenausweitung und zu einer höheren Unsicherheit in bezug auf die Geldpolitik, so ist der Wechselkurs von exzessiven Schwankungen betroffen. Aus (21) folgt:

$$(22) \quad \frac{de}{dm} = 1 + \lambda \frac{E(\dot{m})}{dm} + \frac{1}{\varphi} \frac{\text{var}[E(\dot{m})]}{dm} \geq 1$$

Die Zusammenhänge zeigen, dass Währungssubstitution einen destabilisierenden Effekt ausübt, weil die Inlandswährung unter einen verstärkten Abwertungsverdacht gerät.<sup>15</sup> Diese Entwicklung ist unerwünscht, denn die exzessiven Wechselkursschwankungen führen zu unerwünschten Schwankungen des Preisniveaus (5'). Gerät die Inlandswährung sogar unter einen permanenten Abwertungsverdacht, so kommt es zu einer permanenten Abwertung. Die Volkswirtschaft hat dann mit einer chronischen Inflation zu kämpfen (5'). Der Zins ist in diesem Falle permanent oberhalb des Weltzinses (11).

Wegen der destabilisierenden Wirkung der Währungssubstitution sollte die Wirtschaftspolitik versuchen, die Verwendung der Fremdwährung zurückzudrängen (De-Dollarisierung/-Euroisierung). Dieses kann mit drei verschiedenen Stra-

<sup>14</sup> Diese Annahme wird in dem Fall realistisch, dass das Geldmengenwachstum besonders hoch ist (z. B. in einer Hyperinflation), weil dann die Zusammenhänge besonders eindeutig sind.

<sup>15</sup> Dabei beschreibt der erste Term  $\lambda \frac{E(\dot{m})}{dm}$  den sogenannten „Erweiterungseffekt“ und der zweite Term  $\frac{1}{\varphi} \frac{\text{var}[E(\dot{m})]}{dm}$  beschreibt den Währungssubstitutionseffekt. An dieser Stelle muss vermerkt werden, dass sich dieser destabilisierende Effekt nur in der mittleren Frist ergibt. Verwendet man die kurzfristige Version des Modells für den Fall, dass  $E(\dot{p}) \neq \dot{p}$ , so führt die Währungssubstitution zu einer Abschwächung des Überschießens des Wechselkurses. Ein besonderes Problem stellt jedoch eine permanente Abwertungserwartung dar, welche das Ergebnis der Anpassungsprozesse in der mittleren Frist darstellt. Daher wurden hier durch die Annahme  $E(\dot{p}) = \dot{p}$  die kurzfristigen Effekte ausgeklammert.

tegien geschehen. Erstens kann die Regierung die Konvertibilität der Fremdwährung in Inlandswährung beschränken, in dem sie die Transaktionskosten erhöht. Dieses kann beispielsweise dadurch geschehen, dass sie den gesetzlichen Status der Fremdwährung verschlechtert.<sup>16</sup> Steigende Transaktionskosten schwächen die destabilisierenden Effekte der Währungssubstitution. Vollkommen zum Halten kommt die Währungssubstitution jedoch erst bei unendlich hohen Transaktionskosten.

Es ist jedoch wahrscheinlich, dass der Nutzen hinter den Kosten einer Politik zurückbleibt, bei der die Wirtschaftssubjekte überhaupt nicht mehr auf Fremdwährung zurückgreifen können. Denn insbesondere in einer Hyperinflation – wenn die Funktionsfähigkeit der inländischen Währung stark eingeschränkt ist – hat die Verwendung von Fremdwährung einen stabilisierenden Effekt, weil die Realkasse (bestehend in diesem Fall nur aus Fremdwährung) nicht auf Null reduziert wird.

Die zweite Möglichkeit der Begrenzung der Haltung von Fremdwährung besteht in einem festen Wechselkurs. Durch die Fixierung des Wechselkurses wird die Stabilität der Inlandswährung garantiert und es entfällt der Grund für eine Währungssubstitution. In diesem Falle kann ein erfolgreicher Stabilitätsimport betrieben werden.

$$(23) \quad E(e) = \bar{e} \Rightarrow p = \bar{p} \Rightarrow \text{var}[E(\dot{p})] = 0 \Rightarrow \omega = 0$$

(5)
(18)

Der feste Wechselkurs muss hierfür jedoch eine vollkommene Glaubwürdigkeit besitzen. Denn bei der Antizipation einer Währungskrise kommt es – genauso wie im Fall einer tatsächlichen Abwertung bei flexiblen Wechselkursen – auch weiterhin zur Währungssubstitution.

Drittens kann die Zentralbank die Währungssubstitution zurückdrängen, indem sie das Wertänderungsrisiko der Inlandswährung ohne ein festes Wechselkursziel minimiert und diese wieder konkurrenzfähig gegenüber der Fremdwährung macht. Die Volatilität der Inflationsrate muss auf das Niveau der Fremdwährung gesenkt werden. Das besondere Problem dieser Politik ist, dass die Effekte der Geldpolitik auf den Wechselkurs wahrscheinlich nicht symmetrisch sind. Vielmehr dauert der Prozess der Zurückdrängung der Währungssubstitution – im Falle einer Geldpolitik mit geringer Glaubwürdigkeit – länger als der Prozess der Währungssubstitution, weil Hysterese besteht. Dieses bedeutet, dass am Anfang des Prozesses der Zurückdrängung einer Fremdwährung ohne einen festen Wechselkurs das Vertrauen in eine stabilitätsorientierte Geldpolitik stehen muss.

---

<sup>16</sup> Hierzu mehr in Teil 2, 2.1.

### 1.5. Die gegenwärtige internationale Währungshierarchie

Im Folgenden soll untersucht werden, in welchem Ausmaß die internationalen Währungen heute die Funktionen internationalen Geldes wahrnehmen. Begonnen werden soll mit der Transaktionsfunktion, bevor dann die wichtigsten internationalen Recheneinheiten und Wertaufbewahrungsmedien herausgearbeitet werden.

Die Transaktionsmittelfunktion teilt sich zwischen den Gütertransaktionen und den Finanztransaktionen auf. Der Großteil des Außenhandels wird in US-Dollar, Euro und Yen fakturiert. Der Hauptgrund hierfür dürfte sein, dass diese Volkswirtschaften für viele Länder die wichtigsten Handelspartner sind. Exakte Zahlen über den Anteil an der Fakturierung des Handels liegen nicht vor. Allerdings haben einige Arbeiten versucht, die Bedeutung einzelner Währungen ungefähr zu identifizieren (*Bilson* 1983, *Ilzkovitz* 1995, *Friberg* 1998). Danach werden vor allem verarbeitete Produkte in den Währungen der USA, des Euroraums und Japans fakturiert. Nur der US-Dollar übertrifft jedoch den eigenen Anteil des Landes am Welthandel (14 Prozent). Die Länder des Euroraums machen ungefähr 30 Prozent des Welthandels aus, während der Anteil des Euro sehr viel geringer ist. Allerdings wird die wahre Bedeutung der Euroländer im Welthandel weit überzeichnet, da ein Großteil des Handels innerhalb des Euroraums stattfindet, während der US-Binnenhandel nicht mitgezählt wird. Von den weltweiten Exporten in die Schwellen- und Entwicklungsländer besaßen die USA und der Euroraum beide einen Anteil von 17 Prozent und Japan einen Anteil von 11 Prozent.

Für die Finanztransaktionen liegen ebenfalls keine genauen Daten über die Verteilung auf die einzelnen Währungen vor. Als guter Indikator kann jedoch der gesamte Devisenmarktumsatz verwendet werden, weil die Finanztransaktionen an diesen den weitaus größten Anteil haben. Die Daten aus den dreijährigen Devisenmarktuntersuchungen der BIZ zeigen, dass die Euroeinführung zu einer Konsolidierung im Devisenverkehr geführt hat. Aus diesem Grunde besitzt der Euro wenige Jahre nach seiner Einführung eine geringere Bedeutung auf den Devisenmärkten als die Summe seiner nationalen Währungen. Denn während deren aggregierter Anteil zwischen 1989 und 1995 kontinuierlich von 31,0 auf 59,7 Prozent gestiegen ist (von 200 Prozent aufgrund der Doppelzählungen) und 1998 noch 52,5 Prozent ausmachte, betrug der Anteil des Euro im Jahr 2001 mit 37,6 Prozent einen weit geringeren Anteil (Tabelle 16). Der Anteil der übrigen internationalen Währungen ist – mit Ausnahme des Schweizer Franken – gestiegen. Am stärksten war der Anstieg beim britischen Pfund, das nach einem Tiefpunkt im Jahr 1995 heute wieder einen Anteil von 13,2 Prozent besitzt. Der Anstieg des Yen-Anteils ist hingegen nur gering, und bei einer Korrektur des Euroeffekts zu vernachlässigen. Der US-Dollar dominiert den Devisenhandel. Dessen Anteil ist im Jahre 2001 sogar höher als für Euro, Yen, Pfund Sterling und Schweizer Franken zusammen.

Tabelle 16

**Anteil internationaler Währungen an den Devisenmarktumsätzen**

	1989	1992	1995	1998	2001
US-Dollar	90,0	82,0	83,3	87,3	90,4
Euro	–	–	–	–	37,6
ECU und EWU-Währungen	31,0	55,2	59,7	52,5	–
D-Mark	27,0	39,6	36,1	30,1	–
Französischer Franken	2,0	3,8	7,9	5,1	–
ECU und andere EWU-Währungen	4,0	11,8	15,7	17,3	–
Japanischer Yen	27,0	23,4	24,1	20,2	22,7
Pfund Sterling	15,0	13,6	9,4	11,0	13,2
Schweizer Franken	10,0	8,4	7,3	7,1	6,1
Übrige Währungen	25,0	17,4	16,2	21,9	30,0
Insgesamt	200	200	200	200	200

Aus: BIZ (2002: Tabelle B.4).

Die Funktion einer internationalen Recheneinheit drückt sich in der Leitwährungsrolle im Außenhandel, in der Referenzwährungsrolle bei Finanzverträgen und als Ankerwährung aus. In diesen drei Bereichen sind der US-Dollar und der Euro die dominierenden Währungen. Je nach Bereich sind deren Bedeutungen jedoch unterschiedlich. Die Funktion der Leitwährung (*vehicle currency*) drückt sich darin aus, dass im Außenhandel zwischen zwei Ländern die Währung eines Drittlandes die Fakturierungswährung stellt.<sup>17</sup> So lauten beispielsweise viele Transaktionen zwischen Argentinien und Brasilien auf US-Dollar und weder auf Real noch auf Peso. Als Leitwährung genießt der US-Dollar eine überragende Bedeutung in der Weltwirtschaft. Besonders offensichtlich ist dessen Stellung auf einzelnen bedeutsamen Weltmärkten. Hierzu zählen die Weltrohstoffmärkte.

Als Referenzwährung in Finanzverträgen hat sich der Euro hingegen schnell als Alternative zum US-Dollar etabliert. Tabelle 17 zeigt, dass hier der Euro im Jahr 2001 mit 44,4 Prozent bereits einen mit dem US-Dollar vergleichbaren Anteil (47,0 Prozent) hat. Der US-Dollar hat vor allem in den 80er Jahren stark an Bedeutung verloren.

<sup>17</sup> Für eine übersichtliche Darstellung der Funktionen und Ursachen von Leitwährungen vgl. *Krugman* (1980).

Tabelle 17

**Anteile bei der Emission internationaler Schuldtitel (in Prozent)<sup>1</sup>**

	1975	1980	1985	1990	1996	2001
US-Dollar	74,3	76,2	68,8	44,6	54,4	47,0
Euro	–	–	–	–	–	44,4
D-Mark	9,2	8,5	4,7	7,2	10,9	–
Französischer Franc	0,9	1,6	0,6	3,0	5,9	–
ECU	–	0,0	3,7	7,8	0,5	–
Britisches Pfund	0,4	1,9	3,5	11,9	8,3	–
Japanischer Yen	0,2	1,6	7,1	9,0	7,5	1,0

<sup>1</sup> Internationale Anleihen, Konsortialkredite und andere Schuldtitel.

Daten: BIZ (2002), Quartalsbericht, Juni, S. 31.

Auf dem Markt für Verschuldungstitel sind nur einige Länder überhaupt in der Lage, in ihrer eigenen Währung Titel auszugeben. Hausmann, Panizza und Stein (2001: Tabelle 3) untersuchen auf der Grundlage der *International Debt Securities Database* der BIZ, welche Länder dies 1998 und 1999 waren. Sie finden insgesamt nur 18, fast alle relativ große und entwickelte Volkswirtschaften. Von 19 Schwellenländern haben nur 7 eigene Schuldtitel ausgegeben. Zu diesen zählen Indonesien, Mexiko, Philippinen, Polen, Singapur, Südafrika und Thailand. Jedoch nur in einem einzigen Land, Südafrika, betrug der Anteil der in Landeswährung ausgegebenen internationalen Wertpapiere mehr als 10 Prozent.

Auch als Ankerwährung spielen beide Währungen heute schon eine vergleichbare Rolle. Die IWF-Zahlen aus Tabelle 18 zeigen, dass die Bedeutung des US-Dollar als Ankerwährung gesunken ist, während die Bedeutung des Euro leicht gestiegen ist.<sup>18</sup> Heute besitzen beide Währungen in der Anzahl der Länder gemessen, eine vergleichbare Bedeutung als Stabilitätsanker. Die Zahlen drücken jedoch das wirkliche Verhältnis nicht exakt aus, weil eine Gewichtung der Länder fehlt.

Aus der Funktion als Wertaufbewahrungsmedium entsteht eine Nachfrage nach Bargeld und Finanzaktiva sowohl von Seiten der Privaten (Anlagewährung) als auch von Seiten des Staates (Reservewährung). Bei der Erfassung der Wertaufbewahrungsfunktion besteht ein gravierendes Datenproblem, weil die von Inländern im Ausland gehaltenen Fremdwährungsbanknoten und Fremdwährungssichtguthaben nicht erfasst werden. Diese können nur geschätzt wer-

<sup>18</sup> Eine genaue Darstellung der Art der Wechselkursbindung findet sich in EZB (2002, Tabelle B.1).

Tabelle 18

**US-Dollar und Euro als Ankerwährungen in den Jahren 1983 und 1998**

	Absolute Zahlen		Prozentangaben	
	1985	1998	1985	1998
Anzahl der Länder <sup>1</sup>	127	159	100	100
Flexible Wechselkurse <sup>2</sup>	32	92	25	58
Feste Wechselkurse	95	67	75	42
Gegenüber einer Währung	55	51	43	32
davon US-Dollar	36	24	28	15
davon Euroländer	15	20	12	13
Andere Währungen	4	7	3	4
Währungskorb	28	12	22	8
Sonderziehungsrechte	12	4	9	3

<sup>1</sup> Mitgliedsländer des IWF ohne die 22 Industrieländer (nach IWF-Definition).

<sup>2</sup> Ohne explizites Wechselkursziel.

Daten: IWF, International Financial Statistics, diverse Ausgaben, eigene Berechnungen.

den. Die *EZB* (2002: Abbildung B.2) berichtet, dass zwischen Dezember 2001 und Juni 2002 bereits 23 Milliarden Euro in Regionen außerhalb des Euroraums gegangen sind, was ca. 8 Prozent des gesamten Euro bargeldbestandes ausmacht. Empirische Studien zeigen weiterhin, dass zwischen der Substitution von Bargeld und von Finanzanlagen eine positive Korrelation besteht (*Calvo/Végh* 1992).

Tabelle 19 beinhaltet die Länder Lateinamerikas sowie Mittel- und Osteuropas mit dem höchsten Anteil von Fremdwährungseinlagen. Diese Anteile sind in der zweiten Hälfte der 90er Jahre entweder weiter gestiegen oder konstant geblieben. Die einzige Ausnahme ist Polen, wo sich der Anteil der Fremdwährungsanlagen zwischen 1994 und 1999 fast halbierte. Die beiden größten Volkswirtschaften Lateinamerikas, Brasilien und Mexiko, tauchen nicht in dieser Übersicht auf, weil sie traditionell einen vergleichsweise niedrigeren Dollarisierungsgrad aufweisen. Über die Währungszusammensetzung der Fremdwährungseinlagen gibt es an dieser Stelle keine Informationen. Es ist jedoch davon auszugehen, dass diese in den lateinamerikanischen Ländern vor allem in US-Dollar lauten. Die Einlagen in den Ländern Mittel- und Osteuropas und der Türkei werden zu einem gewissen Teil in Euro lauten.

Die staatliche Devisennachfrage entsteht durch die Reservehaltung der Zentralbanken. In einem System fester Wechselkurse legen die Zentralbanken Über-

Tabelle 19

**Dollarisierung der Bankeneinlagen in ausgewählten Volkswirtschaften**

Lateinamerika	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Argentinien	52,0	54,7	54,0	53,8	55,7	57,6
Bolivien	78,5	78,3	91,6	91,7	91,9	96,6
Costa Rica	–	–	–	38,3	41,8	43,0
Nicaragua	–	–	67,4	69,0	72,3	70,2
Uruguay	77,1	76,0	76,3	77,4	78,1	80,1
Peru	66,9	65,1	68,0	64,1	64,9	66,0
Mittel- und Osteuropa/Türkei	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Bulgarien	–	38,7	42,7	46,4	51,5	46,1
Lettland	39,6	50,4	52,5	50,7	43,8	46,1
Litauen	38,7	38,9	37,4	32,6	36,3	43,7
Polen	33,8	25,0	20,7	21,2	17,7	17,6
Rumänien	29,3	28,4	29,1	34,0	37,7	43,7
Russland	39,8	28,5	27,5	25,0	44,0	41,1
Türkei	50,1	49,9	47,5	48,8	45,1	47,2
Ukraine	42,2	36,5	30,3	25,8	39,2	44,1

Daten: Internationaler Währungsfond, aus: *Baliño* (2001: Tabelle 2).

schüsse aus der Zahlungsbilanz in Währungsreserven an. Ein Großteil dieser Reserven besteht seit langem nicht mehr in Gold, sondern in Devisen. *Eichengreen* und *Mathieson* (2000) zeigen, dass die Zusammensetzung der Reserven sich aus den oben dargestellten Funktionen internationaler Währungen ergibt. Insofern ist der Reservebestand ein guter Querschnittsindikator für die Bedeutung der einzelnen Währungen im Weltwährungssystem.

Bei den Weltdevisenreserven dominiert der US-Dollar. Seine Bedeutung hat in den letzten 25 Jahren stark abgenommen, ist jedoch in den letzten Jahren wieder gestiegen. Seinen größten Anteil an den weltweiten Devisenreserven verzeichnete er kurz nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods Systems 1976 mit knapp 80 Prozent. Der Anteil sank bis 1989 auf gut 50 Prozent. Bis 1999 stieg dieser Anteil wieder auf über 60 Prozent an (*Baliño* 2001: Abbildung 1). Im Jahr 2001 betrug dessen Bestand sogar wieder 68 Prozent. Der Euro weist hingegen nur einen Anteil von 13 Prozent auf. Es folgen der Yen (5 Prozent), das Pfund Sterling (4 Prozent) und der Schweizer Franken (1 Prozent).

Der IWF berechnet einen repräsentativen Währungskorb für die Weltwirtschaft durch seine Sonderziehungsrechte. Die letzte Berechnung der Gewichte der einzelnen Währungen geht auf Ende 2000 zurück. Danach gehen in den Währungskorb die vier wichtigsten internationalen Währungen ein. Dem US-Dollar kommt ein Gewicht von 45 Prozent zu, dem Euro von 29 Prozent, dem Japanischen Yen von 15 Prozent und dem Britischen Pfund von 11 Prozent. Gegenüber der letzten Berechnung aus dem Jahr 1995 haben sich wichtige Änderungen ergeben. 1995 wurden noch zwei Eurowährungen, D-Mark und Französischer Franc, und damit insgesamt fünf Währungen berücksichtigt. Gegenüber dieser Berechnung hat der US-Dollar um sechs Prozentpunkte gewonnen, der Euro gegenüber der Summe aus D-Mark und Franc zwei Prozentpunkte verloren, der Yen drei Prozentpunkte verloren und das Pfund ist gleich gewichtet. Den größten Ausschlag haben die Bereinigung des Außenhandels um den Intra-EWU-Handel sowie der Niedergang der japanischen Finanzmärkte gespielt, wodurch sich das Gewicht des US-Dollars erhöhte (*IWF 2001a: Box 6.7*).

[...] so much of barbarism, however, still remains in the transactions of most civilised nations, that almost all independent countries choose to assert their nationality by having, to their own inconvenience and that of their neighbours, a peculiar currency of their own.

(*John S. Mill 1894, zitiert in Mundell 1961*)

## 2. D/E-Systeme und Currency Boards

### 2.1. Die historische Entwicklung der Dollarisierung und Euroisierung von nationalen Währungssystemen

Es gab schon immer Volkswirtschaften ohne nationale Währungen. *Alesina* und *Barro* (2000) schätzen deren Zahl heute auf 60. In Tabelle 20 sind 70 Länder und Territorien ohne eigene Währung aufgeführt (Gruppen A–E). Die Euroländer und deren überseeische Territorien ausgenommen sind es 50 (Gruppen C–E). Zu diesen zählen jedoch nicht nur dollarisierte und euroisierte Volkswirtschaften, sondern auch Länder mit acht weiteren Fremdwährungen. Dieses sind mit wenigen Ausnahmen Volkswirtschaften mit weniger als einer Million Einwohnern. In den meisten Fällen verwenden sie die Währung eines ökonomisch dominanten Nachbarn. Im Folgenden soll ein kurzer Überblick über die neuere Dollarisierungs- und Euroisierungshistorie gegeben werden. Dabei werden die nach ihrer ökonomischen Bedeutung wichtigsten Beispiele kurz dargestellt.

*Panama* ist die größte Volkswirtschaft mit einer langen Dollarisierungsgeschichte. Der US-Dollar ist bereits seit 1904 offizielle Währung, gesetzliches

Zahlungsmittel und verbindliche Rechnungseinheit. Panama emittiert eigene Münzen (Balboa) als Hundertstel eines US-Dollar, die jedoch nur für Transaktionen im Inland vorgesehen und nicht konvertierbar sind. Panama ist auch die einzige Volkswirtschaft mit einer Bevölkerung von mehr als einer Million, über die längere Zeitreihen zur Verfügung stehen.

*Liberia* war seit 1974 vollkommen dollarisiert. Doch bereits im Jahre 1982 emittierte die liberianische Zentralbank eigene Fünf-Dollar-Münzen, und 1989 auch Fünf-Dollar-Scheine. Dadurch konnte sich die Regierung von monetären Restriktionen lösen, zugleich verabschiedete sich das Land jedoch aus dem reinen Dollarsystem (*Edwards/Magendzo* 2001).

Die erste Volkswirtschaft mit einer gewissen internationalen Bedeutung (6,7 Millionen Einwohner, BIP von 162 Milliarden US-Dollar im Jahre 2001), die vollkommen auf das Instrument einer Wechselkursanpassung verzichtete, war im Jahr 1983 *Hongkong*, das ein Currency Board mit dem US-Dollar als Reservewährung einführte. Das gesetzliche Zahlungsmittel Hongkongs ist die Goldmünze in Höhe von 1000 Hongkong-Dollar, welche jedoch vor allem von Sammlern gehalten wird und kaum zirkuliert. Seit Oktober 1983 besteht ein fester Wechselkurs von 7,8 Hongkong-Dollar zu 1 US-Dollar. Doch Hongkong stellt als Volkswirtschaft eine gewisse Ausnahme dar, weil es durch seine Rolle als Exporthafen und Finanzzentrum eine extreme Offenheit besitzt.

In den 80er Jahren und Anfang der 90er Jahre führten Hyperinflationen, vor allem in Lateinamerika und in Mittel- und Osteuropa, zur Einführung einer Reihe von weiteren Currency Boards. Reservewährung war entweder der US-Dollar oder der Euro. Hierzu zählt Estland, Argentinien, Bulgarien und Litauen. *Estland* besitzt seit 1991 einen festen Wechselkurs zur D-Mark, und damit einen impliziten festen Kurs von 15,65 estischen Kronen zum Euro. Die Zentralbank stellt den Geschäftsbanken unbegrenzt Euro sowie US-Dollar und Japanischen Yen gegen Kronen zur Verfügung, und der Umtausch erfolgt ohne Spread.

*Argentinien* ist die größte Volkswirtschaft, die jemals in einer souveränen Entscheidung ein Fremdwährungsregime einführte. Allerdings ist dieses heute Geschichte, weil eine lange Wirtschaftskrise 2002 zu einem Regimewechsel führte. Zwischen 1991 und 2001 war der neue Peso zugleich gesetzliches Zahlungsmittel und verbindliche Rechnungseinheit. Der Umlauf von Fremdwährungen war in dieser Zeit uneingeschränkt möglich. Finanzverträge konnten rechtlich verbindlich in US-Dollar abgeschlossen werden. Das Currency Board entsprach jedoch nicht vollkommen dessen Idealtypus, bei dem die gesamte Zentralbankgeldmenge durch Reserven gedeckt ist, denn ein Teil der Reserven der Zentralbank wurde in argentinischen Staatsanleihen gehalten.

In *Bulgarien* wurde 1994 durch einen Zusatz zum Zentralbankgesetz ein Currency Board mit der D-Mark als Ankerwährung eingeführt, welche 1999 durch den Euro ersetzt wurde. Der Wechselkurs beträgt heute 1,956 Lev für 1 Euro.

Auch *Litauen* besitzt eine harte Fixierung der Litas zum Euro von 3,45 zu 1, nachdem bis zum Februar 2002 die nationale Währung zum Kurs von 4 zu 1 an den US-Dollar gekoppelt war. Anfang 2003 wurde zusätzlich beschlossen, den Euro zum gesetzlichen Zahlungsmittel zu erklären, damit hat das Land *de facto* die unilaterale Euroisierung vollzogen.

Zwei Entwicklungen in den 90er Jahren veränderten die Rahmenbedingungen für die internationale Währungspolitik grundlegend. Die erste Entwicklung waren die Währungskrisen der Jahre 1992–2000, welche für die Schuldnerländer überaus kostspielig waren. Diese legten die inhärente Instabilität des internationalen Währungs- und Finanzsystems offen. Die zweite Entwicklung war die Vollendung der monetären Integration in den Ländern des Euroraums zwischen dem Vertrag von Maastricht im Jahr 1995 und der tatsächlichen Einführung des Euro im Jahr 1999. Mit dem erfolgreichen Beginn der *Europäischen Währungsunion* (EWU) wurde mit einem Schlag 19 Prozent des Weltsozialprodukts unter einer gemeinsamen Währung zusammengefasst (*Weltbank Country Data*). Seitdem steht die Abschaffung nationaler Währung als konkrete Handlungsoption auf der Tagesordnung der Währungspolitik. In der Folgezeit wurde praktisch für jede Volkswirtschaft mit Wahrungsproblemen ein Fremdwährungsregime vorgeschlagen. Nach dem Ausbruch der verheerenden Krise in Argentinien ist die Suche nach einem Patentrezept jedoch wieder einer notwendigen Differenzierung gewichen. Trotz neuer Skepsis sind Fremdwährungsregimes mittlerweile zu einem wichtigen Bestandteil des Weltwährungssystems geworden.

*Ekuador* war im Jahre 2000 das erste Beispiel einer Volkswirtschaft mit mehreren Millionen Einwohnern und einem BIP von 14 Mrd. US-Dollar, welches vollkommen dollarisierte. Das Land dollarisierte Anfang 2000 in einem Zweiflungsakt, nach 6 Krisenjahren und einem Rückgang des BIP von 20 auf 18,5 Milliarden US-Dollar. Seitdem ist der US-Dollar die ausschließliche offizielle Währung, gesetzliches Zahlungsmittel und verbindliche Rechnungseinheit. Die Zentralbank darf keine eigenen Banknoten mehr emittieren. Der Sucre besteht nur noch als Fraktionswahrung in einem festen Umtauschkurs zum US-Dollar.<sup>19</sup>

Es folgte *Guatemala* Anfang des Jahres 2001. Hier ist die nationale Währung, der Quetzal, ausschließliches gesetzliches Zahlungsmittel und verbindliche Rechnungseinheit. Jede andere Währung kann jedoch frei im Land zirkulieren. Finanzverträge, die in diesen Währungen denominiert werden, werden gesetzlich durchgesetzt. Guatemala besitzt im Gegensatz zu allen anderen hier dargestellten Ländern mit Fremdwährungsregimes, keinen festen Wechselkurs, sondern betreibt ein kontrolliertes Schwanken.

---

<sup>19</sup> Für eine Darstellung dieses Prozesses siehe *Fischer* (2000). Zu einer kritischen politik-ökonomischen Analyse des Dollarisierungsprozesses in diesen Ländern siehe *Wolff* (2002).

Auch *El Salvador* befindet sich in einem Prozess der offiziellen Dollarisierung. Der US-Dollar ist seit Anfang 2001 neben dem Colón offizielle Währung und gesetzliches Zahlungsmittel und zirkuliert frei bei einem festen Umtauschkurs von 8,75 Colón zu 1 US-Dollar. Auch die Rechnungslegung kann in beiden Währungen erfolgen. Die Zentralbank darf keine nationale Währung mehr emittieren, und die Geschäftsbanken sind angewiesen, vorgelegte Colón in US-Dollar zu konvertieren.

In *Ost-Timor* ist der US-Dollar sowohl die offizielle Währung als auch gesetzliches Zahlungsmittel und verbindliche Rechnungseinheit. Jede andere Währung kann frei im Land zirkulieren und für Finanzverträge verwendet werden. In der Praxis verwendet die Bevölkerung jedoch die indonesische Rupiah.

Im Jahre 2001 trat *Griechenland* dem Euroraum bei. Schon nach dem Balkankrieg war auch in einigen Nachfolgestaaten Jugoslawiens der Euro gesetzliches Zahlungsmittel geworden, so in *Montenegro* (1999) und im *Kosovo* (1999). *Bosnien-Herzegowina* ist seit 1997 *de facto* euroisiert. Zwar besitzt das Land mit der Konvertiblen Mark eine eigene offizielle Währung, der Euro zirkuliert jedoch frei und ist auch gesetzliches Zahlungsmittel. In *Lettland* geht die Währungspolitik derzeit von einem Currency Board mit den Sonderziehungsrechten als monetärer Anker, zu einer Bindung an den Euro über. Seit 1994 hatte das Land eine feste Parität zu den Sonderziehungsrechten.

Die Welt teilt sich schon heute in drei Währungsräume auf, in den Dollarraum, den Euroraum und die Länder mit freien Währungen. Der Dollarraum besteht aus den USA, den zugehörigen US-Territorien und Ländern, in denen der US-Dollar die wichtigsten Funktionen des Geldes übernimmt. Der Euroraum besteht aus den Mitgliedern der EWU, der zu diesen Ländern gehörenden Territorien und Länder, in denen der Euro wichtige Funktionen des Geldes übernimmt. Bedingt könnten noch die Länder mit langfristigen Wechselkursbindungen an eine der Euro-Währungen gezählt werden, beispielsweise die Länder der CFA-Franc-Zone.

## 2.2. Die neuere Entwicklung der Theorie des optimalen Währungsraums

Die Theorie des Optimalen Währungsraums beschreibt die Kriterien für die Größe und die Zusammensetzung einer Region mit einer gemeinsamen Währung. Die frühe Literatur entwickelt vor allem drei Kriterien. *Mundell* (1961) stellt das Kriterium der Faktormobilität auf, nach dem der optimale Währungsraum die Region ist, welche durch eine hohe Mobilität der beiden wichtigsten Produktionsfaktoren, Arbeit und Kapital, nach innen bei einer gleichzeitigen Immobilität nach außen gekennzeichnet ist. *The argument for flexible exchange rates based on national currencies is only as valid as the Ricardian assumption*

Tabelle 20

**Der Dollar- und der Eurowährungsraum**

Dollarraum	Euroraum
A. Vollmitglied	
Vereinigte Staaten	Belgien (1999–) Luxemburg (1999–) Deutschland (1999–) Niederlande (1999–) Finnland (1999–) Österreich (1999–) Frankreich (1999–) Portugal (1999–) Irland (1999–) Spanien (1999–) Italien (1999–) Griechenland (2001–)
B. Dazugehörige Territorien	
Amerikanisch-Samoa (1899–) Guam (1898–) Nördliche Marianen (1944–) US-Jungferninseln (1934–)	Französisch-Polynesien Neukaledonien Mayotte St. Pierre und Miquelon Wallis und Futuna
C. Unilaterale Dollarisierung oder Euroisierung	
Bahamas (1966–) Liberia (1847–1986) Britische Jungferninseln (1973–) Marshallinseln (1944–) Ecuador (2000–) Mikronesischer Staatenbund (1944–) El Salvador (2001–) Ost-Timor (2000–) Guatemala (2001–) Palau (1944–) Haiti Panama (1904–) Kambodscha (1986–) Puerto Rico (1899–) Kuba (1993–) Tadschikistan Laos Turks- und Caicosinseln (1973–)	Andorra (1278–) Kosovo (1999–) Litauen (2003–) Monaco (1865–) Montenegro (1999–) San Marino (1897–) Vatikan (1930–)
D. Currency Boards	
Argentinien (1991–2001) Bermudas Dschibuti (1949–) Hongkong (1983–) Litauen (1994–2001)	Bulgarien (1994–) Bosnien-Herzegowina (1997–) Estland (1991–) Litauen (2002–2003)
E. Länder/Territorien mit anderen Fremdwährung	
Brunei (Singapur-Dollar, 1967–), Bhutan (Indonesische Rupie, 1974–), Cookinseln (Neuseeländischer Dollar, 1995–), Grönland (Dänische Krone, vor 1800–), Kiribati (Australischer Dollar, 1943–), Kokosinseln (Australischer Dollar), Namibia (Südafrikanischer Rand, 1993–), Nauru (Australischer Dollar, 1914–), Nepal (Indonesische Rupie), Niue (Neuseeländischer Dollar), Norfolkinseln (Australischer Dollar), Nordzypern (Türkische Lira, 1974–), Pitcairnsinseln (Neuseeländischer und US-Dollar), Saint Helena (Britisches Pfund, 1934), Tokelau (Neuseeländischer Dollar), Tuvalu (Australischer Dollar, 1892–), Weihnachtsinsel (Australischer Dollar)	

Quellen: *IWF* (2001 b), *IWF* Internetseite, *Baliño/Canales* (2002: Tabelle 1 u. S. 22), *Engel/Rose* (2000: Tabelle A1), *Rogoff* (1998b: Tabelle 1), nationale Quellen.

*about factor mobility. If factor mobility is high internally and low internationally a system of flexible exchange rates based on national currencies might work effectively enough.* Nachfolgend entwickelt McKinnon (1963) das Kriterium der Offenheit einer Volkswirtschaft, welche sich in einem hohen Verhältnis der handelbaren zu den nicht-handelbaren Gütern zeigt. Demnach sollen optimale Währungsräume in sich möglichst offene, nach außen möglichst geschlossene Wirtschaftsräume darstellen. Kenen (1969) fügt das Kriterium des Diversifikationsgrades hinzu. Denn eine stark diversifizierte Volkswirtschaft ist in der Lage auch ohne die geographische Mobilität der Produktionsfaktoren durch die Mobilität zwischen den unterschiedlichen Sektoren notwendige Anpassungsprozesse zu leisten. Gleichzeitig verringert sich in einer stark diversifizierten Volkswirtschaft auch die Wahrscheinlichkeit von realen Schocks.

Die Theorie verlor nach dem Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods stark an Beachtung, erlebte jedoch ca. 15 Jahre später eine Renaissance. Das erneuerte Interesse kann teilweise durch eine beschleunigte Integration innerhalb der EU begründet werden. Aber auch mit dem Zusammenbruch der Sowjetunion stellte sich die Frage nach der Art der währungspolitischen Kooperation in der Region neu. Der Währungsunion im Zuge der Deutschen Vereinigung wurde hingegen relativ wenig Aufmerksamkeit in der internationalen Forschung zugemessen, obwohl sie ein Lehrstück für die Auswirkungen einer Gemeinschaftswährung in zwei Volkswirtschaften mit unterschiedlichen Strukturen darstellt.

Die Theorie erfährt seit Ende der 80er Jahre eine Erweiterung durch drei Kriterien. Das erste ist die Ähnlichkeit der Wachstumsraten in den Mitgliedsländern eines Währungsraums. Unterschiedliche Wachstumsraten können über eine unterschiedliche Entwicklung der einkommensabhängigen Importe zu Zahlungsbilanzungleichgewichten innerhalb eines Währungsraums führen. Als Gegenargument lässt sich jedoch anführen, dass schneller wachsende Volkswirtschaften meistens auch ein stärkeres Produktivitätswachstum aufweisen. Direktinvestitionen gleichen die Passivierung der Leistungsbilanz aus, so dass es nicht zu Finanzierungsproblemen kommen muss. Weiterhin ist eine höhere Produktivitätsentwicklung oft auch mit der Entwicklung neuer Produkte und einem Exportwachstum verbunden (Krugman 1989).

Ein zweites neueres Kriterium ist die Homogenität der Inflationspräferenzen. Danach entstehen bei der Einführung einer gemeinsamen Währung dadurch Kosten, dass nicht mehr jedes Land einzeln seinen spezifischen optimalen Punkt auf der Phillipskurve wählen kann. Die Länder mit einer relativ hohen Inflationstoleranz müssen bei einer niedrigeren Inflationsrate eine höhere Arbeitslosenrate akzeptieren (De Grauwe 1994: 13 ff). Diese Argumentation gilt jedoch nur für den Fall einer langfristigen Stabilität des negativen Zusammenhangs zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit. Verläuft die langfristige Phillipskurve vertikal, so besteht keine Wahlmöglichkeit zwischen beiden Größen.

Die Rolle des Arbeitsmarktes wurde in der Theorie des Optimalen Währungsraums lange Jahre unterbelichtet. *Dohse* und *Krieger-Boden* (1998) stellen die Bedeutung der Anpassungsflexibilität des Arbeitsmarktes als Kriterium für eine gemeinsame Währung heraus. Hier spielen unterschiedliche Arbeitsmarktinstitutionen, insbesondere ein unterschiedlicher Zentralisierungsgrad der Gewerkschaften, eine entscheidende Bedeutung. Vor dem Hintergrund der Hypothese von *Calmfors* und *Driffill* (1988), dass die Gewerkschaften mit einem sehr geringen oder sehr hohen Zentralisierungsgrad am ehesten bereit sind, bei negativen realen Schocks Reallohnneinbußen in Kauf zu nehmen, wird bei der Einführung einer Gemeinschaftswährung die Abkehr von einem mittleren Zentralisierungsgrad gefordert, um den Wegfall der Wechselkursflexibilität durch eine erhöhte Lohnniveauflexibilität zu kompensieren. Damit wird die Anpassungsfähigkeit der einzelnen Volkswirtschaften erhöht, und asymmetrische Schocks führen nicht zum Auseinanderbrechen des Währungsraums. Die aggregierte Lohnflexibilität ist mit dem Offenheitsgrad korreliert, weil das Lohnniveau erfahrungsgemäß in offenen Volkswirtschaften schneller auf externe Schocks reagiert. In einigen sehr offenen Ländern kann von einer *de facto* Indexierung des Lohnniveaus in bezug auf den realen Wechselkurs gesprochen werden.

*Frankel* und *Rose* (1998) bestreiten den exogenen Charakter der Kriterien eines optimalen Währungsraums. Nach ihnen beeinflusst der Beitritt zu einem Währungsraum, über eine sich verstärkende Integration und einen erzwungenen Gleichlauf der Konjunkturen, die Bedingungen für einen Beitritt. Im Falle endogener Kriterien könnte die Übernahme des US-Dollar (Euro) auch am Anfang eines Integrationsprozesses mit dem Dollarraum (Euroraum) stehen. Zwar bleibt weiterhin umstritten, ob die Schaffung eines gemeinsamen Währungsraums zusätzlichen Handel schafft, oder ob es lediglich zu einer Handelsumlenkung von Drittstaaten zu Mitgliedsländern kommt, der mit keinem weltwirtschaftlichen Wohlfahrtsgewinn verbunden ist. Doch auch bei einem Nullsummenspiel könnte eine gemeinsame Währung die Integration innerhalb der Region fördern. Der Hypothese der Endogenität der Kriterien steht die Arbeit von *Krugman* (1991) entgegen, in der er für die USA (als Beispiel für stark integrierte Märkte) zeigt, dass verschiedenste Industrien eine sehr viel stärkere regionale Konzentration aufweisen als in der EU (als Beispiel für weniger stark integrierte Märkte). Führt jedoch der Integrationsprozess zu einer steigenden regionalen Konzentration bestimmter Produktionen, so wird sich die Wahrscheinlichkeit von asymmetrischen realen Schocks erhöhen.

Letztendlich wird die Frage, welche Staatengruppen einen optimalen Währungsraum ausmachen, zu einer empirischen Frage über das Ausmaß der Erfüllung der unterschiedlichen Kriterien. Die Mehrheit der Studien behandelt die großen Volkswirtschaften. Insbesondere über die Länder der EU und die USA ist in den 90er Jahren eine Vielzahl von Arbeiten entstanden (für einen Überblick siehe *Dohse/Krieger-Boden* 1998).

Die neusten Entwicklungen im Weltwährungssystem haben das Interesse an der Theorie des Optimalen Währungsraums wach gehalten. Zu diesen Entwicklungen zählt die unilaterale Dollarisierung einiger Länder Lateinamerikas, die Dollarisierungsoption in weiteren Ländern der Region, die Euroeinführung in Europa und ein möglicher Beitritt weiterer Länder Mittel- und Osteuropas, des Mittelmeerraums und Nordeuropas zum Euroraum.

Die Forschung zur Theorie des Optimalen Währungsraums weist heute noch eine Reihe von Defiziten auf. Eines ist die Unterbelichtung der Euroisierung, denn das Gros der Veröffentlichungen behandelt die Dollarisierung. Veröffentlichungen zur Euroisierung sind noch rar. Dieses muss teilweise auch durch die überragende Bedeutung des US-Dollar im Weltwährungssystem erklärt werden. Weiterhin existieren viele Gemeinsamkeiten zwischen der Dollarisierung und der Euroisierung, so dass die Ergebnisse aus der Dollarisierungsforschung für die Euroisierung verwendet werden können. Allerdings bestehen zwischen beiden Prozessen auch wichtige Unterschiede, da für die EWU-Beitrittskandidaten eine Euroisierung auf multilateraler Ebene vorgesehen ist, während die Dollarisierung ausschließlich durch einen unilateralen Prozess erreicht wird. Die Bedingungen zur Dollarisierung und Euroisierung können dadurch unterschiedliche sein.

Ein weiteres Defizit ist die einseitige Konzentration auf einen Kosten-Nutzen-Vergleich. Den Bedingungen zur Einführung eines Fremdwährungssystems durch die Analyse der Wirkungszusammenhänge in einem solchen Währungssystem wird nur in wenigen Arbeiten ausreichend Raum gegeben. Gerade dieser Punkt – die unterschiedliche Dynamik der makroökonomischen Anpassungsprozesse in einem Fremdwährungssystem – ist jedoch der kritische Punkt zur Bewertung eines solchen Währungssystems.

Weiterhin zeigen empirische Arbeiten oft eine unglückliche Auswahl der Länderbeispiele. Dieses sind oft sehr kleine Länder, manchmal Mikrostaaten, die nicht repräsentativ sind. Auf der andern Seite werden Länder mit Currency Boards oft nicht in diese Studien aufgenommen, obwohl sie *Mundells* (1961) Konzept eines Währungsraums entsprechen.

When I walk around Boston or sail around Vineyard Sound I navigate without hesitation as if the earth were flat, and I get there just fine. If I were flying to Timbuktu or sailing to Sydney, I would surely navigate as if the earth were spherical.

(Robert M. Solow 2000: 158)

### 2.3. Auswirkungen von D/E-Systemen

#### 2.3.1. Seignioragegewinne versus Transaktionskosten

Ein Land erleidet bei einem unilateralen Beitritt zu einem Fremdwährungsraum direkte Kosten in Höhe der entgehenden Seignioragegewinne. Gibt es keinen Vertrag über eine Kompensation für diesen Verlust, so fallen diese Gewinne von nun an dem Land zu, welches das Ausgabemonopol über die Fremdwährung besitzt. Die Seigniorageeinnahmen entspringen dem staatlichen Ausgabemonopol für die nationale Währung und entstehen durch die Differenz zwischen dem Wert und den Produktionskosten des Zentralbankgeldes. Durch ein stetiges Geldmengenwachstum entstehen dem Staat auch stetige Einnahmen zur Finanzierung seiner Haushaltsausgaben. Kurzfristig kann – vorausgesetzt die Privaten fragen die zusätzliche Geldmenge auch nach – ein höheres Haushaltsdefizit durch eine Erhöhung der Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge finanziert werden. Denn während die Einnahmen sofort fließen, sind die negativen Auswirkungen dieser Politik erst nach einer gewissen Zeit zu spüren.

Mit dieser Möglichkeit der kurzfristigen Einnahmenerhöhung ist das Risiko verbunden, dass sich eine Regierung von einer stabilitätsorientierten Politik verabschiedet und ein strukturelles Defizit im Staatshaushalt finanziert. Überschreitet jedoch die Wachstumsrate der Geldmenge ein bestimmtes Maß, führt dies in der mittleren Frist zu einer Inflationserhöhung. Die Wirtschaftssubjekte werden Inlandswährung durch Auslandswährung substituieren, wodurch die Nachfrage nach ersterer zurückgeht und dem Staat die Basis seiner Seignioragegewinne verloren geht. Steigende Seignioragegewinne können nur aufrecht erhalten werden, wenn das Geldmengenwachstum stetig zunimmt. Die Folge ist eine Hyperinflation und der Verlust der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik.

Die Ausweitung der Seignioragegewinne über ein Maß, welches mit einer moderaten Inflation vereinbar ist, senkt mittelfristig die Staatseinnahmen. Die optimale Seigniorage ist mit einem Geldmengenwachstum verbunden, dass zu einer moderaten Inflationsrate führt. In diesem Falle entstehen aus den Seigniorageeinnahmen keine zusätzlichen Inflationskosten. Bei einer Erhöhung der Einnahmen über dieses optimale Niveau sinkt die allgemeine Wohlfahrt.

Verschiedene Studien zeigen, dass die Seigniorageeinnahmen im Normalfall weniger als 1 Prozent des Sozialprodukts jährlich ausmachen (z. B. Rogoff 1998a). Trotzdem stellen sie einen kontinuierlichen Einnahmestrom dar, welchen ein Land in einem D/E-System an die USA oder den Euroraum abgibt. Die Budgetrestriktion des Staates verschärft sich dadurch, weil eine Quelle der staatlichen Einnahmen versiegt.

In einem (orthodoxen) Currency Board ist der gesamte Bestand an Zentralbankgeld durch Devisenreserven gedeckt. Der bestandsabhängige Teil der Seigniorage entfällt somit ersatzlos. Dem stromabhängigen, auf die Neuausgabe von Währung entfallenden, Teil stehen die Zinseinnahmen auf die Währungsreserven gegenüber. Ist die Verzinsung der Währungsreserven – diese werden in der Regel in liquiden Staatsanleihen mit einer kurzen Laufzeit gehalten – gleich dem stromabhängigen Teil der Seigniorage, ergibt sich zwischen einer autonomen Geldpolitik und einem Currency Board bei den laufenden Staatseinnahmen kein Unterschied.

In einem reinen Dollar- oder Eurosystem entfällt sowohl der stromabhängige als auch der bestandabhängige Teil der Seigniorage und der Staat muss die entgangenen Einnahmen durch andere Quellen erzielen. Fürstenberg (2000) charakterisiert diesen Einnahmeverlust als die „Miete“, die ein dollarisierter oder euroisierter Staat für die Verwendung der Fremdwährung zahlen muss. Im Falle der Interessensgleichheit zwischen einem dollarisierenden/euroisierenden Land und den USA/Euroländern ist die Zahlung einer Kompensation denkbar, deren Höhe entweder dem gesamten oder einem Teil der, aus der Vergrößerung des Währungsraums zusätzlich entstehenden, Seigniorageeinnahmen entspricht. Bei einem formalen Vertrag zwischen beiden Ländern kann von einer *bilateralen Dollarisierung* gesprochen werden. Allerdings lassen die Erfahrungen mit dem Beitritt Ekuadors zum Dollarraum und mit den Verhandlungen zwischen Argentinien und den USA im selben Jahr über einen geplanten Beitritt des Landes zum Dollarraum, sowie die Beitritte Montenegros und des Kosovo zum Euroraum erwarten, dass weder die USA noch die Euroländer einer Teilhabe der beteiligten Volkswirtschaften an der Seigniorage zustimmen werden.

Den quantifizierbaren Kosten eines D/E-Systems für den Staatshaushalt durch den Wegfall der Seigniorageeinnahmen steht ein diffuser Nutzen aus sinkenden Transaktionskosten gegenüber. Die dollarisierende/euroisierende Volkswirtschaft erhält für ihre nationale Währung eine stabile und weltweit akzeptierte Währung. Dadurch entfallen die Kosten, welche auf den Umtausch von einer in die andere Währung zurückgehen. Alle Preise (auch die Auslandspreise) werden von nun an in einer einzigen Größe ausgedrückt. Weist die internationale Währung eine höhere Stabilität auf, entfallen auch die Kosten für Wechselkurssicherungsgeschäfte.

Je offener eine Volkswirtschaft ist, desto größer ist der Nutzen, welcher aus der Übernahme einer internationalen Währung als gesetzliches Zahlungsmittel entsteht, weil grenzüberschreitende Transaktionen eine zunehmende Bedeutung einnehmen. Denn der Umtausch zwischen beiden Währungen, und die damit zusammenhängenden Kosten, entfallen in einem Fremdwährungsregime. *Summa summarium* steigt mit dem Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft somit die Wahrscheinlichkeit, dass bei der Einführung eines D/E-Systems der Vorteil sinkender Transaktionskosten den Nachteil entgehender Seigniorageeinnahmen überwiegt.

### 2.3.2. *Handelsschaffung versus Handelsumlenkung*

Die Einführung eines Fremdwährungsregimes eliminiert die Schwankungen des nominalen Wechselkurses zum gemeinsamen Währungsraum. Der weitgehende Wegfall des Wechselkursrisikos integriert die Gütermärkte des gemeinsamen Währungsraums stärker miteinander. Es schließt sich die logische Frage an, ob die zunehmende Integration innerhalb des Währungsraums auch die Offenheit der beteiligten Volkswirtschaften insgesamt erhöht.

Diese Frage ist pauschal nicht zu beantworten. Eine gemeinsame Währung beseitigt zwar die nominalen Wechselkursschwankungen innerhalb des gemeinsamen Währungsraums, gegenüber Drittländern bleiben diese jedoch bestehen. Es ist sogar wahrscheinlich, dass sich diese verstärken, weil die Wechselkurse vollkommen unabhängig von Entwicklungen in Drittländern werden. Somit kommt es zur Integration innerhalb des Währungsraums und zur Desintegration mit Ländern außerhalb des Währungsraums.

Steigt die Offenheit der beteiligten Länder nicht, so entsteht lediglich eine Handelsumlenkung, mit der keine zusätzliche Wohlfahrt geschaffen wird (*Viner* 1950). Nur in dem Fall, dass der handelsschaffende Effekt stärker ist als der handelsumlenkende, kommt es über die Zunahme der grenzüberschreitenden Transaktionen zu einem zusätzlichen Wachstumspotential. Andernfalls stellt eine gemeinsame Währung handelspolitisch ein reines Nullsummenspiel dar.

Es ist auch denkbar, dass die Schaffung eines gemeinsamen Währungsraums langfristig das gesamte Handelsvolumen senkt. Möglich ist dies bei starken realen Divergenzen innerhalb des neu geschaffenen Währungsraums. In diesem Falle steigt das Krisenrisiko, weil der Wegfall des Wechselkurses die makroökonomische Anpassungsfähigkeit der einzelnen Volkswirtschaften einschränkt, und Ungleichgewichte über einen längeren Zeitraum bestehen bleiben. Eine begrenzte makroökonomische Anpassungsflexibilität verstärkt die konjunkturellen Schwankungen (Anstieg des makroökonomischen Risikos), senkt das Wachstumspotential und senkt dadurch auch die Nachfrage nach Auslandsgütern.

### 2.3.3. Internationaler Kapitalverkehr

Ein entwickelter Weltfinanzmarkt sorgt für das Zusammenkommen von Akteuren mit Investitionsmöglichkeiten, denen Finanzmittel fehlen, und Akteuren ohne Investitionsmöglichkeiten, die über reichlich Finanzmittel verfügen. Für Entwicklungsländer spielt der Zugang zum Weltfinanzmarkt eine überragende Bedeutung, weil diese Länder selbst nicht über entwickelte Finanzmärkte verfügen, um Investitionen mit hohen Renditen finanzieren zu können. Je besser der Zugang eines Landes zum internationalen Kapitalmarkt ist, desto mehr solcher Investitionen können fremdfinanziert werden.

Durch die Übernahme einer internationalen Währung als die eigene entfällt für einen Teil des Kapitalverkehrs das Wechselkursrisiko. Dieses bedeutet jedoch nicht zwangsläufig, dass sich der Zugang des Landes zum internationalen Kapitalmarkt verbessert. Dies ist nur dann der Fall, wenn der Kapitalverkehr vorher in der Währung des Schuldnerlandes stattfindet. Teil 1, 2.2 zeigte jedoch, dass dieser Fall selten ist.

Internationale Gläubiger stellen ihr Kapital zur Verfügung, um entweder eine höhere Rendite zu erhalten als im eigenen Land, oder aber zur Portfoliodiversifizierung, das heißt der Senkung ihres individuellen Risikos durch die Verteilung der Finanzengagements in Volkswirtschaften mit weitgehend unkorrelierten Risiken. Führt die Dollarisierung/Euroisierung zu einer stärkeren Korrelation der Risiken zwischen Gläubiger- und Schuldnerländern, so könnte der internationale Kapitalverkehr sogar insgesamt abnehmen.

Die Einführung eines D/E-Systems führt somit nicht zwangsläufig zu einem verbesserten Zugang zum internationalen Kapitalmarkt. Um seine Kapitalkosten zu senken, muss ein Land vielmehr sein spezifisches makroökonomisches Risiko minimieren. Die Einführung von D/E-Systemen führt nur in dem Fall zu einem sinkenden Schuldenzins und einem steigenden Wachstumspotential, dass die Wahrscheinlichkeit exogener Schocks sinkt, ohne dass dies durch eine sinkende Anpassungsflexibilität überkompensiert wird.

### 2.3.4. Krisenanfälligkeit bei exogenen Schocks

Dem großen Vorteil eines D/E-Systems – monetäre Stabilität – ist der große Nachteil einer begrenzten makroökonomischen Anpassungsfähigkeit gegenüberzustellen. Dadurch besteht das Risiko verstärkter konjunktureller Schwankungen durch asymmetrische Schocks. Da die Offenheit der meisten Volkswirtschaften in den letzten Jahrzehnten gestiegen ist, dürfte auch die Wahrscheinlichkeit solcher Schocks zugenommen haben.

*Calvo* und *Végh* (1999) zeigen, dass wechselkursbasierte Stabilisierungsprogramme im zweiten Jahr zu einer realen Aufwertung von durchschnittlich 20

Prozent und einer damit zusammenhängenden Passivierung der Leistungsbilanz führen. Nach dem zweiten Jahr wird das Wirtschaftswachstum negativ. Die Autoren zeigen weiterhin, dass von 12 Fällen einer Disinflationierung bei hohen Inflationsraten mit Hilfe eines externen Ankers 9 in einer Krise endeten.<sup>20</sup> Meistens endete das Stabilisierungsprogramm auch in einem weitgehenden Verlust der Währungsreserven (*op. cit.*: Tabelle 1).

Die Erfahrung zeigt, dass Preise erst mittelfristig auf Ungleichgewichte reagieren. Kurzfristig rigide Preise führen dazu, dass eine Überbewertung nur verzögert abgebaut wird, und die, aus der Überbewertung resultierenden, Ungleichgewichte über längere Zeit bestehen bleiben. Während dieser Zeit sind die Produktionsfaktoren unterausgelastet. Insgesamt können sechs verschiedene Ursachen für Preisrigiditäten ausgemacht werden. Dieses sind Geldillusion, Inflexibilitäten im Lohnfindungsprozess, Informationsdefizite, Menükosten bei Preisadjustierungen, monopolistische Strukturen und begrenzte Rationalität.

Bei *Geldillusion* berücksichtigen die einzelnen Akteure nicht, dass bei einem sinkenden Preisniveau ihr Realvermögen und ihre Kaufkraft steigen. Daher würden sie bei Lohnsenkungen von einer Verschlechterung ihrer individuellen Situation ausgehen. Eine Senkung des Nominallohns wird schon von *Keynes* (1973: 264 u. 267) als unrealistisch angesehen, da es für die Arbeitnehmer in einem Sektor keine Garantie gibt, dass die Löhne in anderen Sektoren im gleichen Ausmaß gesenkt werden. Doch nur in diesem Falle würde sich ihre relative Lohnposition nicht verschlechtern. Aus diesem Grunde können Reallöhne nicht über die Nominallöhne, sondern nur über das Preisniveau gesenkt werden.

Inflexibilitäten im *Lohnverhandlungsprozess* (*Fischer* 1977, *Taylor* 1979) sind bedeutsam, weil selbst im Falle ohne Geldillusion keine Nominallohnsenkungen möglich sind, wenn die Lohnverhandlungsflexibilität gering ist.<sup>21</sup> Sind die Nominallöhne über mehr als eine Periode festgelegt, und orientieren sich die Tarifparteien an den erwarteten Reallöhnen, so führt eine Inflationssenkung zu einer Realloohnerhöhung. Die steigenden Kosten des Faktors Arbeit erhöhen die Arbeitslosenrate und senken die Produktion. Der notwendige Einklang zwischen Nominallohn und Inflationsentwicklung wird erst mit Verzögerung erreicht.

---

<sup>20</sup> Durch die Abwertung Argentiniens im Jahre 2001 ist diese Zahl auf 10 gestiegen.

<sup>21</sup> Nach *Ball* (1994) hat die Flexibilität des Lohnfindungsprozesses auf das Tempo Disinflationierung einen signifikanten Einfluss. Von den drei untersuchten Möglichkeiten für einen unflexiblen Lohnverhandlungsprozess – die Dauer der Tarifverträge, das Ausmaß der Lohnindexierung und der Synchronisationsgrad – hat in seiner Studie lediglich die Dauer der Tarifverträge einen signifikanten Einfluss auf den Opferquotienten.

*Informationsdefizite* (Lucas 1972) können dazu führen, dass die einzelnen Akteure bei einem sinkenden Preis nicht beurteilen können, ob dieses das Resultat einer veränderten Angebots-Nachfrage-Konstellation auf dem entsprechenden Markt oder das Resultat eines sinkenden Preisniveaus ist. Somit werden die Akteure im Falle eines sinkenden Preisniveaus aufgrund eines exogenen Schocks immer davon ausgehen, dass die Ursache für die Preissenkung mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit mikroökonomischer Natur ist, und werden daher nicht in vollem Umfang antizipieren, dass ihr Realeinkommen gestiegen ist.

Mankiw (1985, 1990) entwickelte das Konzept der *Menükosten* bei Preisänderungen. Ein Preisniveaurückgang erfordert die Senkungen Tausender von Einzelpreisen durch die einzelnen Unternehmen. Diese werden Preisanpassungen jedoch erst mit einer Verzögerung vornehmen, um die Anzahl der Preisanpassungen zu senken. Anpassungsverzögerungen akkumulieren sich in der Volkswirtschaft. So können schon geringe Kosten bei Preisänderungen zu einer trägen Anpassung des Preisniveaus führen.

Auf *Monopolmärkten* oder auf oligopolistisch organisierten Märkten haben Unternehmen bei einem Nachfragerückgang eventuell keinen Anreiz zu Preisensenkungen, wenn erstens Preisumstellungen Kosten verursachen, und wenn zweitens die Unternehmen davon ausgehen können, dass die Wettbewerber ihre Preise ebenfalls unverändert lassen (Calvo 1983). Fehr und Tyran (2001) zeigen auch anhand von Experimenten, dass ein solches Gruppenverhalten Preisrigidität nach unten erklären kann.

Im Falle *begrenzter Rationalität* (March/Simon 1958, Akerlof/Yellen 1985) können Nominallohnsenkungen dadurch unmöglich werden, dass die Wirtschaftssubjekte sich dem gesamtwirtschaftlichen Vorteil eines flexiblen Lohnniveaus nicht bewusst sind. Aufgrund begrenzter kognitiver Fähigkeiten können sie keine „*optimizing*“ Strategie verfolgen und verfolgen deshalb eine „*satisficing*“ Strategie. Dieses führt dazu, dass sie an einem bestehenden Nominallohn festhalten, obwohl die Orientierung am Reallohn optimal wäre.

[...] it is worth emphasizing that there is a big difference between a few quarters of deflation that is expected to be only temporary (or a situation when the zero lower bound on the interest is temporarily binding), and a situation of several years with persistent deflation, deflationary expectations, zero interest rates, and ineffective monetary policy – what has been called a liquidity trap.

(Lars E. O. Svensson 1999: 27)

### 2.3.5. Deflationsgefahren

Eines der größten makroökonomischen Risiken eines Fremdwährungsregimes ist die Deflation. Das Deflationsrisiko ist in D/E-Systemen deshalb besonders hoch, weil bei einer unzureichenden Integration in den Bezugswährungsraum die Schockwahrscheinlichkeit steigt und weil die Geldpolitik zur Deflationsbekämpfung nicht mehr zur Verfügung steht.

Negative Schocks können zu einer Passivierung der Kapitalbilanz oder der Leistungsbilanz führen. Die daraus resultierende Überschussnachfrage nach Devisen kann dadurch abgebaut werden, dass das Land real abwertet. Dies verbessert die internationale Wettbewerbsfähigkeit und führt bei Gültigkeit der Marshall-Lerner-Bedingung zu einer Positivierung der Handelsbilanz und einer Erhöhung des Devisenangebotes. Die reale Abwertung wird entweder durch eine nominale Abwertung oder durch eine negative Inflationsdifferenz zu den wichtigsten Handelspartnern erreicht. Steht jedoch eine nominale Abwertung in einem D/E-System nicht zur Verfügung, weil keine eigene Währung mehr existiert, so verbleibt nur die Option einer Anpassung des Preisniveaus.

Für die Kosten einer Beseitigung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts über eine Preisniveaueinstellung spielt die Inflationshöhe im Fremdwährungsland eine entscheidende Rolle. Denn mit sinkender Inflationsrate sinkt auch der Spielraum für die notwendigen Preisniveaueinstellungen im Inland, wenn ein sinkendes Preisniveau verhindert werden soll. Bei vollkommener Preisniveaustabilität im Fremdwährungsland oder bei einem besonders starken negativen Schock ist für die Beseitigung des Devisenmarktungleichgewichts innerhalb eines vertretbaren Zeitrahmens eine Deflation notwendig.

Die volkswirtschaftlichen Kosten einer Deflation sind höher als die Kosten einer wertmäßig gleichen Inflation. Dieses liegt sowohl an Unvollkommenheiten auf dem Finanzmarkt als auch auf dem Arbeitsmarkt. Ein negativer Nominalzins stellt eine praktische Unmöglichkeit dar. Während eine Inflation *cet. par.* den Realzins senkt, erhöht eine Deflation den Realzins, ohne dass die Wirtschaftspolitik hierfür eine geeignete Gegenmaßnahme ergreifen könnte. Aus diesem Grund besteht bei einer Deflation das Risiko eines sich selbst verstärkenden Effekts über einen steigenden Realzins und einen Nachfragerückgang.

Dieser Kreislauf ist erst dann beendet, wenn der durch die reale Abwertung bedingte Anstieg der Auslandsnachfrage den durch den Anstieg des Realzinses bedingten Rückgang der Inlandsnachfrage mindestens ausgleicht.

Das obige Zitat von Svensson unterscheidet in „gute“ und „schlechte“ Deflation. Als „gute“ Deflation können Preissenkungen verstanden werden, welche ein so starkes Ausmaß haben, dass für die einzelnen Akteure vom Abschluss des Anpassungsprozesses ausgegangen werden kann. Dieses könnte eintreten, wenn der externe Schock mit fallenden Importpreisen verbunden ist, welche in einer offenen Volkswirtschaft einen starken Einfluss auf das Inlandspreisniveau haben.

Eine „schlechte“ Deflation entsteht hingegen bei einem sinkenden Preisniveau über längere Zeit hinweg, eine Situation, die weitere Deflationserwartungen schürt und eine pessimistische Grundstimmung in der Volkswirtschaft verbreitet. Deflationserwartungen wirken sich negativ auf den Konsum aus, wenn Käufe aufgeschoben werden. Weithin führen sie zu einem steigenden *ex ante* Realzins und verursachen auf diese Weise einen Rückgang der Investitionen. Für anhaltende Deflationen existieren nur wenige Beispiele in der neueren Wirtschaftsgeschichte. Hierzu zählen die 30er Jahre in den USA, Japan und Schweden sowie Japan seit 1990.<sup>22</sup>

Einen wichtigen Einfluss darauf, wie schnell die in einem D/E-System notwendige Deflation abgeschlossen ist, nimmt der Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft. In sehr offenen Volkswirtschaften wirken sich Veränderungen des realen Wechselkurses schnell auf das binnenwirtschaftliche Preisniveau aus, denn die Preise und Löhne im Sektor für handelbare Güter sind an den realen Wechselkurs quasi-indexiert. In geschlossenen Volkswirtschaften ist das binnenwirtschaftliche Preisniveau vom realen Wechselkurs jedoch relativ abgekoppelt. Aufgrund der Rigidität von Löhnen und Preisen kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Preisniveaueinstellungen kurzfristig abgeschlossen sein werden. Die Änderung Tausender Einzelpreise benötigt Zeit. Zudem ist auch nicht davon auszugehen, dass es zu einem gleichmäßigen Prozess bei allen Preisen kommen wird. Veränderungen der relativen Preise, die nicht durch strukturelle Veränderungen begründet sind, verursachen jedoch Zusatzkosten, weil sie nicht gewünschte Anreize erzeugen.

Weiterhin nimmt auch die Höhe der Staatsverschuldung entscheidenden Einfluss auf die Kosten einer Deflation. Denn mit einem sinkenden Preisniveau ist zugleich ein Anstieg des realen Werts dieser Verschuldung verbunden. Dieses erhöht die Verschuldungsquote, senkt die Kreditwürdigkeit des Landes und birgt

---

<sup>22</sup> Ein neuerer Literaturüberblick über diese Perioden findet sich in *IWF* (2003: 15 ff).

das Risiko einer Schulden-Deflations-Falle. Zusammenfassend ist das Deflationsrisiko folglich für Länder mit einem D/E-System überaus groß. Das Risiko erhöht sich noch, wenn die Volkswirtschaft relativ geschlossen ist und zudem eine hohe Verschuldungsquote aufweist.

### 3. Empirische Analyse

#### 3.1. Die Datenlage

Die D/E-Forschung besitzt ein Datenproblem, weil die Erfahrungen mit solchen Währungssystemen noch nicht weit zurückreichen. Zunehmende Erfahrungen und eine steigende Anzahl von Beobachtungen eröffnen jedoch ein wichtiges neues empirisches Forschungsfeld. In den letzten Jahren sind vereinzelte Arbeiten entstanden, welche vorhandene Zahlen zusammentragen und analysieren. Die untersuchten Volkswirtschaften sind leider meist sehr klein, oft handelt es sich nur um Mikrostaaten, was die Repräsentativität der Studien begrenzt. So findet sich beispielsweise bei *Edwards* (2001) eine Studie über die Auswirkungen der Dollarisierung und Euroisierung, die jedoch erheblich unter der Auswahl der Volkswirtschaften leidet. Denn von den 12 betrachteten Volkswirtschaften haben 9 eine Bevölkerung von unter 100.000 und sind daher nicht sehr repräsentativ. Länder mit Currency Boards werden von Edwards nicht betrachtet, wodurch ihm wichtige Daten verloren gehen.

In der folgenden Analyse werden Länder mit Currency Boards eingeschlossen, wodurch sich die Datenmenge erhöht. Eine solche Ländergruppe deckt sich mit *Mundells* (1961) Definition eines gemeinsamen Währungsraums, zu dem Volkswirtschaften mit einem vollkommen festen Wechselkurs zueinander gehören. Aus den 43 Volkswirtschaften mit einem D/E-System oder einem Currency Board (vgl. Tabelle 20) wurden diejenigen herausgefiltert, die mindestens eine Million Einwohner aufweisen und in denen eines der beiden Währungssysteme über einen Zeitraum von mindestens 3 Jahren bestand. Dadurch soll die Repräsentativität garantiert werden. Zu den betrachteten Ländern zählen Argentinien, Bulgarien, Estland, Hongkong, Litauen und Panama.

#### 3.2. Abgrenzung der kurzen, mittleren und langen Frist

In dieser Arbeit werden die volkswirtschaftlichen Anpassungsprozesse zwischen der kurzen, der mittleren und der langen Frist unterschieden. Diese Abgrenzung geht auf *Blanchard* (1997) zurück und unterscheidet sich von der sonst üblichen Abgrenzung, bei der ausschließlich zwischen der kurzen und langen Frist unterschieden wird, durch die Explizierung der mittleren Frist.

Die drei genannten Perioden grenzen sich nach dem Abschluss bestimmter Anpassungsprozesse von einander ab. Gerät die Volkswirtschaft in ein Ungleichgewicht, reagieren Zins und Wechselkurs sehr schnell. Die Finanzmärkte (Geld-, Wertpapier- und Devisenmarkt) sind daher bereits am Ende der kurzen Frist im Gleichgewicht.

Die mittlere Frist beginnt zu dem Zeitpunkt, wenn sich Lohn- und Preisniveau anpassen und ist abgeschlossen, wenn sich Güter- und Arbeitsmarkt im Gleichgewicht befinden. Auf diesen beiden Märkten sind kurzfristig Ungleichgewichte möglich, weil die Anpassungsflexibilität sowohl der Löhne als auch der Preise nicht vollkommen ist. In besonderen Fällen, wenn die Anpassungsflexibilität einer Volkswirtschaft zusätzlich beeinträchtigt ist (und ein D/E-System scheint solch ein Fall zu sein), können Ungleichgewichte auch über die mittlere Frist hinaus andauern.<sup>23</sup>

In der langen Frist wird die Annahme einer stationären Volkswirtschaft fallengelassen. Die einzelnen Variablen verändern sich nicht nur aufgrund zyklischer Schwankungen, sondern sind zudem einem Wachstum ausgesetzt. Somit ist die kurze und die mittlere Frist Gegenstand der Konjunkturtheorie und die lange Frist der Wachstumstheorie.

### 3.3. Die kurze Frist

In allen 6 betrachteten Ländern mit der Ausnahme Hongkongs bestand vor der Einführung des neuen Währungssystems eine Hyperinflation. Die glaubwürdige Wechselkursfixierung beendete diese relativ schnell (Tabelle 21). Argentinien und Bulgarien erreichte nach 3 Jahren einstellige Inflationsraten, Litauen sogar schon nach 2 Jahren. In Estland dauerte dieser Prozess etwas länger (6 Jahre). Die Dollarisierung Ekuadors liegt für eine abschließende Aussage noch nicht weit genug zurück. Nur in Hongkong ist kein Einfluss auf die Inflationsrate zu erkennen. Diese Volkswirtschaft ist jedoch das einzige Beispiel einer Dollarisierung ohne vorangegangene monetäre Probleme. Zugleich konnte in allen betrachteten Ländern (wiederum mit Ausnahme Hongkongs) auch die Rezession beendet werden. In späteren Jahren wurden positive Wachstumsraten erzielt. Teilweise ist das Wachstum nach dem Systemwechsel sogar kräftig wie beispielsweise in Argentinien und in Litauen. Dieses Ergebnis deckt sich mit der Studie von *Gosh, Gulde und Wolf* (2000: 270), die ebenfalls ein steigendes Wachstum nach der Einführung eines Currency Boards feststellen. Auch die Kapitalimporte entwickeln sich nach dem Regimewechsel äußerst positiv. Betrachtet man die Entwicklung der Kredite von Auslandsbanken als Indikator für die Kapitalimporte, so zeigt sich für alle Länder ein Anstieg.

---

<sup>23</sup> Beispiele für die Betonung der mittleren Frist sind *Krugman* (1998), *Sargent* (1999) und *Solow* (2000).

Tabelle 21

**Inflation, Wachstum und Kapitalimporte in Ländern mit D/E-Systemen  
oder Currency Boards (Regimewechsel zum Zeitpunkt T)**

Indikator	Land	T	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6
Inflation <sup>1</sup>	Argentinien	1991	2314,0	171,7	24,9	10,6	4,2	3,4	0,2	0,5
	Bulgarien	1997	121,6	1061,6	18,8	2,6	10,3	7,4	–	–
	Ecuador	2000	52,2	96,1	38,0	–	–	–	–	–
	Estland	1992	–	–	89,8	47,7	28,8	23,1	10,6	8,2
	Hongkong	1983	–	14,0	16,0	–4,0	16,0	16,0	6,0	0
	Litauen	1994	410,2	72,2	39,7	24,6	8,9	5,1	0,8	1,0
Wachstum <sup>2</sup>	Argentinien	1991	–1,3	10,5	10,3	6,3	5,8	–2,8	5,5	8,1
	Bulgarien	1997	–10,9	–7,0	3,5	2,4	5,8	4,5	–	–
	Ecuador	2000	–30,6	–0,6	–	–	–	–	–	–
	Estland	1992	–7,9	–21,6	–8,2	–1,8	4,6	4,0	10,4	5,0
	Hongkong	1983	9,5	2,8	5,7	10,0	1,2	9,9	13,0	8,0
	Litauen	1994	–9,8	3,3	4,7	7,3	5,1	–3,9	3,9	4,5
Kapitalimporte <sup>3</sup>	Argentinien	1991	7,4	2,7	12,5	18,1	18,9	7,7	–16,1	3,7
	Bulgarien	1997	–20,4	–11,8	–37,6	–6,8	3,5	5,6	25,1	–
	Ecuador	2000	–28,7	–28,9	–29,1	5,5	–	–	–	–
	Estland	1992	–	–	–	–	113,5	155,9	243,3	120,7
	Hongkong	1983	–	–	13,0	26,9	40,0	35,5	11,7	–0,1
	Litauen	1994	–	–	171,1	64,9	97,3	106,0	48,9	29,2

<sup>1</sup> Veränderung der Konsumentenpreise im Vergleich zum Vorjahr, Daten aus: *IWF*, International Financial Statistics, CD-Rom.

<sup>2</sup> Wachstum des BIP in US-Dollar, Daten aus: *IWF*, International Financial Statistics, CD-Rom.

<sup>3</sup> Veränderung der Bankenkredite im Vergleich zum Vorjahr, Daten aus *BIZ*, Quarterly Review.

Die Bildung des (ungewichteten) arithmetischen Mittelwertes über alle sechs Länder ergibt ein zusammengefasstes Bild über die kurzfristigen Auswirkungen der Einführung eines Fremdwährungsregimes (Tabelle 22 und Abbildung 5). Im Durchschnitt der Länder sinkt die Inflationsrate bereits im Jahr des Systemwechsels und erreicht fünf Jahre später einen einstelligen Wert. Das Wirtschaftswachstum verbessert sich ebenfalls bereits im Jahr T, auch wenn es noch negativ ist, und wird ein Jahr später positiv. Die Kapitalimporte steigen im Jahr T+1 an und entwickeln sich sehr dynamisch.

Die Ursache für diesen Zusammenhang in der kurzen Frist – Disinflationierung, Kapitalimporte und Wachstum – ist der Stabilisierungseffekt der glaub-

Tabelle 22

**Durchschnittliche Auswirkungen der Einführung von D/E-Systemen  
und Currency Boards (zum Zeitpunkt T)<sup>1</sup>**

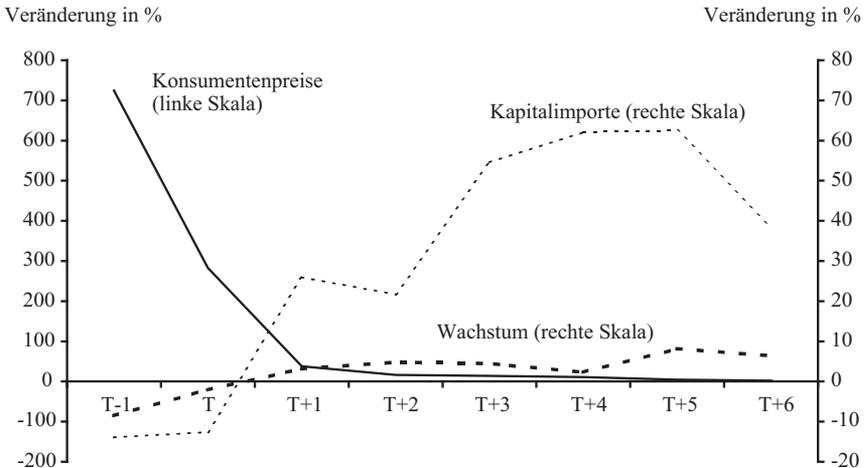
Indikator	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6
Inflation <sup>2</sup>	724,5	283,1	37,9	16,3	13,6	11,0	4,4	2,4
Wachstum <sup>3</sup>	-8,5	-2,1	3,2	4,8	4,5	2,3	8,2	6,4
Kapitalimporte <sup>4</sup>	-13,9	-12,6	26,0	21,7	54,6	62,1	62,6	38,4

<sup>1</sup> Arithmetischer Mittelwert der Länder Argentinien, Bulgarien, Ekuador, Estland, Hongkong und Litauen.

<sup>2</sup> Veränderung der Konsumentenpreise im Vergleich zum Vorjahr, Daten aus: *IWF*, International Financial Statistics, CD-Rom.

<sup>3</sup> Wachstum des BIP in US-Dollar, Daten aus: *IWF*, International Financial Statistics, CD-Rom.

<sup>4</sup> Veränderung der Bankkredite im Vergleich zum Vorjahr, Daten aus *BIZ*, Quarterly Review.



<sup>1</sup> Arithmetischer Mittelwert der Länder Argentinien, Bulgarien, Ekuador, Estland, Hongkong und Litauen.

Abbildung 5: Durchschnittliche Auswirkungen der Einführung von D/E-Systemen  
und Currency Boards (zum Zeitpunkt T)<sup>1</sup>

würdigen Wechselkursfixierung. Die Wirtschaftssubjekte wissen, dass das neue Währungssystem die Volkswirtschaft in ein monetäres Korsett zwingt, das langfristig Preisstabilität erzwingt. Die glaubwürdige Wechselkursfixierung führt zur schnellen monetären Stabilisierung.<sup>24</sup> Durch diese Stabilisierung strömt Kapital ins Inland, weil das makroökonomische Risiko aufgrund der Beendigung der

Hyperinflation gesunken ist. Die Kapitalimporte erhöhen die Liquidität des inländischen Finanzsystems und finanzieren ein höheres Wachstum.<sup>25</sup>

### 3.4. Die mittlere und lange Frist

Im Folgenden soll die Entwicklung in den betrachteten sechs Volkswirtschaften mit der Entwicklung in einer Referenzgruppe von 20 Schwellenländern in Asien, Mittel- und Osteuropa sowie Lateinamerika verglichen werden. In Tabelle 23 finden sich die Abweichungen bei Wachstum, Inflationsrate, Arbeitslosenquoten, Haushaltsdefizit und Leistungsbilanzsaldo zwischen diesen beiden Ländergruppen. Aus Gründen der Datenverfügbarkeit wurden Jahreszahlen verwendet. Die für die einzelnen Länder betrachteten Zeitspannen sind unterschiedlich, was am unterschiedlichen Beginn und an der unterschiedlichen Dauer der einzelnen Fremdwährungsregimes liegt. Die kurzfristigen Auswirkungen, welche das Ergebnis verzerren (Stabilisierungsboom), wurden dadurch eliminiert, dass die Datensätze erst im zweiten Jahr nach Einführung des neuen Regimes beginnen.

Der Ländervergleich bietet einige aufschlussreiche Ergebnisse. Für die Gruppe der Länder mit D/E-Systemen oder Currency Boards zeigt sich ein überdurchschnittliches *Wachstum* (Tabelle 23). Die Entwicklung ist nicht in allen Volkswirtschaften gleich. Positiv ist die Abweichung für 4 der 6 Länder, am positivsten für Bulgarien und Hongkong, negativ ist sie für Argentinien und Panama.

Ein besonders eindeutiger Effekt zeigt sich auf die *Inflation*. Denn in allen 6 Ländern ist diese deutlich niedriger als in der Referenzgruppe. Die Abweichung beträgt im Durchschnitt 34 Prozentpunkte, am höchsten ist sie für Hongkong (-118 Prozentpunkte), am niedrigsten für Bulgarien (-2 Prozentpunkte). Der starke Unterschied zwischen diesen beiden Ländern ergibt sich aus der längeren Zeitspanne des Currency Boards in Hongkong und den sehr hohen Inflationsraten in der Referenzgruppe in den 80er Jahren und Anfang der 90er Jahre.

Für die *Arbeitslosenquote* zeigt sich ebenfalls ein eindeutiger Effekt, denn in 5 Ländern liegt diese weit oberhalb des Durchschnitts. Nur Hongkong weist eine niedrigere auf. Es ist jedoch *a priori* nicht klar, ob dieses hauptsächlich auf die Auswirkungen des Fremdwährungsregimes zurückzuführen ist, oder ob Länder mit hohen Arbeitslosenquoten eher bereit sind, ihre nationale Geldpolitik aufzugeben. Die überdurchschnittlichen Wachstumsraten geben jedoch einen

---

<sup>24</sup> Dieser Effekt kann sich bei einem hohen Grad an Währungssubstitution sogar noch verstärken, wenn die Antizipation eines Inflationsrückgangs zu einem Rückgang der Währungssubstitution führt (*Calvo/Végh* 1992). Auf S. 82 ff wurde allerdings gezeigt, dass bei der Währungssubstitution meist eine Hysterese besteht.

<sup>25</sup> Zu einer Erklärung des expansiven Effekts der Fixierung speziell für Argentinien siehe auch *Dornbusch* (1995).

Tabelle 23

**Auswirkungen eines Fremdwährungsregimes in der mittleren und langen Frist gemessen an den Abweichungen (Jahreszahlen)<sup>1</sup>**

	Anzahl der Jahre <sup>2</sup>	Differenz 1. Quantil	Differenz Median	Differenz 3. Quantil	Differenz Mittelwert
A. Wachstum (in Prozent)					
Argentinien	9	-4,43	-0,40	0,15	-1,37
Bulgarien	3	2,87	1,68	0,85	1,96
Estland	8	1,31	0,63	0,04	0,82
Hongkong	17	1,43	0,88	0,41	1,21
Litauen	6	3,16	1,14	-0,14	0,76
Panama	20	0,81	-0,61	-0,74	-0,59
Durchschnitt	11	0,87	0,79	0,26	0,68
B. Inflation (in Prozent)					
Argentinien	9	-5,95	-8,26	-15,07	-35,29
Bulgarien	3	1,53	0,95	-0,73	-2,19
Estland	8	0,41	0,86	8,39	-10,97
Hongkong	17	-5,65	-5,21	-17,42	-118,14
Litauen	6	-3,49	-4,45	-3,98	-5,28
Panama	28	-3,49	-7,76	-13,80	-52,83
Durchschnitt	12	-2,63	-3,22	-5,76	-34,37
C. Arbeitslosenquoten (in Prozent)					
Argentinien	8	8,93	8,15	6,58	7,43
Bulgarien	2	11,13	8,65	6,25	7,50
Estland	7	6,00	3,10	1,95	3,33
Hongkong	16	-1,93	-4,05	-5,50	-3,88
Litauen	5	10,10	7,10	5,80	7,35
Panama	18	8,10	7,30	5,50	6,43
Durchschnitt	9	8,47	6,05	4,12	5,63

*Fortsetzung nächste Seite*

ersten Hinweis darauf, dass der Faktor Arbeit in einem Fremdwährungsregime systematisch unterausgelastet sein könnte. Weiterhin fällt auf, dass die Höhe der Abweichung unabhängig davon ist, wie lange ein Land ein Fremdwährungs-

Fortsetzung Tabelle 23

	Anzahl der Jahre <sup>2</sup>	Differenz 1. Quantil	Differenz Median	Differenz 3. Quantil	Differenz Mittelwert
D. Haushaltsdefizit (in Prozent des BIP)					
Argentinien	8	0,91	-1,31	-0,92	-0,73
Bulgarien	2	4,32	2,31	1,20	2,68
Estland	7	2,51	0,40	0,66	1,12
Litauen	6	-0,08	-1,01	-0,74	-1,39
Panama	26	-0,76	-0,24	2,56	0,47
Durchschnitt	10	1,38	0,03	0,55	0,43
E. Realzinsen (in Prozent) <sup>3</sup>					
Argentinien	8	4,07	1,94	-5,03	-2,01
Bulgarien	3	-3,16	-4,95	-9,23	-9,40
Estland	8	-15,64	-5,62	-11,64	-16,83
Hongkong	11	-5,99	-7,11	-10,29	-13,07
Litauen	6	0,22	-1,52	-6,30	-8,10
Panama	16	4,35	0,94	-5,32	16,03
Durchschnitt	9	-2,03	-1,84	-7,50	-4,06

<sup>1</sup> Die Vergleichsgruppe besteht aus: Bolivien, Brasilien, Chile, Costa Rica, Dominkanische Republik, Haiti, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Paraguay, Peru, Philippinen, Polen, Singapur, Thailand, Türkei, Ungarn und Uruguay.

<sup>2</sup> Beginnend mit dem zweiten Jahr nach dem Regimewechsel.

<sup>3</sup> Kreditzinsen abzüglich Veränderung der Konsumentenpreise.

Daten: A. *IWF* (2003b); B. *IWF* (2002a); C. *ILO* (2002); D. *Dresdner Bank* (2002) E. *IWF* (2002a); Zahlen für Panama aus *Edwards* (2001), Tabelle 2; eigene Berechnungen.

regime besitzt. Dieses lässt vermuten, dass der Anstieg der Arbeitslosenrate dauerhaft ist.

Das *Haushaltsdefizit* ist im Durchschnitt etwas höher als in der Vergleichsgruppe. Dieses Ergebnis überrascht insofern, dass in der theoretischen Diskussion meistens davon ausgegangen wird, dass der Verlust einer autonomen Geldpolitik zu einer verstärkten Disziplinierung der Fiskalpolitik führt, weil Defizite nicht mehr monetisiert werden können. Die Zahlen sprechen jedoch eher gegen diese Hypothese. Dieses Ergebnis wird durch Arbeiten von *Tornell* und *Velasco* (1998) sowie von *Gavin* und *Perotte* (1997) unterstützt. Ihre Studien über die Haushaltsdisziplin in Lateinamerika kommen zu dem Schluss, dass Länder mit flexiblen Wechselkursen eine stärkere Haushaltsdisziplin zeigen als

Länder mit Festkurssystemen. Eine mögliche Erklärung könnte sein, dass sich in einem Fremdwährungsregime die Möglichkeit zur Auslandsverschuldung verbessert. Eine alternative Erklärung wäre, dass stärkere Konjunkturschwankungen zu einer asymmetrischen fiskalpolitischen Stabilisierungspolitik mit höheren Haushaltsdefiziten führen. Auch höhere Sozialausgaben aufgrund einer permanent höheren Arbeitslosigkeit sind als Erklärung für das überdurchschnittliche Haushaltsdefizit in Ländern mit D/E-Systemen geeignet.

Auch bei den *Realzinsen* zeigt sich ein eindeutiger Effekt. Mit Ausnahme Panamas sind diese deutlich niedriger als für die Referenzgruppe. Am stärksten ist der Effekt in Estland, Hongkong und Bulgarien. Dieses Ergebnis ist mit dem für die Wachstumsraten konsistent, weil diese Länder auch die stärkste positive Abweichung beim Wachstum aufweisen. Nur für Argentinien liegen die Kreditzinsen unterhalb des Durchschnitts und das Wachstum ebenfalls. Auf die beiden Volkswirtschaften Hongkong und Argentinien wird in der Fallstudie auf den S. 128 ff detaillierter eingegangen.

Eine der wenigen empirischen Studien zur Dollarisierung und Euroisierung stammt von *Edwards* (2001). Auch er vergleicht die ökonomische Entwicklung einzelner Länder ohne eigene Währung mit der Entwicklung vergleichbarer Volkswirtschaften mit eigener Währung für die Jahre 1970–1998. Aus der Gruppe aller Volkswirtschaften mit einem Fremdwährungssystem findet er bei Weltbank, IWF und Vereinten Nationen insgesamt Daten für 12 Länder. Edwards kommt zu einem ähnlichen Ergebnis in bezug auf Inflationsentwicklung und Haushaltsdefizit wie die oben präsentierten Daten. Beim Wirtschaftswachstum unterscheidet sich sein Ergebnis jedoch, denn er kommt zu einer signifikant niedrigeren Wachstumsrate für diese Länder. Die Aussagekraft seiner Studie leidet jedoch erheblich unter seiner Länderauswahl. Denn von den 12 betrachteten haben nur 2, Panama und Liberia, eine Bevölkerung von über einer Million. Von den restlichen 10 Ländern hat nur der Mikronesische Staatenbund eine Bevölkerung von über 100.000. Mit Andorra, Lichtenstein, Monaco und San Marino befinden sich sehr kleine westeuropäische Staaten in der Ländergruppe, deren wirtschaftliche Entwicklung eine geringe Repräsentativität besitzt.

### 3.5. Erklärung für die Ergebnisse

Interpretationsbedürftig ist vor allem der Zusammenhang zwischen einem gleich bleibenden oder sogar steigenden Wirtschaftswachstum und einer gleichzeitig steigenden Arbeitslosenquote. Denn dieses Ergebnis widerspricht dem Gesetz von Okun, nach dem die Arbeitslosenquote oberhalb eines bestimmten Schwellenwachstums zurückgeht. Im Folgenden wird nach einer Erklärung für dieses Ergebnis gesucht. Dabei wird zuerst auf den Prozess der Disinflationierung eingegangen, bevor danach die Kosten vollkommener Preisstabilität und eine mögliche Verschiebung der NAIRU analysiert werden.

### 3.5.1. *Expansive Disinflationierung*

Im Regelfall wird eine Disinflationierung mit einer Rezession erkaufte, welche im Falle einer zuvor chronischen Inflation besonders stark ausfällt.<sup>26</sup> Auf dem Finanzmarkt führt ein hohes Inflationsrisiko zum Wegfall bestimmter Finanzierungsangebote, wodurch die Demonetisierung der Volkswirtschaft droht und der Geldpolitik insgesamt ihre Wirksamkeit genommen wird. Länder mit anhaltend hohen Inflationsraten haben meist auch mit hohen Inflationserwartungen zu kämpfen. In diesem Falle verursacht eine Absenkung der tatsächlichen Inflation steigende Reallöhne und eine sinkende Arbeitsnachfrage.

In den letzten Jahrzehnten hat sich eine umfangreiche theoretische und empirische Literatur über die realen Auswirkungen einer Inflationssenkung entwickelt (z.B. *Friedman* 1968, *Phelps* 1968, *Tobin* 1972, *Lucas* 1973, *Okun* 1978, *Fischer* 1986, *Gordon* 1982, *Végh* 1992, *Ball* 1994, *Easterly* 1996). In einer der umfangreichsten empirischen Studien für 28 Disinflationsepisoden in OECD-Ländern kommt *Ball* (1994) zu dem Ergebnis, dass Disinflationskosten – gemessen als das Verhältnis zwischen dem aggregierten Wachstumsverlust und der Veränderung der Trend-Inflation (zwischen relativem Inflationsmaximum und -minimum) – ausnahmslos positiv sind. In 25 der 28 Episoden liegen die Kosten über 2 Punkte und sind somit erheblich. Die betrachteten Länder hatten jedoch im Gegensatz zu den hier besprochenen Beispielen überwiegend flexible Wechselkurse. *Ball* kommt weiter zu dem Ergebnis, dass die Kosten einer Disinflationierung vor allem von zwei Faktoren abhängen. Erstens nehmen diese mit der Höhe der Ausgangsinflation ab. Und zweitens sinken die Kosten mit der Geschwindigkeit des Disinflationierungsprozesses – gemessen als Veränderung der Trend-Inflation pro Quartal.

Die Einführung eines D/E-Systems bedeutet einen radikalen Wechsel des Währungsregimes und ist geeignet, die Mauer einer dauerhaft hohen Inflationserwartung zu durchbrechen. Dies liegt an der hohen Glaubwürdigkeit des festen Wechselkurses. Dadurch beginnt die Disinflationierungspolitik schon am Tage des Systemwechsels Wirkung zu zeigen. Deshalb ist in einem Fremdwährungssystem auch die Geschwindigkeit der Disinflationierung besonders hoch. *Calvo* und *Végh* (1999) untersuchen 7 wechselkursbasierte Stabilisierungsprogramme in fünf Ländern in den Jahren 1978–1995. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die durchschnittliche Inflationsrate für die 7 Stabilisierungsepisoden schnell zurückgeht. Das Wirtschaftswachstum steigt im Jahr der Wechselkursfixierung (T) wie im Jahr danach (T+1) stark an. Die Zinsen erreichen im Jahr T+1 ihr Minimum. Auch *Kiguel* und *Liviatan* (1992) zeigen, dass die meisten Disinflationierungsprozesse mit Hilfe eines externen Ankers – im Gegensatz zu einem internen Anker –

---

<sup>26</sup> Diesen Begriff verwendet schon *Pazos* (1972). Er bringt die mit hohen Inflationsraten verbundene Hysterese zum Ausdruck.

zu einem kurzfristigen Boom führen, welcher sowohl auf einer Konsumexpansion als auch auf einer Investitionsexpansion basieren kann. Allerdings ist nach *Kiguel* und *Liviatan* die Existenz des Konsumeffekts gesicherter.

Die Analyse der kurzen Frist auf S. 118 ff hatte gezeigt, dass die glaubwürdige Wechselkursfixierung durch ein D/E- oder Currency Board-System nicht nur die Inflationsrate stabilisiert, sondern auch zu einem Zufluss von internationalem Kapital führt. Bestehen die Kapitalimporte nicht nur aus Portfolioinvestitionen und kurzfristigen Krediten, sondern auch aus Direktinvestitionen, bzw. Krediten zur Finanzierung von Direktinvestitionen, so führen sie zum Anstieg der Arbeitsproduktivität und zu einem höheren Wachstum.

### 3.5.2. Anpassungsmängel bei niedriger Inflation

Eine mögliche Erklärung für den Anstieg der Arbeitslosenquote bei sehr niedrigen Inflationsraten sind Anpassungsmängel bei relativen Preisen und Löhnen (*Akerlof* 2002: 421). Tabelle 14 zeigte, dass die Inflationsraten in den großen Volkswirtschaften heute auf dem niedrigsten Stand seit der Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre sind. Die Inflationsraten sind in Ländern mit D/E-Systemen niedriger als in Volkswirtschaften mit eigener Währung, weil sie gegen die Raten im Dollar- und Euroraum konvergieren. Eine zu geringe Inflation kann jedoch die Anpassungsfähigkeit einer Volkswirtschaft verringern, weil sich der Spielraum für relative Preis- und Lohnänderungen zu sehr verengt.

Relative Lohnflexibilität minimiert die Arbeitslosigkeit auf verschiedenen Teilarbeitsmärkten, welche nach Sektor, Region oder Ausbildung voneinander abgegrenzt werden können. Eine Angleichung der Lohnentwicklung auf den unterschiedlichen Teilarbeitsmärkten aufgrund einer Deckelung der Lohnentwicklung durch die Inflationsrate im Bezugswährungsraum und gleichzeitiger nominaler Rigiditäten nach unten führt zu verstärkten Mengenanpassungen und steigender natürlicher Arbeitslosigkeit.<sup>27</sup>

Der inverse Zusammenhang zwischen Inflations- und Arbeitslosenraten entspricht dem Phillipskurvenzusammenhang. Die originäre Kurve von *Phillips* (1958) für Großbritannien (1861–1957) hat zum Ergebnis, dass die Lohnsteigerung invers abhängig ist von der Arbeitsmarktanspannung. In ihrer Replizierung und Modifizierung der Phillipskurve für die USA stellen *Samuelson* und *Solow* (1960) einen negativen Zusammenhang zwischen der Inflationsrate und der Arbeitsmarktanspannung fest. Mit der Einführung einer harten Wechselkursfixierung bewegt sich eine Volkswirtschaft bei sinkender Inflation und steigender

---

<sup>27</sup> *Hayek* (1944) betont in diesem Zusammenhang, dass für die Anpassungsfähigkeit einer Volkswirtschaft nicht allein die Veränderung des Preis- und Lohnniveaus, sondern vor allem die Veränderung der relativen Preise und Löhne entscheidend ist.

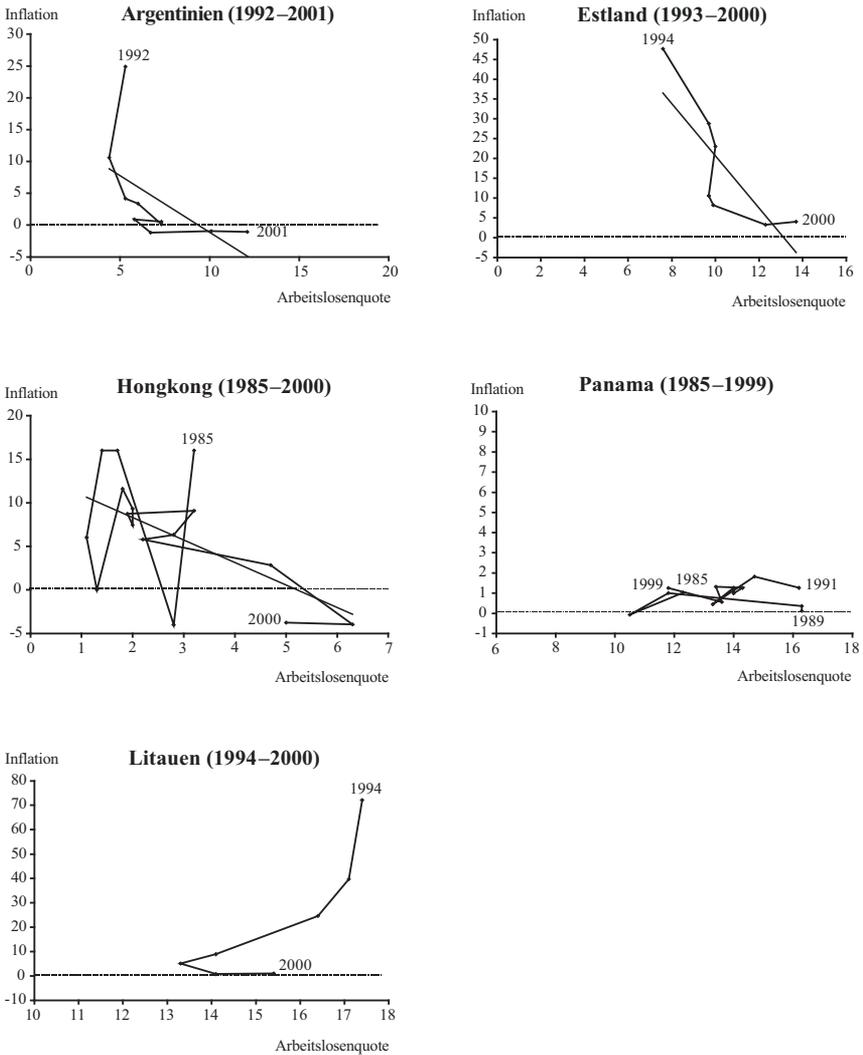


Abbildung 6: Modifizierte Phillipskurven von Volkswirtschaften mit harter Fixierung

Arbeitslosenquote auf den rechten Ast der Phillipskurve. Die Phillipskurven für Argentinien, Estland und Hongkong finden sich in Abbildung 6 (Ecuador fehlt in dieser Übersicht aufgrund fehlender Daten).

In Argentinien wurde bis 1996 vollkommene Preisstabilität erreicht, während die Arbeitslosenquote leicht anstieg. In den Jahren 2000 und 2001 erhöhte sich die Arbeitslosigkeit dann drastisch. Dieser Anstieg führte jedoch nicht zu einem weiteren Absinken der Inflationsrate. In Estland zeigt sich ein ähnliches Bild. Mit Einführung des Currency Boards sank die Inflationsrate deutlich und erreichte 1999 mit 3,3 Prozent ihr Minimum. Die Arbeitslosigkeit stieg mit Ausnahme des Jahres 1997 an. In Hongkong zeigt sich ein Phillipskurvenzusammenhang mit stark variablen Inflationsraten. Nominale Rigiditäten scheinen hier weniger ausgeprägt zu sein als in den anderen Volkswirtschaften. Auch hier ist die Inflation tendenziell gesunken und die Arbeitslosigkeit gestiegen. Das Niveau der Arbeitslosigkeit ist insgesamt jedoch geringer als in den anderen Volkswirtschaften. In Panama hat die Dollarisierung bereits eine längere Geschichte, weshalb sich hier kein Disinflationierungsprozess zeigt. Die Inflationsraten liegen dauerhaft zwischen 0 und 2 Prozent und die Arbeitslosigkeit ist mit zweistelligen Raten chronisch hoch. Die geringe Varianz der Inflationsrate könnte der Grund dafür sein, dass eine Phillipskurve für Panama nicht ausgemacht werden kann. Es ist jedoch möglich, dass sich das Land seit einiger Zeit auf dem rechten Ast seiner Phillipskurve befindet. Litauen stellt eine Ausnahme dar, weil sowohl Inflationsrate als auch Arbeitslosenrate seit der Einführung des Currency Boards gesunken sind. Die Phillipskurve hat insgesamt einen ungewöhnlichen Verlauf. Es ist jedoch nicht klar, welche quantitative Bedeutung hier das Herausfallen einiger Gruppen von Arbeitssuchenden aus der Arbeitslosenstatistik hat.

### 3.5.3. Steigt die NAIRU?

Eine alternative oder ergänzende Erklärung für die steigende Arbeitslosigkeit in Ländern mit D/E-Systemen ist ein Anstieg der inflationsstabilen Arbeitslosenrate. Konventionell wird meist argumentiert, dass die Determinanten der NAIRU (*non accelerating inflation rate of unemployment*) vor allem mikroökonomischer Natur sind, welche sowohl das Ausmaß an Wettbewerb auf den Güter- als auch auf den Arbeitsmärkten beeinflussen (Juhn/Murphy/Topel 1991, Blanchard 1997, Franz 2000). Im Folgenden soll gezeigt werden, dass auch das Währungssystem einen signifikanten Einfluss auf die NAIRU nehmen kann, in dem es die Schockanfälligkeit einer Volkswirtschaft erhöht oder senkt.

Wenn eine Volkswirtschaft anfälliger gegenüber Schocks wird, so hat sie mit den Auswirkungen einer volatileren Nachfrage zu kämpfen. Unter anderem kommt es zu einer steigenden zyklischen Arbeitslosigkeit. Die Schockanfälligkeit einer Volkswirtschaft wird dabei von zwei unterschiedlichen Einflussgrößen bestimmt, welche voneinander unterschieden werden müssen. Während eine steigende Schockwahrscheinlichkeit die Häufigkeit von Ungleichgewichten auf dem Arbeitsmarkt erhöht, steigt mit einer größeren Schockwirkung das Ausmaß

Tabelle 24

**Integration der Gütermärkte in den Dollar- und in den Euroraum**

	Anteil (in% für das Jahr 1998) am Handel mit		Anteil des Handels am BIP (in%)	Anteil des bilateralen Handels am BIP (in%)	
	USA	Euroraum		USA	Euroraum
Estland	2,9	43,3	82,0	2,4	35,5
Litauen	2,9	32,7	62,3	1,8	20,4
Hongkong	15,2	8,8	124,7	19,0	11,0
Argentinien	14,2	20,0	10,2	1,4	2,0

Quelle: *Mussa* (2000: Tabelle 3.1).

der Ungleichgewichte. Das Niveau der zyklischen Arbeitslosigkeit wiederum ist das Produkt aus beiden Einflussgrößen. Im Folgenden soll zuerst auf die Schockwahrscheinlichkeit eingegangen werden, bevor danach die Schockwirkung behandelt wird.

D/E-Systeme eliminieren jegliche Schwankung des bilateralen nominalen Wechselkurses gegenüber dem Referenzwährungsraum. Damit hängt die Wahrscheinlichkeit von externen Schocks vom Ausmaß der Integration mit dem Referenzwährungsraum ab, welche anhand der grenzüberschreitenden Warenströme gemessen werden kann. Dabei erhalten wir für Länder mit D/E-Systemen ein gemischtes Bild. Tabelle 24 zeigt die Anteile des Dollar- und des Euroraums am gesamten Außenhandel eines Landes. Estland ist gut in den Euroraum integriert, weil das Land über 40 Prozent seines Außenhandels mit diesem Währungsraum abwickelt. Aufgrund eines großen Offenheitsgrades besitzt der Außenhandel auch einen großen Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Litauen scheint ebenfalls verhältnismäßig gut in den Euroraum integriert zu sein. Hongkong vereint hingegen nur 15 Prozent seines Außenhandels auf die USA. Allerdings ist sein wichtigster Handelspartner, China, ebenfalls an den US-Dollar gekoppelt und gehört damit faktisch auch zum Dollarraum. Daher ist das Risiko exogener Schocks für Hongkong sehr viel geringer als durch den bilateralen Handel mit den USA angezeigt wird.

Das Gegenbeispiel einer nur schwach in den Referenzwährungsraum integrierten Volkswirtschaft ist Argentinien, denn nur 1,4 Prozent seines Handels betreibt das Land mit den USA. Seine wichtigsten Handelspartner, Brasilien (24 Prozent) und der Euroraum (20 Prozent), besitzen flexible Wechselkurse zum US-Dollar. Aus diesem Grund verursacht jede Abwertung des Euro oder des Real gegenüber dem US-Dollar einen negativen Schock für die argentinische Volkswirtschaft. Es bleibt somit festzustellen, dass sich das Schockrisiko für die

einzelnen Volkswirtschaften sehr stark unterscheidet, was mit ihrem unterschiedlichen Integrationsgrad mit dem Referenzwährungsraum zu erklären ist.

Neben der Schockhäufigkeit, bestimmt die Wirkung von Schocks, wie weit und für wie lange die Arbeitslosigkeit über ihr gleichgewichtiges Niveau hinaus steigt. Die optimale Anpassung an einen negativen Schock besteht in einer Abwertung. Schon *Friedman* (1953) stellt als wichtigsten Vorteil flexibler Wechselkurse deren isolierende Wirkung im Falle eines negativen Schocks heraus. Ein negativer Schock – beispielsweise durch eine Verschlechterung der Exportpreise – verursacht ein Defizit in der Devisenbilanz, weil sich die Leistungsbilanz passiviert. Eine Abwertung reduziert die Überschussnachfrage nach Devisen, weil sie die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft verbessert. Ist die Marshall-Lerner-Bedingung erfüllt, stabilisiert sich die Volkswirtschaft durch einen expansiven Effekt, welcher dem negativen Schock entgegenwirkt.

Ein D/E-System eliminiert diesen stabilisierenden Wechselkurseffekt und die inländischen Preise müssen die gesamte Anpassungsleistung übernehmen. Ohne die isolierende Wirkung des Wechselkurses treffen nun externe Schocks die Volkswirtschaft mit ihrer ungedämpften Stärke und verursachen *cet. par.* steigende Anpassungskosten, weil die Anpassung tausender von Einzelpreisen längere Zeit in Anspruch nimmt als die Anpassung des Wechselkurses.

*Broda* (2001) untersucht die Reaktion in 74 Entwicklungsländern in der Nach-Bretton-Woods-Periode (1973–1996) auf negative reale Schocks und kommt zu dem Ergebnis, dass die Anpassungskosten in einem flexiblen System in der Tat geringer sind als in einem Festkurssystem. Nach einem *terms of trade* Schock reagiert der reale Wechselkurs in den Ländern mit einem flexiblen Wechselkurssystem stärker, die Veränderung des Sozialproduktes fällt geringer aus und die Änderung der Inflation ist ebenfalls stärker als in Ländern mit einem Festkurssystem. Dadurch entstehen bei einem fixen Wechselkurs erhebliche Leistungsbilanzdefizite (Tabelle 25).

Es bleibt festzuhalten, dass ohne die isolierende Wirkung des Wechselkurses externe Schocks die Volkswirtschaft in voller Schärfe treffen und zu erhöhten Anpassungskosten führen. Insofern stimmt das Ergebnis mit der Ansicht *Keynes* (1924) überein: „*when stability of the internal price level and stability of the external exchanges are incompatible, the former is generally preferable; and that on occasions when the dilemma is acute, the preservation of the former at the expense of the latter is, fortunately perhaps, the line of least resistance*“ (S. 163)“.

### 3.6. Fallbeispiel: Stabilität in Hongkong, Krise in Argentinien

Argentinien und Hongkong sind die beiden prominentesten Beispiele von Volkswirtschaften mit einem Currency Board. In Tabelle 23 zeigte sich, dass

Tabelle 25

**Auswirkungen eines negativen realen Schocks in der kurzen Frist**

Variabel	Regime	Beobach- tungen	Jahre nach dem Schock			Kumulativ
			0	1	2	
Realer Output (Veränderung gegen- über dem Trend vor dem Schock)	Fix	39	-1,70 (0,74)	-3,07 (0,98)	-2,36 (1,06)	-7,13
	Flexibel	10	-0,85 (0,57)	-1,03 (0,85)	0,29 (1,11)	-1,59
Realer effektiver Wechselkurs (Veränderung gegen- über Vorjahr)	Fix	39	1,95 (2,59)	0,03 (1,11)	2,45 (1,54)	4,43
	Flexibel	10	6,92 (3,19)	4,76 (2,60)	-0,59 (4,11)	11,08
Saldo der Leistungsbilanz (im Verhältnis zum BIP)	Fix	39	-8,97 (1,69)	-7,65 (1,52)	-6,00 (1,08)	-22,44
	Flexibel	10	-2,98 (0,63)	-3,41 (1,28)	-3,49 (1,16)	-9,88
Inflation (Veränderung gegen- über Vorjahr)	Fix	39	-1,20 (1,14)	-0,44 (0,60)	-1,44 (1,98)	-3,08
	Flexibel	10	0,72 (7,45)	8,22 (11,61)	-3,17 (15,82)	5,77

Aus: Broda (2002: Tabelle V).

die Wachstumsraten in Hongkong in den letzten 17 Jahren 1,2 Prozentpunkte über der durchschnittlichen Wachstumsrate in vergleichbaren Volkswirtschaften lagen. Eine Währungskrise konnte in dieser Zeit – sogar während der Finanzkrisen in Ostasien 1997/98 – verhindert werden. Im Gegensatz dazu hatte das Currency Board in Argentinien eine weniger glückliche Geschichte, weil es ab 1999 in eine starke Leistungsbilanzkrise führte, die schließlich die Aufgabe des Systems erzwang. Das Wachstum in Argentinien war in den Jahren des Currency Boards 1,4 Prozentpunkte geringer als in vergleichbaren Ländern. Das folgende Kapitel versucht zu klären, warum das gleiche Währungsregime im Falle Hongkongs eine stabilisierende Wirkung hatte, während es in Argentinien in die Krise führte. Die Theorie des Optimalen Währungsraums zeigt, dass eine harte Fixierung nur in dem Fall optimal ist, wenn die Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks gering und die Anpassungsflexibilität auf solche Schocks hoch ist. Daher werden beide Volkswirtschaften auf ihr Schockrisiko und ihre Anpassungsflexibilität hin untersucht.

3.6.1. *Offenes Hongkong*

Im Falle Hongkongs übertragen sich internationale reale Schocks gewöhnlich schnell auf die heimische Volkswirtschaft. Dies liegt an der außergewöhnlichen Offenheit dieser Volkswirtschaft. Der Rückgang der Exportnachfrage 1998 im Zuge der Finanzkrisen in den Nachbarländern in Ostasien hatte eine stark kontraktive Wirkung. Allerdings sind externe Schocks meist symmetrischer Natur, weil die konjunkturelle Entwicklung relativ eng mit der Entwicklung im Dollarraum korreliert ist.

Tabelle 26 verdeutlicht die starke Integration in den Dollarraum. Allein die USA und das dollarfixierte China haben zusammen einen Anteil von 57 Prozent an den gesamten Exporten. An die EU-Länder gehen hingegen nur 16 Prozent der Exporte. Die Exportanteile unterschätzen dabei noch die Bedeutung des US-Dollars, weil die Exporte in vielen kleineren Ländern in der selben Währung fakturiert werden. Die Integration Hongkongs in den Dollarraum senkt die Volatilität des effektiven Wechselkurses in einem Festkurssystem, weil Abwertungen in Drittländern nur einen geringen Einfluss haben.

*Tabelle 26*  
**Regionalstruktur der Exporte Hongkongs<sup>1</sup>**

Land	Anteil an den Exporten
China	33%
USA	24%
EU	16%
Japan	5%
Großbritannien	4%
Insgesamt	83%

<sup>1</sup> Für das Jahr 1999.

Daten: *IWF*, Direction of Trade Statistics, CD-Rom; eigene Berechnungen.

Ähnlich wie beim Güterverkehr ist die Offenheit der Wirtschaft Hongkongs auch im Kapitalverkehr ausgeprägt. Hongkong weist mit einem Verhältnis von 189 Prozent zwischen Bruttokapitalströmen und Sozialprodukt eine starke Integration in den internationalen Finanzmarkt auf. Dieses spiegelt die Bedeutung Hongkongs als internationalen Finanzplatz wider. Die Finanzkrisen 1997/98 führten zu einem Kapitalabzug internationaler und nationaler Anleger. Ein Indikator für diese Kapitalflucht war der starke Rückgang der Vermögenspreise,

während Börsennotierungen in den USA und Europa haussierten. Dieser Finanzmarktschock war somit asymmetrischer Natur. Die glaubwürdige Wechselkursfixierung verhinderte jedoch eine panische Reaktion der Anleger wie es in den Ländern Ostasiens der Fall gewesen war.

Neben einer starken Integration in den Dollarraum weist Hongkong auch eine äußerst hohe Variabilität des Preisniveaus auf. Die Phillipskurve der Volkswirtschaft auf S. 127 ff zeigt Schwankungen der Inflationsrate zwischen +15 und –4 Prozent. Der starke Rückgang des Preisniveaus in den Jahren 1999 und 2000 hat dazu beigetragen, die – durch die Abwertung der Handelspartner entstandene – reale Überbewertung abzubauen und so eine Währungs Krise zu verhindern. Dies ist ein Teil der Erklärung, weshalb sich Hongkong ohne die Aufgabe seines Currency Boards relativ rasch erholte, während andere Volkswirtschaften von den internationalen Finanzkrisen dieser Zeit weit länger betroffen waren.

Ein Grund für die hohe Anpassungsflexibilität des Preisniveaus war wiederum die Flexibilität der Löhne. Das Sozialprodukt stieg in Hongkong im letzten Jahrzehnt im Durchschnitt um jährlich 3,7 Prozent an. Nach dem negativen Schock des Jahres 1998 fiel das Sozialprodukt um 5,3 Prozent, um in den nachfolgenden Jahren wieder zu steigen (Tabelle 27). Die Nominallöhne bewegten sich vor dem Jahr 1998 auf sehr hohem Niveau, was sich nach diesem Schock schlagartig änderte. Schon im Jahr nach der Krise sanken die Nominallöhne. Und auch der erneute Wachstumseinbruch des Jahres 2001, im Zuge der weltweiten Rezession, führte zu einem Rückgang der Nominallöhne. Die Konsumentenpreise reagierten noch stärker. Die hohe Elastizität von Löhnen und Preisen trug dazu bei, dass die Produzentenpreise in der gesamten Zeit relativ stabil blieben und sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit Hongkongs trotz feh-

Tabelle 27

**Preis- und Lohnentwicklung in Hongkong**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	Veränderung in %								
Reales BIP	6,1	5,4	3,9	4,5	5,0	-5,3	3,0	10,5	0,2
Nominallöhne <sup>1</sup>	–	–	10,7	7,7	8,2	6,3	-0,7	1,5	-2,1
Konsumentenpreise	7,5	8,7	9,1	6,3	5,8	2,8	-4,0	-3,7	-1,6
Produzentenpreise	0,7	2,1	2,8	-0,1	-0,3	-1,8	-1,5	0,2	-1,5
Beschäftigung	2,3	2,6	1,1	5,8	2,9	-1,3	-0,3	3,1	1,3

<sup>1</sup> Produzierendes Gewerbe.

Daten: Für BIP, Konsumentenpreise, Produzentenpreise und Löhne in Hongkong: *IWF*, International Financial Statistics, CD-Rom; eigene Berechnungen.

lender Abwertung nicht verschlechterte. Die Beschäftigung ging in der Krisenzeit nur minimal zurück und konnte im Jahre 2000 wieder über das Vorkrisenniveau steigen.

Zur Erklärung der hohen Lohnflexibilität in Hongkong wird oft die Organisation des Arbeitsmarktes herangezogen. Die Arbeitsmarktflexibilität ist sowohl relevant in Bezug auf die Anpassung an zyklische Schwankungen, als auch in Bezug auf die strukturelle Transformation der Volkswirtschaft. Weder gibt es einen staatlichen Mindestlohn, noch einen starken institutionellen Rahmen für die Anerkennung von Gewerkschaften und kollektiven Tarifverhandlungen. Dadurch ist die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften sehr gering. Sie sind gewöhnlich nicht stark genug, um die Unternehmensführung zu kollektiven Lohnverhandlungen zu zwingen. Der Lohnverhandlungsprozess ist dadurch vollkommen dezentralisiert, und die Löhne werden auf individueller Ebene zwischen den Unternehmen und den einzelnen Arbeitnehmern festgelegt. Nur sehr wenige Arbeitnehmer werden durch kollektive Abschlüsse geschützt, welchen jedoch die Allgemeinverbindlichkeit fehlt (*IWF* 2000: 11). Die Anpassungslast auf dem Arbeitsmarkt fällt somit vor allem den Beschäftigten und weniger den Unternehmen zu. Durch diesen stark deregulierten Arbeitsmarkt sind die Unternehmen in Hongkong in der Lage, ihre Arbeitskosten den sich schnell verändernden Wettbewerbsbedingungen auf den Weltmärkten anzupassen. Auch die Regierung legt ihre Löhne ohne einen Verhandlungsprozess fest und hat dadurch die Möglichkeit, diese auch kurzfristig der jeweiligen Haushaltssituation anzupassen.

Die Bedeutung der Arbeitsmarktflexibilität für die Anpassungsflexibilität wird jedoch oft überschätzt, denn die Variabilität des Preisniveaus ist zu einem großen Teil das Ergebnis der starken Integration der Volkswirtschaft in die Weltwirtschaft. Ein Großteil der Beschäftigten arbeitet im Sektor für handelbare Güter. Dadurch kommt es zu einer *Quasi*-Indexierung der Reallöhne am realen Wechselkurs, weil sich für die einzelnen Unternehmen der relative Anstieg der Lohnkosten direkt auf ihre Wettbewerbsposition auswirkt. Der Preisrückgang in Hongkong in den Jahren 1999, 2000 und 2001 unterscheidet sich von einer meist kostspieligen Deflation, weil die Ursache ein Rückgang der Importpreise war. Der Preisrückgang hat somit keine dauerhaften Deflationserwartungen erzeugt, weshalb die Volkswirtschaft auch relativ schnell auf einen Wachstumspfad zurückkehren konnte.

### 3.6.2. Geschlossenes Argentinien

Argentinien ist im Gegensatz zu Hongkong eine weitgehend geschlossene Volkswirtschaft. Der Offenheitsgrad beträgt für den Güterverkehr nur 18 Prozent, womit das Land auf einer Stufe mit Indien oder Japan steht. Argentinien

weist außerdem einen begrenzten Diversifikationsgrad auf und ist daher auf Schocks in den exportwichtigen Sektoren besonders anfällig. Landwirtschaftliche Güter weisen noch immer einen besonders hohen Anteil an den Exporten auf. Zwar geht dieser Anteil an den Gesamtexporten kontinuierlich zurück, doch Nachfrageänderungen auf den Weltagrarmärkten haben nach wie vor einen starken Einfluss auf die argentinische Wirtschaft.

Im Gegensatz zu Hongkong ist Argentiniens Außenhandel auch nur gering in den Dollarraum integriert. Denn die wichtigsten Handelspartner des Landes gehören entweder dem Euroraum an oder sind Länder Lateinamerikas. Das wichtigste Ziel argentinischer Exporte ist Brasilien (Tabelle 28). Die USA haben lediglich einen Anteil von 11 Prozent. Somit ist das Gewicht des brasilianischen Real und des Euro für den argentinischen effektiven Wechselkurs groß. Die Abwertung einer dieser beiden Währungen gegenüber dem US-Dollar führt zur Aufwertung des effektiven Wechselkurses eines dollarfixierten Peso.

*Tabelle 28*  
**Regionalstruktur der Exporte Argentiniens<sup>1</sup>**

Land	Anteil an den Exporten
Brasilien	24%
EU	20%
USA	11%
Chile	8%
Uruguay	3%
Insgesamt	67%

<sup>1</sup> Für das Jahr 1999.

Daten: *IWF*: Direction of Trade Statistics, CD-Rom; eigene Berechnungen.

Weiterhin hat für Argentinien der Kapitalverkehr eine vergleichsweise geringere Bedeutung. Das Verhältnis zum BIP beträgt nur 11 Prozent. Internationale Finanzmarktschocks wirken sich dadurch weniger unmittelbar auf Argentinien aus. Die Finanzmärkte sind jedoch stark dollarisiert, woraus das Problem entsteht, dass jederzeit die Gefahr einer Kapitalflucht und einer längerfristigen Umkehr des Kapitalverkehrs besteht.

Für Argentinien entsteht ein relativ hohes internationales Risiko durch sinkende Preise auf einzelnen Exportmärkten, die Abwertung des Euro oder des Real sowie die Umkehrung des Kapitalverkehrs. Dem steht zudem eine geringe Anpassung des Preisniveaus an außenwirtschaftliche Entwicklungen gegenüber.

Die jüngste Vergangenheit des Landes zeigt, dass die Schwankungen der Inflationsrate auch bei ausgeprägten Leistungsbilanzungleichgewichten relativ gering ausfallen. Nach dem Durchbrechen der eineinhalb Jahrzehnte lang auf hohem Niveau anhaltenden Inflation, schwankte die Inflationsrate in Argentinien seit 1994 nur noch zwischen +4 und -1 Prozentpunkten (Abbildung 6).

Drei Faktoren können für diese Preisniveaurigidität verantwortlich gemacht werden. Der erste ist eine monopolistische Struktur auf den Gütermärkten, der zweite eine geringe Anpassungsflexibilität der Löhne und der dritte ist die geringe Offenheit der Volkswirtschaft. Auf den Gütermärkten weisen wichtige Sektoren der argentinischen Wirtschaft einen hohen Konzentrationsgrad auf, sowohl im verarbeitenden Gewerbe, im Energiesektor als auch im Bankensektor. Zwar wurden in den 90er Jahren Direktinvestitionen erheblichen Umfangs in diese Bereiche getätigt, allerdings haben sie nicht unbedingt zu einer Stärkung des Wettbewerbes geführt, weil in vielen Fällen lediglich staatliche Monopole in private Monopole umgewandelt wurden. Zum Teil erhielten die ausländischen Käufer sogar Preisgarantien. In wichtigen Bereichen der Wirtschaft waren die Preise dadurch weitgehend fixiert und relativ unabhängig von der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Landes.

Auch Lohnrigiditäten führen in Argentinien zu Anpassungsmängeln. Besonders starr sind dabei die Löhne für staatliche Bedienstete, während sich die Löhne in der privaten Wirtschaft als flexibler erwiesen haben.<sup>28</sup> So kam es zu steigenden Reallöhnen im staatlichen Sektor in Zeiten wirtschaftlicher Stagnation, was zu Fehlallokationen geführt hat. Die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt ging bis 1998 nicht einmal in Richtung Flexibilisierung, sondern in die entgegen gesetzte Richtung.<sup>29</sup>

Der Hauptgrund für die Abkopplung des inländischen Preis- und Lohnniveaus von außenwirtschaftlichen Entwicklungen dürfte jedoch die geringe Offenheit der argentinischen Volkswirtschaft sein. Veränderte Importpreise haben nur einen geringen Einfluss auf die inländische Inflation, und die Nominallöhne orientieren sich dadurch vor allem am inländischen Preisniveau und weniger am realen Wechselkurs. Dadurch nimmt der Abbau von Leistungsbilanzungleichgewichten jedoch – anders als im Falle Hongkongs – eine erhebliche Zeit in Anspruch.

---

<sup>28</sup> Nach der ersten starken realen Aufwertung des Peso im Jahre 1995 im Zusammenhang mit der mexikanischen Währungskrise, unternahm die Regierung den Versuch, die Löhne für die Staatsangestellten am realen Wechselkurs zu indexieren. Dieser Versuch scheiterte allerdings an den Arbeitsgerichten.

<sup>29</sup> So erschwerte beispielsweise 1998 die Regierung Zeitarbeitsverträge. Die einzige Ausnahme blieben Arbeitsverträge für schwer vermittelbare Gruppen. Weiterhin wurde die Verhandlungsposition der Gewerkschaften in den Tarifverträgen eher gestärkt als geschwächt, ohne dass es jedoch zu einem Lohnverhandlungsprozess auf nationaler Ebene kam, der eine höhere aggregierte Lohnflexibilität ermöglicht hätte.

### 3.6.3. Die Dynamik der Argentinienkrise

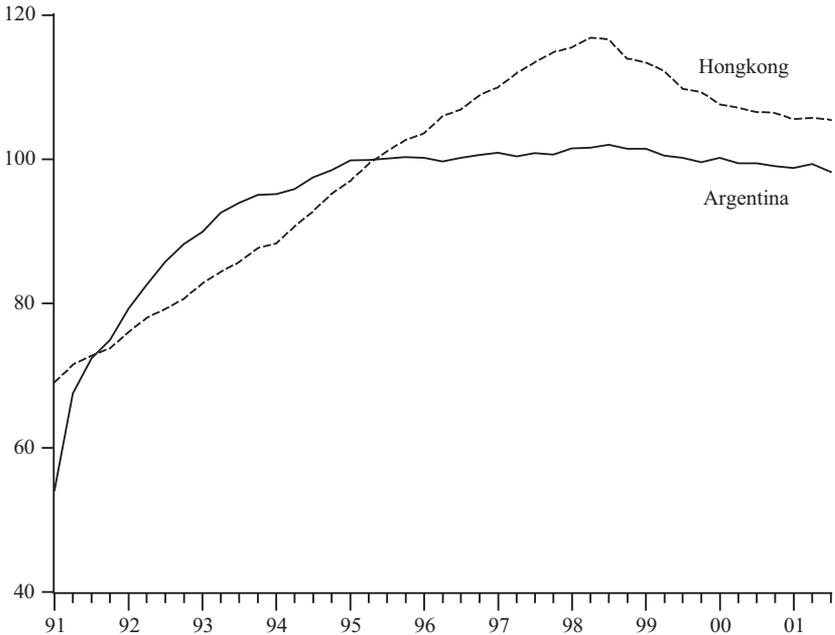
Die Einführung des Currency Boards im Jahre 1991 führte zu einem schnellen Ende der argentinischen Hyperinflation.<sup>30</sup> Da die Inflationsrate erst im dritten Jahr nach der harten Fixierung einstellig wurde, wertete das Land in diesen Jahren kräftig auf. Der Stabilisierungsboom führte jedoch zunächst dazu, dass die steigende Inlandsnachfrage den Rückgang der Auslandsnachfrage kompensierte. Als theoretische Option stand dem Land der Ausstieg aus der Fixierung nach erfolgreicher Stabilisierung im Jahre 1994 oder nach der Überwindung der Mexikokrise 1996 offen. Hierfür hätte die Regierung jedoch ein glaubwürdiges Konzept zur Verhinderung eines neuen Inflationsanstiegs vorlegen müssen.

Dem ersten Schock war die Wirtschaft im Jahre 1995 ausgesetzt, als die Kapitalimporte in die Schwellenländer im Zuge der Mexikokrise für kurze Zeit zurückgingen. Hiervon war auch Argentinien betroffen. Da Mexiko jedoch nicht zu den wichtigsten Handelspartnern des Landes gehörte, war dieser Schock nicht stark genug, um das Wachstum aus dem Tritt zu bringen. In den Jahren zwischen 1996 und 2000 war die argentinische Wirtschaft einem zweiten Schock ausgesetzt, als die Weltmarktpreise für Nahrungsmittel um 37 Prozent sanken. Da diese immer noch einen hohen Anteil an den argentinischen Exporten besaßen, führte dies zu einer Krise im landwirtschaftlichen Sektor. Der eigentliche Hauptschock war indes die starke Abwertung Brasiliens um 37 Prozent zwischen Dezember 1998 und Februar 1999, sowie die Abwertung des Euro um 26 Prozent zwischen Januar 1999 und Oktober 2000. Diese Abwertungen führten zu einer drastischen Aufwertung des effektiven Wechselkurses des dollarfixierten Peso, weil Brasilien und der Euroraum zusammen 44 Prozent der Exporte des Landes vereinen. Die starke Aufwertung des Landes verschlechterte seine Wettbewerbsfähigkeit und führte zu einem weitgehenden Ausfall der Auslandsnachfrage.

Der Zustrom von Auslandskapital nach 1991 stellte für die Volkswirtschaft einen positiven Angebotsschock dar, welcher zu einer steigenden Produktivität, sinkenden Lohnstückkosten und einer steigenden Produktion führte. Der Kapitalverkehr stellte in Argentinien zu Anfang eine stabilisierende Größe dar – im Gegensatz zu anderen Beispielen, bei denen dieser eine Krise einleitete –, weil die Kapitalimporte auch noch einige Zeit nach dem Beginn der Wachstumsschwäche nach 1998 ins Land strömten. Der Grund waren anhaltende hohe Direktinvestitionen. Im Laufe der Wachstumsschwäche des Landes blieben die Kapitalimporte jedoch aus, was zu einem Devisenmangel und schließlich zu der Zahlungsunfähigkeit des Landes führte. Insofern spielte der Kapitalverkehr in Argentinien in der Krise keine ursächliche Rolle, hatte jedoch einen verstärkenden Effekt.

---

<sup>30</sup> Für eine Überblicksdarstellung mit Daten zur langfristigen Entwicklung des Landes siehe *Jonas* (2002).



Daten: Konsumentenpreise; *IWF*, International Financial Statistics, CD-Rom.

Abbildung 7: Preisniveauentwicklung in Hongkong und Argentinien (1995 = 100)

Auf diese außergewöhnlich starken Schocks reagierte die argentinische Volkswirtschaft vor allem mit Mengenanpassungen und weniger mit Preisanpassungen. Abbildung 7 zeigt, dass die Anpassungsdynamik des Preisniveaus relativ gering war. Insbesondere scheinen nominale Rigiditäten nach unten hierfür verantwortlich zu sein, denn die Schocks der Jahre 1995 und 1999 haben zu keinem merklichen Rückgang des Preisniveaus geführt. Aufschlussreich ist der Vergleich mit der Entwicklung in Hongkong, wo das Preisniveau sehr viel stärker auf internationale Entwicklung reagierte. Während die Preise in den Jahren 1994–1998 stärker stiegen als in Argentinien, gingen sie danach auch weitaus stärker zurück.

In Argentinien betrug der durchschnittliche Anstieg des realen Sozialprodukts der Jahre 1993–1998 4,5 Prozent (Tabelle 29). Der exogene Schock des Jahres 1998 führte zu einer Rezession in den drei nachfolgenden Jahren. In keinem der Rezessionsjahre gingen jedoch die Nominallöhne zurück. Die Konsumentenpreise sanken in dieser Zeit nur geringfügig. Nach 1996 ist in 4 von 5 Jahren ein Rückgang der Produzentenpreise zu verzeichnen, was größtenteils auf sin-

Tabelle 29

**Preis- und Lohnentwicklung in Argentinien**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	Veränderung in %								
Reales BIP	6,3	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8	-3,7
Nominallöhne <sup>1</sup>	12,6	5,3	3,4	3,3	1,0	1,2	1,0	1,7	1,4
Konsumentenpreise	10,6	4,2	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1
Produzentenpreise	1,6	0,7	7,8	3,7	-1,1	-3,3	-4,1	3,7	-2,0
Beschäftigung <sup>2</sup>	2,5	-4,8	-5,2	-	6,6	5,3	0,1	-0,3	-

<sup>1</sup> Produzierendes Gewerbe.

<sup>2</sup> Vor 1996: Beschäftigung in der Region *Gran Buenos Aires*.

Daten: Für BIP, Konsumentenpreise, Produzentenpreise und Löhne: *IWF*, International Financial Statistics, CD-Rom; für Beschäftigung: *ILO*, Labour Statistics Database.

kende Preise für importierte Vorprodukte zurückzuführen ist. Dieses kompensierte jedoch nicht die Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses, so dass die Wettbewerbsfähigkeit der argentinischen Volkswirtschaft erodierte. Während Argentinien in den Jahren 1997 und 1998 noch ein kräftiges Beschäftigungswachstum genoss, ging dieses 1999 stark zurück und war 2000 sogar negativ. In der Tabelle sind noch nicht die katastrophalen Auswirkungen der Jahre 2001 und 2002 enthalten, in denen die Beschäftigung stark zurückgegangen sein dürfte.

Die unmittelbaren Ursachen der schweren Wirtschaftskrise in Argentinien waren somit zwei asymmetrische Schocks durch sinkende Exportpreise und Abwertungen der wichtigsten Handelspartner. Die Anpassungsflexibilität der Preise und Löhne reichte in dieser Situation nicht aus, um die aus den Schocks resultierende Überbewertung ausreichend abzubauen. Erschwerend kam hinzu, dass die Dollarinflationsrate sehr niedrig war, und ein neues Gleichgewicht sinkende Preise verlangte. Aufgrund eines relativ geringen Anteils des Außenhandels an der Wertschöpfung hat dies nicht unmittelbar zu einer Rezession, sondern anfangs eher zu einer Wachstumsverlangsamung geführt. Die Wettbewerbsprobleme akkumulierten sich jedoch und setzten nach 1998 eine Abwärtsspirale in Gang.

Die Wirtschaftspolitik war in Argentinien nicht mit der Dollarfixierung konsistent. Denn anstatt die Arbeitsmärkte auf breiter Basis zu flexibilisieren oder eine Indexierung des Nominallohns mit dem realen Wechselkurs vorzunehmen, beschritt die argentinische Regierung bis 1998 den entgegen gesetzten Weg

einer zunehmenden Regulierung des Arbeitsmarktes ohne Lohnindexierung. Es bleibt jedoch zu fragen, ob das Currency Board für Argentinien überhaupt das optimale Währungsregime darstellte.

Die Analyse des Offenheitsgrades und der Exportstruktur führte zu dem Ergebnis, dass der Dollarraum auf absehbare Zeit nicht der optimale Währungsraum für das Land ist. Das makroökonomische Risiko ist aufgrund eines hohen internationalen Risikos und einer geringen Anpassungsflexibilität hierfür zu hoch. Gemäß der traditionellen Handelsströme erscheint es unmöglich, dass ein dollarisiertes Argentinien nicht von enormen asymmetrischen Schocks betroffen wäre, welche zu Krisen führen, die mit derjenigen von 2001/2002 vergleichbar sind. Das Land sollte aus diesem Grund jedem Fremdwährungsraum fernbleiben und der Stabilisierung des Binnenwertes sowie der währungspolitischen Kooperation mit Brasilien als wichtigsten Handelspartner einen höheren Stellenwert einräumen.

### 3. Teil

## Konsequenzen

### 1. Länder mit D/E-Systemen und Currency Boards

#### 1.1. Senkung des internationalen Risikos

##### 1.1.1. Die Wahl des Währungsraums

Ein fester Wechselkurs gegenüber einer einzigen Währung erhöht bei einer fehlenden Integration in den Bezugswährungsraum das Wechselkursrisiko. Um bei der Einführung einer Fremdwährung einen Anstieg des Makrorisikos zu verhindern, muss ein Land in den Währungsraum eintreten, in den seine Märkte am weitestgehend integriert sind. Vor der Währungswahl muss daher eine Analyse der Regionalstruktur des Güter- und Finanzverkehrs stehen.

Der IWF zeigt, dass die Mehrzahl der Länder intensivere Handelsbeziehungen mit unterschiedlichen Währungsräumen unterhalten (*Mussa* 2000a: Anhang V). Der Anteil eines einzigen Währungsraums am gesamten Außenhandel eines Landes übertrifft im Normalfall nicht die 50 Prozent (*op. cit.*: Tabelle 25). *Eichengreen* (1998), *Levy-Yeyati* und *Sturzenegger* (1999) sowie *Loayza* und *Ubide* (1999) kommen zu dem Ergebnis, dass die Länder Lateinamerikas mit den USA keinen optimalen Währungsraum bilden. *Alesina et al.* (2002) kommen hingegen zu dem Schluss, dass ein optimaler Dollarraum die NAFTA-Länder USA, Kanada und Mexiko, sowie die Länder Zentralamerikas umschließt. Südamerika wird jedoch wiederum nicht zum Dollarraum gezählt.

Tabelle 30 zeigt, dass die Länder Lateinamerikas in drei Gruppen eingeteilt werden müssen. Diejenigen, die eine weitgehende Konzentration der Wirtschaftsbeziehungen auf den Dollarraum aufweisen, diejenigen, deren Außenhandel in den Dollar- und in den Euroraum ungefähr gleich verteilt ist, und diejenigen, für die der Euroraum eine größere Bedeutung besitzen. Zur ersten Gruppe gehören Costa Rica, Ekuador, Kolumbien, Mexiko, Paraguay, Peru und Venezuela. Zur zweiten Gruppe gehören Brasilien und Chile. Diese Länder leiden in einem D/E-System auf besondere Weise unter den Wechselkursschwankungen zwischen den beiden Weltwährungen. Argentinien und Uruguay hingegen haben intensivere Handelsbeziehungen zum Euroraum als zu den USA.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Die Zahlen unterschätzen jedoch die Bedeutung des Dollarraums als Handelspartner, da sowohl die wichtigsten Weltmärkte (z. B. Ölmarkt) als auch teilweise oder voll-

Bei der Multiplikation der Außenhandelsanteile der einzelnen Währungsräume mit dem Anteil des Außenhandels am BIP eines jeweiligen Landes zeigt sich die Bedeutung eines Währungsraums für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Dabei ergibt sich nur für Mexiko und Costa Rica ein signifikanter Anteil des US-Handels von einem Viertel bzw. einem Fünftel. Durch seine Mitgliedschaft in der NAFTA nimmt Mexiko insofern eine Sonderrolle ein, als es im Vergleich zu den anderen Ländern Lateinamerikas über präferenzielle Handelsbeziehungen zu den USA verfügt. Es folgt das dollarisierte Ekuador mit einem Zehntel. In Argentinien besitzt der Dollarhandel hingegen nur einen Anteil von 1,4 Prozent (Tabelle 30).

Die zweite Region, die sich aufgrund ihrer wirtschaftlichen Ausrichtung für die Übernahme einer Fremdwährung anbietet, ist Mittel- und Osteuropa. Die Integration der Gütermärkte in den Euroraum ist eindeutig höher als die Integration in den Dollarraum (Tabelle 30). Polen, Slowenien, Tschechien und Ungarn weisen besonders starke Handelsverflechtungen mit dem Euroraum auf (55–66 Prozent). Durch den relativ hohen Offenheitsgrad der Volkswirtschaften hat der Eurohandel auch eine große Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dieser Länder. Am stärksten ist diese Bedeutung für Estland, Slowenien, Tschechien und Ungarn. Nur für Russland und die Ukraine ist sie gering.

Die Mehrzahl der Länder Ostasiens ist wiederum stärker in den Dollarraum als in den Euroraum integriert. Zwar lässt sich keine besonders starke Konzentration auf die USA erkennen, aufgrund ihres hohen Offenheitsgrades ist die Nachfragewirkung des Außenhandels jedoch höher als in den meisten Ländern Lateinamerikas. Am stärksten ist diese in Hongkong, Malaysia und in Singapur. Im Falle Hongkongs spielt – wie oben gezeigt wurde – der Außenhandel mit China eine wichtige Rolle. Durch die harte Wechselkursfixierung Chinas gegenüber dem US-Dollar ist Hongkong gut in den Dollarraum integriert. *Alesina et al.* (2002) rechnen neben Hongkong auch die Philippinen und Singapur zum Dollarraum. Die Zahlen aus Tabelle 30 legen nahe, zusätzlich noch Malaysia hinzuzuzählen.

Für die Analyse der Währungsstruktur des Finanzverkehrs kann auf die Devisenmarktumsätze (*BIZ* 2002) zurückgegriffen werden, da die Finanztransaktionen diese dominieren. Die Anteile der Währungen an den Devisenmarktumsätzen können als Indikator für die monetäre Integration in einzelne Währungsräume dienen. Danach spielt der US-Dollar in allen 14 betrachteten Volkswirtschaften eine bedeutsame Rolle (Tabelle 31). In Lateinamerika und Ostasien ist diese Dominanz mit einem Anteil zwischen 97,9 und 94,2 von 200

---

kommen dollarisierte Volkswirtschaften (z. B. Ekuador) zum Dollarraum hinzugezählt werden müssen.

Tabelle 30

**Integration der Gütermärkte in den Dollar- und Euroraum**

	Anteil am Handel insgesamt		Außenhandel/ BIP	Anteil am BIP	
	USA	Euroraum		USA	Euroraum
Lateinamerika					
Argentinien	14,2	20,0	10,2	1,4	2,0
Brasilien	21,7	24,8	8,2	1,8	2,0
Costa Rica	51,6	14,2	47,7	24,6	6,8
Chile	18,8	17,9	27,1	5,1	4,9
Ekuador	33,7	15,1	29,4	9,9	4,4
Kolumbien	35,5	17,5	17,5	6,2	3,1
Mexiko	77,8	5,9	25,0	19,5	1,5
Paraguay	16,3	10,7	26,0	4,2	2,8
Peru	29,4	15,7	15,7	4,6	2,5
Uruguay	11,4	16,0	21,5	2,5	3,4
Venezuela	43,0	10,8	20,3	8,7	2,2
Mittel- und Osteuropa					
Estland	2,9	43,3	82,0	2,4	35,5
Lettland	4,7	35,6	56,2	2,6	20,0
Litauen	2,9	32,7	62,3	1,8	20,4
Polen	2,3	59,2	27,5	0,6	16,3
Rumänien	3,9	51,7	26,6	1,0	13,8
Russland	7,8	28,1	28,6	2,2	8,0
Slowakei	1,1	47,6	58,7	0,6	27,9
Slowenien	2,9	63,4	56,1	1,6	35,6
Tschechien	2,1	54,9	60,9	1,3	33,4
Ukraine	2,0	12,5	42,9	0,9	5,4
Ungarn	4,0	65,5	60,8	2,4	39,8
Ostasien					
Hongkong	15,2	8,8	124,7	19,0	11,0
Indonesien	12,8	12,7	71,4	9,1	9,1
Südkorea	16,9	8,4	44,1	7,5	3,7
Malaysia	18,1	9,0	115,5	20,9	10,4
Philippinen	24,8	8,9	56,4	14,0	5,0
Singapur	18,2	10,1	143,6	26,1	14,5
Thailand	17,1	12,0	49,5	8,4	5,9

Daten: *Mussa* (2000a: Tabelle 3.1).

Tabelle 31

**Anteile internationaler Währungen am Devisenmarktumsatz (2001)<sup>1</sup>**

	Insgesamt (in Mio. US-Dollar)	US-Dollar	Euro	Yen	Britisches Pfund	Schweizer Franken
Schwellenländer (14)	49593	90,3	9,0	5,5	1,0	0,5
Lateinamerika (3)	15746	97,9	1,3	1,5	0,1	0,1
Brasilien	4844	93,4	3,3	4,3	0,1	0,2
Chile	2328	99,8	1,4	0,6	0,0	0,0
Mexiko	8574	99,9	0,1	0,1	0,1	0,0
Beitrittsländer/Türkei (5)	11861	73,1	23,8	2,5	3,5	2,9
Tschechien	2028	66,9	51,1	0,6	1,1	0,8
Ungarn	581	69,0	80,6	8,8	3,6	2,6
Polen	7534	71,0	3,9	–	–	–
Slowakei	676	84,6	47,5	3,3	2,8	3,8
Türkei	1042	95,3	67,6	2,2	5,1	1,5
Ostasien (6)	21986	94,2	6,6	10,9	1,6	0,7
Indonesien	3857	79,1	9,9	7,1	3,7	1,6
Korea	9597	98,7	3,2	7,3	0,8	0,1
Malaysia	1248	96,9	7,1	12,4	1,9	0,7
Philippinen	1061	99,5	2,3	10,2	0,8	0,4
Taiwan	4327	94,7	13,1	22,3	2,2	1,3
Thailand	1896	96,4	4,0	10,8	0,7	0,4

<sup>1</sup> Die Bezugsgröße von 200 begründet sich dadurch, dass bei Devisenmarkttransaktionen immer zwei Währungen beteiligt sind, und es so zur Doppelzählung kommt.

Daten: *BIZ* (2002: Tabelle E.4); eigene Berechnungen.

besonders auffällig. In den hier nicht behandelten Ländern Mittelamerikas dürfte die Dominanz des US-Dollars ähnlich hoch sein. Bei den Beitrittskandidaten zum Euroraum ist dieser Anteil mit 73,1 von 200 etwas geringer. Eine größere Bedeutung des Euro ergibt sich nur für Ungarn. Der Euro spielt jedoch für alle beteiligten Länder, außer für Polen, eine wichtige Rolle.

Die Analyse zeigt, dass einige Länder Mittelamerikas und Ostasiens weitgehend in den Dollarraum integriert sind und einige Länder Mitteleuropas in den Euroraum. Für diese Länder ist der Beitritt zum für sie dominanten Währungsraum mit einem sinkenden internationalen Risiko verbunden und somit vorteilhaft.

### 1.1.2. Doppelwährungsstandards

Im Idealfall führt ein Land eine harte Fixierung gegenüber einem Währungskorb ein, dessen Zusammensetzung die Bedeutung der einzelnen Währungen für die Volkswirtschaft exakt widerspiegelt. Der optimale Währungskorb ist für jedes Land und im Zeitablauf verschieden. Um die Praktikabilität eines solchen Systems sicherzustellen, könnte der Währungskorb jedoch auf die wichtigsten Handelswährungen beschränkt sein, welches im Normalfall der US-Dollar und der Euro sind (Dollar-Euro-System).

In einem Euro-Dollar-System ist das heimische Geld jederzeit sowohl in Euro als auch US-Dollar zu einem festen Kurs konvertierbar.<sup>2</sup> Da der Umtausch zwischen beiden Weltwährungen zu geringen Transaktionskosten möglich ist, bereitet die Aufteilung der Währungsreserven zwischen diesen Währungen keine Schwierigkeiten. Für eine kleine Volkswirtschaft können nötige Transaktionen jederzeit problemlos an den Devisenmärkten getätigt werden, weil deren Volumina keinen signifikanten Einfluss auf den Wechselkurs zwischen beiden Währungen nehmen. Weiterhin kann sich der Staat gegen Wechselkursschwankungen zwischen den Reservewährungen an den Terminmärkten ausreichend absichern.

In diesem System kann eine Transaktion jederzeit in Dollar oder in Euro getätigt werden. Das Problem eines solchen Systems ist jedoch, dass die Paritäten zwischen der heimischen Währung und den beiden Reservewährungen bei einem schwankenden Euro-Dollar-Wechselkurs permanent angepasst werden müssen. Ansonsten werden Anreize für Arbitragegeschäfte geschaffen, die zu einer kontinuierlichen Minderung der Devisenreserven führen. Weiterhin steigen die Transaktionskosten mit der Anzahl der in einer Volkswirtschaft Verwendung findenden Währungen. Aus diesem Grund ist davon auszugehen, dass eine der beiden Weltwährungen die andere verdrängt. Im konkreten Beispiel verdeutlicht, benötigt jedes Unternehmen in einem Dollarwährungsstandard zwei Kassen. Der Unternehmer muss zu jedem Zeitpunkt den Dollar-Euro-Wechselkurs kennen und alle Preise in einer der beiden Währungen variabel halten. Andernfalls führen Wechselkursverschiebungen zu sinkenden Einnahmen, weil die Käufer immer in der unterbewerteten Währung bezahlen werden.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Ein solcher Standard ähnelt in gewisser Weise dem Bimetallstandard, welcher im 19. Jahrhundert in vielen Staaten der Vorläufer des Goldstandards war. Zur Senkung der Transaktionskosten bestand damals ein festes Umtauschverhältnis zwischen beiden Edelmetallen.

<sup>3</sup> Ein ähnliches System wurde auf dem Höhepunkt der Finanzkrise in Argentinien 2001 vom IWF propagiert, jedoch – wahrscheinlich nach der Einsicht in die fehlende Praktikabilität des Vorschlags – nie umgesetzt.

## 1.2. Senkung des länderspezifischen Risikos

Die aggregierte Anpassungsflexibilität einer Volkswirtschaft setzt sich aus den Anpassungsflexibilitäten der einzelnen volkswirtschaftlichen Märkte (Gütermarkt, Arbeitsmarkt und Finanzmarkt) zusammen.<sup>4</sup> Die Minimierung des makroökonomischen Risikos muss über die Flexibilisierung derjenigen Märkte geschehen, deren Anpassungsflexibilität am geringsten ist. Die folgenden zwei Abschnitte befassen sich zuerst mit der adäquaten Wirtschaftspolitik zur Förderung der Anpassungsfähigkeit des Gütermarkts, bevor in Anschluss die notwendige Politik für die übrigen zwei Makromärkte entwickelt wird.

### 1.2.1. Wettbewerbspolitik

Gütermärkte werden durch die Förderung des Wettbewerbs flexibilisiert, weil bei zunehmender Konkurrenz einzelne Unternehmen zu Preisnehmern werden und schnell auf Marktveränderungen reagieren müssen, um ihren Marktanteil zu verteidigen. Menükosten bei Preisanpassungen der Unternehmen bekommen eine geringere Bedeutung als auf Gütermärkten mit monopolistischen oder oligopolistischen Strukturen, auf denen die Anbieter erst mit einer gewissen Verzögerung auf eine veränderte Angebot-Nachfrage-Konstellation reagieren müssen.

Zur Förderung des Wettbewerbs gehört – gegebenenfalls bei adäquater staatlicher Regulierung – die Privatisierung staatlicher Unternehmen in all denjenigen Bereichen, für die kein Marktversagen zu erwarten ist. Dem Staat fällt dabei die Aufgabe zu, mit der passenden Regulierung geeignete Rahmenbedingungen für die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs zu schaffen. Bei einer starken Konzentration auf der Anbieterseite kann dies über eine Preisregulierung geschehen. Im Falle kleiner offener Volkswirtschaften muss dabei jedoch darauf geachtet werden, dass Preisobergrenzen mittelfristig an den effektiven Wechselkurs gekoppelt sind, weil es ansonsten zu einer Störung der makroökonomischen Anpassungsfähigkeit bei externen Schocks kommt.

Dem Ziele der Kapitalakkumulation und des Technologietransfers dienen auch ausländische Direktinvestitionen, denen gegenüber Kapitalimporten mit einem kurzen Zeithorizont der Vorzug gegeben werden sollte. Allerdings müssten diese ebenfalls dem Wettbewerb förderlich sein und dürfen nicht zu ausländischen Monopolen führen. Ein Verkauf von Staatsunternehmen ausschließlich aufgrund von kurzfristigen Finanzierungsmotiven führt lediglich zu einem Aktivtausch in der Staatsbilanz und ist nicht dynamisch effizient. Vielmehr kann

---

<sup>4</sup> Allerdings dürfen dabei nicht die Interdependenzen der Anpassungsflexibilitäten zwischen den Makromärkten vergessen werden. *Blanchard* (2000) zeigt beispielsweise den Zusammenhang zwischen Gütermarkt- und Arbeitsmarktflexibilität.

dies im Falle eines ausländischen Monopols zum Abzug der Produzentenrente ins Ausland führen.

### 1.2.2. Konjunkturaler Haushalt

Die Analyse der Auswirkungen eines Fremdwährungsregimes zeigte, dass dessen Einführung im Regelfall mit einem expansiven Effekt verbunden ist, welcher *cet. par.* jedoch nicht von Dauer ist. Es handelt sich vielmehr um einen einmaligen Stabilisierungseffekt, der durch die gleichzeitige reale Aufwertung bereits den Keim einer Leistungsbilanzkrise in sich trägt. Diesem Tatbestand muss die Haushaltspolitik Rechnung tragen.

Da die Geldpolitik in einem D/E-System als wirtschaftspolitisches Instrument ausfällt, kommt der Fiskalpolitik zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage eine besondere Rolle zu. Eine antizyklische Fiskalpolitik muss der Einmaligkeit steigender Einnahmen nach der Einführung einer Fremdwährung Rechnung tragen und darf nicht von einem permanent höheren Wachstumspfad ausgehen. Daher muss in den Jahren nach Einführung des D/E-Systems ein Haushaltsüberschuss erwirtschaftet werden, der in einer möglichen späteren Überbewertungsrezession zur Stützung der Konjunktur eingesetzt werden kann.

Gegenüber der Geldpolitik besitzt die Fiskalpolitik jedoch eine besondere Verzögerungsproblematik in Bezug auf den politischen Entscheidungsprozess. Ein langwieriger politischer Prozess führt dazu, dass die konjunkturpolitische Koordinierung problematisch wird und die Fiskalpolitik gegebenenfalls eine prozyklische Wirkung bekommt. Diesem Nachteil steht der Vorteil gegenüber, dass – bei geeigneten, die Erwartungen stabilisierenden Maßnahmen – die Wirkungsverzögerung gegebenenfalls geringer ist als bei der Geldpolitik. Hier zeigen sich oftmals expansive Maßnahmen auf der Einnahmenseite wirksamer als auf der Ausgabenseite.

Für Schuldnerländer besteht das zusätzliche Problem, dass die Finanzierung eines Defizits im Abschwung nicht gesichert ist. *Talvi* und *Végh* (2000) zeigen für 56 Entwicklungsländer, dass deren Staatsausgaben stark prozyklisch sind.<sup>5</sup> Der Grund hierfür kann in der Abneigung der internationalen Finanzmärkte liegen, weniger entwickelte Länder – bei vorliegenden asymmetrischen Informationen – in der Krise mit Krediten zu versorgen. Hinzu kommt, dass ein geringer ausgebautes soziales Sicherungssystem dazu führt, dass es im Abschwung nicht unbedingt zu einem Anstieg der Transferausgaben des Staates kommt. Auch eine unterschiedliche Struktur des Steuersystems im Vergleich zu den entwickelten Ländern kann eine antizyklische Fiskalpolitik behindern. Denn durch

---

<sup>5</sup> Im Gegensatz hierzu wirkt die Fiskalpolitik in den entwickelten Ländern neutral, weil keine Korrelation zwischen Staatsausgaben und Sozialproduktentwicklung nachzuweisen ist.

die geringere Bedeutung direkter Steuern in Entwicklungsländern reagiert die Steuerbasis weniger flexible auf die Konjunktur als in entwickelten Volkswirtschaften. Dieses führt dazu, dass die automatischen Stabilisatoren nur eine geringere Wirkungen entfalten können. Insofern sollten sich die meisten Entwicklungsländer darauf beschränken, dem Idealtypus des konjunkturneutralen Haushalts möglichst nahe zu kommen und auf eine antizyklische, „konjunkturgerechte“ Fiskalpolitik zu verzichten, weil diese als unrealistisch anzusehen ist.

Bei der konjunkturneutralen Haushaltspolitik ist die Fiskalpolitik drei Regeln unterworfen. Eine *Ausgabenregel* stellt sicher, dass die Staatsausgaben einen konstanten Anteil am Produktionspotential (und nicht am aktuellen Sozialprodukt) ausmachen. Dieses garantiert Haushaltsüberschüsse in einem Anfangsboom nach der Einführung eines D/E-Systems. Eine *Einnahmenregel* garantiert, dass das System der Staatseinnahmen im Konjunkturverlauf weitgehend unverändert bleibt, denn erst dadurch können die automatischen Stabilisatoren ihre Wirkung entfalten. Eine *Verschuldungsregel* sichert ein langfristig konstantes Verhältnis des Budgetsaldos zum Sozialprodukt. Kurzfristig kann es zwar im Zyklus zu Abweichungen des Haushaltssaldos kommen, die Neuverschuldung bleibt jedoch im mittelfristigen Durchschnitt gleich. Folgt die Wirtschaftspolitik einer solchen expliziten Regel, so wird sie in der Lage sein, die Finanzmärkte davon zu überzeugen, dass jeder Anstieg der Staatsverschuldung durchhaltbar ist. Internationale Kapitalanbieter werden in diesem Falle einen geringeren Risikoaufschlag verlangen.

### 1.2.3. Aggregierte und relative Lohnflexibilität

Auf einem Markt mit einem funktionsfähigen Wettbewerb ist der Preis das Ergebnis von Angebot und Nachfrage und in diesem Fall garantiert ein flexibler Preis die Stabilität des Marktes. Allerdings gibt es drei mögliche Begründungen dafür, dass ein Preis exzessiv schwankt und einen stabilisierenden Effekt ausüben kann. Zu diesen drei Fällen zählen Informationsasymmetrien, Anpassungsverzögerungen und makroökonomische Rückwirkungen. Auf der mikroökonomischen Ebene aufgrund von Informationsasymmetrien ist möglich, dass der Preis nur eine Teil der gesamten Marktinformationen beinhaltet. Damit gibt er jedoch falsche Knappheitssignale für die Marktteilnehmer. Weiterhin kann der Preis destabilisieren, wenn er sich erst mit einer signifikanten Verzögerung anpasst und aus diesem Grunde nicht in der Lage ist, rechtzeitig ein neues Gleichgewicht zu erzeugen. Die dritte Ausnahme von stabilisierenden Preisbewegungen ist auf der Makroebene zu suchen. Wenn der Preis mit dem gesamtwirtschaftlichen Preisniveau gleich zu setzen ist, so ist der Preis nicht ausschließlich das Resultat von Marktveränderungen sondern verändert selbst die Marktdynamik. Auf diese Weise hätten exogene Schocks, welche das Preisniveau beeinflussen, eine destabilisierende Wirkung.

In D/E-Systemen verliert die Geldpolitik ihre Macht zur notwendigen Stabilisierung von Preisen, wodurch die Wahrscheinlichkeit von exzessiven Preisschwankungen steigt. Zwei Argumente sprechen dafür, dass diese exzessiven Schwankungen nach oben und nach unten nicht eine symmetrische Kostenstruktur gegenübersteht, sondern dass die Kosten einer Deflation höher sind als die Kosten einer Inflation. Das erste Argument wird mit dem Erwartungseffekt bezeichnet. Erzeugen fallende Preise zusätzliche Preissenkungserwartungen, so werden die Konsumenten ihre Ausgaben auf die Zukunft verschieben, um ihre Kaufkraft zu erhöhen. Die Investoren werden ihre Investitionen ebenfalls zurückhalten, weil sie den *ex ante* Realzins für zu hoch halten. Das zweite Argument für die überproportionalen Kosten einer Deflation ist der Vermögenseffekt. Sinkende Preise erhöhen den Realwert der Verschuldung, verschlechtern die Kreditwürdigkeit und erhöhen die Kapitalkosten. Eine besondere Bedeutung kommt diesem Vermögenseffekt in all denjenigen Länder zu, welche eine hohe Auslandsverschuldung aufweisen.

Die einzige Möglichkeit für Länder mit D/E-Systemen zur Verhinderung von exzessiven Preisschwankungen auf der Makroebene ist die Stabilisierung der Lohnentwicklung. In der mittleren und langen Frist dürfen die Nominallöhne nicht stärker steigen, als die Summe aus Produktivitätswachstum und Inflationsrate, damit es zu keinem Anstieg der Lohnstückkosten kommt. In der kurzen Frist sollten Veränderungen der Lohnstückkosten jedoch zugelassen werden, weil diese auf kurzfristige Entwicklungen bei der Produktivität oder bei der laufenden Inflationsrate zurückgehen könne, welche nicht von Dauer sind.

Um die Stabilität der Nominallöhne im Abschwung zu sichern, muss die Wirtschaftspolitik verhindern, dass die Löhne in Aufschwungphasen übermäßig ansteigen. Denn die Löhne tendieren im Aufschwung dazu, stärker zu steigen als das Produktivitätswachstum, weil die Unternehmen um Arbeitskräfte konkurrieren und die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften steigt. Private Unternehmen besitzen keine Verantwortung für die makroökonomische Preisstabilität und aus diesem Grund werden sie stärkere Lohnanstiege akzeptieren, um durch Produktionsausweitung im Optimum produzieren zu können. Wenn jedoch die Löhne stärker steigen als die Summe aus Produktivitätswachstum und Inflation im Referenzwährungsraum, erhöhen sich die Lohnstückkosten und die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes verschlechtert sich insgesamt.

Exzessive Lohnerhöhungen werden im Sektor für handelbare und nicht handelbare Güter unterschiedliche Auswirkungen haben. Im Sektor für handelbare Güter werden die Preise durch die Weltmärkte vorgegeben. Daher werden die inländischen Unternehmen *cet. par.* mit konstanten Preisen konfrontiert. Steigende Lohnstückkosten reduzieren ihre Gewinnspanne, wodurch sich längerfristig die Anzahl der Unternehmen und der Beschäftigten in diesem Sektor reduzieren wird. Im Sektor für nicht handelbare Güter werden die Preise nicht

exogen bestimmt und die Unternehmen sind in der Lage ihre höheren Produktionskosten an die Verbraucher weiterzugeben. Allerdings steigt dadurch die Inflation, was wiederum auch die Produktionskosten für den Sektor handelbarer Güter erhöht.

Die Zurückführung einer realen Überbewertung aufgrund von exzessiven Lohnzuwächsen in einer Welt mit weitgehender Preisstabilität ist zwangsläufig ein langwieriger Prozess, wenn eine Deflation vermieden werden soll. Sinkende Nominallöhne bedeuten zudem eine risikoreiche Strategie, weil sie einen deflationären Druck ausüben. Sollten die Löhne von einem Moment zum nächsten auf ein Niveau fallen, welches die gesamte Überbewertung beseitigt, so wird der Verlust an gesamtwirtschaftlicher Konsumnachfrage durch einen Anstieg der Investitionsnachfrage aufgrund einer höheren Profitabilität der Unternehmen kompensiert. Allerdings muss dieser Fall als ein unrealistischer angesehen werden, weil nicht von vollkommen flexiblen Löhnen ausgegangen werden kann. Wie sich schon bei *Keynes* (1973: 263) findet, üben in diesem Fall rigide Löhne und Preise einen stabilisierenden Effekt aus. *DeLong* und *Summers* (1986: 1033 ff) zeigen zudem, dass dieses auch mit der Annahme rationaler Erwartungen vereinbar ist und nicht nur mit adaptiven Erwartungen.

Aus diesem Grunde können flexible Löhne in einer Volkswirtschaft mit einem D/E-System einen destabilisierenden Effekt ausüben. Die Wirtschaftspolitik hat zur Aufgabe durch eine Lohnregel exzessive Lohnschwankungen zu verhindern. Stabile Nominallöhne werden auf diese Weise auch das Preisniveau stabilisieren und eine übermäßige reale Aufwertung im Boom sowie eine Deflation im Abschwung verhindern. Eine solche Lohnregel führt auch zu einer Stabilisierung des Realzinses und der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage.

Eine Lohnregel ist jedoch nicht unproblematisch, wenn sie die Anpassungsflexibilität der relativen Löhne beeinträchtigt. Neben negativen Schocks, welche die gesamte Volkswirtschaft treffen, besteht auch die Möglichkeit eines Schocks, welcher nur einen einzigen Sektor trifft, und daher Änderungen des relativen Lohns erfordert. Die Wahrscheinlichkeit solcher Schocks ist in Entwicklungsländern besonders hoch, weil sie im Normalfall nicht über eine differenzierte Produktionsstruktur verfügen und daher ein Schock auf einem einzigen Weltmarkt massive Auswirkungen auf die gesamte Volkswirtschaft haben kann.

Eine weitere Gefahr einer Lohnregel besteht in einem Rückgang der Anpassungsflexibilität bei strukturellen Veränderungen auf dem Arbeitsmarkt. Unterschiedlichen Produktivitätsentwicklungen in den einzelnen Sektoren wird durch die Veränderung der relativen Löhne Rechnung getragen. Führt die Orientierung der Löhne an einer Lohnregel dazu, dass unterschiedlichen Produktivitätsentwicklungen in einzelnen Sektoren weniger Beachtung geschenkt wird, so wird die steigende Preisniveaustabilität durch eine sinkende strukturelle Anpassungs-

flexibilität erkaufte. Dieses führt zu einer Rechtsverschiebung der inflationsneutralen Arbeitslosenrate.

#### 1.2.4. Finanzmarktstabilität

Während flexible relative Preise Ausdruck eines funktionierenden Wettbewerbs auf dem Gütermarkt sind, und flexible relative Löhne Ausdruck eines effektiven Lohnfindungsprozesses, so ist auf dem Finanzmarkt ein flexibler relativer Zins das Anzeichen für dessen hohe Anpassungsfähigkeit. Die Funktionsfähigkeit dieses Makromarkts ist vor allem eine Funktion der Qualität der Informationen, weshalb es die Aufgabe der staatlichen Regulierung sein muss, Informationsmängel zu minimieren. Durch die Finanzmarktregulierung müssen die notwendigen Anreize geschaffen werden, um die freiwillige Produktion zusätzlicher Informationen (z.B. durch externes Rating) zu fördern. Darüber hinaus müssen Standards bei der Informationsbereitstellung (z.B. Publizitätspflichten und Bilanzierungsstandards) die Qualität der Informationen garantieren. Die Rolle des Staates erfasst auch eine wirksame Strafverfolgung, um die Einhaltung der Standards durchzusetzen und um die Verbreitung von Fehlinformationen zu begrenzen.

Unverzichtbar ist aber auch die Verringerung von Informationsasymmetrien durch eine wirksame Finanzmarktaufsicht. So wie eine glaubwürdige Geldpolitik ihre Unabhängigkeit von der Wirtschaftspolitik beweisen muss, so hängt die Effizienz der Finanzmarktaufsicht von deren Unabhängigkeit von den Interessen der Finanzindustrie ab. Nach *Eichengreen (2002)* stellt eine wirksame Finanzmarktaufsicht eine Bedingung für die Einführung eines Fremdwährungsregimes dar. Dies dürfte jedoch vielmehr eine universelle Bedingung für eine gesunde ökonomische Entwicklung insgesamt sein und muss genauso für Volkswirtschaften mit ungebundenen Währungen gefordert werden.

Ein besonderes Problem für den Wettbewerb auf dem Finanzmarkt entsteht in einem D/E-System allerdings dadurch, dass mit der Aufgabe einer eigenständigen Währung auch ein inländischer *lender of last resort* aufgegeben wird.<sup>6</sup> Dadurch ist die Wirtschaftspolitik nicht mehr in der Lage, das Liquiditätsrisiko für inländische Finanzinstitute zu senken. Verfügen hingegen ausländische Finanzinstitute über einen *lender of last resort* in ihrem Heimatland, so haben sie einen Wettbewerbsvorteil und es besteht die Gefahr eines Verdrängungswettbewerbs zwischen in- und ausländischen Finanzinstituten, in dem ausländische Institute aufgrund besserer Refinanzierungsmöglichkeiten einen ungerechtfertigten Wettbewerbsvorteil haben.

---

<sup>6</sup> Einen umfassenden aktuellen Literaturüberblick über die Funktion des *lender of last resort* von jeweils 25 Seiten liefern *Goodhart/Illing (2002)* und *Freixas et al. (2002)*.

[...] it can only be a foolish person who would prefer a flexible wage policy to a flexible money policy, unless he can point to advantages from the former which are not obtainable from the latter.

(John Maynard Keynes 1973: 268)

### 1.3. Eine Ausstiegsstrategie

Argentinien bot bis 2001 das Beispiel eines dollarisierten Landes, welches offensichtlich nicht Teil eines optimalen Dollarraums war. Ein solches Land senkt sein Krisenrisiko durch einen Ausstieg aus dem suboptimalen Währungsraum. Der Ausstieg bringt jedoch selbst – wie das Beispiel Argentinien zeigt – ein erhebliches Krisenrisiko mit sich.<sup>7</sup> Der Grund liegt darin, dass ein Wechsel zu einem Regime mit geringerer Stabilitätsgarantie immer auch einen „Vertragsbruch“ der Regierung als „Agenten“ gegenüber den Privaten als „Prinzipal“ darstellt. Es ist ein Charakteristikum glaubwürdiger geldpolitischer Regeln, dass ihnen eine unendliche Dauer zugeschrieben wird, es sei denn es gibt eine explizite Ausstiegsklausel (Taylor 1993).

Die Folge eines Ausstiegs kann ein weitgehender Verlust der Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik sein. Insbesondere, wenn das Land vor dem Fremdwährungsregime eine chronische Inflation aufgewiesen hat, besteht die Gefahr, dass sich die Erwartungen wieder an dieser Inflation orientieren. Der Ausstieg führt in diesem Fall unmittelbar nach der Ankündigung – und noch vor dem Ausstieg selbst – zu einer Flucht in ausländische Finanzaktiva, weil die Akteure versuchen, abwertungsbedingte Wertverluste zu minimieren. Je höher der Dollarisierungsgrad der Volkswirtschaft ist, desto größer wird das Ausmaß dieser Kapitalflucht sein, weil die Transaktionskosten niedriger sind. Die Kapitalverknappung im Inland führt zu einem steigenden Zins und zu einer Rezession.

Zwischen einer vollkommenen Glaubwürdigkeit und deren vollständigem Verlust bestehen jedoch Zwischenstufen. Daher lohnt es sich für die Wirtschaftspolitik bei einem Ausstieg, eine Strategie zu verfolgen und nicht – wie im Falle Argentiniens – strategielos vorzugehen. Um einen Teil der monetären Stabilität in das neue Regime zu retten, ist es unverzichtbar (gleichzeitig mit der Ankündigung) ein Ausstiegskonzept vorzulegen. Dieses muss die Märkte davon überzeugen, dass die neu zu schaffende Zentralbank willens und in der

---

<sup>7</sup> Für den Ausstieg aus einem größeren Währungsraum gibt es zahllose historische Beispiele. Einige interessante, weniger bekannte finden sich in Cohen (2003). Das wichtigste Beispiel ist wohl die Abkehr einiger Länder vom Goldstandard Anfang der 30er Jahre. Ursachen für diesen Ausstieg waren extreme Schocks im Verlaufe der Weltwirtschaftskrise, die eine Deflation und einen drastischen Anstieg der Liquiditätspräferenz bewirkten. Die Volkswirtschaften, die als erste aus dem Goldstandard ausstiegen, erreichte die Weltwirtschaftskrise dabei mit einer leicht gedämpften Wirkung (Eichengreen/Sachs 1985, Eichengreen/Temin 1997).

Lage ist, von nun an eigenständig für die Stabilität der Inlandswährung zu sorgen. Vor der Bekanntgabe des Konzepts muss sich die Wirtschaftspolitik den schwierigen Fragen nach dem Wann und dem Wie eines Ausstiegs stellen.

Beim *Wann* stellt sich grundsätzlich die Wahl zwischen einer Krisenphase und einer Phase relativer Stabilität. Für die Wahl einer Krisenzeit spricht, dass sowohl der Regierung als auch den Märkten die Probleme des Fremdwährungssystems klarer vor Augen stehen, und die Umsetzung des Ausstiegs daher leichter begründbar ist. Im günstigsten Fall kann der Ausstieg positive Wachstumserwartung erzeugen. Für die Wahl einer Stabilitätsphase spricht allerdings, dass sich die Wirtschaftspolitik unter keinem Handlungsdruck befindet. Sie trifft die Ausstiegsentscheidung ohne Zwang, weshalb ihre Entscheidung glaubwürdiger ist. Allerdings kann der Ausstieg in stabilen Zeiten nur von einer starken Regierung vorgenommen werden, welche die Märkte und die Öffentlichkeit von der Notwendigkeit des Schrittes überzeugen kann. Entscheidungsfähigen Regierungen ist daher der Ausstieg in ruhigen Zeiten zu empfehlen.

Die Frage nach dem *Wie* macht eine Entscheidung darüber notwendig, ob die Märkte auf den Ausstieg vorbereitet werden oder ob dieser überraschend vorgenommen wird. Für die erste Alternative spricht, dass den Märkten Zeit zur Anpassung an die neue Situation gegeben wird. Dabei muss jedoch gewährleistet sein, dass keine Unsicherheit über den zukünftigen Kurs der Währungspolitik entsteht, weil dieses das makroökonomische Risiko erhöht. Für einen überraschenden Ausstieg spricht hingegen die Vermeidung einer Übergangsphase mit verunsicherten Märkten. Allerdings besteht die Gefahr, dass bei dieser Vorgehensweise der Vertrauensbruch zwischen der Regierung und den Privaten besonders stark ist.

Die Option eines geordneten Rückzugs aus einem Currency Board System besteht nur, wenn die Inlandswährung nicht unter einem Abwertungsverdacht steht. Denn andernfalls kommt es zu einer Kapitalflucht. Ein geordneter Ausstieg aus einem Currency Board ist daher nur in einer Phase ökonomischer Stabilität möglich. Es ist jedoch davon auszugehen, dass der Ausstieg in der Situation einer Krise notwendig wird, und die Inlandswährung, bzw. die noch zu schaffende Inlandswährung, unter einem Abwertungsverdacht steht. In diesem Fall besitzt die Wirtschaftspolitik folglich nur die Option eines überraschenden Ausstiegs bei gleichzeitiger Ankündigung einer neuen glaubwürdigen wirtschaftspolitischen Regel.

Mit dem Ausstieg erhält die Wirtschaftspolitik grundsätzlich das Instrument der Geldpolitik zurück. Je höher danach die Akzeptanz des heimischen Geldes ist, desto wirksamer kann die Geldpolitik zur Konjunktursteuerung eingesetzt werden. Viele Länder mit freien Währungen müssen jedoch akzeptieren, dass die Fremdwährung eventuell auch weiterhin für die gesamten internationalen Transaktionen und einen Teil der nationalen Transaktionen verwendet wird.

*Taylor* (1993) stellt fest, dass dem Übergang von einer geldpolitischen Regel zu einer anderen in der makroökonomischen Forschung bisher noch verhältnismäßig wenig Aufmerksamkeit gegeben wurde. Er vermutet als Grund für dieses Versäumnis vor allem die Schwierigkeiten bei der formalen Darstellung. Aufgrund des soeben skizzierten Erwartungsproblems bedarf der Übergangsprozess zu einem neuen Währungsregime jedoch einer besonderen Forschungsaufmerksamkeit.

Die privaten Akteure mögen zwar über die neue Regel informiert sein, diese jedoch entweder noch nicht verstehen oder aber nicht daran glauben, dass sich die Zentralbank tatsächlich daran hält, bzw. dazu überhaupt in der Lage ist. Dadurch können sich die Auswirkungen einer Geldpolitik von ihrer beabsichtigten Wirkung stark unterscheiden. Je klarer und überzeugender die neue geldpolitische Strategie ist, desto eher werden die Erwartungen eine stabilitätsorientierte Geldpolitik antizipieren.

Das Ausstiegskonzept muss bestimmte Elemente enthalten, damit es, *creatio ex nihilo*, Glaubwürdigkeit schaffen kann. Neben einer hier vorausgesetzten stabilitätsorientierten Fiskalpolitik und einem weitgehend unabhängigen Status der Zentralbank, muss vor allem der zukünftige Status der Fremdwährung und die geldpolitische Strategie der Zentralbank festgelegt werden.

Es ist ein empirischer Tatbestand, dass Glaubwürdigkeit eine signifikant positive Wirkung auf den Erfolg der Geldpolitik hat. Ein wichtiger Unterschied zwischen der Geldpolitik der Zentralbanken großer, geschlossener und kleiner, offener Volkswirtschaften besteht darin, dass im Normalfall erstere mehr Einflussmöglichkeiten auf die Finanzmärkte besitzen und daher auch eine höhere Glaubwürdigkeit aufbauen können. Zentralbanken in kleinen offenen Ländern hingegen, vor allem, wenn sie eine inflationäre Vergangenheit besitzen, verfügen nicht über die gleiche Möglichkeit. In diesem Fall ist eine regelgebundene Politik einer diskretionären in besonderem Maße überlegen. Insbesondere in einer Phase des Übergangs zu einer neuen geldpolitischen Regel mit einem geringeren Bindungsgrad, ist eine strikte Regelbindung wichtig, um Unsicherheit aus dem Markt zu nehmen.

What do you do? One alternative is the „putting out fires“ strategy: Do nothing for your car until it breaks down, then fix whatever is broken and continue driving until something else breaks down. I submit that few of us follow this strategy because we know it will produce poor results.

(Alan S. Blinder 1999: 7)

## 2. Länder mit Parallelwährungen

### 2.1. De-Dollarisierung und De-Euroisierung

Eine grundsätzliche Aufgabe der Wirtschaftswissenschaften ist es, diejenigen Fälle, in denen die Prinzipien freier Konkurrenz anwendbar sind, von denen zu unterscheiden, in denen Privilegien für das öffentliche Wohl notwendig sind. Dieses gilt gleichermaßen für den Währungsmarkt wie für jeden anderen Markt. Ist es wohlfahrtsoptimal, den Gebrauch der Währungen zu liberalisieren und inländischen Wirtschaftssubjekten die Möglichkeit zu geben, für ihre Transaktionen diejenige Währung zu verwenden, mit der die geringsten Kosten verbunden sind? Oder sollte die freie Konkurrenz der Währungen – zumindest im Inland – durch die Verleihung von Privilegien an die inländische Währung begrenzt werden, um dieser eine möglichst breite Akzeptanz und der Geldpolitik die Grundlage ihrer Wirksamkeit zu sichern?

Parallelwährungen berauben der Geldpolitik ihrer Möglichkeit, die konjunkturelle Entwicklung der eigenen Volkswirtschaft zu beeinflussen. Auch die Seigniorage geht weitgehend verloren. Auf S. 82 ff wurde der Prozess der Verdrängung einer Inlandswährung durch eine Parallelwährung dargestellt. Die Analyse der teilweisen Dollarisierung/Euroisierung kam zu dem Ergebnis, dass vor allem in offenen Volkswirtschaften und bei einer geringen Glaubwürdigkeit der Geldpolitik inländische Akteure verstärkt eine Parallelwährung verwenden. Als Ergebnis sind die Möglichkeiten der Geldpolitik zur Beeinflussung der konjunkturellen Entwicklung gering.

Um der Geldpolitik wieder ihren Einfluss zurückzugeben, muss eine Akzeptanz für die Inlandswährung geschaffen werden. Als Instrument bietet sich der rechtliche Status der Fremdwährung an, welcher eingeschränkt werden kann. Beispiele liefern einige lateinamerikanische Staaten in den 80er Jahren. Nach einer starken teilweisen Dollarisierung ihrer Volkswirtschaften Anfang der 80er Jahre gingen einige dieser Länder zu einem strikten Verbot von Dollarkonten über. Dabei hatten die meisten Länder Lateinamerikas Dollarkonten erst wenige Jahre zuvor legalisiert – so geschehen beispielsweise in Argentinien, Bolivien, Mexiko, Peru und Uruguay. Nach einer Phase monetärer Instabilität sollte mit der Legalisierung von Parallelwährungen eine Kapitalflucht verhindert und die privaten Dollarbestände im Inland gehalten werden. Fremdwährungskonten wa-

ren in Bolivien 1973, in Uruguay 1974, in Mexiko 1977 sowie in Argentinien und Peru 1978 erlaubt worden. Diese Liberalisierung führte in der Tat zu einer legalen teilweisen Dollarisierung. Mit Ausnahme Argentiniens wurden die Dollarguthaben zu Anfangs – wie angestrebt – überwiegend im Inland gehalten und Auslandskonten stellten noch die Ausnahme dar.

Die Dollarkonten erreichten jedoch schnell ein extremes Ausmaß. So wurden 1982 in Mexiko ca. 30 Prozent der Sichtguthaben in US-Dollar gehalten, in Bolivien und Peru ca. 40 Prozent, in Argentinien ca. 50 Prozent und in Uruguay ca. 60 Prozent (*Savastano* 1996: Abbildung 12.1). Die Entwicklung veranlasste drei der fünf Länder zum erneuten Verbot der Dollarkonten, um die Erosion der Inlandsgeldbasis zu stoppen. Bolivien (1982), Mexiko (1982) und Peru (1985) erklärten daraufhin für die Zukunft ein Verbot der Auszahlung von Fremdwährungskonten. Bereits bestehende Konten mussten zu einem abgewerteten Dollarkurs in heimische Währung konvertiert werden. Dies führte jedoch in allen drei Ländern nur zu einer kurzweiligen Zurückdrängung der Dollarisierung und hatte langfristig – aufgrund eines erhöhten Konfizierungsriskos auf Seiten der Anleger – den Effekt einer Verfestigung der Währungssubstitution. Der Anteil der Fremdwährungseinlagen an den gesamten Einlagen ging nicht zurück.

Das Vertrauen in die heimische Währung – welches über die Jahre monetärer Instabilität verloren gegangen war – konnte auf diese Weise nicht wieder hergestellt werden. Nach der Zwangskonversion nahmen die Dollareinlagen im Inland zwar drastisch ab, die Einlagen im Ausland stiegen jedoch ebenso kräftig an. Damit gingen diese Ersparnisse den inländischen Volkswirtschaften als Finanzierungsmittel verloren. Nachdem diese Maßnahmen nicht den erhofften Erfolg hatten, wurden Dollarkonten zuerst in Mexiko (1985) und dann in Bolivien (1986) und in Peru (1988) wieder erlaubt (*Savastano* 1996). Die Dollarguthaben wurden jedoch nicht wieder ins Inland verlagert, um das Risiko eines zukünftigen Zwangsumtauschs zu umgehen.

Die Verwendung von internationalem Geld sollte nie vollkommen verboten werden, da dies mit Wohlfahrtsverlusten verbunden ist. Mit der Übernahme wichtiger Geldfunktionen durch eine Fremdwährung in Zeiten monetärer Instabilität ist der Nutzen verbunden, dass die Privaten sich einer Währung bedienen können, die mit einem geringeren Wertrisiko behaftet ist. Die gänzliche Flucht aus Bargeld wird dadurch verhindert. Den inländischen Wirtschaftssubjekten sollte die Möglichkeit zur Verfügung stehen, in Ausnahmefällen auf eine funktionsfähige Fremdwährung zurückgreifen zu können. Dadurch können noch kostspieligere Umgehungsstrategien, wie z. B. das Ausweichen der Anleger auf *Offshore*-Konten, vermieden werden.

Die Lehre aus den soeben dargestellten Entwicklungen in Lateinamerika in den 80er Jahren ist, dass die Akzeptanz für das inländische Geld nicht allein durch eine Beschränkung der Haltung von Fremdwährungen erhöht werden

kann. Hierfür ist zusätzlich notwendig, dass das Vertrauen in die Stabilität der Inlandswährung wiederhergestellt wird. Währungssubstitution ist das Ergebnis eines fehlenden Vertrauens in die nationale Wirtschaftspolitik, ausgedrückt vor allem in hohen Inflations- und Abwertungserwartungen. Insofern ist sie nicht nur die Ursache für Stabilitätsprobleme sondern auch ein Symptom für Stabilitätsprobleme. Maßnahmen wie das Verbot von Dollarkonten, die Begrenzung des Kapitalverkehrs oder auch eine Subventionierung von Einlagen in Inlandswährung werden nur kurzfristig einen Einfluss auf das Ausmaß der Währungssubstitution haben. Mittelfristig ist eine Politik des Zurückdrängens einer Parallelwährung nur erfolgreich, wenn sie von einem steigenden Vertrauen in die Geldpolitik begleitet wird.

Auf der anderen Seite spricht jedoch wenig für die staatliche Förderung der Verwendung von internationalem Geld. Benötigt eine Fremdwährung gesetzliche Privilegien, um allgemeine Akzeptanz zu erlangen, scheint der komparative Vorteil aus der Verwendung der Fremdwährung nur begrenzt zu sein. In diesem Fall überwiegen eindeutig die Kosten der Währungssubstitution in Form eines höheren Abwertungsrisikos und dem Verlust einer wirksamen Geldpolitik.

## 2.2. Die geldpolitische Regel

Fast alle Zentralbanken der Welt haben in den letzten Jahrzehnten eine von drei geldpolitischen Regeln verfolgt. Entweder war dies eine Geldmengen-, eine Wechselkurs- oder eine Inflationsstabilisierung. Eine Geldmengenregel besitzt eine hohe Transparenz. Dies ermöglicht einer Zentralbank vor allem in der Situation hoher Instabilität ihre Glaubwürdigkeit zu bewahren, weil eine Geldmengenregel relativ leicht überprüfbar ist. Für gute Ergebnisse dieser Strategie ist jedoch eine stabile Geldnachfrage notwendig. Denn nur bei einer zumindest mittelfristig prognostizierbaren Geldmengenumlaufgeschwindigkeit ist die Zentralbank in der Lage, über eine Prognose des Produktionspotentials bei einer festgelegten Inflationsstoleranz das jeweils passende Geldmengenwachstum zu bestimmen. Ein hoher Grad an Währungssubstitution führt jedoch zur Instabilität der Geldnachfrage. Daher stellt die Geldmengensteuerung für Länder mit Parallelwährungen keine mögliche geldpolitische Regel dar. Diese Länder besitzen die Alternativen einer Stabilisierung der Inflationsrate oder des Wechselkurses. Die Entscheidung darüber, ob die Geldpolitik den Wechselkurs oder die inländische Inflationsrate als Stabilisierungsziel wählt, sollte sich in erster Linie daran ausrichten, wie stark der Wechselkurs das inländische Preisniveau beeinflusst.

### 2.2.1. Der inflationsstabile Wechselkurs

Der Wechselkurs ist der wichtigste Einzelpreis in einer kleinen offenen Volkswirtschaft, denn das Verhältnis zwischen außen- und binnenwirtschaft-

lichen Transaktionen ist besonders groß. Damit wird er auch zur wichtigsten Determinante der inländischen Inflationsrate, weil die Preise für handelbare Güter auf das inländische Preisniveau einen großen Einfluss haben. So zeigt beispielsweise der Elastizitätenansatz des Außenhandels (*Bickerdike* 1920, *Marshall* 1923), dass der Wechselkurs einen direkten Einfluss auf die Importpreise sowie einen indirekten Einfluss auf die Exportpreise nimmt.

Sowohl bei der Wechselkursstabilisierung als auch bei der Inflationsstabilisierung ist das Wissen darüber essenziell, ob vom aktuellen Wechselkurs eine inflationstreibende oder -hemmende Wirkung ausgeht. Daher muss die Zentralbank eine Vorstellung darüber entwickeln, welches der inflationsneutrale Wechselkurs ist. Dieser Vorstellung liegt immer ein Gleichgewichtskonzept zugrunde, welches sich jedoch in der zeitlichen Perspektive unterscheiden kann. Der kurzfristige Gleichgewichtswechselkurs ist vor allem finanzmarktdeterminiert, weil das Transaktionsvolumen der Finanzmärkte um ein Vielfaches höher ist als das der Gütermärkte. In der mittleren Frist ist der Wechselkurs zunehmend gütermarktbestimmt, weil sich Portfolioinvestitionen saldieren und Leistungsbilanzungleichgewichte akkumulieren. In der langen Frist dominiert vor allem das Wachstumspotential, weil dieses sowohl das Ausmaß der Direktinvestitionen als auch der Nettoexporte bestimmt.

In der Literatur werden grundsätzlich zwei unterschiedliche Ansätze zur Wechselkursbestimmung von einander unterschieden. Auf der einen Seite stehen rein empirische Ansätze, welche – ohne ein zugrunde liegendes strukturelles Modell – aus den Daten das Verhalten von Wechselkursen zu erklären versuchen (vgl. z.B. für den Euro *Clostermann/Schnatz* 2000). Auf der anderen Seite stehen Ansätze mit strukturellen Modellen (vgl. z.B. *Williamson* 1994, *Stein et al.* 1995, *MacDonald* 1998, *Clark/MacDonald* 1998, *Isard/Faruqee* 1998, *Wadhvani* 1999). Bei den theoretischen Ansätzen finden sich alle drei erwähnten Zeithorizonte, welche an der Auswahl der Indikatoren erkannt werden können. Kurzfristige Indikatoren sind Zinssätze und Renditen. Mittelfristige Indikatoren sind Preisniveau, Löhne, Auslastungsgrad und Arbeitslosenquote. Langfristige Indikatoren sind Sparquote und Wirtschaftswachstum.

Das hier vertretene Konzept eines inflationsneutralen Wechselkurses ist das eines mittelfristigen Wechselkurses, das heißt der Wechselkurs, welcher sich bei einem Gleichgewicht auf Güter- und Arbeitsmarkt einstellt. Dieser führt zu keinen Verzerrungen der Wettbewerbsbedingungen zwischen in- und ausländischen Anbietern handelbarer Güter und sichert – von tarifären oder nichttarifären Handelshemmnissen abgesehen – einen unverzerrten Wettbewerb zwischen in- und ausländischen Anbietern handelbarer Güter. Marktanteile gewinnen nur diejenigen Unternehmen, welche ein überdurchschnittliches Produktivitätswachstum aufweisen.

Bei der Berechnung des inflationsneutralen Wechselkurses muss berücksichtigt werden, dass in einem Konvergenzprozess die Inflationsrate im aufholenden

Land gewöhnlich höher ist als im entwickelten Land. Dieser Samuelson-Balassa-Effekt geht darauf zurück, dass eine höhere Produktivitätssteigerung im Sektor handelbarer Güter nicht nur in diesem Sektor, sondern auch im Sektor nichthandelbarer Güter zu Lohnsteigerungen führt. Weil die steigenden Löhne im Sektor nicht-handelbarer Güter jedoch nicht vollkommen durch Produktivitätssteigerungen gedeckt sind, steigt das allgemeine Preisniveau an, ohne dass sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit jedoch verschlechtert. In diesem Fall muss bei der Berechnung des inflationsneutralen Wechselkurses die Inflationsdifferenz um unterschiedliche Produktivitätsentwicklungen im Sektor handelbarer Güter korrigiert werden.

### 2.2.2. Wechselkursstabilisierung

Im (realistischen) Falle von Lohn- und Preisrigiditäten kommt dem Wechselkurs die wichtige Funktion der Schockisolation zu. Entfallen Wechselkursanpassungen bei einer harten Fixierung des Wechselkurses so sinkt die makroökonomische Anpassungsflexibilität und die Krisenanfälligkeit nimmt zu. Auch *Friedman* (1953) stellt heraus, dass der wichtigste Vorteil eines flexiblen Wechselkurses dessen isolierende Wirkung im Falle eines negativen realen Schocks ist. Ein steigender Wechselkurs (Preisnotierung) übt eine isolierende Wirkung aus, weil die Abwertung einen außenhandelsinduzierten expansiven Effekt bewirkt, der dem kontraktiven Effekt entgegenläuft. Im Falle flexibler Wechselkurse können Reallohn sowie inländische Preise, ausgedrückt in ausländischer Währung, durch eine Abwertung gesenkt werden, auch wenn die inländischen Größen konstant bleiben. Diese Möglichkeit entfällt bei einer harten Fixierung, bei der die gesamte Anpassung von Veränderungen inländischer Mengen und Preise geleistet werden muss.

Die große Bedeutung des Wechselkurses für kleine Volkswirtschaften findet auch durch die währungspolitische Realität Bestätigung. *Calvo* und *Reinhard* (2000) zeigen, dass viele Länder eine Floating-Angst (*fear of floating*) haben, das heißt sie sind nicht bereit, die Schwankungen eines vollkommen flexiblen Wechselkurses zu akzeptieren, sondern reagieren auf Veränderungen des Wechselkurses mit geldpolitischen Maßnahmen oder mit Devisenmarktinterventionen. „*Despite their heterogeneity, EMs [Emerging Markets] tend to share a common characteristic – they appear to be reluctant to let their currencies fluctuate.*“ (S. 5).

Kritiker eines flexiblen Wechselkurses argumentieren, dass der Nutzen eines flexiblen Wechselkurses überschätzt werde. Diese Kritiker lassen sich in drei Gruppen einteilen. Die erste Kritikergruppe soll als *Fundamentalkritiker* bezeichnet werden, da sie den Zusammenhang zwischen nominalem Wechselkurs und Fundamentaldaten grundsätzlich in Zweifel ziehen. Sie stellen heraus, dass nur ein loser empirischer Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs und ande-

ren volkswirtschaftlichen Größen besteht. Eine höhere Volatilität des nominalen Wechselkurses führt daher nicht zu einem Abbau der Mengenanpassungen in einer Volkswirtschaft, sondern eher zu einer Erhöhung und wirkt somit destabilisierend. Diese Kritiker stützen sich auf die schlechten Ergebnisse bei der empirischen Überprüfung von Wechselkursmodellen. Bereits 1983 haben Meese und Rogoff festgestellt, dass kein Wechselkursmodell über einen längeren Zeitraum Bewegungen des nominalen Wechselkurses ausreichend erklären kann. Auch das folgende Zitat von *Frankel* und *Rose* (1995) spiegelt die Position wider: „*There is remarkably little evidence that macroeconomic variables have consistent strong effects on floating exchange rates, except during extraordinary circumstances such as hyperinflation.*“ Es erscheint jedoch zweifelhaft, ob ein fehlendes Wechselkursmodell bedeutet, dass Wechselkurse nicht durch Fundamentaldaten determiniert werden. Vielmehr kann die Abhängigkeit des Wechselkurses von einer Vielzahl von Faktoren dazu führen, dass für unterschiedliche Perioden unterschiedliche Faktoren den Wechselkurs erklären, und ein einmal gefundener Zusammenhang nach einer relativ kurzen Zeit überlagert wird. Der Erklärungsgehalt eines jeden empirischen Modells sinkt dadurch mit der Weiterführung der Zeitreihen. Und auch dessen Prognosequalität ist gering.

Die zweite Kritikergruppe soll als *Rationalisten* bezeichnet werden. Bei rationalen Erwartungen und gleichem Informationsstand zwischen allen Akteuren können die Privaten die Auswirkungen jeder wirtschaftspolitischen Entscheidung antizipieren. Eine Abwertung führt somit schon heute zu einem Inflationsanstieg, welcher der Abwertung ihre reale Wirkung entzieht. Zumindest in der mittleren Frist liegt das Geld – im Sinne der klassischen Dichotomie – wie ein Schleier über der Volkswirtschaft. Ein negativer asymmetrischer Schock führt zwar zu einer nominalen, nicht jedoch zu einer realen Abwertung, welche das Ausmaß des Schocks mindern würde. Der reale Wechselkurs entspricht zu jedem Zeitpunkt seinem Gleichgewichtswert. Diese Ansicht vernachlässigt jedoch das empirische Ergebnis, dass nominale Abwertungen in vielen Fällen auch zu signifikanten realen Abwertungen führen (z. B. *Kiguel/Ghei* 1993).

Die dritte Kritikergruppe sind die *Politikpessimisten*, welche demokratisch gewählten Regierungen einen latenten Hang zu einer kurzfristigen Wirtschaftspolitik unterstellen, um dadurch ihre Wählerstimmen zu maximieren. Sie würden der Regierung daher das Instrument der Wechselkurspolitik am liebsten aus der Hand nehmen. Um strukturellen Reformen aus dem Weg zu gehen, hat eine auf Stimmenmaximierung bedachte Regierung ein Interesse an einer Abwertung, um die strukturellen Probleme durch einen expansiven Effekt zu überdecken. Mittelfristig führt eine solche Politik zu einer permanent höheren Inflationsrate. Ein realer Effekt kann nur noch durch eine steigende Abwertungsrate erzielt werden, welche jedoch zu einem vollkommenen Verlust der monetären Stabilität führt. Die Erfahrungen in vielen Entwicklungsländern scheinen den Politikpessimisten Recht zu geben. Dieses Ergebnis kann für Ökonomen jedoch

nicht zufrieden stellend sein, denn existiert für ein Land eine optimale geldpolitische Regel bei einem flexiblen Wechselkurs, so müssen die Rahmenbedingungen für die Währungspolitik dieses Landes so gesetzt werden, dass die Geldpolitik sich an diese Regel hält. Da auch Fälle einer glaubwürdigen stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik existieren, die als positives Beispiel dienen können, besteht auch Anlass zu Politikoptimismus.

Als Stabilisierungsziel bietet sich grundsätzlich der inflationsneutrale Wechselkurs an. Die Stabilisierung darf jedoch nicht kurzfristig ausgerichtet sein, weil der Wechselkurs in der kurzen Frist weitgehend durch den Kapitalverkehr bestimmt und ein Abweichen des Kassakurses vom mittelfristigen Wechselkurs sehr wahrscheinlich ist. Daher kann eine konventionelle Wechselkursfixierung (im Sinne eines rigiden Wechselkursziels) mit sehr hohen Kosten – in Form höherer Zinsen – verbunden sein, und die Märkte werden nicht davon überzeugt sein, dass die Wirtschaftspolitik willens ist, diese hohen Kosten in jeder Situation auch wirklich zu tragen.

Auch die zahlreichen Währungskrisen seit den 90er Jahren deuten darauf hin, dass eine konventionelle Wechselkursfixierung der Vergangenheit angehören dürfte. Immer weniger Länder werden ihre Wechselkurse mit Hilfe expliziter Regeln kurzfristig stabilisieren. Die Stabilisierungskonzepte werden zunehmend auf einem mittelfristigen Gleichgewichtskonzept basieren.

### 2.2.3. Preisniveaustabilisierung

Die direkte Inflationssteuerung ist in den 90er Jahren zur geldpolitischen Strategie der meisten entwickelten Länder geworden.<sup>8</sup> Kennzeichen eines solchen Systems sind ein explizites quantitatives Inflationsziel, eine geldpolitische Strategie und ein hoher Grad an Transparenz und Rechenschaft (*Svensson* 1998). Die geldpolitischen Entscheidungen der Zentralbank orientieren sich an der Differenz zwischen dem Inflationsziel und der prognostizierten Inflation. Bei einer Abweichung der Prognose nach oben muss die Geldpolitik die Zügel anziehen, bei einer Abweichung nach unten lockern. Grundlage der Inflationsprognose müssen alle zum Zeitpunkt zur Verfügung stehenden Informationen sein, also eine möglichst breite Palette von Indikatoren, deren Gewichtung sich je nach Land und auch im Zeitablauf verändert.

---

<sup>8</sup> In den 90er Jahren ist eine Reihe von Ländern von anderen Geldregeln zu einer Inflationssteuerung übergegangen. *Schächter/Stone/Zelmer* (2000) nennen Australien, Brasilien, Kanada, Chile, die Tschechische Republik, Israel, Neuseeland, Polen, Südafrika, Schweden und Großbritannien. Bis zu ihrem Eurobeitritt verfolgten auch Finnland und Spanien eine solche Politik. Gelegentlich werden auch noch Südkorea und Thailand genannt. *Neumann/Hagen* (2002) fügen dieser Gruppe noch Ungarn und die Schweiz hinzu.

Für die Glaubwürdigkeit geldpolitischer Entscheidungen sollte die Inflationsprognose mit hohem Sachverstand begründet werden.<sup>9</sup> Bestandteil der Inflationsprognosen sollte auch die *ex post* Begründung möglicher Abweichungen zwischen der aktuellen Inflation und der in der Vorperiode prognostizierten, als Ausdruck der Rechenschaftspflicht der Zentralbank gegenüber der Öffentlichkeit, sein.

Doch auch bei dieser geldpolitischen Regel kommt dem inflationsneutralen Wechselkurs eine überragende Bedeutung zu, weil jede Wechselkursänderung die prognostizierte Inflation verändert, welche wiederum das Stabilisierungsobjekt der Zentralbank ist. In einer kleinen offenen Volkswirtschaft ist der Wechselkurs der wichtigste Vorlaufindikator für die Inflationsrate.<sup>10</sup> Dabei sollte die Zentralbank jedoch nicht auf jede Wechselkursänderung reagieren, sondern nur auf solche, die als mittelfristig angesehen werden, da kurzfristige Wechselkursänderung keinen nachhaltigen Einfluss auf das inländische Preisniveau nehmen.

Die Geldpolitik nimmt indirekt Einfluss auf den Wechselkurs, auch wenn dieser nicht das Stabilisierungsziel ist. Reagiert die Zentralbank auf einen Wechselkurs, der gegenüber dem inflationsneutralen Wechselkurs unterbewertet ist, mit einer restriktiven Geldpolitik, so senkt sich über den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage nicht nur das Ausmaß des Inflationsanstiegs, sondern über eine Erhöhung der Rendite inländischer Wertpapiere wertet zudem die Inlandswährung auf. Insofern bewirkt eine erfolgreich Inflationsstabilisierung immer auch eine sinkende Volatilität des Wechselkurses.

### 2.3. Regionale Gemeinschaftswährungen

In den wichtigsten Handelsregionen, EU, NAFTA, MERCOSUR und ASEAN, hat der Regionalhandel seit 1980 an Bedeutung gewonnen (*Mussa 2000a*: Tabelle 3.2). Verglichen mit dem Euroraum ist der intraregionale Handel zwar in den meisten Regionen noch relativ schwach ausgeprägt, doch seine

---

<sup>9</sup> Zur Erhöhung des Sachverstandes ist z.B. die Einbeziehung namhafter internationaler Wissenschaftler möglich.

<sup>10</sup> Von der kanadischen Zentralbank wurde als Indikator für die Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft der *Monetary Conditions Index* entwickelt. Mit diesem Index werden Zins- und Wechselkursbewegungen zusammengefasst und damit Veränderungen der monetären Rahmenbedingungen in einer einzigen Größe ausgedrückt. In der Version der kanadischen Zentralbank ist der MCI die gewichtete Summe aus der relativen Veränderung des realen effektiven Wechselkurses und der absoluten Veränderung des kurzfristigen Realzinses gegenüber der Basisperiode. Der MCI kann entweder, wie bei der kanadischen Zentralbank, als operationale Orientierungsgröße verwendet werden oder aber, wie bei den Zentralbanken Schwedens und Norwegens oder internationalen Organisationen wie IWF oder OECD als ein Indikator für die Veränderung des geldpolitischen Restriktionsgrades verwendet werden.

Bedeutung steigt kontinuierlich. Die Gründung zahlreicher regionaler Präferenzhandelsabkommen in den 90er Jahren lässt zudem eine weitere Handelszunahme innerhalb der Regionen erwarten, womit auch die Kosten intraregionaler Wechselkurschwankungen weiter steigen werden.

Dieser Entwicklung steht jedoch keine passende Entwicklung in der Währungspolitik gegenüber. Denn wichtige Handelspartner einer Region haben oft die unterschiedlichsten Währungssysteme. So findet sich in Lateinamerika fast das gesamte Spektrum von Währungsregimes unterschiedlicher Bindungsintensität. Während die beiden größten Volkswirtschaften, Mexiko und Brasilien, einen weitgehend flexiblen Wechselkurs besitzen, sind eine Reihe von kleineren Volkswirtschaften (Ecuador, Guatemala, El Salvador) weitgehend dollarisiert. Die Argentinienkrise lehrt uns, dass ein Fremdwährungsregime zu einem Anstieg des internationalen Risikos führt, wenn die Schwankung des effektiven Wechselkurses systembedingt zunimmt. Die Volatilität des effektiven Wechselkurses ist, *ut exemplum*, von den anderen Währungsregimes in der Region abhängig.

Auch in Mittel- und Osteuropa existieren unterschiedlichste Währungsregimes. Für die Länder mit einer festen Eurobindung besteht das Risiko einer Abwertung anderer Länder der Region. So führte die Abwertung Russlands 1998 in den Baltischen Staaten zu einer drastischen Aufwertung mit einem stark kontraktiven Effekt. Auch die Nachbarländer Estland und Litauen hatten bis 2002 mit dem Euro und dem US-Dollar zwei unterschiedliche Reservewährungen. Dadurch wirkte sich jede Wechselkursänderung dieser beiden Währungen unmittelbar auf ihre Wirtschaftsbeziehungen aus.

Zur Senkung des internationalen Risikos sollten Länder einer gemeinsamen Wirtschaftsregion, deren Volkswirtschaften eng miteinander verknüpft sind, eine Koordinierung in ihrer Währungspolitik anstreben. Bei einer starken regionalen Integration sollte langfristig auch die Einführung einer Gemeinschaftswährung in Erwägung gezogen werden. Diese kann jedoch nur das Ergebnis eines Konvergenzprozesses sein, um monetäre und reale Schocks bei der Einführung der Gemeinschaftswährung auszuschließen.

Ein Vorbild findet sich im 4-jährigen Konvergenzprozess, welcher durch den Maastrichtvertrag 1995 in Westeuropa eingeleitet wurde, um die Inflationsraten auf das deutsche Niveau zu senken. Durch die hohe Glaubwürdigkeit der angekündigten Euroeinführung war der Stabilisierungsfortschritt schon in dieser Pre-Euro-Phase groß. Ein ähnlicher Prozess wird nun für die Neumitglieder in der EU angewandt, die im Durchschnitt deutlich weniger entwickelt sind als der Euroraum. Der Konvergenzprozess orientiert sich wiederum an den Maastrichtkriterien, welche schon für die Gründung der EWU maßgeblich waren. Für die Wechselkurse gilt, dass sie zwei Jahre lang innerhalb der vorgesehenen Bandbreiten am Wechselkursmechanismus (WKM II) teilgenommen haben müssen.<sup>11</sup>

### 3. Das Weltwährungssystem

#### 3.1. Die optimale Anzahl von Währungen

Nach dem Zweiten Weltkrieg stieg die Anzahl der Währungen in der Weltwirtschaft stark an. *Alesina* und *Barro* (2000) führen diese Entwicklung auf die steigende Anzahl unabhängiger Länder (von 76 auf 193) zurück. Danach hatte fast jedes unabhängige Land seine eigene Währung, und die Größe der einzelnen Währungsräume war sehr unterschiedlich. In der zweiten Hälfte der 90er Jahre ist dieser Zusammenhang zwischen der Anzahl unabhängiger Länder und der Anzahl der Währungen jedoch deutlich lockerer geworden.

Eine Erklärung hierfür bietet die globale Integration der Finanz- und Gütermärkte, welche den (mikroökonomischen) Nutzen internationaler Währungen erhöht und einen internationalen monetären Konsolidierungsprozess fördert. Denn die optimale Anzahl von Währungen nimmt ab. Es stellt sich die Frage, wie viele Währungen die Weltwirtschaft insgesamt benötigt.<sup>12</sup> Je nachdem, welches Kriterium angelegt wird, kommt die Analyse der Währungsanzahl zu unterschiedlichen Ergebnissen. Aus diesem Grund sollen die unterschiedlichen Kriterien im Folgenden dargestellt werden.

Flexible Wechselkurse können Anpassungsmängel bei realen Divergenzen zwischen Volkswirtschaften ausgleichen. Denn eine Wirtschaftsregion kann im Fall einer starken Krise abwerten. Eine vollkommene Anpassungsflexibilität in der Weltwirtschaft würde jedoch ein atomistisches Weltwährungssystem mit so vielen Währungen wie Regionen bedeuten. Damit würde das Geld jedoch seiner ursprünglichen Funktion als gemeinsames Medium teilweise beraubt werden. *Mundell* (1961) stellt fest: „*Money is a convenience and this restricts the optimum number of currencies*“ (S. 662).<sup>13</sup>

Das andere Extrem stellt ein monopolistisches Weltwährungssystem dar. Für ein internationales Währungsmonopol spricht, dass die Finanzmärkte in diesem Fall am wenigsten segmentiert sind und die Transaktionskosten minimiert werden. Diesem Ideal würde ein Weltwährungssystem entsprechen, in dem eine Währung – derzeit der US-Dollar – in allen Ländern den tatsächlichen oder den *quasi* Status des gesetzlichen Zahlungsmittels innehält, oder aber die Konvertibilität aller n-1 Währungen zum US-Dollar zu einem festen Kurs garantiert ist. Ein Weltwährungssystem mit vollkommen festen Wechselkursen kommt dem

<sup>11</sup> Für eine Darstellung dieses Prozesses siehe *Bundesbank* (2001).

<sup>12</sup> Für eine formale Darstellung dieses Zusammenhangs siehe beispielsweise *Alesina/Barro* (2002).

<sup>13</sup> Zudem müssten bei der Betrachtung spekulative Entwicklungen des Wechselkurses ausgeschlossen sein.

Goldstandard in der Zeit vor 1914 sowie dem Bretton-Woods-System in den Jahren 1944–71 sehr nahe.<sup>14</sup>

Wichtige Argumente sprechen jedoch dafür, dass das Weltwährungssystem nie einen atomistischen oder monopolistischen Charakter annehmen wird. Eine atomistische Struktur ist deshalb ausgeschlossen, weil sich durch die internationalen Waren- und Finanzströme immer auch Währungen herausbilden werden, die in allen Ländern Verwendung finden. Auf der anderen Seite wird sich auch nie ein Monopol herausbilden, weil mit einem solchen System das Problem verbunden wäre, dass alle Länder mit Ausnahme der USA ihrer Geldpolitik beraubt wären. Die übrige Welt könnte sich nicht der Geldpolitik der US-amerikanischen Zentralbank entziehen. Die Federal Reserve Bank hingegen könnte eine maximal wirksame Konjunktursteuerung betreiben, welche jedoch in denjenigen Volkswirtschaften eine prozyklische Wirkung hätten, die sich in einem unterschiedlichen Konjunkturzyklus befinden. Weiterhin stiege in einem dollarzentrierten Weltwährungssystem die Wahrscheinlichkeit einer weltweiten Deflation, weil die n-1 Länder nicht mehr die Möglichkeit haben, Deflationsrisiken mit Hilfe einer eigenständigen expansiven Geldpolitik zu begegnen, und glaubhaft Inflationserwartungen zu erzeugen.

Das Kriterium der Mobilität des Faktors Arbeit spricht für ein multipolares Weltwährungssystem, das heißt eine Vielzahl von Währungen mit flexiblen (oder zumindest anpassungsfähigen) Wechselkursen. Deren Zahl dürfte sogar noch größer sein, als im derzeitigen Weltwährungssystem. Denn die Mobilität des Faktors Arbeit ist sogar innerhalb vieler Länder mit eigenen Währungen zu gering, um reale Divergenzen auszugleichen. Flexible Wechselkurse flexibilisieren den relativen Lohn zwischen einzelnen Arbeitsmarktregionen mit geringen Wanderungsbewegungen untereinander und kompensieren so für diese fehlende Mobilität.

Auch unterschiedliche Inflationspräferenzen sprechen für eine größere Anzahl von Währungen. In einem anpassungsflexiblen Weltwährungssystem führen reale Divergenzen auch zu Inflationsdifferenzen. Daher sollte jede Region eine Währung mit flexiblem Wechselkurs besitzen, für die eine autonome Inflationsstabilisierung optimal ist. Diese Region definiert sich als das geographische Gebiet, dessen konjunkturelle Entwicklung eine hohe interne und eine niedrige externe Korrelation aufweist.

---

<sup>14</sup> Der Unterschied zwischen einem Dollarstandard und dem bis 1914 bestehenden Goldstandard besteht hauptsächlich in der Existenz eines realen Stabilitätsankers beim Goldstandard. Somit hat dieses System eine horizontale Struktur, da alle teilnehmenden Währungen an den gleichen exogenen Wert gekoppelt sind, auf den keines der Länder direkten Einfluss hat. Auch im Bretton Woods System war der Wert des US-Dollar die meiste Zeit ans Gold gekoppelt. Ein Dollarstandard ist seinem Charakter nach jedoch hierarchisch, denn die USA besitzen einen direkten Einfluss auf den Wert der eigenen Währung, während alle übrigen Länder diesen hinzuzunehmen haben.

Das Kriterium einer differenzierten Produktionsstruktur spricht wiederum für eine sinkende Anzahl von Währungen. Länder, deren Exporte sich auf wenige Güter konzentrieren (z. B. landwirtschaftliche Güter oder Rohstoffe), sind auf einen flexiblen Wechselkurs angewiesen, um Schocks auf einem der für sie wichtigen Märkte isolieren zu können. Der sich auch weiterhin intensivierende intraindustrielle Handel hat die Produktionsstrukturen in den an diesem Handel beteiligten Ländern jedoch ausdifferenziert. Die optimale Anzahl von Währungen ist daher – nach diesem Kriterium – gesunken.

Zu einer noch geringeren Anzahl optimaler Währungen führt eine Analyse, die sich auf das Kriterium des Offenheitsgrades stützt. Danach sollten genau die Regionen eine gemeinsame Währung besitzen, deren Gütermärkte stark integriert sind. Grundsätzlich können die Währungsgrenzen sich sowohl mit den nationalen Grenzen decken als auch mehrere Länder einschließen oder nur eine Teilregion eines Landes erfassen. Da die Offenheitsgrade zum Teil sehr unterschiedlich sind, dürfte dieses für die Größe der Währungsräume ebenfalls gelten. In der entwickelten, weitgehend integrierten Welt (Nordamerika, Europa, Ostasien) ist die Anzahl optimaler Währungen geringer als in weniger integrierten Regionen. Die Zunahme der Offenheit auch in anderen Regionen erzeugt jedoch auch hier einen verstärkten monetären Konsolidierungsdruck.

### 3.2. Quo vadis?

Das Weltwährungssystem ist heute am treffendsten als bipolares System charakterisiert, weil zwei Währungen, der US-Dollar und der Euro, die internationalen Transaktionen, und auch einen Teil der nationalen, auf sich vereinen. Wenngleich der US-Dollar heute die wichtigste Weltwährung ist, hat der Euro in einigen Bereichen eine vergleichbare Bedeutung erlangt. Eine Reihe von Autoren stellt die Hypothese auf, dass das internationale Währungssystem auf eine Rivalität zwischen diesen beiden Währungen hinausläuft. Eine verstärkte Konkurrenz würde zu einer erhöhten Volatilität des Wechselkurses führen. *Bergsten* entwarf 1997 das Szenario, dass binnen eines Jahrzehnts in großem Umfang weltweite Dollar- in Euroreserven umgetauscht werden und die damit einhergehende Nachfrageverschiebung zu einer signifikanten Euroaufwertung führt. Diese Entwicklung hat sich jedoch bis heute nicht bewahrheitet. Zur Zeit spricht kaum etwas für die These einer Destabilisierung des internationalen Währungssystems durch einen volatilen Euro-Dollar-Wechselkurs.

Zu einer internationalen Destabilisierung könnte es jedoch durch die Dollarisierung und Euroisierung von kleinen Volkswirtschaften kommen, weil die Schockanfälligkeit dieser Länder steigt. Die Analyse der Auswirkungen von D/E-Systemen kam zu dem Ergebnis, dass sich diese nur für solche Volkswirt-

schaften eignen, die weitgehend in einen der beiden Währungsräume integriert sind und darüber hinaus noch eine hohe Anpassungsflexibilität aufweisen. Zugleich zeigen die Daten, dass diese Bedingungen nur von wenigen Volkswirtschaften erfüllt werden. Als gutes Beispiel einer solchen Volkswirtschaft hat sich Hongkong erwiesen. Auch für einige weitere Länder in Mittelamerika, Ostasien und Mitteleuropa stellt sich die Option eines D/E-Systems, allen voran Costa Rica, Singapur und Ungarn. Länder mit D/E-Systemen müssen jedoch ihre Anpassungsflexibilität erhöhen, um den Verlust der isolierenden Wirkung des Wechselkurses verkraften zu können.

Den anderen Volkswirtschaften wird sich die Frage stellen, wie sie aus einem D/E-System oder Currency Board aussteigen können, um ihren ökonomischen Niedergang zu verhindern. Die Analyse der Auswirkungen zeigte, dass – bei ungenügender Integration in den Fremdwährungsraum – die NAIRU steigt, es zu einem Unterbeschäftigungsgleichgewicht kommt und die Volkswirtschaft permanent hinter ihrem Potentialwachstum zurückbleibt. Beim Ausstieg aus einem D/E-System sollte die Wirtschaftspolitik überraschend vorgehen, um spekulative Verwerfungen in der Übergangszeit zu vermeiden. Gleichzeitig muss eine klare geldpolitische Strategie für die Zeit nach dem Ausstieg vorliegen, um nicht in eine Inflations-Abwertungs-Spirale zu geraten.

Von den negativen Auswirkungen von Parallelwährungen sind heute zahlreiche Volkswirtschaften betroffen. Zur Wiedererlangung ihrer geldpolitischen Eigenständigkeit und zur Senkung der Kosten von Wechselkursschwankungen müssen diese Länder die Parallelwährung in ihrem nationalen Finanzsystem konsequent zurückdrängen. Die Beschränkung des rechtlichen Status der Parallelwährung kann hier kurzfristig Abhilfe schaffen. Langfristig muss jedoch der Aufbau von Reputation in der Makropolitik erfolgen. Insofern ist die Aussage von Rüdiger Dornbusch in der eingangs zitierten Analyse richtig, dass „[...] *it is time to get back to an agenda of governance and that includes as the top priority, solid money.*“ Dieses solide Geld sollte jedoch nur in Ausnahmefällen eine Fremdwährung sein. Für eine eigenständige stabilitätsorientierte Geldpolitik müssen die Entwicklungsländer die notwendigen institutionellen Voraussetzungen schaffen, wozu eine weitgehende Unabhängigkeit der Zentralbank gehört, um die Mauer chronisch hoher Inflationserwartungen zu durchbrechen. Weiterhin bedarf es der Konsolidierung der Staatsfinanzen, um eine Aushöhlung der monetären Stabilität – wie in der Vergangenheit so oft geschehen – zu verhindern. Ist die Haushaltspolitik einer demokratisch gewählten Regierung unterstellt, kann der Ansatzpunkt hierzu der wählende Bürger selbst sein. Die negativen Erfahrungen in vielen Entwicklungsländern mit Staatsbankrotten und Hyperinflationen müssen einen Lernprozess bei der Bevölkerung in Gang setzen, allzu spendable Politiker abzuwählen und sparsame Politiker zu unterstützen.

Beide notwendigen Entwicklungen – der Ausstieg aus D/E-Systemen, sowie das Zurückdrängen von Parallelwährungen – wird zu einer Relativierung der Bedeutung von US-Dollar und Euro im Weltwährungssystem führen.

## Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A./Dickens, William/Perry, George L.:* „The Macroeconomics of Low Inflation“, in: Brookings Papers on Economic Activity, 1996 (1), S. 1 ff.
- Akerlof, George A./Yellen, Janet L.:* „A Near-rational Model of Business Cycle, with Wage and Price Inertia“, in: Quarterly Journal of Economics, 100, 1985, S. 823 ff.
- Alesina, Alberto/Barro, Robert J.:* „Currency Unions“, in: The Quarterly Journal of Economics, Heft 2, 2002, S. 409 ff.
- „Dollarization“, in: American Economic Review, Heft 2, 2001, S. 381 ff.
- Alesina, Alberto/Barro, Robert J./Tenreyro, Sivana:* Optimal Currency Areas, Working Paper Series, Nr. 9072, 2002, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/w9072> – lizenzpflichtig (Stand: Juli 2003).
- Alesina, Alberto/Summers, Lawrence H.:* „Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence“, in: Journal of Money, Credit and Banking, Heft 2, 1993, S. 151 ff.
- Alogoskoufis, George/Portes, Richard:* „The Euro, the Dollar, and the International Monetary System“, in: Masson, Paul R./Krueger, Thomas H./Turtelboom, Bart G. (Hrsg.): EMU and the International Monetary System: Proceedings of a Conference Held in Washington DC on March 17–18, 1997, Washington: Internationaler Währungsfond, S. 58 ff.
- Alpen, Dagmar/Luchtmeier, Hendrik* (Hrsg.): The Euro in Eastern Europe: Options for the Monetary and Currency Regime, INFER Research Edition, 2003, Berlin.
- Balassa, Bela A.:* „The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal“, in: The Journal of Political Economy, Heft 6, 1964, S. 584 ff.
- Baliño, Tomás J./Canales Krilijenko, Jorge Iván:* Competing Monetary Roles of the U.S. Dollar, the Euro, and the Japanese Yen in Developing Countries, Vortrag auf der Konferenz „Conflict Potentials in Monetary Unions“, 25–28 April 2001 in Kasel.
- Ball, Laurence:* „What Determines the Sacrifice Ratio“, in: Gregory N. Mankiw (Hrsg.): Monetary Policy, 1994, Chicago u. a.: University of Chicago, S. 155 ff.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ):* 70. Jahresbericht, Kapitel VII „Der Euro und die europäische Finanzarchitektur“, 2000, Basel, S. 139 ff.
- Quartalsbericht, Juni, 2002a.
- Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2001 (Dreijährliche Untersuchung über Devisenmärkte und außerbörslich gehandelte Finanzderivate), April 2002a, Basel.

- Barro, Robert J.*: „Inflation and Growth“, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Heft 3, 1996, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/96/05/9605rb2.pdf> (Stand: Juli 2003).
- Barro, Robert J./Gordon, David B.*: „A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model“, in: Journal of Political Economy, Heft 4, 1983, S. 589 ff.
- Behrens, Peter*: Grundstrukturen der Weltwirtschaftsverfassung, Vortrag gehalten am 27. November 1999 im Europa-Kolleg Hamburg.
- Benassy-Quere, Agnes*: Potentialities and Opportunities of the Euro as an International Currency, CEPII Working Paper, Nr. 9, 1996, Paris.
- Bensaid, Bernard/Jeanne, Olivier*: „The Instability of Fixed Exchange Rate Systems when Raising the Nominal Interest Rate is Costly“, in: European Economic Review, Heft 8, 1997, S. 1461 ff.
- Berg, Andrew/Borensztein, Eduardo*: The Pros and Cons of Full Dollarization, IMF Working Paper Nr. 50, 2000, Washington D.C.: Internationaler Währungsfond, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0050.pdf> (Stand: Juli 2003).
- Bergsten, Fred C.*: „The Dollar and the Euro“, in: Foreign Affairs, Heft 4, 1997, S. 83 ff.
- Bickerdike, Charles F.*: „The Instability of Foreign Exchange“, in: Economic Journal, Heft 1, 1920, S. 118 ff.
- Bilson, John F.*: „The Choice of an Invoice Currency in International Transactions“, in: Bhandari, Jagdeep S./Putnam, Bluford H. (Hrsg.): Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates, 1983, Cambridge, Mass.: MIT Press, S. 384 ff.
- Blanchard, Olivier*: Rents, product and labor market regulation, and unemployment, Lionel Robbins Lecture on „The Economics of Unemployment: Shocks, Institutions, and Interactions“, 2000, MIT, Oktober, <http://econ-www.mit.edu/faculty/blanchar/files/files/out2f.pdf> (Stand: Juli 2003).
- The Medium Run, Brookings Papers on Economic Activity, Heft 2, 1997, S. 89 ff.
- Blinder, Alan S.*: Central Banking in Theory and Practice, 1999, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Bofinger, Peter*: „Europa: Ein optimaler Währungsraum?“, in: Gahlen, Bernhard/Hesse, Helmut/Ramser, Hans Jürgen (Hrsg.): Europäische Integrationsprobleme aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht, Wirtschaftswissenschaftliches Seminar Otto-beuren, 1994, Tübingen, S. 125 ff.
- Währungswettbewerb: Eine systematische Darstellung und kritische Würdigung von Friedrich A. von Hayeks Plänen zu einer grundlegenden Neugestaltung unserer Währungsordnung, Schriftenreihe Annales Universitatis Saraviensis: Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Abteilung, 1985, Köln u.a.
- Borensztein, Eduardo/Zettelmeyer, Jeromin*: Monetary Independence in Emerging Markets: Does the Exchange Rate Regime Make a Difference?, IWF Working Paper Nr. 1, 2001, Washington D.C., Internationaler Währungsfond, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0101.pdf> (Stand: Juli 2003).

- Branson*, William H.: „Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination“, Sozialwissenschaftliche Annalen des Instituts für Höhere Studien, Heft 1, 1977, S. 69 ff, Wien.
- Broda*, Christian: Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries, Staff Report Nr. 148, 2002, New York, Federal Reserve Bank of New York, [http://www.ny.frb.org/rmaghome/staff\\_rp/2002/sr148.html](http://www.ny.frb.org/rmaghome/staff_rp/2002/sr148.html) (Stand: Juli 2003).
- Buch*, Claudia/*Heinrich*, Ralph/*Pierdziuch*, Christian: Globalisierung der Finanzmärkte: Freier Kapitalverkehr oder Tobin-Steuer?, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 381, 2001, Oktober, Kiel.
- Budnevich*, Carlos/*Le Fort*, Guillermo: „Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences“, in: Helleiner, Gerald K. (Hrsg.): Capital Account Regimes and the Developing Countries, 1996, Basingstoke, Hampshire u. a.: Macmillan, S. 45 ff.
- Bundesministerium der Finanzen* (BMF): „Stand der Regelung der deutschen Transferrubel-Guthaben und der anderen Forderungen der früheren Deutschen Demokratischen Republik (DDR) aus den Jahren bis 1990“, in: Monatsbericht des BMF, Oktober 2002.
- Cagan*, Phillip: „The Monetary Dynamics of Hyperinflation“, in: Friedman, Milton (Hrsg.): Studies in the Quantity Theory of Money, 1956, Chicago, Ill., S. 23 ff.
- Calmfors*, Lars/*Driffill*, John: „Bargaining Structure, Corporatism, and Macroeconomic Performance“, in: Economic Policy, Heft 3, 1988, S. 13 ff.
- Calvo*, Guillermo A.: „Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework“, Journal of Monetary Economics, Heft 3, 1983, S. 383 ff.
- Calvo*, Guillermo A./*Végh*, Carlos A.: Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction, IMF Working Paper Nr. 40, 1992, Washington D.C.: Internationaler Währungsfond.
- „Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries“, in: John B. Taylor/Michael Woodford (Hrsg.): Handbook of Macroeconomics, 1C, 1999, Amsterdam u. a.: Elsevier, S. 1531 ff.
- Calvo*, Guillermo A./*Reinhart*, Carmen M.: Fear of Floating, Working Paper Nr. 7993, 2000, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/w7993> – lizenzpflichtig (Stand: Juli 2003).
- Clostermann*, Jörg/*Schnatz*, Bernd: „The Determinants of the Euro-dollar Exchange Rate: Synthetic Fundamentals and a Non-existing Currency“, in: Konjunkturpolitik, Heft 3, 2000, S. 274 ff.
- Chang*, Roberto/*Velasco*, Andrés: Dollarization: Analytical Issues, Working Paper Nr. 8838, 2002, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/W8838> – lizenzpflichtig (Stand: Juli 2003).
- Chinn*, Menzie D./*Meese*, Richard A.: „Banking on Currency Forecasts: How Predictable Is Change in Money?“, in: Journal of International Economics, Heft 1, 1995, S. 161 ff.

- Chmielewski*, Tomasz: „Is the Balassa-Samuelson-Effect a Serious Obstacle of an Accession Country?“, in: Alpen, Dagmar/Luchtmeier, Hendrik (Hrsg.): *The Euro in Eastern Europe: Options for the Monetary and Currency Regime*, 2003, Berlin.
- Clark*, Peter B./*MacDonald*, Ronald: *Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEER's and FEER's*, IMF Working Paper Nr. 67, 1998, Washington D.C.: Internationaler Währungsfond.
- Cohen*, Benjamin J.: „Monetary Union: The Political Dimension“, in: Salvatore, Dominick/Dean, James W./Willett, Thomas D. (Hrsg.): *The Dollarization Debate*, 2003, Oxford: Oxford University Press, S. 221 ff.
- Cooper*, Richard N.: *The Geography of Money*, 1998, Ithaca, New York: Cornell University Press.
- „Key Currencies After the Euro“, in: *The World Economy*, Heft 1, 1999, S. 1 ff.
  - „Should Capital Controls Be Banished?“, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, Heft 1, 1999, Washington, DC, S. 89 ff.
- Cukierman*, Alex: *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, 1992, Cambridge, Mass. u. a.: MIT Press.
- De Bandt*, Olivier/*Hartmann*, Philipp: *Systemic Risk: A Survey*, ECB Working Paper Nr. 35, 2000, Frankfurt am Main: Europäische Zentralbank.
- De Grauwe*, Paul: *Economics of Monetary Integration*, 3., überarb. Aufl. 1997, Oxford: Oxford University Press.
- *International Money*, 1996, Oxford: Oxford University Press.
- De Kock*, Gabriel/*Grilli*, Vittorio: „Fiscal Policies and the Choice of Exchange Rate Regime“, in: *The Economic Journal*, März 1993, S. 347 ff.
- Deutsche Bundesbank*: „Aktualisierung der Außenwertberechnung und Anpassung an die Bedingungen der Europäischen Währungsunion“, in: *Monatsbericht*, November 1998, S. 57 ff.
- „Die Rolle des Internationalen Währungsfonds in einem veränderten weltwirtschaftlichen Umfeld“, in: *Monatsbericht*, September 2000, S. 15 ff.
  - „Währungsreserven: Entwicklung und Bedeutung in der Währungsunion“, in: *Monatsbericht*, Januar 2003, S. 15 ff.
  - „Wechselkurspolitische Konsequenzen zunehmender Kapitalströme – weltweite Erfahrungen und Perspektiven“, in: *Monatsbericht*, Juni 2002, S. 59 ff.
  - „Währungspolitische Aspekte der EU-Erweiterung“, in: *Monatsbericht*, Oktober 2001, S. 15 ff.
- Dornbusch*, Rüdiger: *After Asia: New Directions for the International Financial System*, 1998a, MIT, <http://econ-www.mit.edu/faculty/dornbusch> (Stand: Juli 2003).
- *Capital Controls: An Idea Whose Time is Gone*, 1998b, MIT, <http://econ-www.mit.edu/faculty/dornbusch> (Stand: Juli 2003).
  - „Expectations and Exchange Rate Dynamics“, in: *Journal of Political Economy*, Heft 6, 1976, S. 1161 ff.

- „Progress Report on Argentina“, in: Dornbusch, Rüdiger/Edwards, Sebastian (Hrsg.): Reform, Recovery and Growth: Latin America and the Middle East, 1995, Chicago: Chicago University Press, S. 223 ff.
- What Future for International Financial Institutions, 1999, Cambridge, MIT, <http://web.mit.edu/rudi/www/media/PDFs/brookings-99.PDF> (Stand: Juli 2003).
- Dornbusch, Rüdiger/Sturzenegger, Federico/Wolf, Holger*: Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization, Brooking Papers on Economic Activity, Heft 2, 1990, Washington D.C., S. 1 ff.
- Dohse, Dirk/Krieger-Boden, Christiane*: Währungsunion und Arbeitsmarkt, Kieler Studien Nr. 290, 1998, Tübingen.
- Drazen, Allan/Masson, Paul R.*: „Credibility of Policies versus Credibility of Policy-makers“, in: The Quarterly Journal of Economics, Heft 3, 1994, S. 735 ff.
- Dresdner Bank Lateinamerika*, Lateinamerika Datenbank, [http://www.dbla.de/03\\_economic\\_research/02\\_lateinamerika\\_datenbank](http://www.dbla.de/03_economic_research/02_lateinamerika_datenbank) (Stand: Juli 2003).
- Easterly, William*: „When is Stabilization Expansionary?“, in: Economic Policy, Heft 4, 1996, S. 67 ff.
- Edison, Hali/Slok, Torsten*: Wealth Effects and the New Economy, IMF Working Paper Nr. 77, 2001, Washington, D.C.: Internationaler Währungsfond.
- Edwards, Sebastian*: Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences, Working Paper Nr. 6800, 1998, Cambridge, Mass.: NBER.
- Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation, Working Paper Nr. 8274, 2001, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/8274> – lizenzpflichtig (Stand: Juli 2003).
- „How Effective are Capital Controls?“, in: The Journal of Economic Perspectives, Heft 4, 1999, S. 65 ff.
- Edwards, Sebastian/Magendzo, I. Igal*: Dollarization, Inflation and Growth, University of California, Working Paper Nr. 8671, 2001, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/w8671> – lizenzpflichtig (Stand: Juli 2003).
- Eichengreen, Barry J.*: „Does Mercosur Need a Single Currency?“, Working Paper Nr. 6821, 1998, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/6821> – lizenzpflichtig (Stand: Juli 2003).
- Globalizing Capital: A History of the International Monetary System, 1996, Princeton: Princeton University Press.
- Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda, 1999, Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- „When to Dollarize“, in: Journal of Money, Credit and Banking, Heft 1, 2002, S. 1 ff.
- Eichengreen, Barry J./Lindert, Peter H.*: The International Debt Crisis in Historical Perspective, 1989, Cambridge, Mass.: MIT Press.

- Eichengreen, Barry J./Mathieson, Donald J.*: The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves – Retrospect and Prospect, IMF Working Paper Nr. 131, 2000, Washington, D.C., <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00131.pdf> (Stand: Juli 2003).
- Eichengreen, Barry J./Sachs, Jeffrey*: „Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s“, in: *The Journal of Economic History*, Heft 4, 1985, S. 925 ff.
- Eichengreen, Barry J./Temin, Peter*: The Gold Standard and the Great Depression, Working Paper Nr. 6060, 1997, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/6060> – lizenzpflichtig (Stand: Juli 2003).
- Engel, Andrew K./Engel, Charles*: Currency Unions and International Integration, Working Paper Nr. 7872, 2000, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/7872> – lizenzpflichtig (Stand: Juli 2003).
- Europäische Zentralbank (EZB)*: Review of the International Role of the Euro, Dezember 2003, Frankfurt am Main.
- „Internationale Zusammenarbeit im Bereich der Finanzmarktaufsicht“, in: Monatsbericht, Mai 2002, S. 59 ff.
  - The Monetary Policy of the ECB, 2001, Frankfurt am Main.
- Fehr, Ernst/Tyran, Jean-Robert*: „Does Money Illusion Matter?“, in: *The American Economic Review*, Heft 5, 2001, S. 1239 ff.
- Feldstein, Martin*: Self-Protection for Emerging Market Economies, Working Paper Nr. 6907, 1999, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/6907> – lizenzpflichtig (Stand: Juli 2003).
- Fischer, Christoph*: Real Currency Appreciation in Accession Countries: Balassa-Samuelson and Investment Demand, Diskussionspapier der Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank Nr. 19, 2002, Frankfurt am Main.
- Fischer, Stanley*: Ecuador and the IMF, Vortrag auf der Konferenz der Hoover Institution über Currency Unions in Palo Alto am 19. Mai 2000, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2000/051900.htm> (Stand: Juli 2003).
- „Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?“, Vortrag auf der Konferenz der American Economic Association in New Orleans, 6. Januar 2001, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf> (Stand: Juli 2003).
  - „Exchange Rate versus Money Targets in Disinflation“, in: Derselbe (Hrsg.): *Indexing Inflation, and Economic Policy*, 1986, Cambridge, Mass. u.a.: MIT Press, S. 247 ff.
  - „Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule“, in: *Journal of Political Economy*, Heft 85, 1977, S. 191 ff.
  - „On the Need for an International Lender Of Last Resort“, in: *The Journal of Economic Perspectives*, Heft 4, 1999, S. 85 ff.
  - „Seigniorage and the Case for National Money“, in: *Journal of Political Economy*, Heft 2, 1982, S. 295 ff.
- Fischer, Stanley/Sahay, Ratna/Végh, Carlos*: „Modern Hyper and High Inflation“, in: *Journal of Economic Literature*, Heft 3, 2002, S. 837 ff.

- Fleming*, Marcus J.: Domestic Financial Policy under Fixed and under Floating Exchange Rates, IMF Staff Paper Nr. 3, 1962, S. 369 ff, Washington, D.C.: Internationaler Währungsfond.
- Flood*, Robert P./*Garber*, Peter M.: „Collapsing Exchange-rate Regimes: Some Linear Examples“, in: Journal of International Economics, Heft 1/2, 1984, S. 1 ff.
- Frankel*, Jeffrey A.: No Single Currency Regime Is Right for All Countries of at All Times, Working Paper Nr. 7338, 1999, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/7338> – lizenzpflichtig (Stand; Juli 2003).
- Frankel*, Jeffrey A./*Rose*, Andrew: „The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criterion“, in: The Economic Journal, Juli 1998, S. 1009 ff.
- A Survey of Empirical Research on Nominal Exchange Rates, Working Paper Nr. 4865, 1994, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/4865> – lizenzpflichtig (Stand; Juli 2003).
- Franz*, Wolfgang/*Fitzenberger*, Bernd: „Dezentrale versus zentrale Lohnbildung in Europa: Theoretische Aspekte und empirische Evidenz“, in: Bernhard Gahlen (Hrsg.): Europäische Integrationsprobleme aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht, Wirtschaftswissenschaftliches Seminar Ottobeuren, Bd. 23, 1994, Tübingen, S. 321 ff.
- Freixas*, Xavier/*Giannini*, Curzio/*Hoggarth*, Glenn/*Soussa*, Farouk: „Lender of Last Resort: A Review of the Literature“, in: Goodhart, Charles/Iling, Gerhard: Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort, 2002, Oxford, Oxford University Press, S. 27 ff.
- Friberg*, Richard: „In Which Currency Should Exporters Set their Prices?“, in: Journal of International Economics, Heft 1, 1998, S. 59 ff.
- Frieden*, Jeffrey: „International Political Economy: The State of the Sub-Discipline“, in: Ira Katznelson/Helen Milner (Hrsg.): Political Science: The State of the Discipline, 2001, New York: W.W. Norton.
- Frieden*, Jeffrey/*Grezzi*, Piero/*Stein*, Ernesto: „Politics and Exchange Rates: A Cross-Country Approach to Latin America“, in: Jeffrey Frieden/Ernesto Stein (Hrsg.): The Currency Game: Exchange Rate Politics in Latin America, 2000, Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Friedman*, Milton: „The Case for Flexible Exchange Rates“, in: Essays in positive economics, S. 157 ff, 1953, Chicago: University of Chicago Press.
- „The Role of Monetary Policy“, American Economic Review, Heft 1, 1986, S. 1 ff.
- Froot*, Kenneth A./*Rogoff*, Ernesto: „Perspectives on PPP and Long-Run Real Exchange Rates“, in: Grossman, Gene M./Rogoff, Kenneth (Hrsg.): Handbook of International Economics, Heft 3, 1995, Kap. 23, Amsterdam u.a.: North-Holland, S. 1645 ff.
- Fung*, Ben/*McCauley*, Robert N.: „Composition of US Dollar Foreign Exchange Reserves by Instrument“, in: BIS Quarterly Review, November 2000, S. 59 ff.
- Furstenberg*, George von: „A Case Against U.S. Dollarization“, in: Challenge, Heft 4, 2000, S. 108 ff.

- Gärtner*, Manfred: Makroökonomik flexibler und fester Wechselkurse, 2., überarbeitete Aufl., 1997, Berlin u. a.
- Glick*, Reuven/*Rose*, Andrew: „Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional?“, in: *Journal of International Money and Finance*, Heft 4, 1999, S. 603 ff.
- Goldfajn*, Ilan/*Valdes*, Rodrigo O.: The Aftermath of Appreciations, Working Paper Nr. 5650, 1996, Cambridge, Mass.: NBER, <http://papers.nber.org/papers/5650> – lizenzpflichtig (Stand: Juli 2003).
- Goodhart*, Charles/*Illing*, Gerhard: Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort, 2002, Oxford: Oxford University Press.
- Gordon*, Robert J.: „Why Stopping Inflation May be Costly: Evidence from Fourteen Historical Episodes“, in: Robert E. Hall (Hrsg.): *Inflation: Causes and Effects*, 1982, Chicago: University of Chicago Press, S. 11 ff.
- Gosh*, Atish R./*Gulde*, Anne-Marie/*Wolf*, Holger C.: „Currency boards: more than a quick fix?“ in: *Economic Policy*, Oktober 2000, S. 269 ff.
- Gosh*, Atish R./*Gulde*, Anne-Marie/*Ostry*, Jonathan D./*Wolf*, Holger C.: Does the Exchange Rate Regime Matter, IMF Working Paper Nr. 121, 1995, Washington, D.C.: Internationaler Währungsfond.
- Grilli*, Vittorio/*Masciandaro*, Donato/*Tabellini*, Guido: „Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries“, in: *Economic Policy*, Oktober 1991, S. 341 ff.
- Gros*, Daniel/*Hefeker*, Carsten: „One Size Must Fit All: National Divergences in a Monetary Union“, in: *German Economic Review*, Heft 3, 2002, S. 247 ff.
- Hagen*, Jürgen von/*Zhou*, Jizhong (2002): *De facto* and Official Exchange Rate Regimes in Transition Economies, Working Paper, 13/2002, ZEI, [http://www.zei.de/download/zei\\_wp/B02-13.pdf](http://www.zei.de/download/zei_wp/B02-13.pdf) (Stand: Juli 2003).
- Hausmann*, Ricardo/*Panizza*, Ugo/*Stein*, Ernesto: „Why do Countries Float the Way They Float?“, in: *Journal of Development Economics*, Heft 2, 2001, S. 387 ff.
- Hall*, Robert E. (Hrsg.): *Inflation: Causes and Effects*, 1982, Chicago: University of Chicago Press.
- Hartmann*, Philipp: The Future of the Euro as an International Currency: A Transactions Perspective, CEPS Research Report Nr. 20, 1996, Brüssel.
- Hayek*, Friedrich A. von: *Entnationalisierung des Geldes*, 1977, Tübingen.
- *The Road to serfdom*, 1944, Chicago: University of Chicago Press.
- Henning*, Randall: *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*, 1994, Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Heinsohn*, Gunnar/*Steiger*, Otto: The Eurosystem and the Art of Central Banking, ZEI Working Paper Nr. 11, 2002, [http://www.zei.de/download/zei\\_wp/B02-11.pdf](http://www.zei.de/download/zei_wp/B02-11.pdf) (Stand: Juli 2003).
- Horn*, Gustav-Adolf/*Scheremet*, Wolfgang/*Zwiener*, Rudolf: Rahmenbedingungen für den Arbeitsmarkt in einer erfolgreichen Wirtschafts- und Währungsunion der EU-

- Mitgliedstaaten, Gutachten des DIW im Auftrage des Bundesministers für Wirtschaft, 1997, Berlin.
- Ilzkovitz*, Fabienne: „Recent Developments in the International Use of Currencies: Towards a Tripolar Regime?“, in: ECU Institute: International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency, 1995, London, S. 67 ff.
- International Labour Organization* (ILO): LABORSTA-Datenbank, <http://laborsta.ilo.org> (Stand: Juli 2003).
- Internationaler Währungsfond* (IWF): Annual Report, 2001 a, Washington D.C.
- Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls, 2000a, Washington, D.C.
  - Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force, Approved by Kenneth Rogoff, 2003, Washington, D.C., <http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf> (Stand: Juli 2003)
  - Direction of Trade Statistics, CD-Rom, September, 2002a, Washington, D.C.
  - Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2001b, Washington, D.C.
  - International Capital Markets Report, 2000b, Washington, D.C.
  - International Financial Statistics, CD-Rom, 2003b, Washington, D.C.
  - World Economic Outlook Database April, 2002c, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2002/01/data/index.htm> (Stand: Juli 2003).
- Isard*, Peter: Exchange Rate Economics, 1995, Cambridge: Cambridge University Press.
- Isard*, Peter/*Faruqee*, Hamid: Exchange Rate Assessment: Extensions of the Macroeconomic Balance Approach, IWF Occasional Paper Nr. 167, 1998, Washington, D.C.: Internationaler Währungsfond.
- James*, Harold: International Monetary Cooperation since Bretton Woods, 1996, Oxford: Oxford University Press.
- Jeanne*, Olivier/*Zettelmeyer*, Jeromin: „International Bailouts, Moral Hazard, and Conditionality“, in: Economic Policy, Oktober 2001, S. 407 ff.
- Jonas*, Jiri: Argentina: The Anatomy of a Crisis, ZEI Policy Paper Nr. 12, 2002, [http://www.zei.de/download/zei\\_wp/B02-12.pdf](http://www.zei.de/download/zei_wp/B02-12.pdf) (Stand: Juli 2003).
- Kaminsky*, Graciela/*Lizondo*, Saul/*Reinhart*, Carmen M.: Leading Indicators of Currency Crises, Policy Research Working Paper Nr. 1852, 1997, Washington, D.C.: World Bank.
- Kenen*, Peter B.: „Capital Controls, the EMS and EMU“, in: The Economic Journal, Januar 1995, S. 181 ff.
- „The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View“, in: Mundell, Robert A./Swoboda, Alexander K. (Hrsg.): Monetary Problems of the International Economy, 1969, Chicago: University of Chicago Press, S. 41 ff.
- Keynes*, John M.: A Tract on Monetary Reform, 1924, London: Macmillan.

- General Theory of Employment, Interest and Money, 1973, Cambridge: Macmillan, 1. Aufl. 1936.
- Kiguel*, Miguel A./*Ghei*, Nita: Devaluation in Low-Inflation Economies, Policy Research Working Paper Nr. 1224, 1993, Washington, D.C.: World Bank.
- Kiguel*, Miguel A./*Liviatan*, Nissan: „The Business Cycle Associated With Exchange Rate Based Stabilization“, in: The World Bank Economic Review, Heft 2, 1992, S. 278 ff.
- Knight*, Frank H.: Risk, uncertainty and profit, 1921, Boston: Houghton Mifflin.
- Krueger*, Anne O.: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, 2002, Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Krugman*, Paul: „A Model of Balance of Payments Crises“, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Heft 3, 1979, S. 311 ff.
- Exchange Rate Instability, 1989, Cambridge, Mass: MIT Press.
- Geography and Trade, 1991, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- „It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap“, in: Brookings Papers on Economic Activity, Heft 2, 1998, Washington, D.C., S. 137 ff.
- „Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange“, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Heft 3, 1980, S. 513 ff.
- Larrain*, Felipe/*Laban*, Raul/*Chumacere*, Romulo: What Determines Capital Inflows? An Empirical Analyses for Chile, Development Discussion Paper Nr. 590, 1997, Cambridge, Mass.: Harvard Institute for International Development.
- Layard*, Richard: Vorwort in *Blinder*, Alan S.: Central banking in Theory and Practice, 1998, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Lebow*, David E./*Rudd*, Jeremy B.: „Measurement Error in the Consumer Price Index: Where Do We Stand?“, in: Journal of Economic Literature, Heft 1, 2003, S. 159 ff.
- Levy-Yeyati*, Eduardo/*Sturzenegger*, Federico: Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words, vorläufige Version 2002, Universidad Torcuato Di Tella, <http://www.utdt.edu/~ely/DW2002.PDF> (Stand: Juli 2003).
- „The Euro and Latin America-III: Is EMU a Blueprint for Mercosur?“, Vortrag auf der Konferenz „Desarrollo Político Comparado de Argentina y Brasil“ an der Universidad Torcuato Di Tella, 1998, <http://www.utdt.edu/~fsturzen/Mercosur.PDF> (Stand: Juli 2003).
- Loayza*, Norman/*Lopez*, J. Humberto/*Ubide*, Angel: „Sectorial Macroeconomic Interdependencies: Evidence for Latin America, East Asia and Europe“, Working Paper Nr. 11, 1999, Washington, D.C.: Internationaler Währungsfond.
- Lucas*, Robert E.: „Expectations and the Neutrality of Money“, in: Journal of Economic Theory, Heft 2, 1972, S. 103 ff.
- „Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs“, American Economic Review, Heft 3, 1973, S. 326 ff.
- Luchtmeier*, Hendrik: „Konsequenzen des bipolaren Weltwährungssystems für den ‚Rest der Welt‘, in: Wirtschaftsdienst, Heft 1, 2000, S. 45 ff.

- Lutz*, Friedrich: Das Grundproblem der Geldverfassung, Ordnung der Wirtschaft, Schriftenreihe herausgegeben von Walter Eucken et al., 1936, Stuttgart/Berlin.
- Malagardis*, Antonis N.: Ein ‚Konkursrecht‘ für Staaten: Zur Regelung von Insolvenzen souveräner Schuldner in Vergangenheit und Gegenwart, Dissertation an der Freien Universität Berlin, 1989, Baden-Baden.
- Mankiw*, Gregory N.: „A Quick Refresher Course in Macroeconomics“, in: *Journal of Economic Literature*, Heft 4, 1990, S. 1645 ff.
- „Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly“, in: *Quarterly Journal of Economics*, Heft 2, 1985, S. 529 ff.
  - „The Allocation of Credit and Financial Collapse“, in: *Quarterly Journal of Economics*, Heft 3, 1986, S. 455 ff.
- March*, James G./*Simon*, Herbert A.: *Organizations*, 1958, New York: Wiley.
- Marshall*, Alfred: *Money, Credit and Commerce*, 1923, London: Macmillan.
- Masson*, Paul: „Contagion: Macroeconomic Models with Multiple Equilibria“, in: *Journal of International Money and Finance*, Heft 4, 1999, S. 587 ff.
- McKinnon*, Ronald I.: „Optimum Currency Areas“, in: *The American Economic Review*, September 1963, S 717–725.
- Meese*, Richard A./*Rogoff*, Kenneth S.: „Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample?“, in: *Journal of International Economics*, Februar 1983, S. 3 ff.
- Meltzer*, Allan H./*Sachs*, Jeffrey D.: *Reforming the IWF and the World Bank*, April 2000, Washington, D.C.: American Enterprise Institute.
- Mishkin*, Frederic S.: *International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability*, Working Paper Nr. 6390, 1998, Cambridge, Mass.: NBER, <http://www.nber.org/papers/w6390> (Stand: Juli 2003).
- *Lessons from the Asian Crisis*, Working Paper Nr. 7102, 1999, Cambridge, Mass.: NBER, <http://www.nber.org/papers/w7102> (Stand: Juli 2003).
  - *Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective*, Working Paper Nr. 5600, 1996, Cambridge, Mass.: NBER, <http://www.nber.org/papers/w5600> (Stand: Juli 2003).
- Müller*, Gernot/*Straub*, Roland: „Floating-cum-Inflation Targeting in the Presence of Non-fundamental Exchange Rate Vulnerability“, in: *Alpen*, Dagmar/Luchtmeier, Hendrik (Hrsg.): *The Euro in Eastern Europe: Options for the Monetary and Currency Regime*, 2003, Berlin.
- Mundell*, Robert A.: „A Theory of Optimum Currency Areas“, in: *The American Economic Review*, September 1961, S. 657 ff.
- *The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixes Exchange Rates*, Staff Paper Nr. 9, März 1962, Washington, D.C.: Internationaler Währungsfond, S. 70 ff.

- Mussa, Michael et al.*: Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy, Occasional Paper, Nr. 193, 2000a, Washington, D.C.: Internationaler Währungsfond.
- Mussa, Michael/Swoboda, Alexander K./Zettelmeyer, Jeromin/Jeanne, Olivier*: „Moderating Fluctuations in Capital Flows to Emerging Market Economies“, in: Kenen, Peter B./Swoboda, Alexander K. (Hrsg.): Reforming the International Monetary and Financial System, 2000b, Washington, D.C.: Internationaler Währungsfond, S. 75 ff.
- Nauschnigg, Franz*: „The Euro and the Use of Foreign Currencies in Central and Eastern Europe“, in: Alpen, Dagmar/Luchtmeier, Hendrik (Hrsg.): The Euro in Eastern Europe: Options for the Monetary and Currency Regime, 2003, Berlin.
- Neumann, Manfred J. M./Hagen, Jürgen von*: „Does Inflation Targeting Matter?“, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Juli/August, 2002, S. 127 ff.
- Obstfeld, Maurice*: „Destabilizing Effects of Exchange Rate Escape Clauses“, in: Journal of International Economics, Heft 1, 1997, S. 61 ff.
- „Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features“, in: European Economic Review, Heft 3, 1996, S. 1037 ff.
- „Rational and Self-fulfilling Balance of Payments Crises“, The American Economic Review, Heft 1, 1986, S. 72 ff.
- Obstfeld, Maurice/Rogoff, Kenneth*: Foundations of International Macroeconomics, 1996, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Obstfeld, Maurice/Taylor, Alan M.*: The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run, Working Paper Nr. 5960, 1998, Cambridge, Mass.: NBER, <http://www.nber.org/papers/w5960> (Stand: Juli 2003).
- Okun, Arthur M.*: „Efficient Disinflationary Policies“ in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Heft 2, 1978, S. 348 ff.
- Pasternak, Christoph*: „Vulnerability to Currency Crises in Central and Eastern Europe – A ‚Signal Approach‘-based Analyses“, in: Alpen, Dagmar/Luchtmeier, Hendrik (Hrsg.): The Euro in Eastern Europe: Options for the Monetary and Currency Regime, 2003, Berlin.
- Pazos, Felipe*: Chronic Inflation in Latin America, 1972, New York u. a.: Praeger.
- Penecôte, Jean-Sébastien/Sénégal, Alexandre*: „ERM II Anchoring on the Way to EMU: More Notional than Real Effects?“, in: Alpen, Dagmar/Luchtmeier, Hendrik (Hrsg.): The Euro in Eastern Europe: Options for the Monetary and Currency Regime, 2003, Berlin.
- Phelps, Edmund*: „Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium“, in: Journal of Political Economy, Heft 4, 1968, S. 678 ff.
- Phillips, Alban W.*: „The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861–1957“, in: Economica, November 1958, S. 283 ff.
- Popper, Karl*: Logik der Forschung, 10. Aufl., 1994, Tübingen (1. Aufl. 1935, Wien).

- Reinhart*, Carmen M./*Rogoff*, Kenneth S.: The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, Working Paper Nr. 8963, 2002, Cambridge, Mass.: NBER, <http://www.nber.org/papers/w8963> (Stand: Juli 2003).
- Rodrik*, Dani: „How Far Will International Economic Integration Go?“, in: The Journal of Economic Perspectives, Heft 1, 2000, S. 177 ff.
- Rogoff*, Kenneth S.: Dornbusch's Overshooting Model after twenty-Five Years, Staff Paper Nr. 49, 2002, Washington, D.C.: International Monetary Fund, S. 1 ff.
- „The Purchasing Power Parity Puzzle“, in: Journal of Economic Literature, Heft 2, 1996, S. 647 ff.
  - „Blessing or curse? Foreign and underground demand for euro notes“, in: Begg, David/Hagen, Jürgen von/Wyplosz, Charles/Zimmermann, Klaus F. (Hrsg.): EMU: Prospects and Challenges for the Euro, 1998a, Oxford u. a.: Blackwell, S. 261 ff.
  - „The Risk of Unilateral Exchange Rate Pegs“, in: Bank of Korea (Hrsg.): The Implications of Globalization of World Financial Markets, 1998b, Seoul, S. 153 ff.
- Samuelson*, Paul A.: „Theoretical Notes on Trade Problems, in: Review of Economics and Statistics, Heft 2, 1964, S. 145 ff.
- Samuelson*, Paul. A./*Solow*, Robert M.: „Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy“, in: American Economic Review, Heft 2, 1960, S. 177 ff.
- Sargent*, Thomas: Conquest of American Inflation, 1999, Princeton: Princeton University Press.
- „The Ends of Four Big Inflations“, in: Robert E. Hall (Hrsg): Inflation: Causes and Effects, 1982, Chicago: University of Chicago Press, S. 41–97.
- Salvatore*, Dominique/*Dean*, James W./*Willett*, Thomas D. (Hrsg.): The Dollarization Debate, 2003, Oxford: Oxford University Press.
- Savastano*, Miguel A.: „Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Policy Issues“, in: Paul Mizen/Eric J. Pentecost (Hrsg.): The Macroeconomics of International Currencies: Theory Policy and Evidence, 1996, Cheltenham u. a.: Elgar, S. 225 ff.
- Schächter*, Andrea/*Stone*, Mark R./*Schächter*, Mark: „Adapting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries“, Occasional Paper, 2000, Washington, D.C.: Internationaler Währungsfond.
- Schüler*, Martin: How do Banking Supervisors Deal with Europe-Wide Systemic Risk?, Discussion Paper Nr. 3, 2003: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0303.pdf> (Stand: Juli 2003).
- Schumpeter*, Joseph A.: *Geschichte der ökonomischen Analyse*, 2 Teilbd., 1965, Göttingen (englisch: History of Economic Analysis, 1995, New York: Oxford University Press).
- Solow*, Robert M.: „Toward a Macroeconomics of the Medium Run“, in: The Journal of Economic Perspectives, Heft 1, 2000, S. 151 ff.
- Spahn*, Paul B.: International Financial Flows And Transaction Taxes: Survey And Options, Working Paper Nr. 60, 1995, Washington, D.C.: Internationaler Währungsfond.

- Steiger, Otto*: Der Staat als „Lender of Last Resort“ – oder: Die Achillesferse des Eurosystems, Policy Paper Nr. 22, 2002, Zentrum für Europäische Integrationsforschung (ZEI), [http://www.zei.de/download/zei\\_wp/B02-22.pdf](http://www.zei.de/download/zei_wp/B02-22.pdf) (Stand: Juli 2003).
- Stein, Jerome L.*: The Equilibrium Value of the Euro/US-Dollar Exchange Rate: An Evaluation of Research, Working Paper Nr. 525, 2001, CESifo, [ftp://129.187.96.124/CESifo\\_WP/525.pdf](ftp://129.187.96.124/CESifo_WP/525.pdf) (Stand: Juli 2003).
- Stein, Jerome L. et al.*: Fundamental Determinantes of Exchange Rates, 1995, Oxford: Clarendon Press.
- Stiglitz, Joseph E.*: „More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus.“ *Revista de Economia Política*, Heft 1, 1999, S. 94 ff.
- „Information and the Change in the Paradigm in Economics“, in: *American Economic Review*, Heft 3, 2002, S. 460 ff.
- Svensson, Lars E. O.*: How Should Monetary Policy be Conducted in an Era of Price Stability? Seminar Paper Nr. 680, 1999, Institute For International Economic Studies: Stockholm University, <http://www.iies.su.se/publications/seminarpapers/680.pdf> (Stand: Juli 2003).
- Taylor, John B.*: Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Dezember 1993, S. 195 ff.
- „Staggered Wage Setting in a Macro Model“, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Heft 2, 1979, S. 108 ff.
- Taylor, Mark P.*: The Economics of Exchange Rates, in: *Journal of Economic Literature*, Heft 1, 1995, S. 13 ff.
- Tobin, James*: „A Proposal for International Monetary Reform“, in: *Eastern Economic Journal*, Heft 3/4, 1978, S. 153 ff.
- „Inflation and Unemployment“, in: *American Economic Review*, Heft 1, 1972, S. 1 ff.
- Valdés Prieto, Salvador/Soto, Marcelo*: The Effectiveness of Capital Controls in Chile, in: *Empirica*, Heft 2, 1998, S. 133 ff.
- Vaubel, Roland*: Free Currency Competition, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Heft 3, 1977, Institut für Weltwirtschaft, S. 435 ff.
- Végh, Carlos A.*: „Stopping High Inflation: An analytical overview“, Staff Paper Nr. 3, 1992, Internationaler Währungsfond, S. 626 ff.
- Viner, Jakob*: The Customs Union Issue, 1950, New York u.a.: Carnegie Endowment for International Peace.
- Weller, Christian E./Hersh, Adam*: The Long and Short of it: Global Liberalization, Poverty and Inequality, Working Paper Nr. 14, 2002: Zentrum für Europäische Integrationsforschung (ZEI), [http://www.zei.de/download/zei\\_wp/B02-14.pdf](http://www.zei.de/download/zei_wp/B02-14.pdf) (Stand: Juli 2003).
- Weltbank*: Country Data, <http://www.worldbank.org/data/countrydata/countrydata.html> (Stand: Juli 2003).

- World Development Indicator Online, <http://devdata.worldbank.org/data-query> (Stand: Juli 2003).
- Williamson, John* (Hrsg.): Estimating Equilibrium Exchange Rates, 1994, Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- „What Washington Means by Policy Reform“, in: derselbe (Hrsg.): Latin American Adjustment: How Much has Happened? 1990, Washington, D.C.: Institute of International Economics, S. 5 ff.
- Wolff, Jonas*: Der US-Dollar als Rettungsanker? Ambivalenzen einer Krisenstrategie am Beispiel Ecuadors, HSFK Report Nr. 6, 2002, Frankfurt am Main.
- Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW)*: Neue Übertragungsmechanismen in einer globalisierten Weltwirtschaft – Deutschland und Europa im internationalen Verbund, Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Arbeit, 2002, Mannheim.

## Sachwortverzeichnis

- Adverse Auslese 34, 69, 147  
Aktienrenditen 22  
Ankerwährung 76, 98  
Anpassungsflexibilität  
– der Volkswirtschaft 32, 74, 112, 118, 130, 146, 159, 164, 167  
– des Arbeitsmarkts 107, 126, 133–134, 148  
– des Finanzmarkts 151  
– des Gütermarkts 126, 146  
Anpassungsmängel *Siehe* Anpassungsflexibilität  
Antizyklische Fiskalpolitik 147  
Arbeitslosigkeit 121, 126, 128  
Argentinien 15, 25, 56, 83, 91, 102, 119, 122, 128–129, 134–140, 143, 152, 155  
ASEAN 45, 162  
Ausland  
– -skapitalbestand 21  
– -sverschuldung 28, 34, 38, 42, 57, 68, 98, 147  
Auslandskonten 156  
Ausstiegsstrategie 137, 152–154, 167
- Banken**  
– -krise 57  
– *-run* 68, 80  
Bilaterale Dollarisierung 110  
Bimetallstandard 145  
Bolivien 83, 155  
Bosnien und Herzegowina 91, 104  
Brasilien 83, 143–144, 161  
Bretton Woods System 20, 51, 53, 165  
Bulgarien 15, 83, 102, 119, 122
- Chile 143–144, 161  
*collective action clauses Siehe* Mehrheitsklauseln  
*contagion Siehe* Krise, Ansteckungs-Costa Rica 143, 167  
*crawling band Siehe* Kriechendes Band  
*crawling peg Siehe* Kriechende Parität  
*credit crunch Siehe* Kreditrationierung  
Currency Board 49–50, 63, 78, 102, 153, 167  
*currency mismatch* 34, 55, 66, 68, 80
- D/E-System** 79, 101, 141, 167  
De-Dollarisierung/-Euroisierung 94, 155–157  
Deflation 67, 115–117, 137, 149–150, 165  
Devisenmarkt *Siehe* Währungsmarkt  
Devisenreserven *Siehe* Währungsreserven  
Direktinvestitionen 24–25, 39, 106, 136, 146  
Disinflationierung 77, 113, 125  
Diversifikationsgrad 70, 74, 106, 135, 166  
Dollar  
– -isierungsgrad 99, 152  
– -konten 86, 100, 155  
– -raum 104–105, 130, 141  
– -standard 164  
Dynamische Effizienz 42
- Ecklösungen *Siehe* Wechselkursstabilisierung, Harte –, Wechselkurs, Flexibler –**  
Ecuador 91, 103, 119, 143  
El Salvador 104  
Erwartungen  
– Adaptive – 152, 167

- Begrenzt rationale – 114
- Rationale – 23, 32, 34, 56, 154, 160
- Selbsterfüllende – 58
- Estland 15, 83, 102, 119, 122, 128–129, 143
- Europäische Union (EU) 45, 162
- Europäische Währungsunion (EWU) 103–104, 108, 163
- Europäisches Währungssystem (EWS) 54, 56
- Euroraum 84, 96, 103, 129, 141, 163
- Exportnachfrage 64, 70, 132
- fear of floating* 52, 159
- fear of pegging* 52
- Feste Parität 50, *Siehe auch* Wechselkursstabilisierung, Harte –
- Financial Stability Forum* *Siehe* Forum für Finanzmarktstabilität
- Finanzmarkt
  - -aufsicht 40, 151
  - -flexibilität 151
  - -integration 21, 144
  - -stabilität 40, 151
  - Funktionsfähiger – 32
- Finanzpolitik *Siehe* Fiskalpolitik
- fixed peg* *Siehe* Wechselkursstabilisierung, Harte –
- Forum für Finanzmarktstabilität 41
- free float* *Siehe* Freies Schwanken
- Freies Schwanken *Siehe* Wechselkurs, Flexibler –
- Fremdwährung *Siehe* Parallelwährung
- Fremdwährungseinlagen *Siehe* Dollar-konten
- Fundamentalkritiker 159
- Geld**
  - -funktionen *Siehe* Wertaufbewahrungs-, Recheneinheits-, Transaktionsfunktion
  - -illusion 67, 113
  - Internationales – 82–92, 96, 156
  - Nationales – 34, 82–86, 89, 91
- Gesetz von Grasham 88
- Gesetz von Okun 59
- Gläubiger der letzten Instanz 39–40, 80, 151
- Glaubwürdigkeit 49, 58–63, 75, 77, 79, 86, 95, 125, 152, 155, 157, 162
- Gleichgewicht 57–58, 60, 73, 76, 92, 118, 128, 158, 167
- Goldstandard 145, 152, 165
- Guatemala 103
- Gütermarktintegration *Siehe* Handelsintegration
- Handel**
  - -sintegration 70, 107, 111, 115, 129, 132, 134–135, 141
  - -sschaffung 107, 111
  - -sumlenkung 107, 111
- Haushalt
  - -sdefizit 109, 123
  - -spolitik *Siehe* Fiskalpolitik
- Herdenverhalten 35
- home bias* 23
- Hongkong 15, 72, 119, 122, 128–129, 132, 143
- horizontal band* *Siehe* Horizontales Band
- Horizontales Band 49–50
- Hysterese 86, 95
- Indonesien** 143–144
- Inflation**
  - Hyper- 82, 95, 102, 118, 167
  - Kosten der – 85
  - -spräferenzen 54, 106, 165
  - -risiko 67, 75, 77, 79, 125
  - -sstabile Arbeitslosenrate *Siehe* NAIRU
  - -steuerung 161–162
- Informationsmängel 33, 37, 42, 114, 151
- Insolvenz**
  - -mechanismus *Siehe* Restrukturierungsmechanismus
  - -risiko 43, 67, 75, 77, 80

- Internationale  
 – Finanzbeziehungen 18–46  
 – Koordinierung 40–46  
 – Standards 41–42  
 Internationaler Währungsfond (IWF) 38, 41  
 Internationales Risiko 64, 69–81, 128–130, 141–145  
 Irreversible Kosten 79
- Kapital**  
 – -angebot 64  
 – -flucht 30, 155  
 – -importe 25, 57, 61, 68, 118, 126, 137, 146  
 – -mobilität 18–22, 33, 38, 54, 58, 93  
 – -verkehr, Struktur 24–30  
 – -verkehrskontrollen 18, 23  
 – -verkehrsliberalisierung 18–21, 38, 54–55, 68, 70  
 Kolumbien 143  
 Konjunktur  
 – -neutraler Haushalt 147  
 – -theorie 118  
 Kontrolliertes Schwanken 48, 50  
 Konvergenzprozess 22, 158, 163  
 Koordinierungsproblem 36, 39, 43  
 Korea 144  
 Kosovo 104  
 Kreditrationierung 35, 68  
 Kriechende Parität 48, 50, 56  
 Kriechendes Band 48, 50, 56  
 Krise  
 – -nanfälligkeit *Siehe* Länderrisiko  
 – -nmanagement 41, 43  
 – -nprävention 41, 46  
 – Ansteckungs- 58  
 – Finanz- 58, 80  
 – Kapitalbilanz- 56  
 – Leistungsbilanz- 53, 55, 79, 137  
 – System- *Siehe* Systemisches Risiko  
 – Theorie der Währungs- 55–63
- Kroatien 87  
 Kurze Frist 60, 117–121, 131, 137, 158  
*lag Siehe* Verzögerungsproblematik  
 Länderrisiko 41, 61, 65, 112, 128, 130, 146, 159  
 Lange Frist 60, 121–124, 158  
*lender of last resort Siehe* Gläubiger der letzten Instanz  
 Lettland 143  
 Liberalisierung *Siehe* Kapitalverkehrsliberalisierung  
 Liberia 102  
 Liquidität  
 – -spräferenz 84  
 – -srisiko 30, 36, 57, 68, 75, 78, 80  
 Litauen 15, 103, 119, 122, 128–129, 143  
 Lohn  
 – -flexibilität 107, 126, 133, 139, 150  
 – -regel 149  
 – -rigidität *Siehe* Preisrigidität  
 – -stabilisierung 149  
 – -stückkosten 149  
 – -verhandlungssystem 107, 113, 134
- Makrorisiko 63–81, 141–154  
 Malaysia 143–144  
*managed float Siehe* Kontrolliertes Schwanken  
 Marktversagen  
 – auf dem Finanzmarkt 34–37, 147, 151  
 – auf dem Markt für Staatsanleihen 34  
 – auf dem Währungsmarkt 87  
 – Formen von – *Siehe* Informationsmängel, Monopol, Preiskenntniss, Adverse Auslese, Moralisches Risiko, Herdenverhalten, Koordinierungsproblem, Kreditrationierung  
*maturity mismatch* 57, 68  
 Mehrheitsklauseln 44  
 Menükosten 114  
 MERCOSUR 45, 162

- Mexiko 143–144, 155  
 Mikrorisiko 63  
 Mittlere Frist 59, 118, 121–124, 158  
*Monetary Conditions Index* 162  
 Monetisierung der Staatsschuld 82, 90  
 Monopol 114  
 Montenegro 104
- NAFTA 45, 162  
 NAIRU 128, 167  
 Netzwerkexternalitäten 87  
 Neue Internationale Finanzarchitektur 40–46  
 Nicaragua 83
- Offenheitsgrad** 72, 106, 132, 134, 166  
*Offshore-Konten* *Siehe* Auslandskonten  
 Optimaler Währungsraum  
 – Anzahl der Währungen 164–166  
 – Theorie 104–108  
 – Währungswahl 141–144  
 Ost-Timor 104
- Panama** 15, 91, 101, 122, 128  
 Panikmodell 57  
 Paraguay 143  
 Parallelwährung 49, 82–101, 155, 167  
 – Status der – 90–91, 95, 155  
 Peru 143, 155  
 Philippinen 143–144  
 Phillipskurve 126  
 Polaritätsthese 52  
 Polen 83, 143–144, 161  
 Politik  
 – -pessimisten 160  
 – -versagen 37, 90  
 Portfoliotheorie 76, 84  
 Preis  
 – -rigidität 113–117, 136  
 – -unkenntnis 35  
 Preisniveau  
 – -flexibilität 133, 138
- -stabilität 83, 120–121, 126  
 – -stabilität, Kosten der – 80, 126, 150  
 Produktionspotential 64  
 Prognosen 23
- Qualitätsunkenntnis** *Siehe* Informationsmängel
- Rationalisten** 160  
 Realzinsen 124  
 Recheneinheitsfunktion 85–86  
 Regelbindung 152–154  
 – in der Fiskalpolitik 147  
 – in der Geldpolitik 157–164  
 – in der Lohnpolitik 148–150  
 Regimewechsel *Siehe* Ausstiegsstrategie  
 Regionalhandel 45, 162  
 Regulierung  
 – des Arbeitsmarkts 148–150  
 – des Finanzmarkts 40, 151  
 – des Gütermarkts 146–147  
 Relative Flexibilität 148  
 Restrukturierungsmechanismus 42–45  
 Risiko *Siehe* Länder-, Internationales –, Wechselkurs-, Inflations-, Insolvenz-, Liquiditäts-, Systemisches –, Makro-, Mikro-
- Rumänien 143  
 Russland 143
- Samuelson-Balassa-Effekt** 159  
 Schockanfälligkeit *Siehe* Länderrisiko  
 Schockwahrscheinlichkeit *Siehe* Internationales Risiko  
 Seigniorage 89, 109  
 Singapur 143, 167  
 Slowakei 87, 143–144  
 Slowenien 87, 143  
 Sonderziehungsrechte 101  
 Souveränität 24, 43  
 Spekulative Attacke 54, 56, 80  
*spread* *Siehe* Zinsaufschlag  
 Stabilisierungsboom 125–126, 137

- Stabilitätsimport 77, 95  
 Statische Effizienz 42  
 Subadditivität 87  
 Südkorea 143, 161  
 sunk costs *Siehe* Versunkene Kosten  
 Systemisches Risiko 65
- Taiwan 144  
 Terms of Trade 64, 66, 69, 130  
 Thailand 143–144, 161  
 Transaktionsfunktion 86, 90, 96  
 Transaktionskosten 85, 92, 95, 145  
 Trittbrettfahrerproblem 33, 43  
 Tschechische Republik 87, 143–144, 161  
 Türkei 144
- Ukraine 143  
 Umschuldung *Siehe* Restrukturierungsmechanismus  
 Ungarn 87, 143–144, 161, 167  
 Ungleichgewicht 54–55, 63, 113, 115, 118, 128, 137  
 Uruguay 143, 155
- Venezuela 143  
 Vermögenseffekt 149  
 Verschuldung *Siehe* Auslandsverschuldung  
 Verschuldungsregel *Siehe* Konjunkturneutraler Haushalt  
 Versunkene Kosten 79  
 Verzögerungsproblematik 147  
 Volatilität
  - der Vermögenspreise 85
  - der Währungsreserven 52
  - der Zinsen 69
  - des Kapitalverkehrs 30–32, 35
  - des Preisniveaus 36, 67, 93, 95
  - des Wechselkurses 36–37, 39, 45–46, 52, 57, 73, 91, 132, 160, 163, 166
- Vollkommene Konkurrenz 32
- Wachstum** 67, 106, 111, 119, 121, 131  
 Wachstumstheorie 118  
 Wählerstimmenmaximierung 32  
 Währung
  - *de facto* -system 52
  - Gemeinschafts- 45, 51, 162–164
  - Große – 85
  - Kleine – 85
  - -konsolidierung *Siehe* -verdrängung
  - Nationale – *Siehe* Geld, nationales –
  - Referenz- 141–144
  - -shierarchie 96–101
  - -skrise *Siehe* Krise, Währungs-
  - -smarkt 96, 142
  - -sreserven 52, 69, 78, 100, 166
  - -s-run 80
  - -samt *Siehe* Currency Board
  - -ssubstitution 36, 82, 91–95, 156
  - -sunion *Siehe* Währung, Gemeinschafts-
  - -sverdrängung 82–86, 155, 164
  - -swettbewerb *Siehe* Währungsverdrängung
- Washingtoner Konsens 38  
 Wechselkurs
  - -regime *Siehe* Währungssystem
  - -risiko 34, 66, 74–75, 78, 91
  - Destabilisierender – 54, 57, 159
  - Effektiver – 66, 76, 137
  - Fester – *Siehe* Wechselkursstabilisierung, Harte –
  - Flexibler – 48, 57, 60, 71, 93, 130, 152, 161
  - Gleichgewichts- 76–77, 157
  - Inflationsneutraler – 157, 161
  - Realer – 59, 74, 77, 79, 116
  - Schockisolierender – 130, 159, 167
  - Überschießender – 57
- Wechselkursstabilisierung
  - Harte – 48, 55, 62, 78, 95, 130, 137, 141, 145, 159
  - Konventionelle – *Siehe* Weiche Wechselkursstabilisierung

- Weiche – 48, 54, 58, 62, 75
- Welt
  - -inflationsrate 83
  - -währungssystem 20, 53, 96, 164–168
  - -zins 35, 61, 64, 69
- Wertaufbewahrungsfunktion 84, 86, 90–91, 98
- Wettbewerbspolitik *Siehe* Regulierung
- Z**eitinkonsistenz 63, 79
- Zins
  - -aufschlag *Siehe* Makrorisiko
  - -parität 22
  - Realer – *Siehe* Realzins
- Zwischenlösungen *Siehe* Wechselkursstabilisierung, Weiche –