

Schweickert, Rainer; Nunnenkamp, Peter; Hiemenz, Ulrich

**Working Paper — Digitized Version**

## Stabilisierung durch feste Wechselkurse: Fehlschlag in Entwicklungsländern - Erfolgsrezept für Osteuropa?

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 181

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Schweickert, Rainer; Nunnenkamp, Peter; Hiemenz, Ulrich (1992) : Stabilisierung durch feste Wechselkurse: Fehlschlag in Entwicklungsländern - Erfolgsrezept für Osteuropa?, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 181, ISBN 3894560193, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/408>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## Stabilisierung durch feste Wechselkurse: Fehlschlag in Entwicklungsländern — Erfolgsrezept für Osteuropa?

von Rainer Schweickert, Peter Nunnenkamp und  
Ulrich Hiemenz

### AUS DEM INHALT

- Stabilisierungsprogramme scheitern häufig an der fehlenden Glaubwürdigkeit der Regierungspolitik im In- und Ausland. Deshalb wird für Osteuropa eine Fixierung des nominalen Wechselkurses als Patentrezept empfohlen, um die Inflationsbekämpfung glaubwürdiger zu machen. Dieser Vorschlag hält einer genaueren theoretischen und empirischen Analyse jedoch nicht stand.
- Bei festen wie flexiblen Wechselkursen sind die Rückkehr zu geld- und fiskalpolitischer Disziplin sowie eine Drosselung des Preis- und Lohnanstiegs notwendige Voraussetzungen für den Stabilisierungserfolg. Bei festen Wechselkursen besteht jedoch die Gefahr, daß Regierungen im Vertrauen auf den monetären Anker einer ausländischen Währung eigene Stabilitätspolitische Anstrengungen unterlassen oder etwa durch Protektionismus Handelsbilanzgleichgewicht herstellen wollen. Beides ist in Lateinamerika häufig mit katastrophalen Folgen für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung versucht worden.
- Die Glaubwürdigkeit von Stabilisierungsprogrammen erhöht sich — im Gegensatz zu einer weitverbreiteten Meinung — nicht allein durch fixe Wechselkurse. Dieses Ziel wird nur dann erreicht, wenn Glaubwürdigkeit durch eine Währungsunion mit einem stabilen Partner importiert werden kann. Es ist zweifelhaft, ob die osteuropäischen Staaten einen westlichen Partner finden, der ausreichende finanzielle Transfers als Stabilitätsgarantie bereitstellt. Polen ist nicht die ehemalige DDR.
- Dem potentiellen Glaubwürdigkeitsgewinn durch eine Währungsunion steht auf jeden Fall gegenüber, daß das "Binden der eigenen Hände" durch einen Verzicht auf geld- und währungspolitische Autonomie den in Osteuropa unausweichlichen Strukturwandel zu behindern droht. Die Erfahrung der französisch-afrikanischen Franc-Zone verdeutlicht, daß aufgrund des garantierten Zahlungsbilanzausgleichs notwendige binnenwirtschaftliche Anpassungen unterlassen wurden. Eine solche Konsequenz wäre für Osteuropa fatal, weil der Zusammenbruch des RGW-Handels und die geplante Liberalisierung des Außenhandels eine hohe Anpassungsflexibilität und -bereitschaft erfordern.
- Auch ein System flexibler Wechselkurse ist nicht ohne Risiko für den notwendigen Strukturwandel. Spekulative Kapitalbewegungen können zu einem "Überschießen" der nominalen und damit zu überbewerteten realen Wechselkursen führen. Jedoch sind die Risiken eines solchen Wechselkursregimes insgesamt deutlich geringer zu veranschlagen. Zum einen ist es möglich, temporäre Einkommenseinbußen durch eine schrittweise Stabilisierung zu minimieren und damit die Gefahr eines Abbruchs des Reformprogramms zu begrenzen. Und zum anderen entfallen die zusätzlichen Anpassungslasten für die Geld- und Fiskalpolitik, die im Fixkurssystem entstehen, wenn der staatlich festgesetzte nominale Wechselkurs nicht dem neuen Gleichgewichtsniveau entspricht oder externe Schocks auftreten. Aus diesen wie auch den zuvor genannten Gründen empfehlen sich für die osteuropäischen Staaten flexible Wechselkurse.

AG 935 / 92  
Weltwirtschaft  
Kiel

## Inhaltsverzeichnis

<b>I. Neuauflage eines bekannten Konzepts</b> .....	3
<b>II. Probleme der Wechselkursfixierung</b> .....	5
1. Stabilisierung durch einen nominalen Anker .....	5
2. Höhere Glaubwürdigkeit durch feste Wechselkurse? .....	8
3. Volkswirtschaftliche Kosten bei nominalem und realem Anpassungs- bedarf .....	11
4. Nutzen und Kosten der Wechselkursfixierung .....	12
<b>III. Schlechte Erfahrungen in Entwicklungsländern</b> .....	14
1. Inflationsbekämpfung durch die Wechselkurspolitik: Zweifelhafter Nutzen und hohe Kosten .....	15
2. Die Franc-Zone in Afrika: Der hohe Preis importierter Glaubwürdigkeit .....	19
3. Verzicht auf währungspolitische Autonomie: Osteuropa ist nicht Panama .....	21
<b>IV. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen</b> .....	25
<b>Anhänge 1-3</b> .....	29
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	34

Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

**Schweickert, Rainer:**

Stabilisierung durch feste Wechselkurse: Fehlschlag in  
Entwicklungsländern - Erfolgsrezept für Osteuropa? / von  
Rainer Schweickert, Peter Nunnenkamp und Ulrich Hiemenz.  
Institut für Weltwirtschaft, Kiel. - Kiel : Inst. für  
Weltwirtschaft, 1992

(Kieler Diskussionsbeiträge ; 181)

ISBN 3-89456-019-3

NE: Nunnenkamp, Peter;; Hiemenz, Ulrich;; GT



Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Postfach 43 09, D-2300 Kiel 1

Alle Rechte vorbehalten

Ohne ausdrückliche Genehmigung ist es auch nicht  
gestattet, den Band oder Teile daraus

auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen

Printed in Germany

ISSN 0455 - 0420

## I. Neuauflage eines bekannten Konzepts

Für eine erfolgreiche Transformation der ost- und mitteleuropäischen Staaten in marktwirtschaftliche Systeme ist eine gesamtwirtschaftliche Stabilisierung unabdingbar. Die notwendige Umstrukturierung von Produktion und Investitionen wird erheblich erschwert und verzögert, solange hartnäckig hohe Budgetdefizite, ein hoher oder zunehmender Geldüberhang oder eine offene Inflation sowie akute Zahlungsbilanzkrisen auf ausgeprägte makroökonomische Instabilität hindeuten.<sup>1</sup> Empirisch läßt sich nachweisen, daß es Ländern, die ein mit Osteuropa vergleichbares Einkommensniveau aufweisen, leichter fiel, zu attraktiven Investitionsstandorten zu werden und ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, wenn eine stabilitätsorientierte Fiskal- und Geldpolitik verfolgt wurde [Hiemenz, Nunnenkamp et al., 1991]. Diese half insbesondere dabei, exzessive Inflationserwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte zu unterbinden. Ein Vergleich zwischen den dynamischen Volkswirtschaften in Ost- und Südostasien und den stagnierenden Ländern Lateinamerikas zeigt zudem, daß der Aufbau fiskal- und geldpolitischer Reputation zeitaufwendig ist. Auf der anderen Seite ist ein guter Ruf schnell verspielt, sobald schwere wirtschaftspolitische Inkonsistenzen erkennbar werden.

Dies läßt es für die osteuropäischen Reformstaaten besonders schwierig erscheinen, die Unsicherheit von Produzenten und Investoren über den zukünftigen makroökonomischen Kurs zu begrenzen. Die Zeitspanne nach der Umwandlung der sozialistischen Systeme ist noch zu kurz, um fiskal- und geldpolitische Reputation zu gewinnen, und die mangelnde Erfahrung mit marktwirtschaftlichen Steuerungsmechanismen erhöht die Gefahr, daß es auch in Zukunft zu wirtschaftspolitischen Inkonsistenzen kommt. Es stellt sich deshalb die Frage, ob es leichter handhabbare und schneller wirkende Instrumente gibt, mit denen das Ziel der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung erreicht werden kann, wobei es vor allem um eine wirksame Inflationsbekämpfung geht.

---

Dieser Beitrag ist im Rahmen eines von der Fritz Thyssen Stiftung geförderten Forschungsprojekts über die Rolle der Geld- und Währungspolitik in Stabilisierungs- und Strukturreformprogrammen entstanden. Die Autoren bedanken sich für die finanzielle Unterstützung. Dank gebührt auch den Kollegen Norbert Funke, Bert Hofman, Hubertus Müller-Groeling, Helmut Reisen und Joachim Scheide, die eine frühere Fassung dieses Beitrags kritisch kommentiert und wertvolle Anregungen für die Überarbeitung gegeben haben.

<sup>1</sup> Zum Spannungsfeld zwischen gesamtwirtschaftlicher Stabilisierung und Struktur-reformen vgl. etwa Nunnenkamp, Schmieding [1991].

Als möglicher Ausweg aus diesem Dilemma ist in letzter Zeit angeregt worden, den Wechselkurs zu fixieren und als nominalen Anker einzusetzen, um den Geldwert zu stabilisieren [z.B. Lipton, Sachs, 1990]. Noch weitergehend ist der Vorschlag, auf eine eigenständige Währungs politik völlig zu verzichten, entweder indem die Ausgabe nationaler Zahlungsmittel auf den Umfang an Reserven in einer Ankerwährung beschränkt wird, oder indem eine stabile Hauptwährung alle Geldfunktionen im Inland übernimmt [vgl. Bofinger, 1991; Schmieding, 1991]. Die Anregung, sich in der einen oder anderen Weise die eigenen Hände zu binden, um dem Stabilisierungsziel näherzukommen, beruht im wesentlichen auf zwei Argumenten. Zum einen wird betont, daß fixe Wechselkurse als nominaler Anker die Inflationserwartungen des privaten Sektors dämpfen und zu einer höheren fiskalischen und monetären Disziplin führen würden. Zum anderen könne auf diese Weise die Glaubwürdigkeit des Reformprogramms wesentlich verstärkt werden. Die Einschränkung des eigenen Handlungsspielraums soll die (noch) fehlende Reputation der Regierung im Hinblick auf eine stabilitätsorientierte Fiskal- und Geldpolitik ausgleichen, weil dieses Manko anderenfalls die Erwartungsbildung der privaten Wirtschaftssubjekte erschweren und die wirtschaftliche Entwicklung somit destabilisieren würde.

Im folgenden soll zunächst die theoretische Fundierung dieser Argumentation kritisch analysiert werden (Abschnitt II; vgl. ergänzend die Anhänge 1-3). Es ist zu prüfen, ob die Erfolgswahrscheinlichkeit eines Stabilisierungsprogramms - wie behauptet - durch fixe Wechselkurse erhöht wird und inwieweit mit der Beschränkung der währungspolitischen Flexibilität volkswirtschaftliche Kosten verbunden sind. Anschließend sollen frühere Erfahrungen mit dem für Osteuropa vorgeschlagenen währungspolitischen Kurs ausgewertet werden (Abschnitt III). Die Währungs politik ist in der Vergangenheit in einer ganzen Reihe von Entwicklungs- und Schwellenländern in unterschiedlicher Form und Stärke dazu eingesetzt worden, inflationsbedingte Instabilitäten zu bekämpfen. So haben insbesondere lateinamerikanische Staaten wiederholt versucht, Inflationsmentalitäten durch vorangekündigte und im Zeitablauf abnehmende Abwertungsraten oder durch eine ausdrückliche Festschreibung des Wechselkurses zu überwinden. Auch für den weitergehenden Ansatz, sich die eigenen Hände durch Aufgabe währungspolitischer Autonomie zu binden, gibt es Vorgänger in der Dritten Welt. Der Grad der Zielerreichung und das Ausmaß unerwünschter Nebenwirkungen können Aufschluß darüber bieten, ob es für die osteuropäischen Reformstaaten ratsam ist, diesen Beispielen zu folgen. Abschnitt IV faßt die Ergebnisse zusammen und zieht wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen.

## II. Probleme der Wechselkursfixierung

### 1. Stabilisierung durch einen nominalen Anker

Um die grundsätzlichen Unterschiede zwischen Reformprogrammen zur Inflationsbekämpfung mit festen und flexiblen Wechselkursen aufzuzeigen, wird im folgenden unter der Annahme eines kleinen Landes argumentiert. Dies bedeutet, daß die Preise für gehandelte Güter in ausländischer Währung extern bestimmt sind und ihre Preise in heimischer Währung nur durch Wechselkursänderungen beeinflußt werden können. Nachfrageänderungen bei fixem Wechselkurs führen dann lediglich zu Mengeneffekten. Ungleichgewichte auf dem Markt für nicht gehandelte Güter können Preisänderungen dieser Güter bewirken. Bei inflexiblen Preisen erfolgt dagegen eine Mengenanpassung, d.h., eine zu geringe Nachfrage mündet in Unterbeschäftigung und Einkommensverlusten.

Ein Antiinflationsprogramm mit Wechselkursfixierung läuft nun wie folgt ab (eine formale Darstellung bietet Anhang 1).<sup>1</sup> In der Ausgangssituation (Punkt G in Schaubild 1) ist der reale Wechselkurs konstant bei gegebener nominaler Abwertung und Inflationsrate. Wird der nominale Wechselkurs fixiert, ergibt sich eine reale Aufwertung, solange eine positive Inflationsdifferenz zum Ausland fortbesteht. Die Konsequenz ist ein gesunkenes Realeinkommen und ein Handelsbilanzdefizit.<sup>2</sup> Der entsprechende Devisenabfluß führt über eine monetäre Kontraktion zu einer sinkenden Absorption.<sup>3</sup> Hierdurch kann zwar das Handelsbilanzgleichgewicht wieder hergestellt werden, die Nachfrage nach heimisch produzierten Gütern liegt

<sup>1</sup> Kapitalverkehr wird zunächst nicht betrachtet, d.h., es wird angenommen, daß die Kapitalbilanz ausgeglichen ist. Diese Restriktion wird im Laufe der weiteren Diskussion aufgehoben.

<sup>2</sup> Vgl. Punkt B in Schaubild 1 im Anhang 1. Bei der Bewegung von G nach B wird vernachlässigt, daß durch die Wechselkursfixierung ein positiver Realkasseneffekt (Pigou-Effekt) auftritt. Dadurch daß nominale Abwertungen nicht mehr stattfinden, wird Preisstabilität für gehandelte Güter importiert. Bei gegebener nominaler Geldmengenerweiterung nimmt die reale Geldmenge im Vergleich zur Ausgangssituation zu. Aufgrund dieses Vermögenseffekts steigt die Absorption, so daß ein Punkt rechts von B erreicht würde. Hierdurch würden - wie im folgenden noch gezeigt wird - die Probleme der Wechselkursfixierung weiter verschärft.

<sup>3</sup> Unter monetärer Kontraktion soll im folgenden eine abnehmende reale Geldmenge verstanden werden. Entsprechend wird als Preissenkung eine verringerte Inflationsdifferenz zum Ausland verstanden.

jedoch weiterhin unter dem Vollbeschäftigungsniveau.<sup>1</sup> Bei kurzfristig konstantem Angebot besteht ein Überschußangebot, das zu einem Preissenkungsdruck auf dem Markt für nicht gehandelte Güter führt. Bei sinkenden Preisen erhöht sich die Realkasse und die Absorption. Die Währung wertet sich real ab, und das ursprüngliche Gleichgewicht kann wieder erreicht werden - mit einer niedrigeren Inflationsrate als im Ausgangszustand.<sup>2</sup>

Wie sehen nun die Erfolgsbedingungen eines solchen Programms aus?

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

Anreize, das Programm zu ändern, ergeben sich aus der Tatsache, daß das reale Einkommen nach der Wechselkursfixierung gegenüber dem Ausgangszustand bereits gesunken ist (Punkt B in Schaubild 1) und bei Implementierung der restlichen Schritte des Programms zunächst auch noch weiter sinken wird. Ist ein bestimmtes Einkommens- bzw. Beschäftigungsniveau in der Zielfunktion des Staates enthalten, besteht sogar ein Anreiz, eine expansive Geldpolitik zu betreiben, um kurzfristig das alte Einkommensniveau wieder zu erreichen.<sup>3</sup> Dadurch würde die notwendige Anpassungsrezession aufgeschoben, letztendlich jedoch noch verstärkt.

Probleme bei der Durchführbarkeit ergeben sich aus den gesamtwirtschaftlichen Restriktionen Devisenbestand und Staatshaushalt [Schweickert, 1990; 1991]. Ist der Devisenbestand (und die Kreditwürdigkeit) eines Landes gering, so könnten die Währungsreserven erschöpft sein, bevor das Handelsbilanzgleichgewicht wieder hergestellt ist. Zu erwarten wäre in diesem Fall, daß entgegen der Ankün-

<sup>1</sup> Dies ergibt sich - formal betrachtet - aus der Bewegung von Punkt B nach C in Schaubild 1.

<sup>2</sup> Bei Wechselkursfixierung müßte die Preiserhöhung der nicht gehandelten Güter auf das Niveau der Preiserhöhung der gehandelten Güter (in ausländischer Währung) reduziert werden.

<sup>3</sup> Dies entspräche einer Bewegung von B nach D in Schaubild 1. Dieses Problem wird in der Literatur als Zeitinkonsistenz der Geldpolitik beschrieben [vgl. Kydland, Prescott, 1977; Barro, Gordon, 1983]. Für eine Anwendung auf Reformprogramme siehe Funke [1991].

digung doch abgewertet wird. Andererseits ist eine solche Situation ein typischer Ausgangspunkt für protektionistische Maßnahmen (tarifäre und nichttarifäre Handelshemmnisse, Konvertibilitätsbeschränkungen), um das Handelsbilanzgleichgewicht ohne Änderung des Wechselkursregimes zu erreichen [Williamson, 1987, S. 43]. Dies vermindert jedoch entscheidend den Druck auf die heimischen Produzenten, die Preise ihrer Produkte zu senken.

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

Schätzen die Privaten den Anreiz zur Änderung der Politik hoch ein und zweifeln sie die Durchführbarkeit der notwendigen Kontraktion an, so werden sie sich bei der Preisbildung eher an der Entwicklung der Vergangenheit orientieren. Dies entspricht einer rationalen Erwartungsbildung. Das gleiche Resultat wäre auch bei adaptiver Erwartungsbildung oder einer Indexierung der Wirtschaft zu erwarten. In allen Fällen wird sich das System in Richtung auf einen stark überbewerteten Wechselkurs, steigende Handelsbilanzdefizite und sinkendes Einkommen bewegen (in Schaubild 1 entspricht dies einer Bewegung von Punkt B nach unten).

Weitere Unwägbarkeiten im Verlauf des Reformprozesses ergeben sich bei Berücksichtigung von Kapitalverkehr. Bei vollkommener Kapitalmobilität kann es zu erheblichen Kapitalzuflüssen kommen, wenn das Wechselkursrisiko zumindest kurzfristig entfällt. Nach der Wechselkursfixierung würde dann ein Reservezufluß und damit eine expansive Geldpolitik erfolgen.<sup>1</sup> Bei besonders starkem Kapitalzufluß erhält man das für die erste Phase vieler Stabilisierungsprogramme in Entwicklungsländern typische Muster einer realen Aufwertung, eines Devisenzuflusses und eines starken Anstiegs der Absorption.<sup>2</sup> Bei kurzfristig gegebenem Angebot an

<sup>1</sup> In Schaubild 1 bedeutet dies eine Bewegung von B nach D.

<sup>2</sup> Ein expansiver Effekt kann sich auch ohne Kapitalzufluß bei Gültigkeit der Zinsparität ergeben. Bei gegebenem ausländischen Zins und geringerer Abwertungserwartung müßte sich der interne Zinssatz verringern und für kurzfristige expansive Effekte sorgen [Lächler, 1988]. Bei ineffizienten und/oder stark regulierten Kapitalmärkten in Entwicklungsländern ist dieser Wirkungsmechanismus jedoch weniger wahrscheinlich.

nicht gehandelten Gütern wird ein Preiserhöhungsdruck ausgelöst, der die reale Aufwertung noch verstärkt. Kapitalzuflüsse können deshalb die notwendige Anpassungskrise weiter verschärfen, wenn sie (bei zunehmender Wahrscheinlichkeit einer Politikänderung und damit steigenden Abwertungserwartungen) nur kurzfristiger Natur sind.

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

Preissenkungen werden be- oder verhindert durch vollständige Indexierung, fehlenden Wettbewerb und interne Verteilungskämpfe, die ein gleichzeitiges Senken von Preisen und Löhnen unmöglich machen. Die Erfolgsaussichten eines Stabilisierungsprogramms steigen somit bei gleichzeitiger Deindexierung der Wirtschaft, Handelsliberalisierung und verschärftem Wettbewerb durch Deregulierung sowie durch begleitende verteilungspolitische Maßnahmen. Sind die Preise dagegen nicht nach unten flexibel, so wird sich das Angebot an die gesunkene Absorption anpassen.<sup>1</sup> Die Folge wäre ein dauerhaft geringeres Einkommen und Arbeitslosigkeit.

## 2. Höhere Glaubwürdigkeit durch feste Wechselkurse?

Es läßt sich zudem nachweisen, daß die Schaffung eines nominalen Ankers in Form eines festen Wechselkurses keine notwendige Bedingung für ein erfolgreiches Stabilisierungsprogramm darstellt. Der gleiche Erfolg könnte bei flexiblem Wechselkurs durch eine sofortige monetäre Kontraktion erreicht werden, wenn diese der bei fixen Wechselkursen notwendigen Kontraktion entspricht (Bewegung von G nach E in Schaubild 1). Die Folge ist ein Handelsbilanzüberschuß. Wegen des damit ver-

<sup>1</sup> Formal betrachtet bedeutet dies, daß eine Anpassung von C nach G in Schaubild 1 durch sinkende Preise nicht zustande kommt.

bundenen Devisenangebots wertet die heimische Währung auf, bis wieder eine ausgeglichene Handelsbilanzposition erreicht wird. Die weitere Anpassung erfolgt entsprechend dem Reformprogramm mit festem Wechselkurs.<sup>1</sup> Es wird klar, daß eine Inflationsbekämpfung mit festen oder flexiblen Wechselkursen die gleichen Anforderungen an die Flexibilität von Preisen in der Wirtschaft stellt. Unterschiede bestehen jedoch in der Rolle von Kapitalverkehrsbewegungen und in der Glaubwürdigkeit des Reformprogramms.

Spekulation läßt sich in beiden Wechselkurssystemen nicht verhindern. Sie wirkt sich jedoch unterschiedlich aus. Bei flexiblem Wechselkurs werden spekulative Kapitalzuflüsse nicht durch Wechselkursgarantien angelockt, und sie werden durch rasche Wechselkursanpassung unwahrscheinlicher. Der Vorteil ist, daß Kapitalzuflüsse keine Implikationen für die Geldpolitik haben.<sup>2</sup> Dagegen kann es bei festem Wechselkurs - wie oben gezeigt - zu erheblichen expansiven Effekten kommen mit negativen Konsequenzen für die Stabilität der Geldpolitik und für die Glaubwürdigkeit des festen Wechselkurses und damit des Reformprogramms.<sup>3</sup>

Die Glaubwürdigkeit eines Antiinflationsprogramms mit monetärer Kontraktion und flexiblem Wechselkurs ist auch allgemein höher als bei einem Programm mit festem Wechselkurs. Da die monetäre Kontraktion zuerst erfolgt, bestehen keine Zweifel an ihrer Durchführbarkeit.<sup>4</sup> Der Wechselkurs pat sich lediglich an die tatsächlich vollzogene Kontraktion an. Dagegen wird bei fixem Wechselkurs durch das Festsetzen des Wechselkursparameters die damit konsistente Kontraktion zur notwendigen Bedingung für den Erfolg der Strategie. Ob diese durchführbar ist, kann bei Beginn des Programms nicht mit Sicherheit gesagt werden.<sup>5</sup> Außerdem

<sup>1</sup> Dieser Ablauf entspricht dem berschieen des Wechselkurses aufgrund verzogter Preisanpassung im traditionellen Dornbusch-Modell [Dornbusch, 1976].

<sup>2</sup> In Schaubild 1 würde ein Punkt unterhalb von C erreicht.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu die umfangreiche Literatur zu Zahlungsbilanzkrisen [z.B. Dornbusch, 1987; Krugman, 1979].

<sup>4</sup> Wenn das Programm nicht durchgehalten werden kann, wird bei dann erfolgender monetärer Expansion und flexiblem Wechselkurs das alte Gleichgewicht ohne eine Inflationsreduzierung wieder erreicht. Dagegen würde eine Umkehr der Geldpolitik bei fixem Wechselkurs zu einer Zahlungsbilanzkrise führen (Punkt B in Schaubild 1).

<sup>5</sup> Die Durchführbarkeit hängt allgemein - bei gegebenen Restriktionen - vom gewählten festen Wechselkurs ab, der das entstehende Ungleichgewicht in Punkt B (Schaubild 1) definiert. Es ist deshalb schwierig, bei unsicheren Prognosen über dieses Ungleichgewicht das geeignete Wechselkursniveau zu definieren [Balassa, 1990, S. 87].

entfällt das Zeitinkonsistenzproblem, wenn auf einen festen Wechselkurs verzichtet wird. Erfolgt nämlich die monetäre Kontraktion kontinuierlich, so wird jede - die Absorption drosselnde - Bewegung vom ursprünglichen Gleichgewicht von einer Wechselkursanpassung begleitet. Die Abweichung vom Einkommensniveau im Ausgangspunkt bleibt gering. Passen sich daraufhin die Privaten an, so erfolgt die nächste Kontraktionsphase wieder vom ursprünglichen Gleichgewichtseinkommen aus (Punkt G in Schaubild 1). Dieser Prozeß kann sich wiederholen, bis die Inflation auf das angestrebte Maß reduziert ist. Durch geringe Einkommenseinbußen kann für den Staat der Anreiz entfallen, seine Politik zu ändern.<sup>1</sup>

Das potentielle Glaubwürdigkeitsdefizit des festen Wechselkursansatzes kann letztlich nur behoben werden, wenn die Wechselkursfixierung im Rahmen einer Währungsunion endgültig ist und wenn der Staat, mit dem die Währungsunion eingegangen wird, die Geldversorgung und die Finanzierung des Staatsdefizites des Beitrittsstaates garantiert. Durch diese Garantien werden die Devisen- und Haushaltsrestriktion aufgehoben, und die Kontraktion erfolgt automatisch über Handelsbilanzdefizite des Beitrittslandes mit dem ursprünglichen Währungsgebiet.<sup>2</sup> Die zur Erzeugung eines Preissenkungsdrucks notwendige monetäre Kontraktion wird jedoch nicht stattfinden, wenn Handelsbilanzdefizite dauerhaft durch zusätzliche finanzielle Transfers alimentiert werden.<sup>3</sup>

Zusammenfassend ist festzuhalten, daß ein Stabilisierungsprogramm mit dem Ziel, die Inflationsrate zu senken, durch einseitige Wechselkursfixierung nicht glaubwürdiger wird. Eine höhere Glaubwürdigkeit als bei flexiblen Wechselkursen wäre nur durch weitgehende externe Garantien und Transfers herzustellen. Eine solche Situation ist für die ehemalige DDR gegeben, ansonsten aber eher auszuschließen (vgl. jedoch Abschnitt III.2 zur CFA Franc-Zone). Selbst wenn sich auch für die Staaten Osteuropas ein Garantiegeber fände, bleiben die Kosten zu betrachten, die durch das "Binden der Hände" verursacht würden.

<sup>1</sup> Das gleiche Argument würde grundsätzlich auch für ein vorsichtiges, diskretionäres Senken der nominalen Abwertungsrate anstelle einer absoluten Wechselkursfixierung gelten. Die Funktion des Wechselkurses als nominaler Anker sowie die Festlegung der Politik wären damit jedoch erheblich abgeschwächt.

<sup>2</sup> Ob mit diesen Garantien tatsächlich Transferzahlungen verbunden sind, hängt davon ab, ob die gesamtwirtschaftlichen Restriktionen ohne Transfers bindend wären bzw. das interne Anpassungspotential nicht ausgeschöpft wird, weil die Garantien "moral hazard"-Verhalten induzieren. Von einem formalen Gesichtspunkt wird durch die Garantien sichergestellt, daß Punkt C in Schaubild 1 erreicht wird.

<sup>3</sup> Zu den negativen Anreizeffekten und dem beschränkten Nutzen solcher Zahlungen am Beispiel der Entwicklungshilfe vgl. Hiemenz [1989].

### 3. Volkswirtschaftliche Kosten bei nominalem und realem Anpassungsbedarf

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

Die Anpassungspfade bei veränderten Inflationsraten im Ausland verdeutlichen bereits wesentliche Unterschiede der alternativen Währungsregime. Der bei einer höheren ausländischen Geldentwertung entstehende Handelsbilanzüberschuß würde bei festem nominalem Wechselkurs zu Reservezuflüssen führen. Die monetäre Expansion wiederum bewirkt Preiserhöhungen und die Rückkehr zum Gleichgewicht (Punkt G in Schaubild 2 im Anhang 2), allerdings mit einer um die Veränderung der ausländischen Inflationsrate höheren inländischen Inflationsrate als im ursprünglichen Gleichgewicht. Dieser Anpassungsprozeß dürfte relativ reibungslos verlaufen, da er Preiserhöhungsspielräume im Inland schafft.

Fällt die Inflationsrate im Ausland niedriger aus als in der Vergangenheit, so gilt bei festem Wechselkurs der im vorhergehenden Abschnitt für ein Stabilisierungsprogramm beschriebene Anpassungspfad mit all seinen Unwägbarkeiten. Sind z.B. Preise und Löhne nicht nach unten flexibel, so verharrt das System in einer Situation mit einem überbewerteten realen Wechselkurs und geringerem Einkommens- und Beschäftigungsniveau (Punkt D in Schaubild 2). Besonders problematisch ist dabei, daß sich bei dauerhafter Verringerung der ausländischen Inflationsrate der gleiche Ablauf in der nächsten Periode wiederholt und sich das Ungleichgewicht ausweitert (Bewegung von D nach E). Eine solche Verschärfung der Krise ist auch in einer Währungsunion möglich, die bei entsprechender Ausgestaltung zwar die notwendige monetäre Kontraktion ermöglicht, bei geringer Preisflexibilität nach unten jedoch erhebliche Wachstumsdifferenzen zwischen den Mitgliedsstaaten nicht verhindern kann. Ist der Wechselkurs dagegen flexibel, so ist eine Anpassung durch nominale Aufwertung (bei höherer ausländischer Inflation) bzw. Abwertung (bei gesunkener ausländischer Inflation) möglich, ohne die Geldpolitik zu destabilisieren und die Preisflexibilität zu testen.

Im Gegensatz zu Inflationsdifferenzen ist bei realen Schocks, d.h. bei internem Strukturanpassungsbedarf oder veränderten externen Rahmenbedingungen, eine reale Wechselkursänderung erforderlich. Derartige Schocks haben zur Folge, daß die Handelsbilanz aus dem Gleichgewicht gerät und/oder das alte Vollbeschäf-

tigungseinkommen sich verändert.<sup>1</sup> Der in Entwicklungsländern häufig zu beobachtende Fall einer Verschlechterung der terms of trade bewirkt zum Beispiel, daß zunächst ein Handelsbilanzdefizit und ein Nachfrageüberhang entstehen.<sup>2</sup> Im Vergleich zur Situation vor Eintreten des Schocks ist der reale Wechselkurs nun überbewertet. Um ein neues Gleichgewicht zu erreichen, ist ein Abbau des Defizits und eine Drosselung der Nachfrage nach heimisch produzierten Gütern erforderlich. Dies bedingt für beide wechselkurspolitischen Strategien einen monetären Anpassungsbedarf. Allerdings läßt sich zeigen, daß die durch verschlechterte terms of trade notwendig gewordene monetäre Kontraktion im Falle fixer Wechselkurse stärker ausfällt als bei flexiblen Wechselkursen. In Anhang 3 wird überdies nachgewiesen, daß der geldpolitische Anpassungsbedarf bei flexiblen Wechselkursen in Situationen realer Überbewertung grundsätzlich - d.h. auch bei anderen realen Schocks - kleiner ist als im Fixkurssystem. Der Grund hierfür liegt darin, daß Paritätsänderungen für den Handelsbilanzausgleich sorgen, während diese Anpassungslast im Fixkurssystem auf die Geldpolitik fällt.

Hinzu kommt, daß feste Wechselkurse wiederum flexible Preise für nicht gehandelte Güter erfordern. Bei enger Bindung der Preise dieser Güter an die Nominallohnentwicklung besteht für alle Situationen mit überbewerteter Währung, d.h. zu hohem inländischen Preisniveau, nach einem realen Schock die Gefahr, daß diesem Flexibilitätsbedarf kein entsprechendes Potential entgegensteht.<sup>3</sup>

#### 4. Nutzen und Kosten der Wechselkursfixierung

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

<sup>1</sup> In formaler Betrachtung bedeutet dies eine Verschiebung der ursprünglichen Handels- und/oder der Gütermarktgleichgewichtskurve; vgl. ausführlicher Anhang 3.

<sup>2</sup> Anhang 3 bietet eine allgemeinere Analyse, die auch andere Arten von realen Schocks einschließt.

<sup>3</sup> Wenn ein strikter Zusammenhang zwischen Löhnen und Preisen nicht gehandelter Güter existiert, kann eine reale Wechselkursänderung nur bei Reallohnflexibilität erreicht werden. Dies gilt unabhängig vom Währungsregime.

Bei realen Schocks und bei Inflationsdifferenzen zum Ausland wird der geldpolitische Anpassungsbedarf maximiert bzw. die Absorption destabilisiert. Schließlich sind bei Ungleichgewichtssituationen im Gegensatz zu einem System mit flexiblem Wechselkurs generell Preisanpassungen nötig, um das neue Gleichgewicht zu erreichen, d.h. Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Dies gilt gerade im Falle einer Währungsunion. Grundsätzlich besteht also ein trade-off zwischen Preisstabilität und Wechselkursstabilität. Nur für sehr kleine und offene Volkswirtschaften dürfte der Nutzen aus der gewonnenen externen Preisstabilität durch fixe Wechselkurse größer sein als der Nutzen aus interner Preisniveaustabilität im Falle flexibler Wechselkurse. Dies gilt umso mehr, je umfangreicher die monetären Transaktionen zwischen Inländern und Ausländern relativ zu den Transaktionen zwischen Inländern sind [Glismann et al., 1986, S. 216].

Die eventuellen Kosten der erforderlichen Preisflexibilität müssen dem Nutzen aus stabilen externen Preisen gegenübergestellt werden. Sie bestimmen sich aus dem Preisanpassungsbedarf, der wiederum dem realen Wechselkursanpassungsbedarf entspricht (vgl. Schaubild 3).<sup>1</sup> Der reale Wechselkursanpassungsbedarf ist deshalb bei gegebenem Nutzen einer Wechselkursfixierung ein wichtiges Kriterium, um ein optimales Währungsgebiet zu bestimmen [Vaubel, 1978]. Die Kosten fixer Wechselkurse sind letztlich umso höher, je größer der Bedarf an realer Anpassung ist und je stärker deren Auswirkungen auf den realen Wechselkurs sind [Vaubel, 1988, S. 234-240].

Das Erfordernis realwirtschaftlicher Anpassung nimmt mit unterschiedlichen Produktions- und Handelsstrukturen und damit der Wahrscheinlichkeit zu, daß internationale Schocks die Volkswirtschaften in unterschiedlicher Weise betreffen. Außerdem können Veränderungen im internen wirtschaftspolitischen Regime realen Anpassungsbedarf hervorrufen. Dies gilt z.B. für einen Wechsel von einer protektionistischen zu einer liberaleren Außenhandelspolitik, wie er für osteuropäische Reformstaaten angestrebt wird. Der reale Wechselkurseffekt einer realen Anpassung wird umso größer ausfallen,  
- je geringer die Faktormobilität,<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Für ein Wechselkurssystem mit festen Kursen ist dies ein günstiger Vergleich! Zum einen wird die Destabilisierung der Absorption und die Maximierung geldpolitischer Anpassungslasten nicht betrachtet. Zum anderen lassen sich Wechselkursrisiken leichter versichern als Kaufkrafttrisiken, und das Konvertibilitätsrisiko steigt bei festen Kursen.

<sup>2</sup> Dies gilt insbesondere für den Faktor Arbeit. Eine hohe Kapitalmobilität kann - wie oben gezeigt - auch destabilisierend wirken.

- je geringer die fiskalische Integration, d.h. die Verpflichtung zu redistributiven, staatlichen Kapitaltransfers, und
- je geringer die gegenseitige Offenheit der Volkswirtschaften ist.<sup>1</sup>

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

### III. Schlechte Erfahrungen in Entwicklungsländern

Trotz der theoretischen Bedenken gegen eine Wechselkursbindung ist die Währungspolitik in der Vergangenheit von Entwicklungsländern häufig zur Inflationsbekämpfung eingesetzt worden. Hierzu zählen die Versuche, die Inflationserwartungen des privaten Sektors durch vor angekündigte und im Zeitablauf abnehmende Abwertungsraten (die sogenannte "tablita") oder durch konstante Wechselkurse zu brechen. Vereinzelt ist auch ein weitergehender Verzicht auf währungspolitische Autonomie erfolgt. Beispiele bieten die afrikanische Franc-Zone, in der die Konvertibilität des CFA-Franc bei festem Wechselkurs durch Frankreich garantiert wird, sowie der Import von geld- und währungspolitischer Glaubwürdigkeit durch Hongkong und Panama. Im folgenden sollen die Erfahrungen mit diesen Experimenten diskutiert werden, da sie wertvolle Lehren für die währungspolitische Strategie der osteuropäischen Reformstaaten enthalten.

---

<sup>1</sup> Die in diesem Abschnitt genannten Kriterien entstammen der traditionellen Analyse optimaler Währungsräume [vgl. hierzu Kenen, 1969; Yeager, 1958; Mundell, 1961; Johnson, 1970; McKinnon, 1963].

## 1. Inflationsbekämpfung durch die Wechselkurspolitik: Zweifelhafte Nutzen und hohe Kosten

Einseitige Wechselkursbindungen an eine einzelne Hauptwährung (vorwiegend den US-Dollar) oder an einen Währungskorb sind immer noch weit verbreitet.<sup>1</sup> Über längere Zeiträume herrschte selbst in den wirtschaftlich erfolgreichen Schwellenländern Ost- und Südostasiens (wie Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan) eine Wechselkurskoppelung vor [Fels, 1991]. Allerdings ergeben sich aus diesen Fällen kaum relevante Bezugspunkte für die Lage der osteuropäischen Reformstaaten.<sup>2</sup> Die asiatischen Schwellenländer genießen durchweg eine hohe stabilitätspolitische Reputation, weil Inflationsprobleme durch eine solide Geld- und Fiskalpolitik in engen Grenzen gehalten wurden. Dies erhöhte die Glaubwürdigkeit von zeitweiligen Wechselkursbindungen (vgl. Abschnitt II). Überdies wurde der Wechselkurs typischerweise als wirtschaftspolitisches Instrument eingesetzt, wenn Anpassungsprobleme dies erforderten. So wurde die Dollar-Parität in Südkorea zur Exportförderung diskretionär geändert, sobald die internationale Wettbewerbsfähigkeit gefährdet schien. Singapur verfolgte zeitweise eine Politik des starken Singapur-Dollars, der zusätzlich zu staatlich verordneten ausgeprägten Lohnsteigerungen als Anreiz zur Produktivitätserhöhung durch arbeitssparende Technologien gedacht war. Als dieses Experiment jedoch 1985 in eine scharfe Rezession einmündete, führte man eine reale Abwertung durch eine nominale Wechselkursanpassung herbei, um die Wettbewerbsposition heimischer Anbieter zu verbessern. Der anhaltende wirtschaftliche Erfolg der ost- und südostasiatischen Länder deutet darauf hin, daß die gewählte Zuordnung von wirtschaftspolitischen Maßnahmen und Zielen effizient war.

Im Gegensatz dazu scheint der Wechselkursfixierung in einigen lateinamerikanischen Staaten Vorrang vor geld- und fiskalpolitischer Zurückhaltung eingeräumt worden zu sein. Statt von Anfang an eine stabilitätsorientierte geld- und fiskalpolitische Reputation aufzubauen, wurde oftmals darauf vertraut, daß sich Inflationserwartungen über Wechselkursbindungen brechen ließen und die Geld- und Fiskalpolitik auf diese Weise indirekt zu disziplinieren wäre. Die lateinamerikanischen Erfahrungen bestätigen weitgehend die obige theoretische Analyse der

<sup>1</sup> Quirk [1989, S. 30] berichtet, daß etwa die Hälfte aller Entwicklungsländer im Jahr 1989 eine bilaterale Bindung eingegangen war, und ein weiteres Viertel die Stabilisierung des nominalen Wechselkurses gegenüber einem Währungskorb verfolgte.

<sup>2</sup> Eine Ausnahme bildet Hongkong; dieser Fall wird in Abschnitt III.3 aufgegriffen.

Gefahren, die mit fixen Wechselkursen als nominalem Anker verbunden sind. Das sogenannte "Southern Cone Syndrome" [Bruno, 1985, S. 867] läßt sich exemplarisch anhand der wechselkurspolitischen Experimente in Argentinien, Chile und Uruguay in den siebziger und frühen achtziger Jahren darstellen:<sup>1</sup>

- In Argentinien wurden nahezu alle Ziele einer stabilitätsorientierten Wechselkurspolitik weit verfehlt. In der Phase vorangekündigter reduzierter Abwertungsraten, der "tablita" (Ende 1978 - Mitte 1981), ging die jährliche Geldentwertung gegenüber 1977/78 (jeweils 176 vH) zwar zurück, die 100-vH-Marke konnte jedoch nicht unterschritten werden [Fernandez, 1985, S. 873].<sup>2</sup> Von wechselkurspolitisch induzierter fiskal- und geldpolitischer Disziplinierung konnte nicht die Rede sein. Argentinien bildete vielmehr ein typisches Beispiel für die Undurchführbarkeit einer ausreichend scharfen geldpolitischen Kontraktion wegen budgetärer Restriktionen, insbesondere wegen der hohen Bedeutung der Inflationssteuer für die staatliche Finanzierung [Schweickert, 1992]. Das Budgetdefizit verdoppelte sich von 1979-1982 nahezu auf mehr als 17 vH des Bruttoinlandsprodukts und erzwang dadurch eine stärkere monetäre Expansion als vorgesehen. Die mit den wirtschaftspolitischen Inkonsistenzen einhergehende dramatische Überbewertung des realen Wechselkurses [Reisen, 1991, S. 10] unterminierte die Glaubwürdigkeit der "tablita". Als der erwartete Zusammenbruch des Systems 1982 tatsächlich erfolgte, hatte die wirtschaftspolitische Reputation der Regierung weiteren Schaden genommen, statt - wie geplant - durch das wechselkurspolitische Experiment gestärkt zu werden.
- Die gesamtwirtschaftliche Stabilisierung durch Wechselkursbindung scheiterte in den Jahren 1978-1982 auch in Chile, obwohl dort fiskal- und geldpolitische In-

<sup>1</sup> Eine ausführliche Würdigung findet sich insbesondere in dem Sonderheft der Zeitschrift *World Development* vom August 1985 mit dem Titel "Liberalization with Stabilization in the Southern Cone of Latin America".

<sup>2</sup> Das Wechselkursregime seit 1981 war zunächst durch einen ständigen Wechsel zwischen flexiblen und fixierten Kursen gekennzeichnet, also nicht durchgängig stabilitätsorientierten Zielen untergeordnet [Schweickert, 1992]. Mit dem Austral-Plan (1985) wurde zwar der Wechselkurs zum US-Dollar fixiert; es erfolgten jedoch häufig diskretionäre Paritätsänderungen. Im März 1991 wurde überraschend angekündigt, daß die Konvertibilität der argentinischen Währung zu einem fixen Kurs zum US-Dollar in Zukunft garantiert werde. Die gesamte inländische Geldbasis werde durch Dollar-Reserven und Gold gedeckt [EIU, 1991, S. 8]. Augenblicklich ist es noch zu früh zu beurteilen, ob dieser drastische Stabilisierungsversuch durchgehalten werden kann und welche gesamtwirtschaftlichen Kosten dabei in Kauf genommen werden müssen. Die Erfolgsaussichten hängen maßgeblich davon ab, ob die Staatsfinanzen dauerhaft - d.h. auch nach Wegfall einmaliger Einnahmen aus der Privatisierung - konsolidiert werden können.

konsistenzen weitgehend vermieden wurden und die Inflation - wenn auch langsamer als erhofft - drastisch gedrosselt werden konnte [Corbo, 1985, S. 897]. Auch hier kam es mit der Einführung der "tablita" und der späteren Fixierung des Wechselkurses zum US-Dollar (Juni 1979) zu einer signifikanten Aufwertung des realen Wechselkurses. Mit der Aufwertungstendenz des US-Dollar seit 1979 war automatisch eine Aufwertung der chilenischen Währung gegenüber den Währungen anderer wichtiger Handelspartner verbunden. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit Chiles verschlechterte sich erheblich. Begünstigt wurde diese Entwicklung zum einen durch eine passive Geldpolitik. Da die zu Beginn hohen Devisenzuflüsse nicht sterilisiert wurden, war der Preissenkungsdruck zu gering, um eine reale Aufwertung zu vermeiden. Paradoxierteilweise wurde außerdem die Flexibilität der Preise durch eine 100prozentige Indexierung der Löhne stark behindert [Edwards, 1991, S. 32].<sup>1</sup> Die Tatsache, daß man trotz Überbewertung sowie zunehmender Zweifel an der Dauerhaftigkeit des Experiments und den damit einhergehenden Kapitalabflüssen am Fixkurssystem festhielt, trug maßgeblich zu dem scharfen Produktions- und Beschäftigungseinbruch im Jahr 1982 bei.<sup>2</sup>

- Uruguay führte Ende 1978 die "tablita" ein, nachdem es trotz fiskalpolitischer Zurückhaltung nicht gelungen war, traditionelle Inflationsmentalitäten zu brechen. Die vorangekündigten nominalen Abwertungen des Peso gegenüber dem US-Dollar blieben erheblich hinter der internationalen Inflationsdifferenz zurück. Ein Erfolg an der Inflationsfront stellte sich dennoch zunächst nicht ein. Nach einer durchschnittlichen Rate von etwa 50 vH in 1976-1978 stieg die jährliche Geldentwertung 1979/80 sogar auf ca. 65 vH, bevor sie sich auf 34 vH (1981) und 19 vH (1982) reduzierte [Hanson, de Melo, 1985, S. 921]. Die Konsequenz war eine reale effektive Aufwertung des Peso von 50 vH (4. Quartal 1978 - 1. Quartal 1980), die bis 1982 fortbestand [Reisen, 1991, S. 8]. Die 1981 einsetzende scharfe Rezession (insbesondere im Bereich handelbarer Güter) hatte zur Folge, daß die vorangegangene fiskalische Konsolidierung aufgegeben wurde.<sup>3</sup> Das Beispiel Uruguays bestätigt den in Abschnitt II abgeleiteten Fall, daß Anreize bestehen können, eine wirtschaftspolitische Kontraktion im Nachhinein zu revi-

<sup>1</sup> Die Indexierung begünstigte - wie in Abschnitt II gezeigt - eine Entwicklung zu einem stark überbewerteten Wechselkurs, steigenden Handelsbilanzdefiziten und sinkendem Einkommen (Bewegung von Punkt B nach unten; vgl. Schaubild 1).

<sup>2</sup> Rückläufige Rohstoffexporte verschärften den wirtschaftlichen Einbruch.

<sup>3</sup> Das Budgetdefizit erreichte 1982 mit fast 9 vH des Bruttoinlandsprodukts einen doppelt so hohen Wert wie vor der Konsolidierung (1974) [Hanson, de Melo, 1985, S. 921].

dieren, weil sie nicht zeitkonsistent ist. Der Versuch der Regierung, die angekündigte, aber nicht länger glaubwürdige wechsellkurspolitische Strategie zu verteidigen, war angesichts privater Kapitalflucht und schrumpfender Devisenreserven zum Scheitern verurteilt. Ende 1982 konnte eine drastische Abwertung nicht mehr vermieden werden.

Der Mißerfolg der früheren Experimente mit Wechselkursbindungen in Lateinamerika spiegelt sich auch in breiter angelegten Untersuchungen wider. Vor allem ein anhaltender realer Aufwertungseffekt fixer nominaler Wechselkurse und die damit einhergehende Gefährdung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit stellte sich durchgängig ein [Kiguel, Liviatan, 1990]. Nachgewiesen werden konnte zudem, daß negative realwirtschaftliche Auswirkungen - und somit die Gefahr eines Unterbeschäftigungsgleichgewichts - um so stärker ausfallen mußten, je weniger glaubwürdig die Bindung war [Calvo, Vegh, 1990]. Diese Erfahrungen dürften die Tendenz zu flexibleren Wechselkursregimen in Entwicklungsländern in den achtziger Jahren maßgeblich verstärkt haben [Quirk, 1989]. Vereinzelt wurde jedoch versucht, die Erfolgchancen der Inflationsbekämpfung durch die Wechselkurspolitik dadurch zu erhöhen, daß evidente Inkonsistenzen in vorangegangenen Programmen vermieden wurden. So erhöhte Mexiko die Glaubwürdigkeit des Ende 1987 angekündigten Stabilisierungsprogramms dadurch, daß mit der Wechselkursfixierung<sup>1</sup> drastische fiskalpolitische Kürzungen einhergingen sowie im Rahmen eines Pakts mit den Tarifparteien preis- und lohnpolitische Zurückhaltung vereinbart wurde.<sup>2</sup> Hinzu kam, daß die Wechselkursbindung in einer Situation der Unterbewertung des Peso erfolgte, so daß bei nachfolgender realer Aufwertungsstendenz ein "Sicherheitspolster" bestand [Edwards, 1991, S. 33f.].

Tatsächlich ist das mexikanische Experiment bisher erfolgreicher verlaufen als seine Vorgänger. Empirische Schätzungen deuten darauf hin, daß die Inflationserwartungen - im Gegensatz zu Chile - mit der stabilitätsorientierten Wechselkurspolitik signifikant reduziert wurden, was hauptsächlich der im Solidaritätspakt vereinbarten Einkommenspolitik zugeschrieben wird [ibid., S. 35ff.]. Die Drosselung der Inflation von 160 vH (1987) auf (geschätzte) 14 vH für 1991 erfolgte erheblich schneller als in Chile und war nicht mit deutlichen Produktions- und Beschäftigungsverlusten verbunden [Aspe, 1991]. Dennoch bestehen erhebliche Risiken

<sup>1</sup> Später wurde der Peso kontinuierlich, aber mit abnehmender Rate, gegenüber dem US-Dollar abgewertet [Corbo, 1991].

<sup>2</sup> Ferner wurden wachstumsträchtige Strukturmaßnahmen (z.B. Privatisierung und Außenhandelsliberalisierung) ergriffen [Aspe, 1991].

fort. Es ist kaum zu entscheiden, ab wann die reale Aufwertung trotz des "Sicherheitspolsters" eine Überbewertung des Peso zur Folge hat und damit die internationale Wettbewerbsfähigkeit unterminiert wird.<sup>1</sup> Kapitalzuflüsse haben bisher eine Zahlungsbilanzkrise verhindert. Es bleibt die Frage, ob dies von Dauer sein wird.<sup>2</sup>

Insgesamt gesehen läßt sich festhalten, daß Wechselkursbindungen mit dem Ziel der Inflationsbekämpfung selbst dann stark risikobehaftet bleiben, wenn offensichtliche Inkonsistenzen im Reformprogramm umgangen werden können. Solche Inkonsistenzen lassen sich in der Realität aber nur schwer vermeiden. Bei der Wahl des Wechselkursniveaus müssen sowohl der realwirtschaftliche Anpassungsbedarf als auch die Fiskal- und Devisenrestriktion richtig eingeschätzt werden. Dies stellt erhebliche Anforderungen an die staatliche Wirtschaftspolitik, wie die lateinamerikanischen Erfahrungen verdeutlichen. Es ist fraglich, ob die wirtschaftspolitische Kompetenz osteuropäischer Reformstaaten angesichts fehlender Kenntnis marktwirtschaftlicher Zusammenhänge schon ausgeprägt genug ist, allein diese Erfolgsvoraussetzung zu schaffen.

## 2. Die Franc-Zone in Afrika: Der hohe Preis importierter Glaubwürdigkeit

Aus den lateinamerikanischen Mißerfolgen allein kann nicht definitiv geschlossen werden, daß die Wechselkurspolitik gesamtwirtschaftlichen Stabilisierungszielen prinzipiell nicht untergeordnet werden sollte. Dem einseitig beschlossenen wechselkurspolitischen Kurs fehlte es (wie aus der theoretischen Analyse nicht anders zu erwarten) häufig an Glaubwürdigkeit, ein Mangel, der sich durch den Import von Reputation möglicherweise beheben ließe.

Das bekannteste Beispiel für eine von außen abgesicherte Wechselkursbindung bildet die Franc-Zone in West- und Zentralafrika. Die vergleichsweise hohe gesamtwirtschaftliche Stabilität der 13 Mitgliedsstaaten in der Vergangenheit ist oftmals dem festen Wechselkurs zum französischen Franc und der von Frankreich garantierten Konvertibilität des CFA-Franc zugeschrieben worden. Glaubwürdigkeitsprobleme werden dadurch minimiert, daß Zahlungsbilanzdefizite der Mitgliedsstaaten

<sup>1</sup> Erste Anzeichen hierfür sieht Corbo [1991] in der Gewinnkompression im Bereich handelbarer Güter bereits gegen Ende der achtziger Jahre.

<sup>2</sup> Edwards [1991, S. 35] betont zu Recht, daß die Verfügbarkeit von Auslandskapital eine realistische Einschätzung der Wechselkurssituation erschwert, weil offensichtliche Anzeichen einer Überbewertung - wie schrumpfende Devisenreserven - zunächst nicht zu beobachten sind.

automatisch von Frankreich durch das sogenannte "compte d'opérations" finanziert werden. Geld- und kreditpolitische Zielgrößen werden von zwei regionalen Zentralbanken in Absprache zwischen den Mitgliedern und Frankreich gesetzt. Dieses Arrangement resultierte im Zeitraum 1975-1989 in jährlichen Inflationsraten von unter 10 vH in der Franc-Zone, während der Durchschnitt für Schwarzafrika bei 17 vH lag [Chhibber, 1991b, S. 29]. Auch die gesamtwirtschaftlichen Zuwachsraten waren an schwarzafrikanischen Maßstäben gemessen lange Zeit hoch; der Index des realen Bruttoinlandsprodukts (1974=100) erreichte 1986 für die Franc-Zone einen Wert von etwa 180, für das übrige Schwarzafrika dagegen allenfalls 125 [World Bank, 1991]. Der Wachstumsvergleich fällt für die jüngere Vergangenheit allerdings erheblich ungünstiger aus. Das Pro-Kopf Einkommen schrumpfte in den späten achtziger Jahren in der Franc-Zone, während sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum in den anderen schwarzafrikanischen Ländern belebte.

Vor diesem Hintergrund stellen sich zwei Fragen. Zum einen ist klärungsbedürftig, ob die Stabilisierungserfolge in der Franc-Zone tatsächlich auf die garantierte Wechselkursfixierung zurückzuführen sind. Zum anderen sind die volkswirtschaftlichen Kosten der importierten Glaubwürdigkeit ins Kalkül zu ziehen, die sich möglicherweise nicht zuletzt in der jüngsten Wirtschaftskrise widerspiegeln. Der augenfälligste Nutzen der Mitgliedschaft in der Geld- und Währungsunion, die niedrigere Inflation, läßt sich nicht unmittelbar dem festen nominalen Wechselkurs zuschreiben. Empirische Untersuchungen verweisen auf einen engen Zusammenhang zwischen Geldmengenexpansion und Inflationsentwicklung in Afrika [Chhibber, 1991a]. Die Hauptursache für den vergleichsweise stabilen Geldwert in der Franc-Zone ist deshalb in der gemeinsamen geldpolitischen Zurückhaltung zu sehen. Die Disziplinierung der nationalen Politik kommt durch die Abwesenheit von Kapitalverkehrskontrollen zustande. Der freie Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedsländern der Franc-Zone bewirkt, daß Produzenten und Investoren bei einem Standortwechsel keine prohibitiv hohen Transaktionskosten in Kauf nehmen müssen. Bei einer laxen Finanzpolitik etwa droht deshalb ein unmittelbarer Abfluß von Risikokapital. Dem festen Wechselkurs käme nur dann eine indirekte Stabilisierungsfunktion zu, wenn der geld- und finanzpolitische Handlungsspielraum bei einem anderen währungspolitischen Arrangement nicht wirksam einzuschränken gewesen wäre.

Obwohl feste Wechselkurse zusammen mit vergleichsweise niedrigen Inflationsraten zu gewährleisten scheinen, daß sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit nicht verschlechtert, hat das Währungsregime maßgeblich zur jüngsten Wirtschaftskrise in der Franc-Zone beigetragen (vgl. zum folgenden ODI [1990]). Zwei Faktoren führten zu einer realen Überbewertung in den meisten Mitgliedsländern: die

mit der Einführung flexiblerer Wechselkurssysteme einhergehende deutliche Abwertung der Währungen benachbarter Wettbewerber wie Ghana und Nigeria sowie die Stärke des französischen Franc gegenüber dem US-Dollar nach 1985. Ersteres induzierte einen Anstieg der (häufig geschmuggelten) Importe aus afrikanischen Nachbarstaaten auf Kosten der heimischen Produktion. Letzteres beeinträchtigte die Exporte von solchen Mitgliedsländern, deren Außenhandel nicht länger nahezu ausschließlich mit Frankreich abgewickelt wurde (z.B. Elfenbeinküste). Die verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit angesichts realer Überbewertung verschärfte nicht nur den Einbruch der Produktion, sondern induzierte zudem Kapitalflucht und eine Verlagerung ausländischer Direktinvestitionen: "Foreign firms are utilizing the guaranteed convertibility of the CFA franc to remove their investments from franc zone economies" [ODI, 1990, S. 3].

Das Währungsregime der Franc-Zone hat die Anpassung der Mitgliedsländer an die externen Schocks in den achtziger Jahren, vor allem an sinkende Weltmarktpreise für wichtige Rohstoffexporte (wie Kakao und Erdöl), erheblich erschwert. Da eine Abfederung durch Abwertung nicht möglich war, hätte der Anpassungsbedarf - wie die theoretische Analyse gezeigt hat (Abschnitt II.3) - voll zu Lasten der Finanz- und Lohnpolitik gehen müssen. Diese wurde hiermit jedoch überfordert. Reduzierte Abnahmepreise für Agrarprodukte und Reallohnkürzungen konnten nicht im erforderlichen Umfang durchgesetzt werden, weil sie den massiven Protest von Bauern und Lohnempfängern hervorriefen sowie zu politischer Unruhe führten. Letztendlich könnte sich sogar das erklärte Ziel der Mitgliedsstaaten, die glaubwürdige und feste Bindung des CFA-Franc an die französische Währung, als nicht durchhaltbar erweisen. Die aus der unvollständigen wirtschaftspolitischen Anpassung resultierenden Leistungsbilanzdefizite erforderten drastisch höhere finanzielle Transfers des Garantiegebers. Es ist unsicher, wie lange Frankreich bereit sein wird, diese Kosten zu tragen. Sobald die Zweifel am Durchhaltewillen des Garantiegebers wachsen, wird sich zeigen, daß die Glaubwürdigkeit des Währungsregimes mit dem Festhalten an nicht marktgerechten fixen Wechselkursen untergraben, statt - wie intendiert - gefestigt wird.

### **3. Verzicht auf währungspolitische Autonomie: Osteuropa ist nicht Panama**

Es erscheint zweifelhaft, daß sich für die osteuropäischen Reformstaaten wie in der CFA Franc-Zone ein externer Garantiegeber fände, der Leistungsbilanzdefizite durch finanzielle Transfers bereitwillig abdeckt, um die Konvertibilität der dortigen

Währungen bei fixen Wechselkursen zu gewährleisten. Die afrikanischen Erfahrungen bestärken zudem die Auffassung, daß dies auch nicht wünschenswert wäre, weil eine derartige Garantierklärung die Anreize zur eigenständigen wirtschaftspolitischen Anpassung an veränderte Weltmarktbedingungen schwächt [Schmieding, 1991, S. 29f.].

Ohne finanzielle Alimentierung von außen und bei begrenzten eigenen Devisenreserven ist die angestrebte Konvertibilität der osteuropäischen Währungen nur dann mit einer gleichzeitigen Wechselkursbindung vereinbar, wenn eine notwendige Anpassung durch andere Politikmaßnahmen gewährleistet ist oder wenn der fixierte Wechselkurs dem Gleichgewichtskurs entspricht.<sup>1</sup> Eine solche Übereinstimmung wäre angesichts der bereits erwähnten Schwierigkeiten, den Gleichgewichtskurs zu identifizieren, eher zufällig (zu den verschiedenen Einflußfaktoren vgl. auch Khan, Ostry [1991]). Die Verlagerung des gesamten Anpassungsbedarfs auf andere Politikbereiche droht diese - wie oben gezeigt - zu überfordern, vor allem wenn fiskalpolitische Restriktionen zu beachten sind. Das Wechselkursregime wäre somit nicht glaubwürdig, und es stünde zu erwarten, daß die Konvertibilität beschränkt, die Wechselkursfixierung aufgegeben, oder sogar beide Ankündigungen zurückgenommen werden müßten.

Ein möglicher Ausweg aus diesem Glaubwürdigkeitsdilemma besteht darin, auf eine autonome Geld- und Währungspolitik definitiv zu verzichten [Bofinger, 1991; Schmieding, 1991]. Eine solche Verpflichtung wäre besonders glaubhaft, wenn die eigene Währung abgeschafft und durch eine der Hauptwährungen ersetzt würde. Alternativ kann die Ausgabe eigener Zahlungsmittel auf einen Umfang beschränkt werden, der zu 100 vH durch Devisenreserven in einer Ankerwährung gedeckt ist. Für beide Varianten gibt es vereinzelte Vorläufer in der Gruppe der Entwicklung- und Schwellenländer:

- In Panama (wie auch auf den Bahamas und in Liberia) ist der US-Dollar offizielles Zahlungsmittel. Eine eigene Währung Panamas existiert lediglich in Form von Münzgeld, und der Balboa entspricht seit Fertigstellung des Panama-Kanals genau einem US-Dollar [Johnson, 1972].<sup>2</sup> Es herrscht folglich seit Jahrzehnten eine

<sup>1</sup> Selbst wenn diese Bedingung erfüllt ist, können kurzfristige spekulative Wechselkursattacken nicht ausgeschlossen werden. Der Bestand des Fixkurssystems bei Konvertibilität hängt dann davon ab, ob die verfügbaren Devisenreserven ausreichen, derartige Attacken abzuwehren.

<sup>2</sup> Im Gegensatz zu Panama ist die Konvertibilität der nationalen Währungen auf den Bahamas und in Liberia beschränkt [IMF, 1989].

garantierte absolute Stabilität der Währung gegenüber den Vereinigten Staaten als dem wichtigsten Handelspartner.

- Für den Hongkong-Dollar existiert eine volle Deckung durch den US-Dollar [Fels, 1991, S. 451f.]. Das System der "linked rate" ist 1983 hauptsächlich eingeführt worden, weil angesichts der politischen Unsicherheit über die Zukunft der britischen Kronkolonie die Flucht aus dem HK-Dollar gestoppt werden sollte. Die Ausgabe der nationalen Währung erfolgt durch zwei autorisierte Geschäftsbanken bei Hinterlegung des entsprechenden Betrags an US-Dollar (oder in US-Dollar denominierter Anlagen), wobei seit 1983 ein fester Wechselkurs gilt. Die US-Dollar sind an den Exchange Fund der Regierung abzuführen und werden dort als Deckung für die umlaufenden HK-Dollar gehalten. Ein umgekehrter Tausch von HK-Dollar in US-Dollar ist zum Fixkurs unbeschränkt möglich, so daß die inländische Geldmenge nicht staatlich beeinflußt wird.

Der anhaltende wirtschaftliche Erfolg Hongkongs legt den Schluß nahe, daß einem glaubwürdigen Verzicht auf währungspolitische Autonomie Vorbildfunktion für Osteuropa zukommen könnte. Auch Panama zeichnete sich bis Anfang der siebziger Jahre durch vergleichsweise hohe gesamtwirtschaftliche Zuwachsraten (z.B. 1965-1971: 8 vH) und Preisstabilität (1,7 vH Inflation durchschnittlich im gleichen Zeitraum) aus [IMF, 1990]. Dennoch wäre die Empfehlung an Osteuropa, dem Weg Hongkongs oder Panamas zu folgen, aus verschiedenen Gründen voreilig. Zum einen ist der Verzicht auf währungspolitische Autonomie nicht kostenlos gewesen. Noch wichtiger ist es zum anderen, daß sich die wirtschaftlichen Ausgangsbedingungen und die wirtschaftspolitischen Anforderungen in Osteuropa kaum mit denen in diesen Ländern vergleichen lassen.

Der Fall Hongkongs verdeutlicht, daß fixe nominale Wechselkurse nicht notwendigerweise geringere Schwankungen des realen effektiven Wechselkurses nach sich ziehen; in Hongkong haben sie sich sogar verstärkt [Fels, 1991].<sup>1</sup> Diese Erfahrung entkräftet das verbreitete Argument, eine unsicherheitsbedingte realwirtschaftliche Fehlallokation ließe sich durch fixe nominale Wechselkurse vermeiden. Tatsächlich scheint die Umstrukturierung von arbeitsintensiven zu kapitalintensiven Produktionen in Hongkong langsamer vorangekommen zu sein als etwa in Singapur. In dieses Bild paßt, daß nach der Fixierung des Wechselkurses zwar die durchschnittliche Inflationsrate von 10,4 vH (1975-1982) auf 7,1 vH (1983-1989) zurückging, dies jedoch mit einer abgeschwächten gesamtwirtschaftlichen Wachstumsdyna-

<sup>1</sup> Dies lag zum einen an den Schwankungen der Ankerwährung, des US-Dollars, gegenüber anderen Hauptwährungen, zum anderen an volatilen heimischen Inflationsraten.

mik gegenüber der Periode des freien Floating einherging (1983-1989: 7,3 vH im Vergleich zu 1975-1982: 10,6 vH) [World Bank, 1991].

Realwirtschaftliche Kosten des Währungsregimes sind auch in Panama evident.<sup>1</sup> Ähnlich wie in der CFA Franc-Zone wurde der fehlende währungspolitische Handlungsspielraum nicht durch höhere lohnpolitische Flexibilität ersetzt. Im Gegenteil: Seit Anfang der siebziger Jahre existieren strikte Arbeitsmarktregulierungen, die die Lohnempfänger vor Anpassungslasten schützen sollen [World Bank, 1985, S. 13ff.; Spinanger, 1984]. Die Folge war eine deutlich nachlassende Wachstumsdynamik; die gesamtwirtschaftliche Zuwachsrates halbierte sich nach Einführung der arbeitsmarktpolitischen Restriktionen (1972-1978: 3,8 vH) und schrumpfte mit der neuen Welle externer Schocks seit Ende der siebziger Jahre auf durchschnittlich nur noch ein Viertel der vor 1972 erzielten Rate [IMF, 1990].

Die gestärkte Glaubwürdigkeit des Währungsregimes wurde mit verringerter gesamtwirtschaftlicher Anpassungsflexibilität erkaufte. Man könnte argumentieren, daß trotz dieser Kosten für Hongkong und Panama kaum eine Alternative zur Aufgabe der währungspolitischen Autonomie bestand, weil wirtschaftliche Transaktionen weitestgehend in US-Dollar abgewickelt wurden. Panama wäre es mit einem anderen Währungsregime möglicherweise erheblich schwerer gefallen, sich zu einem internationalen Finanzzentrum zu entwickeln [Johnson, 1972, S. 223]. Für Hongkong als extrem außenhandelsabhängige Volkswirtschaft fällt besonders ins Gewicht, daß unverbrüchlich feste Wechselkurse das Risiko von Wechselkursänderungen und die damit verbundenen Informations- und Absicherungskosten begrenzen (Fels [1991, S. 453]; vgl. auch Abschnitt II.4).

Diese Sonderfälle können aber kaum als Vorbild für osteuropäische Reformstaaten dienen. Hier ist der Anteil der in einer eventuellen Ankerwährung abgewickelten Umsätze vergleichsweise klein, und dem Binnensektor kommt mit Ausnahme der baltischen Staaten überragende Bedeutung zu. Gleichzeitig ist der Bedarf an Anpassungsflexibilität für alle Reformstaaten überdurchschnittlich hoch. Die nicht abgeschlossene Neuordnung der auswärtigen Wirtschaftsbeziehungen nach dem Zusammenbruch der politisch bestimmten Arbeitsteilung innerhalb des früheren RGW birgt ein erhöhtes Risiko externer Schocks. Ein inflexibles Währungsregime gefährdet nicht nur die internationale Wettbewerbsfähigkeit im Fall von terms-of-trade-

<sup>1</sup> Der mit einer Währungsunion typischerweise einhergehende direkte Effekt eines Wohlstandsverlusts besteht für Panama seit Jahrzehnten darin, daß die zirkulierenden US-Dollar ein unverzinstes Darlehen Panamas an die Regierung der Vereinigten Staaten darstellen. Die volkswirtschaftlichen Kosten bestimmen sich aus dem Zinssatz, zu dem Devisen bei währungspolitischer Autonomie angelegt werden könnten [Johnson, 1972, S. 224].

Schocks, sondern erschwert auch die realwirtschaftliche Anpassung an die in Osteuropa erforderliche und geplante Liberalisierung des Außenhandels [Khan, Ostry, 1991].<sup>1</sup> Hinzu kommen fiskalpolitische Restriktionen angesichts des immensen Umstrukturierungsbedarfs und der hohen Finanzierungserfordernisse beim Aufbau einer effizienten Infrastruktur. Fiskalpolitische Disziplinierung über die Währungspolitik ist unter diesen Umständen noch weniger wahrscheinlich als anderswo,<sup>2</sup> und es ist höchst zweifelhaft, ob die Lohnempfänger im Unterschied zu früheren Erfahrungen bereit sein werden, die unvermeidbaren Anpassungslasten allein zu tragen.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß die Wahrscheinlichkeit von überraschenden Schocks in Osteuropa höher ist und diese vermutlich schärfer ausfallen als etwa in Hongkong und Panama. Die zu erwartenden volkswirtschaftlichen Kosten einer Aufgabe währungspolitischer Autonomie dürften deshalb erheblich stärker zu Buche schlagen [vgl. auch Agénor, 1991, S. 27 und 30]. Der mögliche Gewinn an Glaubwürdigkeit könnte schnell von dem Verlust an Flexibilität überwogen werden. Der gesamte Reformprozeß würde dann nachhaltig erschwert.

#### **IV. Wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen**

Die mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften stehen vor dem Dilemma, als Voraussetzung für einen möglichst reibungslosen Strukturwandel eine Stabilisierung der internen Preisentwicklung erreichen zu müssen, ohne zuvor stabilitätspolitische Reputation erwerben zu können. Vor diesem Hintergrund erscheint die Fixierung des nominalen Wechselkurses als Patentrezept zur Dämpfung von Inflationsraten ohne eine Stabilisierungskrise mit hoher Arbeitslosigkeit. Diese Sichtweise hält einer genaueren theoretischen und empirischen Überprüfung jedoch nicht stand.

<sup>1</sup> Zur Frage des optimalen Ausmaßes an Wechselkursflexibilität in Abhängigkeit vom Typ und Ursprung von Schocks vgl. Flood, Marion [1991] und Abschnitt II.3.

<sup>2</sup> Der Fall Hongkongs deutet zudem darauf hin, daß fiskalpolitische Disziplin weniger durch Wechselkursbindungen erzwungen wird, als vielmehr Voraussetzung für die Glaubwürdigkeit des Währungsregime ist. Die fiskalpolitische Reputation der dortigen Regierung ist während der Phase flexibler Wechselkurse durch Budgetüberschüsse aufgebaut worden. Zeitweilige Defizite, die mit der Einführung des Systems der "linked rate" zusammenfielen, wurden in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre wieder in Überschüsse überführt [Hiemenz, Nunnenkamp et al., 1991, Tabelle 4].

Zunächst ist festzuhalten, daß die Rückkehr zu fiskal- und geldpolitischer Disziplin notwendige Voraussetzung jeder erfolgreichen Stabilisierungspolitik ist, unabhängig davon, ob sie mit einem Regime fixer oder flexibler Wechselkurse einhergeht. Unterschiedlich ist jedoch die Wirkungskette. Bei festen nominalen Wechselkursen ist der Regierung ein bestimmter stabilitätspolitischer Kurs vorgegeben, wenn sie ein wirtschaftliches Gleichgewicht mit niedrigen Inflationsraten und Vollbeschäftigung erreichen will. Bei flexiblen nominalen Wechselkursen paßt sich der Wechselkurs dem bereits erreichten Grad der monetären Kontraktion an. Diese Unterschiede im Stabilisierungsablauf haben Konsequenzen für die volkswirtschaftlichen Kosten der Inflationsbekämpfung.

Im Hinblick auf das Stabilisierungsziel bergen fixe nominale Wechselkurse deutlich größere Risiken. Regierungen sind leicht versucht, auf den monetären Anker einer stabilen ausländischen Währung so sehr zu vertrauen, daß sie eigene stabilitätspolitische Anstrengungen entweder unterlassen oder sogar durch eine expansive Geldpolitik stabilisierungsbedingte Einkommensverluste dämpfen wollen. Die Erfahrungen der lateinamerikanischen Länder bieten reiches Anschauungsmaterial dafür, daß unterlassene fiskalische Anpassung und eine unangemessene Geldpolitik zu starken Schwankungen der realen Wechselkurse, destabilisierenden Kapitalflüssen, tiefen Anpassungsrezessionen und letztlich einem Abbruch des Stabilisierungsexperiments führen. Zudem besteht in einer solchen Situation die Gefahr, daß Regierungen angesichts knapper Devisenreserven die Rückkehr zu einem Handelsbilanzgleichgewicht durch Handelsbeschränkungen und Kapitalverkehrskontrollen zu erzwingen suchen. Ebenso kann die durch abnehmende Devisenreserven verursachte monetäre Kontraktion aufgrund von engen fiskal-politischen Spielräumen nicht durchhaltbar sein. Beides ist keineswegs nur eine theoretische Möglichkeit, sondern in Lateinamerika wieder und wieder mit katastrophalen Folgen für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung eingetreten.

Eine zweite Bedingung für das Erreichen dauerhaft niedrigerer Inflationsraten ist ein hohes Maß an Preisflexibilität, und zwar wiederum unabhängig davon, ob der nominale Wechselkurs fixiert wird oder durch den Devisenmarkt bestimmt ist. Preisrigiditäten auf den Gütermärkten, aber vor allem auf den Märkten für Produktionsfaktoren - Zins und Lohn - führen unweigerlich in ein Unterbeschäftigungsgleichgewicht. Der wichtige Unterschied zwischen den beiden Wechselkursregimen besteht jedoch darin, daß bei flexiblen Wechselkursen eine graduelle monetäre Kontraktion möglich ist. Der Grund ist, daß sich auch die Preise handelbarer Güter im Stabilisierungsprozeß permanent anpassen können, während bei festen Wechselkursen die Anpassungslast ausschließlich auf die Preise der nicht gehandelten Güter

sowie auf Löhne und Zinsen fällt. Die breitere Verteilung der Anpassungslasten bei flexiblen nominalen Wechselkursen hat den Vorteil, daß eine Stabilisierung mit nur geringfügigen temporären Einkommensverlusten erreichbar ist.

Drittens ist auch gezeigt worden, daß die Glaubwürdigkeit von Stabilisierungsprogrammen im Gegensatz zu einer weit verbreiteten Meinung nicht allein durch fixe nominale Wechselkurse erhöht wird. Die Fixierung des Wechselkurses in Hongkong war nur glaubwürdig, weil die Regierung zuvor bei einem System flexibler Wechselkurse durch eine angemessene Geld- und Fiskalpolitik stabilitätspolitische Reputation erworben hatte. Generell gilt, daß fixierte Wechselkurse nur dann die Glaubwürdigkeit erhöhen, wenn Glaubwürdigkeit durch eine Währungsunion mit einem stabilen Partner importiert werden kann, wie dies etwa bei der ehemaligen DDR im Verbund mit der Bundesrepublik der Fall war. Abgesehen von der Frage, ob es überhaupt einen oder mehrere Partner für die mittel- und osteuropäischen Länder gibt, die bereit wären, Handelsbilanzungleichgewichte durch Transfers auszugleichen, zeigt die Erfahrung der französisch-afrikanischen Franc-Zone, daß eine Währungsunion erhebliche volkswirtschaftliche Kosten erzeugen kann, wenn die Partnerländer unterschiedlichen externen Schocks ausgesetzt sind. Im Falle von West- und Osteuropa wäre dies nahezu zwangsläufig, da die Desintegration Osteuropas eine hohe Verwundbarkeit erzeugt, während die Binnenmarktintegration im Westen Risiken streut. Hinzu kommt, daß im Verhältnis von West- zu Osteuropa auch die Voraussetzungen für ein optimales Währungsgebiet hinsichtlich Faktormobilität, fiskalischer Integration und güterwirtschaftlicher Offenheit nicht gegeben bzw. politisch nicht erwünscht sind. Damit wird offenbar, daß das "Binden der Hände" im Rahmen einer Währungsunion zwar die Glaubwürdigkeit eines Stabilisierungsprogramms erhöhen kann, gleichzeitig aber der in Osteuropa unausweichliche Strukturwandel behindert wird und negative Folgen für das Wirtschaftswachstum zu befürchten sind.

Nicht nur im speziellen Fall der Währungsunion, sondern ganz allgemein gilt viertens, daß fixe Wechselkurse höhere Anforderungen an die Fiskal- und Geldpolitik stellen, wenn der nominale Wechselkurs nicht auf dem (neuen) Gleichgewichtsniveau fixiert wird und/oder das Land externen Schocks ausgesetzt ist. In beiden Fällen muß der zusätzliche Anpassungsbedarf, der durch die verzerrten nominalen Wechselkurse entsteht, durch die Geldpolitik aufgefangen werden. Gelingt dies nicht, z. B. weil fiskalische Restriktionen oder Lohnrigiditäten dem im Wege stehen, so ist - spätestens bei einer akuten Zahlungsbilanzkrise - eine Wechselkursänderung unausweichlich, was einen Verlust der Glaubwürdigkeit der Stabilisierungspolitik zur Folge haben kann.

Umgekehrt kann es, fünftens, bei flexiblen Wechselkursen durch spekulative Kapitalbewegungen zu einer temporären Überbewertung der Währung kommen. Diese begünstigt eine Fehlallokation von Ressourcen in die Produktion nicht gehandelter Güter (z. B. Dienstleistungen). Die Wachstumsschwäche Neuseelands nach Einführung flexibler Wechselkurse im Jahre 1984 ist als ein solcher Fall interpretiert worden.<sup>1</sup> Das Stabilisierungsziel würde allerdings durch dieses Überschießen des Wechselkurses nicht gefährdet, und die Anreize für spekulative Kapitalbewegungen sind bei flexiblen Wechselkursen auch weit geringer als bei festen Kursen, weil es keine Wechselkursgarantien gibt.

In der Summe dieser Schlußfolgerungen ergibt sich ein klares Bild der stabilisierungspolitischen Optionen für die mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften. Der Erfolg der Stabilisierung hängt bei gegebener Preisflexibilität an einer angemessenen Fiskal- und Geldpolitik und nicht am Wechselkursregime. Durch fixe Wechselkurse kann auch nicht mehr Glaubwürdigkeit für die Stabilisierungspolitik erkaufte werden, sieht man einmal von dem extremen Fall einer Währungsunion ab. Feste Wechselkurse bergen zudem erhebliche Risiken für das Erreichen des Stabilisierungsziels selber und können, selbst im Falle der Währungsunion, zu erheblichen volkswirtschaftlichen Kosten durch falsche Anreize für die in Osteuropa notwendige realwirtschaftliche Anpassung führen. Solche Folgekosten sind auch bei flexiblen Wechselkursen nicht völlig auszuschließen, jedoch sind die Risiken eines solchen Wechselkursregimes insgesamt deutlich geringer zu veranschlagen als bei fixen Wechselkursen.

---

<sup>1</sup> Diese Sichtweise wird von Reisen [1991] vertreten. Es ist allerdings fraglich, ob tatsächlich die flexiblen Wechselkurse und nicht vielmehr Lohnrigiditäten Ursache dieser Wachstumsschwäche waren.

## Anhang 1 - Ein formales Konzept zur Analyse von Stabilisierungsprogrammen mit festen und flexiblen Wechselkursen

Die im Text aufgeführten grundsätzlichen Unterschiede zwischen Reformprogrammen zur Inflationsbekämpfung mit festen und flexiblen Wechselkursen lassen sich in Anlehnung an Corden [1991] anhand einer einfachen graphischen Darstellung verdeutlichen. Schaubild 1 zeigt auf der horizontalen Achse die reale Absorption (A), d. h. die gesamte reale Inlandsnachfrage nach heimischen und importierten Gütern, und auf der vertikalen Achse den realen Wechselkurs (S) definiert als

$$[1] \quad S = e [a(1 + t)pm + (1 - a)px] / pn = e pt / pn,$$

wobei  $e$  = nominaler Wechselkurs (einheimische Währung/ausländische Währung);

$a$  = relatives Gewicht der importierten Güter im Preisindex der handelbaren Güter;

$t$  = effektiver Importzollsatz;

$pm$  = Preisindex der importierten Güter in ausländischer Währung;

$px$  = Preisindex der exportierten Güter in ausländischer Währung;

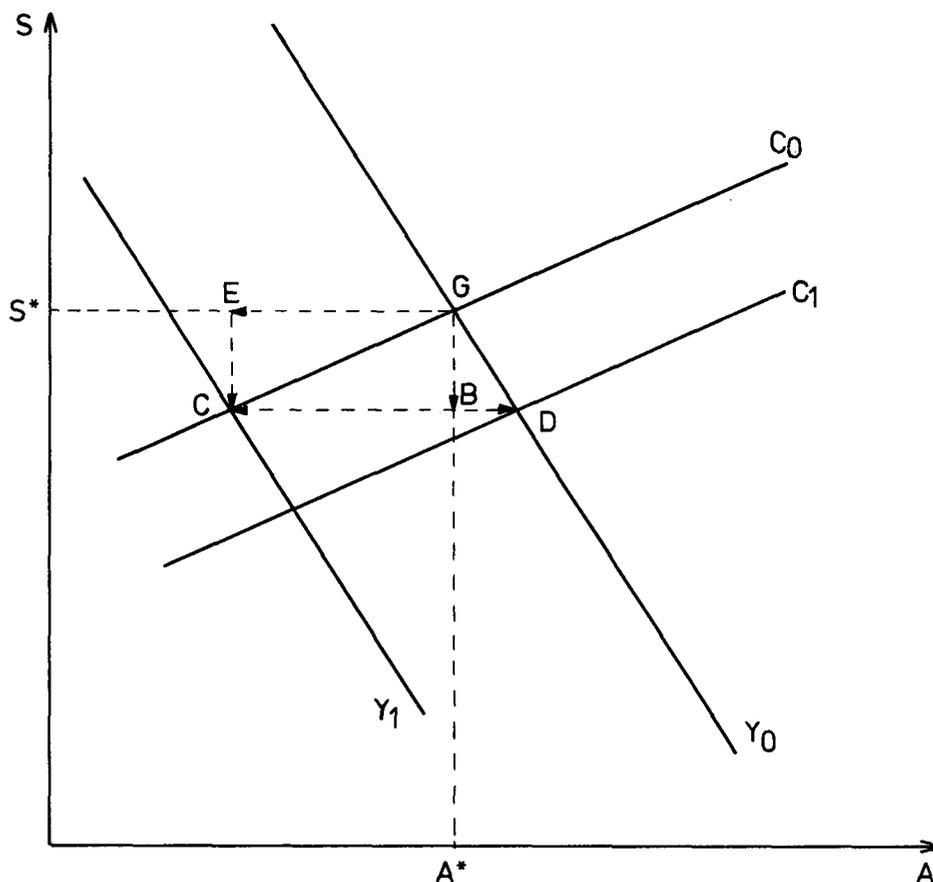
$pn$  = Preisindex nicht gehandelter Güter in inländischer Währung;

$pt$  = Preisindex gehandelter Güter in ausländischer Währung.

Die Gerade  $C_0$  kennzeichnet (unter Vernachlässigung von Kapitalverkehr) alle Punkte mit Handelsbilanzgleichgewicht. Die Gerade  $Y_0$  zeigt Kombinationen von  $S$  und  $A$ , die zu einem gleichen realen Einkommensniveau (d. h. zu gleicher Gesamtnachfrage nach heimisch produzierten Gütern) führen.<sup>1</sup> Dabei entspreche  $Y_0$  dem kurzfristig konstanten - Güterangebot bei Vollbeschäftigung. Die positive Steigung der C-Geraden ergibt sich aus der Überlegung, daß bei steigender Absorption die handelbaren Güter relativ teurer werden müssen (steigendes  $S$ ), damit die Han-

<sup>1</sup> Es wird hier ein linearer Zusammenhang unterstellt, um die Darstellung zu vereinfachen.

Schaubild 1 - Stabilisierungsprogramme mit festen und flexiblen Wechselkursen



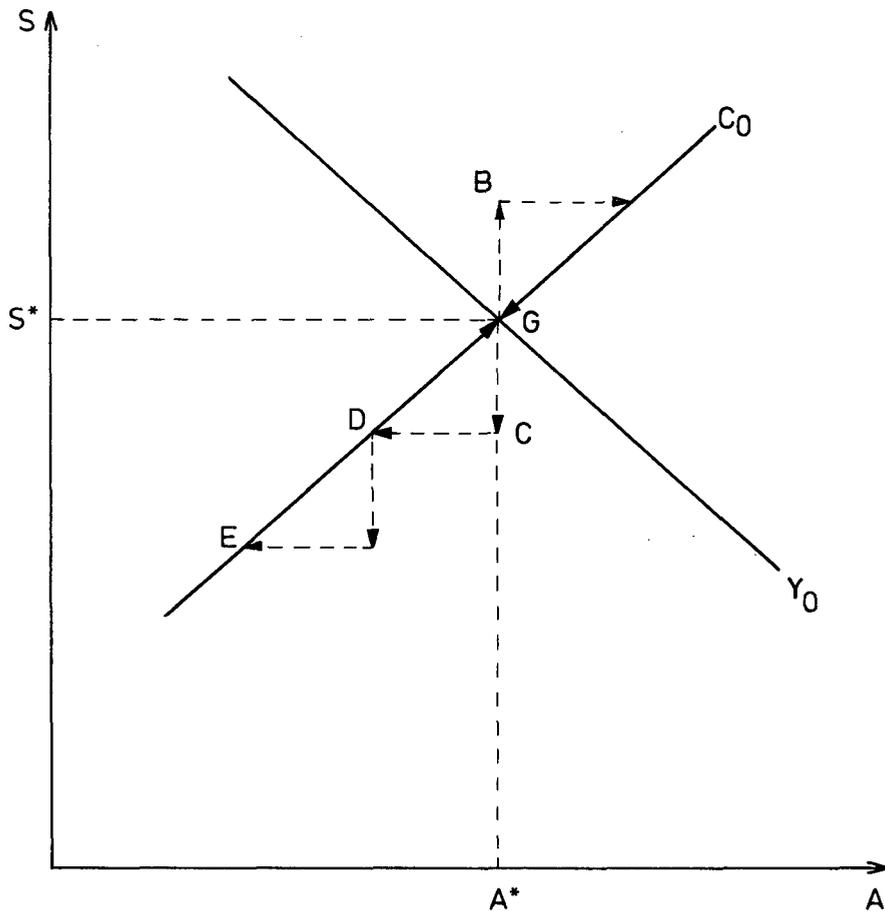
delsbilanz nicht ins Defizit gerät. Die negative Steigung der Y-Geraden ergibt sich andererseits daraus, daß die handelbaren Güter relativ billiger werden müssen (sinkendes  $S$ ), damit sich die zusätzliche Absorption ausschließlich auf handelbare Güter richtet und das Gleichgewicht auf dem Markt für heimisch produzierte Güter erhalten bleibt. Aus diesen Überlegungen ergibt sich auch, daß eine Verschiebung von  $C_0$  nach unten (z.B.  $C_1$ ) Punkte mit gleichem Handelsbilanzdefizit zusammenfaßt. Eine Linksverschiebung von  $Y_0$  bedeutet eine geringere reale Nachfrage nach heimisch produzierten Gütern (z.B.  $Y_1$ ).

Wenn Kapitalverkehr in die Analyse einbezogen wird, ergibt sich die folgende Modifikation. Die Gerade  $C_0$  kann nun als Leistungsbilanzgleichgewicht mit ausgeglichener Kapitalverkehrsbilanz im Ausgangszustand interpretiert werden. Kommt es etwa nach einer Wechselkursfixierung wegen wegfallender Wechselkursrisiken zu Kapitalzuflüssen, so könnte z.B.  $C_1$  das neue Zahlungsbilanzgleichgewicht darstellen. Die Anpassungspfade bei Stabilisierungsprogrammen mit festen und flexiblen Wechselkursen werden im Text beschrieben (Abschnitt II.1).

## Anhang 2 - Eine formale Darstellung der Anpassung an nominale Veränderungen bei festen und flexiblen Wechselkursen

Schaubild 2 verdeutlicht die stabilen Anpassungspfade, wenn die ausländische Inflationsrate sich ändert. Die Bezeichnung der Kurven und die Definition der Variablen entsprechen der Vorgehensweise in Anhang 1. Ausgehend vom Gleichgewichtspunkt G stellt Punkt B den Fall einer höheren ausländischen Inflationsrate dar, die zunächst eine reale Abwertung (steigendes S) bewirkt. Eine reale Aufwertung ergibt sich im ersten Schritt bei einer gesunkenen Inflation im Ausland (Punkt C). Die Anpassungsprozesse werden im Text erläutert (Abschnitt II.3).

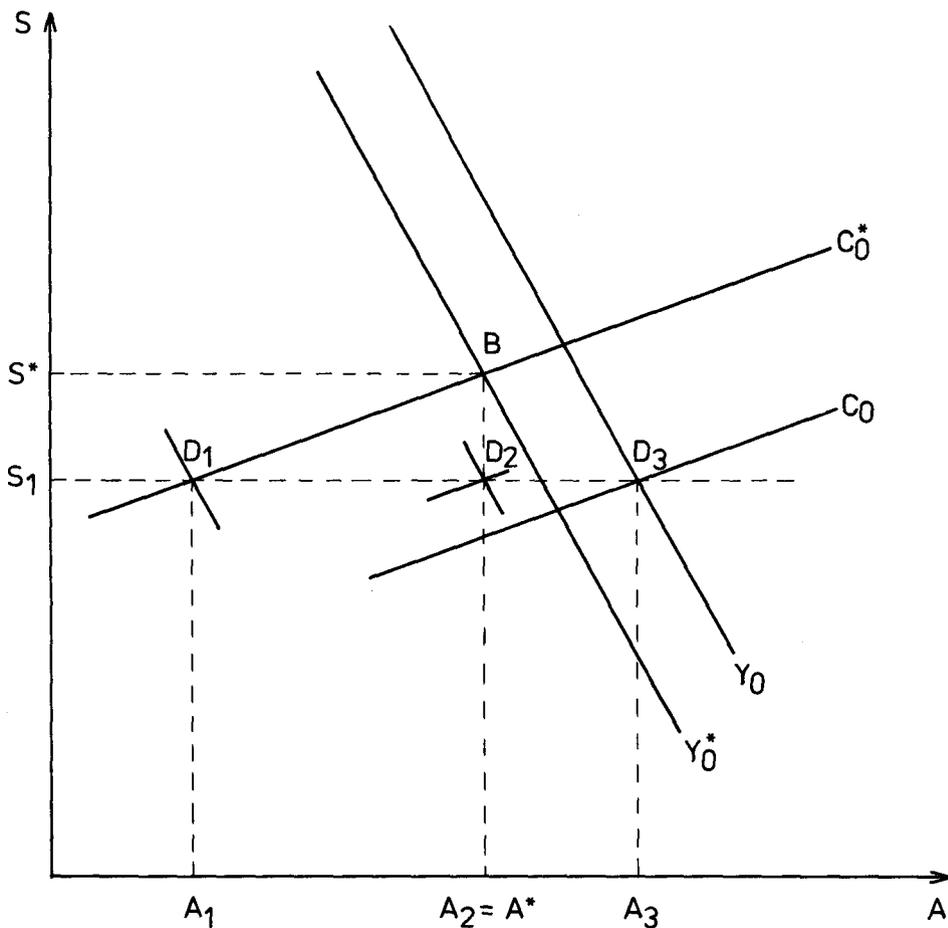
Schaubild 2 - Anpassung an nominale Veränderungen bei festen und flexiblen Wechselkursen



### Anhang 3 - Der geldpolitische Anpassungsbedarf bei realen Schocks unter alternativen Wechselkursregimen

Reale Schocks verschieben die Handels- und/oder die Gütermarktgleichgewichtskurve. Schaubild 3, dem die Kurvenbezeichnungen und Variablendefinitionen aus Anhang 1 zugrunde liegen, verdeutlicht z.B. den Anpassungsbedarf von einem Ausgangsgleichgewicht in  $D_3$  nach B, der etwa durch einen negativen terms-of-trade-Schock hervorgerufen wird. Durch die verschlechterten terms of trade entsteht in  $D_3$  ein Handelsbilanzdefizit und ein Nachfrageüberhang. Das neue Gleichgewicht entsteht in B durch die Verschiebung der Kurven von  $C_0$  nach  $C_0^*$  und  $Y_0$  nach  $Y_0^*$ . Einem positiven Angebotschock entspräche eine Bewegung von  $D_1$  nach B.

Schaubild 3 - Anpassung an reale Veränderungen bei festen und flexiblen Wechselkursen



Betrachtet man alle Ausgangsgleichgewichte  $D_1$ , bei denen durch reale Schocks eine gleich starke reale Überbewertung ( $S = S_1 < S^*$ ) eingetreten ist,<sup>1</sup> so ist zunächst festzustellen, daß der geldpolitische Anpassungsbedarf bei einem System fester Wechselkurse mindestens so groß ist wie bei flexiblem Wechselkurs. Bei festem Wechselkurs sorgt der Zahlungsbilanzmechanismus für eine Anpassung nach  $D_1$ . Von  $D_1$  erfolgt die Anpassung nach B durch eine entsprechende Preisanpassung (hier sinkende Preise). Der geldpolitische Anpassungsbedarf (GAP), definiert als notwendige Kontraktion, ergibt sich als

$$[2] \text{ GAP}_{\text{fest}} = A_i - A_1,$$

wobei  $A_i$  = Absorption im ursprünglichen Gleichgewicht.

Bei flexiblem Wechselkurs erfolgt eine Anpassung des realen Wechselkurses durch den nominalen Wechselkurs, bis ein neues Handelsbilanzgleichgewicht auf der Geraden  $C_0^*$  erreicht ist. Danach müssen geldpolitische Maßnahmen für eine Bewegung entlang  $C_0^*$  nach B sorgen. Daraus ergibt sich ein geldpolitischer Anpassungsbedarf von

$$[3] \text{ GAP}_{\text{flex}} = A_i - A_2.$$

Für alle  $A_i$  gilt dann  $\text{GAP}_{\text{fest}} > \text{GAP}_{\text{flex}}$ . Dies bedeutet, daß bei festen Wechselkursen für Punkte links von  $D_1$  eine mögliche monetäre Expansion minimiert wird; für alle Punkte zwischen  $D_1$  und  $D_2$  einer monetären Kontraktion eine monetäre Expansion bei flexiblen Wechselkursen gegenübersteht; für Punkte rechts von  $D_2$  eine notwendige monetäre Kontraktion maximiert wird.<sup>2</sup> Letzteres gilt z.B. für in Entwicklungsländern oft beobachtete Ausgangspunkte mit überbewerteter Währung, Zahlungsbilanzdefizit und zu hoher Absorption (z.B.  $D_3$ ). Erschwerend für die Erwartungsbildung des privaten Sektors kommt hinzu, daß bei festem Wechselkurs und ursprünglichem Zahlungsbilanzdefizit die Anpassung der Absorption ihre Richtung wechselt, wie es der Fall ist bei einer Anpassung von  $D_3$  über  $D_1$  nach B.

<sup>1</sup> Dies entspricht der für Entwicklungsländer typischen Situation [Edwards, 1989]. Außerdem können diese Situationen - wie oben gezeigt - politikbedingt auftreten.

<sup>2</sup> Es wird dabei davon ausgegangen, daß der Zahlungsbilanzausgleich schneller erfolgt als die Preisanpassung.

## Literaturverzeichnis

- AGENOR, Pierre-Richard, *Credibility and Exchange Rate Management in Developing Countries*. International Monetary Fund, Working Papers, WP/91/87, Washington 1991.
- ASPE, Pedro, *Macroeconomic Stabilization and Structural Change: The Experience of Mexico (1982-1990)*. Mexico-City 1991, mimeo.
- BALASSA, Bela, "Exchange Rate Regimes in LDCs". In: Emil-Maria CLAASSEN (Ed.), *International and European Monetary Systems*. New York 1990, S. 83-94.
- BARRO, Robert J., David B. GORDON, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model". *Journal of Political Economy*, Vol. 91, 1983, S. 548-610.
- BOFINGER, Peter, *Options for the Payments and Exchange Rate System in Eastern Europe*. Centre for Economic Policy Research, Discussion Papers, 545, London 1991.
- BRUNO, Michael, "The Reforms and Macroeconomic Adjustments: Introduction". *World Development*, Vol. 13, 1985, S. 867-869.
- CALVO, Guillermo A., Carlos A. VEGH, *Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: A Basic Framework*. International Monetary Fund, Working Papers, WP/90/110, Washington 1990.
- CHHIBBER, Ajay [1991a], *Africa's Rising Inflation: Causes, Consequences and Cures*. World Bank, PRE Working Papers, 577, Washington 1991.
- [1991b], "Inflationsbekämpfung im Rahmen von Reformen in Afrika". *Finanzierung und Entwicklung*, Vol. 28, 1991, Nr. 1, S. 28-31.
- CORBO, Vittorio, "Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974-84". *World Development*, Vol. 13, 1985, S. 893-916.
- , Vittorio, *Economic Transformation in Latin America: Lessons for Eastern Europe*. Santiago 1991, mimeo.
- CORDEN, W. Max, "Exchange Rate Policy in Developing Countries". In: Jaime de MELO, André SAPIR (Eds.), *Trade Theory and Economic Reform*. Cambridge 1991, S. 224-245.
- DORNBUSCH, Rudiger, "Expectations and Exchange Rate Dynamics". *Journal of Political Economy*, Vol. 84, 1976, S. 1161-1176.
- , "Collapsing Exchange Rate Regimes". *Journal of Development Economics*, Vol. 27, 1987, S. 71-83.
- ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT (EIU), *Country Report Argentina*. Nr. 2. London, 31. Mai 1991.
- EDWARDS, Sebastian, *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment*. Cambridge, Mass., 1989.

- EDWARDS, Sebastian, *Stabilization and Liberalization Policies in Central and Eastern Europe: Lessons from Latin America*. National Bureau of Economic Research, Working Papers, 3816, Cambridge, Mass., 1991.
- FELS, Joachim, "Währungspolitik in den asiatischen NICs - von der Dollar-Kopplung zum Yen-Block?". In: Jürgen SIEBKE (Ed.), *Monetäre Konfliktfelder der Weltwirtschaft*. Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 210, Berlin 1991, S. 447-464.
- FERNANDEZ, Roque B., "The Expectations Management Approach to Stabilization in Argentina during 1976-82". *World Development*, Vol. 13, 1985, S. 871-892.
- FLOOD, Robert P., Nancy P. MARION, *Exchange Rate Regime Choice*. International Monetary Fund, Working Papers, WP/91/90, Washington 1991.
- FUNKE, Norbert, "Die Glaubwürdigkeit von Wirtschaftsreformen: Bedeutung, Ursachen und Ansatzpunkte zur Lösung von Glaubwürdigkeitsproblemen". *Die Weltwirtschaft*, 1991, H. 2, S. 175-186.
- GLISMANN, Hans H., Ernst-Jürgen HORN, Sighart NEHRING, Roland VAUBEL, *Weltwirtschaftslehre*, Bd. 1. Göttingen 1986.
- HANSON, James, Jaime de MELO, "External Shocks, Financial Reforms, and Stabilization Attempts in Uruguay during 1974-83". *World Development*, Vol. 13, 1985, S. 917-939.
- HIEMENZ, Ulrich, *Development Strategies and Foreign Aid Policies for Low Income Countries in the 1990s*. Kieler Diskussionsbeiträge, 152, August 1989.
- , Peter NUNNENKAMP, Jamuna P. AGARWAL, Rolf J. LANGHAMMER, Dean SPINANGER, *The International Competitiveness of Developing Countries for Risk Capital*. Kieler Studien, 242, Tübingen 1991.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Annual Report 1989. Washington 1989.
- , *International Financial Statistics, Yearbook 1990*. Washington 1990.
- JOHNSON, Harry G., "The Case for Flexible Exchange Rates". In: George N. HALM (Ed.), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*. Princeton 1970, S. 91-111.
- , "The Panamanian Monetary System". In: Harry G. JOHNSON, *Further Essays in Monetary Economics*. London 1972, S. 223-228.
- KENEN, Peter B., "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View". In: Robert A. MUNDELL, Alexander K. SWOBODA (Eds.), *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago 1969, S. 41-60.
- KHAN, Mohsin S., Jonathan D. OSTRY, *Response of the Equilibrium Real Exchange Rate to Real Disturbances in Developing Countries*. International Monetary Fund, Working Papers, WP/91/3, Washington 1991.

- KIGUEL, Miguel A., Nissan LIVIATAN, The Business Cycle Associated with Exchange-Rate-Based Stabilization. World Bank, PRE Working Papers, 513, Washington 1990.
- KRUGMAN, Paul, "A Model of Balance of Payments Crises". Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 3, 1979, S. 311-325.
- KYDLAND, Finn E., Edward C. PRESCOTT, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". Journal of Political Economy, Vol. 85, 1977, S. 473-491.
- LÄCHLER, Ulrich, "Credibility and the Dynamics of Disinflation in Open Economies. A Note on Southern Cone Experiments". Journal of Development Economics, Vol. 28, 1988, S. 285-307.
- LIPTON, David, Jeffrey D. SACHS, "Creating a Market Economy in Eastern Europe: The Case of Poland". Brookings Papers on Economic Activity, 1990, Nr. 1, S. 72-147.
- McKINNON, Ronald I., "Optimum Currency Areas". The American Economic Review, Vol. 53, 1963, S. 717-725.
- MUNDELL, Robert A., "A Theory of Optimum Currency Areas". The American Economic Review, Vol. 51, 1961, S. 657-665.
- NUNNENKAMP, Peter, Holger SCHMIEDING, Zur Konsistenz und Glaubwürdigkeit von Wirtschaftsreformen. Einige Erfahrungen und Lehren für die Systemtransformation in Mittel- und Osteuropa. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 166, März 1991.
- OVERSEAS DEVELOPMENT INSTITUTE (ODI), Crisis in the Franc Zone. Briefing Paper. London, Juli 1990.
- QUIRK, Peter J., "Gründe für offene Wechselkurssysteme". Finanzierung und Entwicklung, Vol. 26, 1989, Nr. 2, S. 30-33.
- REISEN, Helmut, On Liberalising the Capital Account: Experiences with Different Exchange Rate Regimes. Beitrag für die Jahrestagung 1991 des Vereins für Socialpolitik in Lugano, 1991, mimeo.
- SCHMIEDING, Holger, Lending Stability to Europe's Emerging Market Economies. On the Importance of the EC and the ECU for East-Central Europe. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere, 481, Juli 1991.
- SCHWEICKERT, Rainer, "Determinanten und Effekte realer Wechselkursänderungen in Entwicklungsländern". Die Weltwirtschaft, 1990, H. 2, S. 138-153.
- , "Efficient Real Exchange Rate Adjustment in Developing Countries: Alternative Devaluation Strategies, Economic Structure, and Sequencing of Reforms". Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere, 473, April 1991.
- , "Geld- und Wechselkurspolitik in Argentinien und Chile 1970-1988 - ein Vergleich". Die Weltwirtschaft, 1992, H. 1, im Druck.

- SPINANGER, Dean, The Labor Market in Panama. An Analysis of the Employment Impact of the Labor Code. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere, 221, Dezember 1984.
- VAUBEL, Roland, "Real Exchange Rate Changes in the European Community: A New Approach to the Determination of Optimum Currency Areas". Journal of International Economics, Vol. 8, 1978, S. 319-339.
- , "Monetary Integration Theory". In: George ZIS et al. (Eds.), International Economics. New York 1988, S. 223-262.
- WILLIAMSON, John, "Exchange Rate Policy for Developing Countries". Journal of Foreign Exchange and International Finance, Vol. 1, 1987, S. 39-46.
- WORLD BANK, Panama: Structural Change and Growth Prospects. Volume I. Washington, 28. Februar 1985.
- , World Tables 1991. Baltimore 1991.
- YAEGER, Leland B., "Exchange Rates Within a Common Market". Social Research, Vol. 25, 1958, S. 415-438.