SSOAR

Open Access Repository
www.ssoar.info

Wechselkursentwicklung im östlichen Europa: Bestimmungsfaktoren und transformationspolitischer Stellenwert

Hishow, Ognian N.

Veröffentlichungsversion / Published Version
Forschungsbericht / research report

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:
Hishow, O. N. (1998). *Wechselkursentwicklung im östlichen Europa: Bestimmungsfaktoren und transformationspolitischer Stellenwert.* (Berichte / BIOst, 23-1998). Köln: Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien. https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-43534

Nutzungsbedingungen:
Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.
Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

Terms of use:
This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.
By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

gesis Leibniz-Institut für Sozialwissenschaften

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Die Meinungen, die in den vom BUNDESINSTITUT FÜR OSTWISSENSCHAFTLICHE UND INTERNATIONALE STUDIEN herausgegebenen Veröffentlichungen geäußert werden, geben ausschließlich die Auffassung der Autoren wieder.

© 1998 by Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Köln

Abdruck und sonstige publizistische Nutzung - auch auszugsweise - nur mit vorheriger Zustimmung des Bundesinstituts sowie mit Angabe des Verfassers und der Quelle gestattet.
Bundesinstitut für ostwissenschaftliche und internationale Studien, Lindenbornstr. 22, D-50823 Köln,
Telefon 0221/5747-0, Telefax 0221/5747-110

ISSN 0435-7183

Inhalt

		Seite
Kurzfassung		3
1.	Der Wechselkurs als entscheidender volkswirtschaftlicher Preis	7
1.1	Determinanten des Wechselkurses	8
1.2	Nominale und reale Kursentwicklung in osteuropäischen Volkswirtschaften	10
2.	Monetäre und realwirtschaftliche Aspekte nomineller Kursanker	14
2.1	Zu den geldpolitischen Aspekten	14
2.2	Zu den arbeitsmarktpolitischen Aspekten	17
2.3	Zu den außenwirtschaftlichen Aspekten	19
3.	Wechselkursrisiken durch globalisierte Finanzmärkte	21
3.1	Überlegungen der Investoren	22
3.2	Fallbeispiel Rußland	24
3.3	Kapitalzuflüsse und Wechselkurse	26
3.4	Wechselkurse zwischen Kapital- und Leistungsbilanz	27
4.	Fundamentaldaten als Bestimmungsgründe von Wechselkursbewegungen in Reformökonomien: Empirische Evidenz	29
4.1	Zur Veranschaulichung: Das Beispiel Bulgarien	31
5.	Schlußüberlegungen	34
Summary		35

20. Mai 1998

Ognian Hishow

Wechselkursentwicklung im östlichen Europa

Bestimmungsfaktoren und transformationspolitischer Stellenwert

Bericht des BIOst Nr. 23/1998

Kurzfassung

Vorbemerkung

Die europäischen Reformländer weisen mit einem bedeutenden Exportanteil am BIP einen hohen Offenheitsgrad auf. Volkswirtschaften dieses Typs können vom System fester Wechselkurse insofern profitieren, als Beschäftigungs- und Einkommensverluste durch nominale Kursschwankungen vermieden werden können. Voraussetzung ist allerdings, daß sie eine solide Stabilitätspolitik praktizieren, ausgedrückt in niedrigen Inflationsraten und geringen Inflationsdifferentialen, was nur teilweise gelungen ist. Daher wurde die Politik fester Wechselkurse in den Ländern zunehmend relativiert. In der vorliegenden Arbeit werden die Voraussetzungen und Effekte einer Kursbindung aufgezeigt und die Wechselkurspolitiken in den einzelnen Ländern diskutiert. Ein Bezug zur künftigen Währungsunion mit der EU wird – soweit möglich – hergestellt.

Ergebnisse

1. Die europäischen Reformländer gingen in die Wirtschaftstransformation mit nominal überbewerteten Währungen, weswegen eine anfängliche deutliche Abwertung erforderlich war. Als Stabilisierungsmaßnahme entschied sich die Mehrzahl der Länder für eine Kursbindung mit Wechselkursregime von der absolut festen Bindung und dem weitgehenden Verzicht auf eigenen geldpolitischen Spielraum über eine De-Facto-Bindung bis hin zu einem Managed Float.
2. Die Währungen der meisten Länder haben aufgrund der Inflationsdifferentiale zur jeweiligen Referenzvolkswirtschaft real aufgewertet. Die Aufwertung fällt in Estland und Tschechien mit ihrer strikten Kursbindung deutlicher aus als in Polen und Ungarn mit Crawling Peg. Slowenien weist trotz gesteuerten Kursschwankens ebenfalls eine kräftige reale Aufwertung auf, während Lettland eine Kursbindung praktiziert und dennoch eine geringere reale Aufwertung verzeichnet. In der Slowakei ist die Inflationsrate durch noch gültige Preiskontrollen im Bereich der nichthandelbaren Güter künstlich niedrig, daher auch die geringere reale Aufwertung.
3. Für die Reformökonomien läßt sich ein Zusammenhang zwischen Wechselkursentwicklung und Handelsbilanzsaldo empirisch nachweisen. Volkswirtschaften, deren Währungen am meisten aufgewertet haben, sind im Prinzip auch mit den größten Außenhandelsproblemen konfrontiert. Durch die Erhöhung des realen effektiven Wechselkurses wird Est-

land zunehmend vor außenwirtschaftliche Probleme gestellt. Die slowakische Krone dürfte vor einer unausweichlichen Abwertungsentscheidung stehen, da die slowakische Wirtschaft mit zunehmenden Leistungsbilanzdefiziten und rückläufigen ausländischen Direktinvestitionen fertig werden muß. Der Kurs der ukrainischen Hrywna hängt weitgehend davon ab, ob die russischen Handelskredite in Gestalt von unfakturierten Gaslieferungen 1998 fortgesetzt werden. Eine Hrywnaabwertung erscheint plausibel.

4. Die Abwertungsrate des Wechselkurses in bezug auf eine Fremdwährung orientiert sich unter Gleichgewichtsbedingungen an der Differenz der Zinsniveaus im In- und Ausland. Damit die Anlage bzw. Transaktion lohnend ist, muß der Inlandszins kleiner sein als der Auslandszins zuzüglich der antizipierten Abwertungsrate. Für interessierte Investoren liefern spezialisierte Ratingagenturen Informationen zur betreffenden Volkswirtschaft. Legt ein Land Auslandsanleihen auf, gibt der aufgrund der Nachfrage sich herausbildende Zinsspread eine Auskunft über die Risikobereitschaft der Märkte. Es zeigt sich, daß die Märkte die Kreditwürdigkeit bzw. Risikobehaftung der Länder unterschiedlich einschätzen.

5. Umfassende Handels- bzw. Leistungsbilanzdefizite signalisieren oft ungleichgewichtige Wechselkurse. Z.Zt. weisen lediglich Rußland und Bulgarien einen positiven Leistungsbilanzsaldo auf. Rußland verdankt diesen Umstand seinen hohen Exportüberschüssen im Bereich der Energieträger und Brennstoffe, während die laufende Abwertung der bulgarischen Währung zwischen Mitte 1996 und 1997 die Exporte allgemein begünstigte. Seit der akuten Krise verzeichnet das Land gleichzeitig einen Importrückgang. Bis auf die Slowakei und die Ukraine dürften die Leistungsbilanzsalden als nicht unmittelbar abwertungswirksam eingestuft werden.

6. Volkswirtschaften mit einem hohen Diversifizierungsgrad fangen exogene Schocks besser auf, weil sich die diesbezüglichen Wirkungen hier gegenseitig aufheben. Sie tendieren zu festen Wechselkursen. Länder mit einseitiger außenwirtschaftlicher Ausrichtung sind von Nachfrageschwankungen stärker betroffen und messen der nominalen Wechselkursanpassung einen höheren Stellenwert bei. Grund ist, daß z.B. sinkende Exportpreise oder steigende Inlandspreise bei festen oder bedingt festen Wechselkursen einen unerwünschten realen Aufwertungseffekt auslösen. Der jüngste Ölpreisverfall trifft insbesondere Rußland, dessen Exporterlöse zur Hälfte im Rohölsektor entstehen. Das Land sieht sich einer realen Rubelaufwertung ausgesetzt, weil der Exportpreisrückgang größer ist als die Bandbreite des bestehenden Kurskorridors.

7. Eine Überwindung des Wirtschaftsgefälles zwischen West- und Osteuropa ist auf Dauer nur möglich, wenn die Transformationsländer dem Ziel der Preisniveaustabilität eine gleich hohe Präferenz einräumen wie die EU. Länder, die die Geldpolitik für die Realisierung kurzfristiger finanz- oder beschäftigungspolitischer Ziele einsetzen wollen, sollten der Politik fester Wechselkurse fernbleiben. Diesem Pfad ist die russische Wirtschaftspolitik bis Mitte 1995 gefolgt, als eine ungehemmte Kreditschöpfung den Außenwert des Rubels marginalisierte. Ohne konsequente arbeitsmarktpolitische Maßnahmen und straffe Finanzpolitik drohen solchen Ländern Beschäftigungsverluste und Einkommensminde-

rung. Diese Erfahrung haben praktisch alle Länder gemacht, wobei Bulgarien einen zweiten Wirtschaftszusammenbruch 1996 erlebt hat.

1. Der Wechselkurs als entscheidender volkswirtschaftlicher Preis

Die Transformation der zentralistisch gelenkten Wirtschaften der ehemaligen RGW-Länder in funktionierende Marktökonomien setzte eine neue Wechselkurspolitik voraus, um einerseits "richtige" relative Preise zu ermitteln und andererseits wirtschaftspolitisch eine Stabilitiätskomponente mehr einzuführen. Bei der Ermittlung der Gleichgewichtskurse war allen Währungen eine anfängliche deutliche Abwertung gemeinsam. Sie steht für die Überwindung der früheren starren Wechselkurspolitik in bezug auf wichtige internationale Referenzwährungen, aber auch untereinander. Der Stabilitätsaspekt kommt insbesondere in einer von der Mehrzahl der Länder praktizierten Wechselkursbindung zum Ausdruck, wobei der spätere wirtschaftspolitische Erfolg oft eine Frage der Nuancen war. Diese schlagen einen weiten Bogen – von der absolut festen Bindung und dem weitgehenden Verzicht auf eigenen geldpolitischen Spielraum bis hin zu einem sog. "Managed Float" – einem von Interventionen begleiteten Schwanken um eine ausländische Leitwährung (Tabelle 1).

Tabelle 1: Währungssysteme postkommunistischer europäischer Länder

Land	Wechselkurs-gestaltung	Institutioneller Träger	Referenzwährung	Einführungs-termin
Bulgarien	flexibel/fixiert	Währungsrat	DM	1.7.1997
Estland (ab der Eigenstaatlichkeit)	fixiert	Währungsrat	DM	20.6.1992
Lettland (ab der Eigenstaatlichkeit)	fixiert	Zentralbank	Sonderziehungsrechte (SZR)	Februar 1994
Litauen (ab der Eigenstaatlichkeit)	fixiert	Währungsrat	US-$	31.3.1994
Kroatien (ab der Eigenstaatlichkeit)	inoffiziell fixiert	Zentralbank/ Regierung	DM, US-$	Oktober 1993
Polen	fixiert/gleitende Abwertung (Crawling Peg)	Zentralbank	US-$, Währungskorb (US-$, DM, GBP, FF, CHF zu je 45, 35, 10, 5%)	1.1.1990; 17.5.1991; Oktober 1991
Rußland	teilfixiert	Zentralbank	US-$	1.6.1995; 1.1.1998
Rumänien	flexibel	Zentralbank		
Slowakei (ab der Eigenstaatlichkeit)	fixiert	Zentralbank	Währungskorb (60% US-$, 40% DM)	Juli 1993; Januar 1997
Slowenien (ab der Eigenstaatlichkeit)	flexibel	Zentralbank		Februar 1992
Tschechien (ab der Eigenstaatlichkeit)	fixiert/flexibel	Zentralbank	Währungskorb (55% US-$, 45% DM)	Mai 1993; Februar 1996; 26.5.1997
Ungarn	Crawling Peg	Zentralbank	Wähungskorb aus 10 Währungen; Währungskorb aus ECU/DM und US-$ zu je 70 und 30%	80er Jahre; 1990; 1994; 13.3.1995; 1.1.1997

Quellen: Ratna Sahay, Carlos Vegh, Inflation and Stabilisation in Transition Economies, in: The Journal of Policy Reform, 1/1996, S. 97; WIIW; IWF; Weltbank.

1.1 Determinanten des Wechselkurses

Das Ermitteln eines gleichgewichtigen Nominalkurses setzt eine Vielzahl von Informationen voraus, insbesondere über die reellen Güterpreise, das Preisverhältnis zwischen international gehandelten Waren und Diensten und solchen, die lediglich im Inland nachgefragt sind, und schließlich hinsichtlich des Anteils der international gehandelten an allen in der Volkswirtschaft vorhandenen Güter. Abgesehen von der Fülle der erforderlichen Daten, verzeichnen die genannten Relationen unter den Bedingungen der allgemeinen Transformationsrezession und der anschließenden Anpassung an die weltwirtschaftlichen Verhältnisse eine hohe Dynamik. Daher blieb der Wechselkurspolitik nur die Option, einen geeigneten Nominalkurs erst einmal anhand der Marktsituation zu ermitteln, wobei dies technisch über eine Kursfreigabe erfolgt ist. Im Ergebnis der Kursfreigabe verloren die nationalen Zahlungsmittel der Länder in bezug auf die wichtigsten internationalen Währungen stark an Wert. Das nährte Spekulationen darüber, daß die Marktkurse die tatsächlichen Preisrelationen zwischen den entwickelten und den Transformationsökonomien falsch wiedergeben, da Realeinkommen und Verbrauchsniveau auf andere – höhere Kurse – schließen lassen. Wirtschaftspolitisch zog man insbesondere in Kreisen der Linken/Postkommunisten daraus den Schluß, der Staat bzw. die Zentralbank müsse die Kurse festlegen, um einen Ausverkauf der Wirtschaft zu verhindern.

Um auftretende Kursveränderungen zu erklären, müssen die diesbezüglichen Determinanten untersucht werden, die ihrerseits nach lang- und kurzfristigen klassifiziert werden.

Langfristig betrachtet beruht die Logik der Wechselkursbildung darauf, in- und ausländisches Preisniveau von international handelbaren Gütern miteinander vergleichbar zu machen. Sofern keine unüberwindbaren Handelshemmnisse vorliegen, gilt das "Gesetz des einheitlichen Preises", wonach das inländische Preisniveau solcher Güter Pt gleich dem Auslandspreisniveau Pt*, berichtigt mit dem nominalen Wechselkurs e, ist:

$$Pt = Pt^*.e \text{ bzw. } e = Pt/Pt^* \quad (i).$$

Der Index t steht für "Traded Goods". Steigen die Preise der handelsfähigen Güter im Inland schneller, erfolgt eine Abwertung der heimischen Währung, weil jetzt mehr – um beim Beispiel der Transformationsländer zu bleiben – Rubel, Kronen, Forint usw. je US-Dollar, DM, Pfund, Yen usw. hingegeben werden müssen. Weil der Wechselkurs lediglich ein Faktor zur Angleichung des Preisniveaus zwischen dem In- und Ausland ist, wird das Preisgefälle dann über ein neues – höheres – nominales Umtauschverhältnis aufgefangen. Gleichung (i) behält ihre Gültigkeit, weil die Kaufkraftparität gewahrt ist. Die Kaufkraft z.B. des amerikanischen Dollars ist in dem Inflationsland (hier z.B. Rußland) dank der Kursanpassung gleichgeblieben. Umgekehrt verhält es sich, wenn die Inflationsrate in den USA größer ist. Unter Inflation ist ein Prozeß ständiger Preissteigerung zu verstehen.

Das volkswirtschaftliche Preisniveau setzt sich aus den Preisniveaus handelbarer und nichthandelbarer Güter zusammen, die in einer Beziehung zueinander stehen. Doch was passiert,

wenn nur die Preise jener Waren und Dienstleistungen in einem Land steigen, die nicht international gehandelt werden? Diese Situation beobachtet man in vielen Transformationsländern, in denen Neubauwohnungen, Mieten, die medizinische Betreuung, Anwaltsdienste etc. teurer werden, während die Preise der handelsfähigen Güter weitgehend internationales Niveau erreicht haben und fast unverändert bleiben.

Steigen die Preise für nichthandelbare Güter im Inland schneller als im Ausland, führt das zu einer Aufwertung der inländischen Währung. Ökonomisch ist die Aufwertung durch die Verschiebung der Nachfragepräferenzen zu erklären. Die gestiegene Nachfrage nach nichthandelbaren Gütern hat die Nachfrage nach Importgütern reduziert oder stagnieren lassen. Im Ergebnis sinkt die Nachfrage nach der jeweiligen Fremdwährung, was den Kurs drückt.

In der *kurzen Frist* können von der allgemeinen Preisniveauentwicklung abweichende Determinaten die Wechselkursbildung prägen. Auch hier gilt quasi das Gesetz des einheitlichen Preises, allerdings bezogen auf ein einziges Gut, höchstens jedoch auf einige wenige Spezialgüter. Dies sind verschiedene Finanzaktiva, deren Preise die Zinssätze sind. Ursache für die Wechselkursschwankungen ist der Versuch der Marktteilnehmer (Finanzspekulanten), sich das Zinsdifferential zwischen dem In- und Ausland zunutze zu machen. Es stellt die Differenz zwischen den jeweiligen Zinssätzen dar, die wiederum unterschiedliche monetäre und realwirtschaftliche Fundamentaldaten reflektieren. Bei – einer hier unterstellten – uneingeschränkten Kapital- bzw. Wertpapiermobilität werden Finanzanlagen aus dem Land mit den niedrigeren Zinssätzen abgezogen und in einem Land mit höherer Verzinsung angelegt. Wegen der höheren Nachfrage nach der Währung des Hochzinslandes erfolgt eine Aufwertung bzw. wird die Währung des Niedrigzinslandes abgewertet, d.h. es gilt der Zusammenhang

$$(e_1 - e)/e = i - i^* \text{ (ii).}$$

e_1 ist der künftige (zu erwartende), e der aktuelle Wechselkurs und $(e_1 - e)/e$ die Ab- oder Aufwertungsrate, während i und i* die Zinssätze des In- und Auslands darstellen. Sind diese im In- und Ausland identisch, ist die Veränderungsrate Null, d.h. der Nominalkurs bleibt stabil. Bei höheren Auslandszinssätzen erfolgt eine Aufwertung der Auslandswährung (Abwertung der heimischen Währung) und umgekehrt. Beim Vorhandensein eines Zinsdifferentials und unverändertem Wechselkurs (verteidigt durch Devisenverkäufe der Zentralbank) würden die Währungsreserven der Zentralbank schrumpfen, weil Zinsgeschäfte ohne Kursrisiko stattfinden können. Jüngste Beispiele aus osteuropäischen Hochinflationsländern (Rußland) liegen diesbezüglich vor.

Insofern haben die orthodoxen Kritiker einer Politik marktorientierter Wechselkurse formal recht, da die kurz- und langfristigen Kurse tatsächlich voneinander abweichen können. Die Forderung nach Wechselkursinterventionismus ist allerdings falsch: Umgekehrt, mit der Öffnung und Liberalisierung immer weiterer Segmente der Wirtschaft gleichen sich die nominalen und kaufkraftdeterminierten Kurse tendenziell an, wie das in den entwickelten Volkswirtschaften, aber auch zunehmend in den Reformländern der Fall ist. Gegenwärtig beträgt das Verhältnis zwischen den Nominalkursen und jenen zu Kaufkraftparitäten in den Ländern mit

einem fortgeschrittenen Stadium der Transformation weniger als 1:2, nach anfänglichen Werten von 1:4 und darüber.[1]

1.2 Nominale und reale Kursentwicklung in osteuropäischen Volkswirtschaften

Makroökonomische Betrachtungen von Wechselkursursen sind an sich zunächst noch wenig aussagefähig, weil die Kurse lediglich quantitative Umrechnungsfaktoren zwischen in- und ausländischen Geldeinheiten sind. Um die Stabilität einer Währung ausdrücken zu können, muß diese deflationiert, d.h. mit einem Bezugsfaktor um nominale Einflüsse bereinigt werden. Da in der Wirtschaft alle Güter mit Preisen bewertet werden, stellen reale Wechselkursbetrachtungen darauf ab, daß der Nominalkurs mit Hilfe einer in der Regel preis- bzw. kostendeterminierten Größe diskontiert wird. Als Bezug bieten sich dabei wegen ihrer leichteren Handhabung einerseits die Lohnstückkosten sowie andererseits der Index der Verbraucherpreise an (Tabelle 2).

Tabelle 2: Makroökonomische Indikatoren und Wechselkurse in Reformländern 1997[a] (Indexwerte, 1989 = 1,0)

Land	Reales BIP	Reallohn	Lohnstückkosten	Verbraucherpreise	Nominalkurs
1	2	3	4	5	6
Bulgarien	0,64	0,5	0,64	798	890
Estland (ab 1991)	0,77	1,5	1,83	3,2	1,1
Lettland (ab 1994)	0,54	1,0	1,71	1,58	0,9
Litauen (ab 1994)	0,52	1,21	2,15	1,9	1,0
Kroatien (ab 7/1993)	1,24	2,0	1,27	1,1	1,8
Polen (ab 1991)	1,07	1,22	1,01	7,6	3,5
Rumänien	0,81	0,55	0,62	390	542
Rußland (ab 1992)	0,48	1,25	2,34	2 187	3 530
Slowakei	0,94	0,85	0,79	2,89	1,2
Slowenien (ab 10/1991)	0,94	1,25	1,14	7,37	3,5
Tschechien	0,93	0,95	0,97	3,32	1,2
Ungarn	0,94	1,04	1,00	5,50	3,2

[a] Näherungswerte, z.T. Schätzungen.

Quellen: PlanEcon Report; EBRD; IWF.

Der Indikator "Lohnstückkosten" bringt den Anteil der Lohnsumme am Wert der gesamtwirtschaftlichen Produktion (z.B. am BIP) zum Ausdruck. Die Lohnstückkosten sind in Analogie

[1] Vgl. z.B. PlanEcon Report, verschiedene Ausgaben und Länderanalysen.

zum Kapitalkoeffizient demnach der Lohnkoeffizient des Bruttoinlandsprodukts.[2] Die Löhne bestimmen letztendlich auch bei den (inländischen) Vorprodukten die Kosten, daher erscheint die Lohnkostenentwicklung als maßgeblich für die Preisentwicklung und folglich auch für die Inflationsrate in einer Volkswirtschaft. So kann – bei fixierten Nominalkursen – eine ungleichgewichtige, d.h. nicht mit den Produktivitätsfortschritten mithaltende Lohndynamik den Realkurs verändern. Eine wesentliche Folge wäre, daß sich der Leistungsbilanzsaldo verschlechtert. Steuert man mit einer Abwertung gegen, wird Inflationsimport zugelassen.

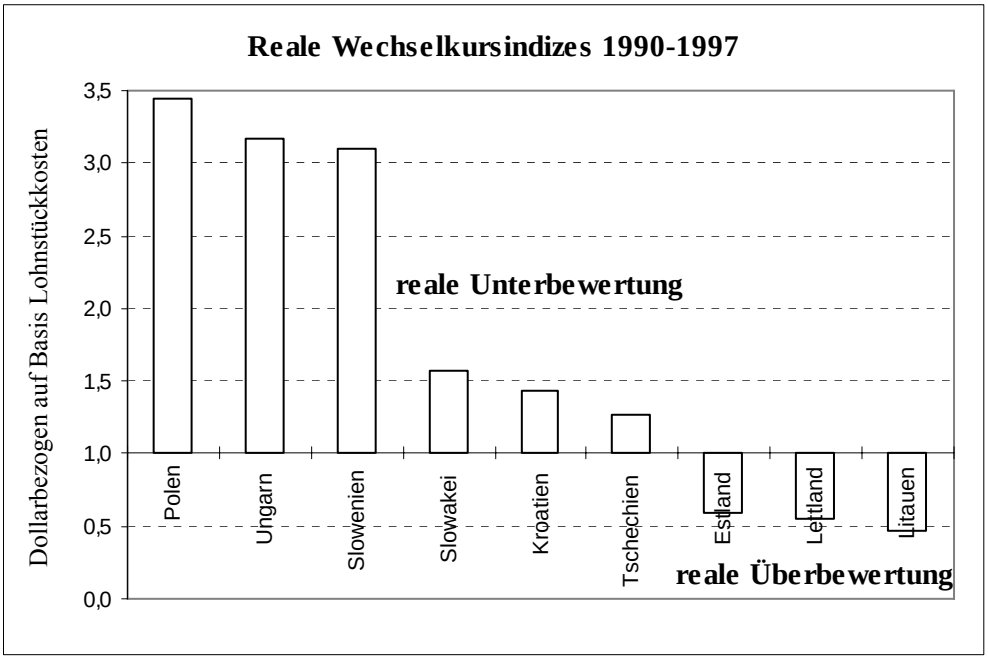
Die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten sind als Nominalkursdeflator nicht ganz unproblematisch. Da der Kurs in erster Linie Funktion der Preise für Traded Goods ist, eignen sich die Lohnstückkosten im Sektor der handelbaren Güter besser dafür. Dieser Bereich weist in der Regel einen Produktivitätsvorsprung gegenüber dem Sektor der nichthandelbaren Güter, insbesondere der Dienstleistungen für den Binnenmarkt, auf. Sind die Lohnabschlüsse in beiden Sektoren dabei in etwa gleich, führt die Arbeitsverteuerung bei den nichthandelbaren Gütern zu mehr Inflation bzw. zu Geldentwertung. Im konkreten Fall der Transformationsländer – hier war der Dienstleistungssektor im allgemeinen unterentwickelt – können sowohl bei den Traded als auch bei den Nontraded Goods vergleichbare Produktivitätsfortschritte unterstellt werden. Wegen des Nachholbedarfs expandiert der Dienstleistungssektor rasch, so daß die gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten vorerst eine ähnliche Dynamik verzeichnen wie jene bei den Traded Goods und als Deflator geeignet sein dürften.

Die Realkursindizes auf Basis Lohnstückkosten (Graphik 1) reflektieren das Zusammenspiel der jeweils gewählten Wirtschaftsteilpolitiken in den einzelnen Transformationswirtschaften. Im linken Bereich der Graphik sind die Länder mit einer verhaltenen Lohndynamik, relativ raschem Wirtschaftswachstum (Polen, Slowenien sowie Kroatien nach 1993) und einer kräftigen anfänglichen oder permanenten nominalen Abwertung abgebildet. Sie weisen durchweg eine Verbesserung ihrer Wettbewerbsposition auf, wobei im Fall der Slowakei und Tschechiens wegen der Aufgabe des kontrollierten Lohnsummenwachsums der Abwertungsindex geringer ausfällt (Tabelle 2). In Kroatien sind die stabilitätspolitischen Erfolge sehr deutlich, und insbesondere seit 1994 bleibt der Nominalkurs bezüglich der Referenzwährung DM stabil, während er gegenüber dem US-Dollar Schwankungen aufweist. Die anfängliche kräftige Abwertung ist trotz schneller als die BIP-Wachstumsrate steigenden Löhne noch nicht aufgezehrt worden.

---

[2] Auch volkswirtschaftliche Lohnquote genannt. Zu beachten ist, daß es sich beim Kapitalstock um eine Bestandsgröße handelt, während die Löhne eine Stromgröße darstellen. Interessanter wäre die Bestimmung des Arbeitskoeffizienten des BIP. Das Ermitteln des "Gesamtpreises" eines Beschäftigten und von da aus der volkswirtschaftlichen Arbeit ist allerdings statistisch problematisch.

Graphik 1



Estland ab 1991; Lettland und Litauen ab 1994; Tschechien ab 1/93; Kroatien ab 7/93; Polen ab 1991; Slowenien ab 1992.

Quellen: EBRD; IWF; eigene Berechnungen.

Durch eine Kombination aus sukzessiver Abwertung und allgemeiner Lohnzurückhaltung haben sich die Länder ohne Kursbindung einschließlich Kroatien relative Wettbewerbsvorteile verschafft, während die baltischen Währungen eine reale Aufwertung – bedingt durch eine weniger konsequente Politik der Einkommenssteigerung – erfahren haben. Die Slowakische Krone wird aufgrund des höheren Regulierungsgrads der Wirtschaft, wo Lohnkontrollen relativ strikt durchgesetzt werden, künstlich stabilisiert, während die jüngste nominale Abwertung der Tschechischen Krone für Entlastung gesorgt hat.

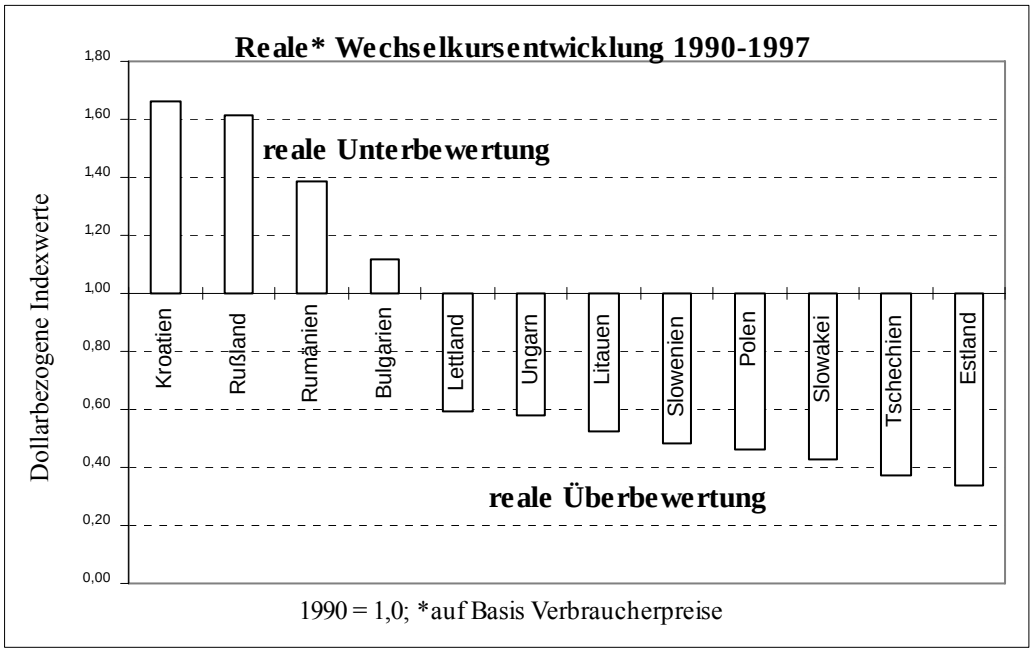
Die Lohnstückkosten sind eine bereits normierte (in der Regel mit dem BIP) Größe, und eine Deflationierung der Nominalkurse mit ihr kommt praktisch einer "Doppelnormierung" gleich. Daher macht die Realkursermittlung auf der Basis der Lohnstückkosten nur einen Sinn, wenn die nominale Abwertungsrate in dem betreffenden Land nicht exorbitant ist – wie z.B. in Rußland, Bulgarien und Rumänien (Tabelle 2, Spalte 6). Andernfalls sind diesbezügliche internationale Vergleiche wenig aussagefähig.

In diesem Fall eignen sich Vergleiche auf Basis eines gewöhnlichen Deflators, am besten anhand der Industriepreise oder der Preise für Export-Import-Güter. Wegen der erschwerten Datenbeschaffung wurde hier vereinfachend lediglich mit dem Verbaucherpreisinex gearbeitet (Graphik 2). Deutlich ist die Gruppe der fortgeschrittenen Reformländer auszumachen, die sich für eine auf einen nominellen Wechselkursanker gestützte Stabilitätspolitik entschieden haben. Deren Währungen haben aufgrund des nach wie vor vorhandenen Inflationsdifferentials zur jeweiligen Referenzvolkswirtschaft durchweg aufgewertet (Bereich unterhalb der 1,0-Linie). Die Aufwertung fällt in Estland und Tschechien mit ihrer strikten Kursbindung deutlicher aus als in Polen und Ungarn mit Crawling Peg. Dagegen scheinen Slowenien und Lett-

land die Rollen vertauscht zu haben, denn im ersteren Land besteht ein Regime des gesteuerten Schwankens, während Lettland eine Kursbindung praktiziert und dennoch eine geringere reale Aufwertung aufweist. Die Erklärung ist im wirtschaftspolitischen Bereich zu suchen: Während das baltische Land das Preissteigerungspotential weitgehend ausgeschöpft und danach die Kursbindung eingeführt hat, verfolgte Lubljana von vornherein eine Politik der geringfügigen Abwertung und somit des Quasiankers. Ähnliches trifft zu für Litauen einerseits und Polen andererseits. In der Slowakei, deren makroökonomische Entwicklung jener der Tschechischen Republik folgt, ist die Inflationsrate durch noch gültige Preiskontrollen im Bereich der nichthandelbaren Güter künstlich niedriger als die gleichgewichtige, daher auch die im Vergleich zu Tschechien etwas geringere reale Aufwertung.

Die größten Nominalkursverluste haben in Rußland bis Mitte 1995 stattgefunden. Zwischen 1991 und dem 1. Juni 1995 war die Abwertung dort faktisch unkontrolliert. Seit der Einleitung einer Politik des Wechselkurskorridors konnte sie stark abgebremst werden, so daß bisher eine weitgehende Stabilität des Realkurses vorliegt. Auch die Währungen der Schlußlichter unter den europäischen Transformationswirtschaften, Rumänien und Bulgarien, sind immer noch unterbewertet, wobei das Currency-Board-System Sofias bereits in der zweiten Hälfte 1997 zu einer realen Lewaufwertung geführt hat. Die relativ starke Unterbewertung der Kuna ist auf die moderaten Preissteigerungen in Kroatien zurückzuführen, die aber früher oder später mit einem Aufwertungseffekt anziehen werden.

Graphik 2



Estland ab 1991; Lettland und Litauen ab 1994; Tschechien ab1/93; Kroatien ab 7/93; Polen ab 1991; Rußland und Slowenien ab 1992.

Quellen: EBRD; IWF; eigene Berechnungen.

2. Monetäre und realwirtschaftliche Aspekte nomineller Kursanker

Die Einführung eines nominellen Kursankers ist ein einschneidender währungspolitischer Schritt, der freilich Risiken, aber auch Chancen für Wachstum, Beschäftigung und Einkommen mit sich bringt. Aus ökonomischer Sicht liegt die herausragende Änderung in der Aufgabe des nominalen Wechselkurses als Anpassungsinstrument. Im System flexibler Wechselkurse münden nationale Güter- und Faktorpreisänderungen in Kursbewegungen. Hingegen bedeutet Kursbindung für die betreffenden Volkswirtschaften, daß bei divergierender Wirtschaftsentwicklung – unterschiedlichen Inflations- und Wachstumsraten, Arbeitslosenquoten, abweichender Prioritätensetzung in der Finanzpolitik usw. – die Anpassung nicht mehr monetär, sondern güterwirtschaftlich, als Mengenanpassung erfolgt.

Naturgemäß richtet sich das Interesse vordergründig auf die Stabilität der jeweiligen Währung. Wie jede andere Währung sind auch die Zahlungsmittel mit Bindung monetären und realwirtschaftlichen Einflüssen ausgesetzt. Ist die monetäre Seite der Stabilität durch die Geldpolitik geprägt, steht die Arbeitsmarkt- bzw. Lohnpolitik für die realwirtschaftliche Komponente.

2.1 Zu den geldpolitischen Aspekten

Unter Geldpolitik ist ein Bündel von Maßnahmen zu verstehen, die darauf gerichtet sind, die Entwicklung der Geldaggregate zu steuern. Ihr institutioneller Träger ist die Zentralbank, deren primäre Aufgabe die Sicherung der Geldwertstabilität, d.h. die Vermeidung von Inflation sein muß. Um diese Aufgabe zu lösen, versucht die Zentralbank die Geldnachfrage und das Geldangebot zu regulieren, wozu sie vom Gesetzgeber mit verschiedenen Instrumenten ausgestattet ist. Geld ist traditionell definiert als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel, wobei letztere Funktion nur möglich ist, wenn das Geld "stabil" ist. Makroökonomisch ist die Geldnachfrage eine Funktion der realen Produktion, des Preisniveaus und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Sind die Preise stabil und ist die Umlaufgeschwindigkeit konstant, muß – wenn die Währung nicht an Kaufkraft (an aktuellem Tauschwert also) einbüßen soll – die Geldmenge mit der gleichen Rate wachsen wie die reale Produktion. Die Zentralbank muß darauf achten, daß der Nachfrage ein gleichgewichtiges Angebot an Geld gegenübersteht. In Inflationswirtschaften übersteigt das nominale Geldangebot in der Regel das gleichgewichtige, was dem Staat kurzfistige fiskalische Spielräume verschafft. Möglich ist auch der umgekehrte Fall, wie z.B. in Rußland 1992, als die durch die Liberalisierung ausgelöste Preisexplosion nicht simultan monetisiert werden konnte, was zu einer Verringerung der realen Geldmenge geführt hat. Eine Begleiterscheinung war damals die rapide Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes.[3]

Das Bankensystem der Transformationsländer ist erst Ende der 80er bzw. in den frühen 90er Jahren zu einer Zweistufenstruktur mit Notenbank und Geschäftsbanken übergegangen. Während zahlreiche Segmente des realen Sektors der ehemals sozialistischen Länder bereits früher und heute immer noch bzw. schon wieder international wettbewerbsfähig sind, existieren hier

---

[3] Ognian Hishow, Inflation, Wechselkurs und Zins in Rußland, Berichte des BIOst, 17/1996, S. 14 ff.

keine angesehene Geldinstitute, die sich mit den durchorganisierten Großbanken der Welt messen können. Allein die drei deutschen Häuser Deutsche Bank, Dresdner Bank und Commerzbank weisen – ohne die Auslandsfilialen – ein höheres Geschäftsvolumen als das Gesamt-BIP der ostmitteleuropäischen Volkswirtschaften bzw. Rußlands auf. Da das Verhältnis zwischen erweiterter Geldmenge M2 und BIP in Rußland nur rund 14% beträgt, während es sich in den westlichen Volkswirtschaften mit ihren ausgebauten Bankensystemen zwischen 60 und 100% bewegt, kann auch ein entsprechend geringereres Geschäftsvolumen seiner Banken geschätzt werden. Es dürfte in Rußland höchstens 10% jenes in Deutschland betragen oder 5% pro Kopf der Bevölkerung. Angesichts der Tatsache, daß es dort Ende 1997 ca. 1.500 Banken gab, überrascht selbst bei der größten einheimischen Privatbank – der Onexim-Bank – ihr vergleichsweise unbedeutendes Aktivavolumen von umgerechnet ca. 5 Mrd. DM nicht.[4] Ähnliche Größenordnungen gelten auch für den ostmitteleuropäischen Bereich. Diese international gesehen sehr schwachen Häuser überleben nur, weil zum einen der einheimische Kreditmarkt bislang abgeschottet bleibt: Beispielsweise darf der ausländische Anteil am Börsenwert der russischen Banken per Gesetz 12% nicht überschreiten.[5] Zum anderen wurde zahlreichen gefährdeten Banken Refinanzierung durch den Staat gewährt. Diese erfolgte entweder in Form von Übernahme notleidender Schulden, die die Banken dann abgeschrieben haben, oder durch direkte Kredite der Zentralbank. Damit wurden privat gemachte Schulden zum Vorteil enger Insiderkreise in öffentliche Verbindlichkeiten transformiert. Die mangelhaften Fortschritte der Bankensysteme der postkommunistischen Länder sind zu einem großen Teil auf Korruption und Seilschaften zurückzuführen, wobei Bankkunden großzügig kreditiert wurden, die von vornherein als zweifelhafte Schuldner eingestuft waren.

Gesamtwirtschaftlich erweitert die Kreditvergabe die Bargeldmenge um das so geschaffene Giralgeld, um den Geldmultiplikator also, der die Vervielfältigung der Bargeldmenge durch die Buchgeldproduktion des Bankensystems zum Ausdruck bringt. In den Industrieländern liegt er bei 5-7 und mehr. In postkommunistischen Ländern mit unterentwikkelten Bankensystemen hat er kleinere Werte – z.B. in Rußland ca. 2,5 1997.[6] Die Zentralbank muß die Multiplikatorwirkung der Kreditvergabe seitens des Geschäftsbankensystems so steuern, daß das Geldangebot nicht proinflationär wirkt. Die allgemeine Verschärfung des Kreditausfalls und damit verbundene Dekapitalisierung der Banken insbesondere in Rußland, Bulgarien und Rumänien haben allerdings wegen der darauffolgenen Liquiditätsbereitstellung durch den Staat die Geldmenge erweitert.[7] In Ungarn wurden staatliche Schuldverschreibungen in Höhe von 9% des BIP zur Sanierung der notleidenden Banken emitiert, und für die Slowakische Republik wird der Bedarf auf 19% des BIP geschätzt.[8] Neben den anhaltend hohen In-

---

4 Commersant Daily, 28.11.1997, S. 11. Bislang durften Privatbanken nur bedingt – lediglich in Höhe ihrer Eigenmittel – Einlagen der Bevölkerung halten. Im Zuge der Konsolidierung des Bankensystems soll diese Einschränkung wegfallen (vgl. Segodnja, 27.3.1997, S. 5).

5 Segodnja, 5.6.1997, S. 7.

6 Russian Economic Trends, 4, 1997, Southampton 1998, S. 24-25.

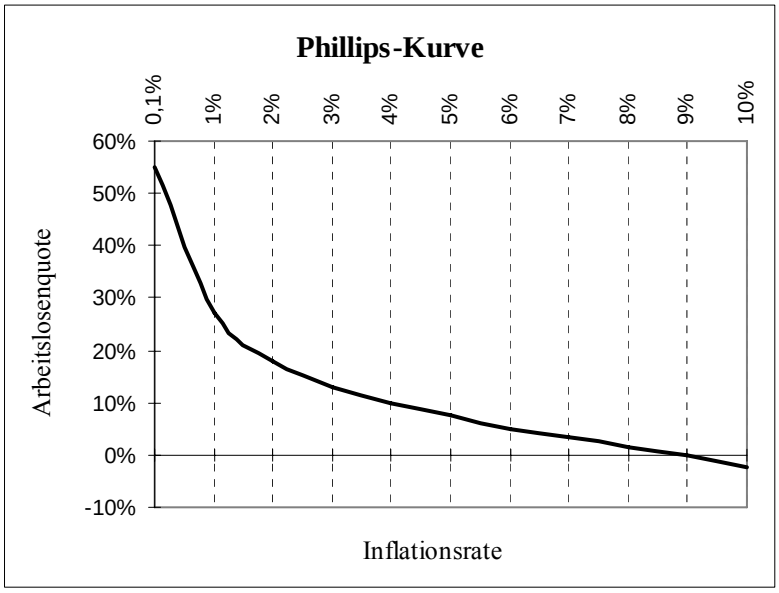
7 Als exemplarisches Beispiel kann Bulgarien angeführt werden. Vgl. Patrick Chaillié, Bankenkrise in Bulgarien, Berichte des BIOst, 44/1996.

8 IMF, World Economic Outlook, Oktober 1997, Washington D.C. 1997, S. 105, Fußnote 126.

flationsraten war eine ständige nominale Abwertung (in der Slowakei eine reale Aufwertung) der heimischen Währung die wichtigste Folge dieser Politik.

Insbesondere für Länder mit geringerer stabilitätspolitischer Tradition ergeben sich aus der Entscheidung für eine Kursbindung konkrete Kosten-Nutzen-Überlegungen. Ein Effekt straffer Geldpolitik äußert sich im Verzicht auf die sog. Phillipskurven-Trade-Offs. Nach dem Phillips-Theorem lassen sich hohe Inflationsraten durch niedrige Arbeitslosenquoten erkaufen (bzw. tauschen, "trade-off") und umgekehrt. Die Trade-offs weisen einen konvexen Kurvenverlauf auf. Graphik 3 gibt eine theoretisch berechnete Phillips-Kurve für den ostmitteleuropäischen Bereich 1998 wieder.

Graphik 3



Quelle: Eigene Berechnungen.

Am Vorabend von Wahlen stehen Regierungen oft vor der Versuchung, durch Lockerung der Geldpolitik und höhere Inflationsraten die Arbeitslosigkeit kurzfristig zurückführen. Es handelt sich um vorübergehende beschäftigungspolitische Effekte durch Ausweitung der Geldmenge, die bei sonst gleicher physischer Produktion und Umlaufgeschwindigkeit eine Erhöhung der Inflationsrate nach sich zieht. Im Ergebnis können die realen Arbeitskosten beschäftigungswirksam sinken.

Ein weiterer Effekt einer stabilitätsorientierten Wechselkurspolitik ist der Wegfall des sog. Seignorage (von Seignor, der Staat als Seignor/Herr seiner Untertanen). Mit Seignorage ist hier der Ertrag des Staates aus seinem Geldschöpfungsmonopol definiert. In der Regel wird er zur Finanzierung von Haushaltsdefiziten verwendet. Sein Verlust kann schmerzhaft zu spüren sein in Ländern, die keine vollständig inflationsfreie Defizitdeckung pflegen. Ausdehnung der nominalen Geldmenge seitens des Staates bedeutet Verringerung der realen Aktiva der Haushalte und Unternehmen. Ökonomisch gesehen handelt es sich um einen Austausch von Aktiva zwischen dem Staat und den Privaten, wobei letztere zu einer Vermögensübertragung auf den öffentlichen Sektor gezwungen werden. Mit dem Festhalten an einer stabilitätsverpflichteten

Währung entfällt diese Möglichkeit, weil ein Verbot der direkten Zentralbankfinanzierung öffentlicher Defizite besteht. In den Ländern, die die Stabilitätskriterien am besten erfüllen, ist die Kreditvergabe durch die Zentralbank an die Gebietskörperschaften ohnehin untersagt.

Die meisten Reformländer haben in Anlehnung an das Modell der Deutschen Bundesbank der eigenen Zentralbank die vorrangige Aufgabe zugewiesen, die Preisstabilität zu sichern. Ihre Effizienz wird zusätzlich dadurch erhöht, daß die Zentralbanken Unabhängigkeit von politischen Einflüssen genießen sollen. Das Stabilitätsdenken hat in einigen ostmitteleuropäischen Ländern mittlerweile Tradition, bzw. es setzt sich immer mehr durch. Beispielsweise ist die Zentralbank in Rußland diejenige Institution, die als Garant für die Beibehaltung des gegenwärtigen Reformpfads gilt.

Aber inwieweit ist eine strenge Wechselkurspolitik "richtig"? Eine konsequente Stabilisierung im Kontext der ost-/westeuropäischen Öffnung setzt einen hohen Grad an realwirtschaftlicher Konvergenz der teilnehmenden Volkswirtschaften voraus. Sie bezieht sich auf die Gleichmäßigkeit ihrer wirtschaftlichen Entwicklung und die Fähigkeit, exogene Schocks symmetrisch zu absorbieren. Insbesondere muß ein Auseinanderdriften der nationalen Produktivitäts- und Kostenentwicklung vermieden werden. Dann liegt ein optimaler Währungsraum vor, in dem die einzelnen Volkswirtschaften trotz Einschränkung der eigenen Wechselkurs- und Geldpolitik alternative Anpassungsmechanismen einsetzen.

Unzureichende Konvergenz ist dagegen stabilitätswidrig. Steigen nämlich die Preise in einem Land überdurchschnittlich oder sind die Staatsausgaben zu hoch, wird die Zentralbank mit einer Straffung des Geldangebots reagieren müssen, worunter die Wachstumsraten leiden. Monetisiert sie dagegen die Inflation, droht eine weiche Währung – ebenfalls zum Nachteil der stabilitätskonformen Segmente der Wirtschaftspolitik. Unterläßt die Geldpolitik hingegen jedwede Kurskorrekturen, werden die regionalen Differenzierungsprozesse mit jeweils positiven und negativen Wachstums- und Beschäftigungseffekten nur noch beschleunigt. Um den Bestand der gesamteuropäischen Annäherung politisch nicht zu gefährden, können Finanztransfers von Dauer an die Länder mit Anpassungsschwierigkeiten erforderlich werden. Das erhöht die Kosten der Öffnung und konterkariert ihre Akzeptanz.

2.2 Zu den arbeitsmarktpolitischen Aspekten

Folglich ist eine auch noch so unabhängige Zentralbank geldpolitisch nicht allmächtig, so daß sie auf Flankenschutz, insbesondere durch die Arbeitsmarktpolitik**,** angewiesen ist. Der hohe Stellenwert der Arbeismarktpolitik resultiert aus dem Wesen des nominellen Ankers, weil jetzt die Anpassung an externe reale und monetäre Schocks ausschließlich vom Flexibilitätsgrad des Arbeitsmarktes abhängt. Steigen die Nominallöhne und Preise in einem Transformationsland schneller, ziehen die Importe an, weil das höhere Preisniveau Anbieter aus anderen Regionen anlockt. Dagegen werden die Exporte für die Abnehmer in den anderen Ländern "zu teuer" und daher rückläufig. Um Arbeitslosigkeit und langfristige Einkommenseinbußen zu vermeiden, stehen im wesentlichen zwei Instrumente zur Verfügung.

Erstens müssen, weil das bei den Nominallöhnen erfahrungsgemäß nicht realisierbar ist, die Reallöhne hinreichend nach unten flexibel sein. Untersuchungen zufolge ist die Lohnelastizi-

tät der Arbeitslosigkeit in Wirklichkeit jedoch gering. Sie lag in den europäischen Wohlfahrtsstaaten in den 80er Jahren in Deutschland bei -0,11, in den Niederlanden bei -0,27, in Frankreich bei -0,29, doch bei -0,61 in den USA.[9] Mit anderen Worten, eine Verdoppelung der Arbeitslosenquote das Lohnniveau um etwa nur 20% in Westeuropa, aber um über 60% in den USA verringern würde. In den fortgeschrittenen Reformländern sind die Lohnstückkosten in den letzten Jahren gestiegen (Tabelle 2) bei gleichzeitiger Zunahme bzw. Stagnation der Arbeitslosenquoten. Auch hier ist demnach die Lohnelastizität der Arbeitslosigkeit unbedeutend, wenn nicht sogar positiv, so daß in den nächsten Jahren eine Trendwende noch erzielt werden muß.

Zweitens können internationale Arbeitskräftewanderungen für eine Entlastung sorgen. Allerdings ist die grenzüberschreitende Wanderungsbereitschaft nicht nur in der EU, sondern auch in Osteuropa wenig ausgeprägt. Sprachliche Barrieren und kulturelle Unterschiede sind dafür verantwortlich, aber auch der unflexible Wohnungs- und Immobilienmarkt und die mangelhaften sozialen Sicherungssysteme, die durch Familienstrukturen vor Ort ersetzt werden.

Vor dem Hintergrund solcher Traditionen könnte wie bei der Geldpolitik auch bei der Arbeitsmarktpolitik der Ruf nach einer aktiveren Finanzpolitik laut werden. Das liefe jedoch auf den frühzeitigen Aufbau eines Sozialstaates hinaus. Um die Finanzierungsströme ausreichend zu dimensionieren, müßten aber die Haushalte der Transformationsländer massiv aufgestockt werden, was auf den Widerstand der Wirtschaft stieße; auch ist Überzentralisierung angesichts der sozialistischen Erfahrungen nicht gern gesehen.

Es bleibt, durch eine verantwortungsbewußte Lohnfindung Preisniveaustabilität auf Dauer zu sichern. Das ist nur möglich, wenn sich die Lohnsteigerungen gesamtwirtschaftlich an der Produktivitätsentwicklung orientieren. In Phasen hoher Arbeitslosigkeit sollen sie vorerst darunter liegen, um die Beschäftigung zu fördern. Bestrebungen, die Lohndifferentiale zwischen den weniger wohlhabenden und den reichen Nationen nominal rasch abzubauen, würden die Arbeitskosten in die Höhe treiben und die Wettbewerbsfähigkeit der Erzeugnisse senken. Wegen des rückläufigen volkswirtschaftlichen Abgebots – die Arbeitskosten beeinflussen die Angebotsseite der Wirtschaft – schrumpfen Beschäftigung und Einkommen. Diesem Muster ist die Lohnkostenentwicklung in den ostdeutschen Ländern gefolgt – mit teuren sozialpolitischen Konsequenzen. Aber auch in den fortgeschrittenen Reformländern – Slowenien, Kroatien, Polen, z.T. Rußland – sind die Löhne rasch gestiegen und erreichen zwischen 40 und 80% des Niveaus in den westlichen Ländern.[10] Arbeitsmarktpolitisch ist daher der Lohndisziplin in den Reformländern erstrangige Bedeutung beizumessen, wobei die realwirtschaftlichen Anpassungsmechanismen – etwa eine hinreichende Reallohnflexibilität nach unten und regionale Arbeitskräftemobilität – die Lohnfindung erleichtern.

Erleichterung rührt auch aus einem möglichst dezentralisierten bzw. regionalisierten Arbeitsmarkt her. Durch die Stabilisierung der nationalen Währung verringert sich die Wechselkursillusion, und die Gewerkschaften in den osteuropäischen Ländern ziehen Lohnniveauverglei-

---

[9] Die europäische Wirtschafts- und Währungsunion – Chancen und Risiken, IFO-Schnelldienst, 9/1996, S. 29.

[10] WIIW, Research Report, Nr. 243, Februar 1998, S. 24, Graphik A/3.

che ohne eine Währungsabwertung. Der Wunsch nach einer nominalen Überwindung des Zentrum-Peripherie-Gefälles wächst. Die Fragmentierung der Tarifverhandlungen nach der Auflösung der Einheitsgewerkschaften kompensiert teilweise den Wegfall der monetären Anpassungsinstrumente und die Einschränkung der Spielräume der nationalen Finanzpolitik. Die realen Lohnsteigerungen können so besser an den tatsächlichen Produktivitätsfortschritten und nicht am Einkommen der bessergestellten ausländischen Kollegen ausgerichtet werden. Das erhöht die Absorptionssymmetrie exogener Schocks.

2.3 Zu den außenwirtschaftlichen Aspekten

Bleiben die Produktivitätsfortschritte in einer Reformökonomie hinter jenen der Referenzländer zurück, erfolgt mit zunehmender Öffnung eine Umschichtung zwischen dem Sektor der Traded und der Nontraded Goods zugunsten des letzteren. Ursache ist, daß die Produzentenpreise im Bereich der handelbaren Güter exogen bestimmt sind und nicht beliebig erhöht werden können, bei transformationsbedingt anhaltenden Preissteigerungen im Sektor der Dienstleistungen bzw. nichthandelbaren Güter. Das Resultat ist, daß die Anbieter sich mehr und mehr auf die Herstellung nichthandelbarer Güter umstellen. Dadurch sinkt das Exportangebot, und die Handelsbilanz (Leistungsbilanz) gerät simultan mit dem Nominalkurs unter Druck.

Die Auswirkung sinkender oder konstanter Lohnstückkosten geht dagegen in die andere Richtung: Sie signalisieren steigende oder gleichbleibende Wettbewerbsfähigkeit bei den Traded Goods mit positiven Effekten auf die Handelsbilanz und den Nominalkurs. Beide Effekte können sich in Abhängigkeit vom Öffnungsgrad der betreffenden Volkswirtschaft gegenseitig aufheben, oder jeweils einer kann überwiegen. Ein Blick auf die externe Position der europäischen Reformländer macht deutlich, daß der Effekt der steigenden Verbraucherpreise bislang dominiert hat – bei den meisten haben sich die Leistungsbilanzsalden verschlechtert.

Empirisch läßt sich somit ein Zusammenhang zwischen Wechselkursentwicklung und Handelsbilanzsaldo nachweisen. Theoretisch erfolgt er im Rahmen eines partialanalytischen Elastizitätsansatzes anhand der sog. Robinson- bzw. Marshall-Lerner-Bedingung bei gegebenen Ex- und Importnachfrageelastizitäten.[11] Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung konnte eine regressionsanalytische Prüfung des obigen Zusammenhangs keine statistisch befriedigenden Resultate liefern. Für die Gesamtheit der Länder ist das Bestimmtheitsmaß für den Zusammenhang zwischen Realkursindex (auf Basis der Verbraucherpreise bzw. der Lohnstückkosten) und dem Index der Leistungsbilanzsalden gering und nicht signifikant.[12] Die Verschlechterung der Leistungsbilanz kann demnach nicht allein auf die reale Wechselkursentwicklung abgestellt werden. Ursache für die schwache Korrelation ist die kräftige Abwertung der meisten Währungen vor der Einführung des entsprechenden Wechselkursregimes, die den Einfluß der danach eingesetzten realen Aufwertung erst einmal relativiert hat. Zum

---

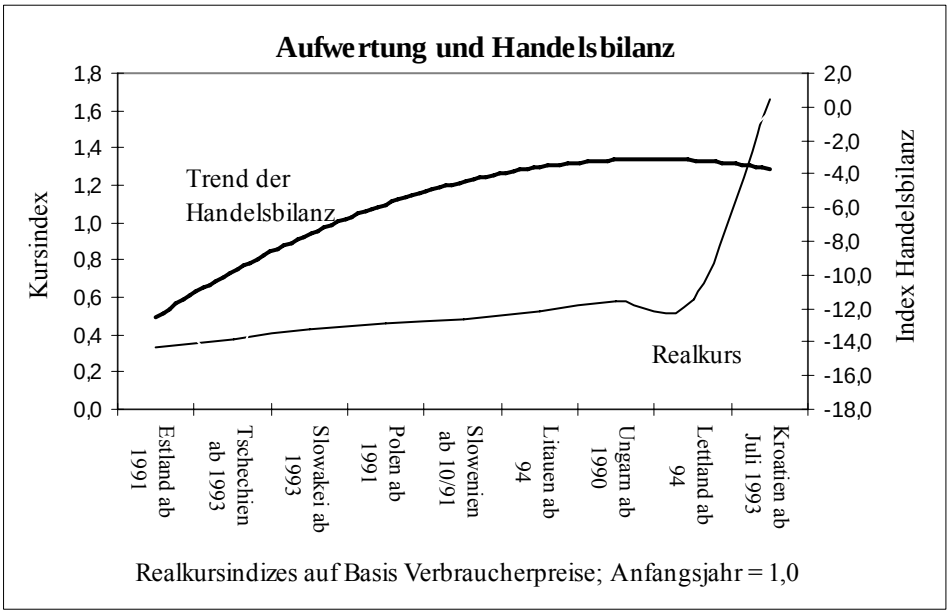
[11] Vgl. z.B. Manfred Willms, Internationale Währungspolitik, München 1995, S. 36 ff.

[12] Beispielsweise beträgt R^2 beim Realkurs auf Basis Verbraucherpreise lediglich 0,06 oder 6% bei einem P-Wert von nur 0,51.

anderen ist die Standardabweichung[13] sowohl bei der Realkursentwicklung als auch bei der Leistungsbilanz recht groß. Unter Ausklammerung der Länder mit vom Durchschnitt deutlich abweichenden Werten kann dagegen der Zusammenhang zwischen Außenwirtschaftsposition (repräsentiert durch den Saldo der Leistungsbilanz) und der realen Aufwertung für die letzten Jahre deutlicher beobachtet werden (Graphik 4).

Die linke Ordinate gibt an, wie groß die Kaufkraft eines US-Dollars Ende 1997 im Vergleich zu früher in den jeweiligen Ländern ist. Sie liegt z.B. in Estland und Tschechien bei ca. 40%, d.h. diese Länder haben eine relativ hohe reale Aufwertung ihrer Währungen zu verkraften. Das trifft mit Einschränkungen für die anderen mitteleuropäischen Reformländer ebenfalls zu; lediglich Kroatien weist eine reale Abwertung auf. Sie kommt durch eine relativ kräftige nominale Abwertung bei gleichzeitig weitgehend stabilem Preisniveau zustande, kann jedoch als ein vorübergehendes Phänomen betrachtet werden, da hier noch einige Preiskontrollen gelten. Nach deren Aufhebung dürfte die Kuna auch real aufwerten und sich dem allgemeinen Trend der Partnerländer anschließen. Die rechte Ordinate gibt die Verschlechterung der Handelsbilanzsalden der Länder als Trend wieder. Überall liegen negative Saldenindizes vor, in Tschechien, Estland und Ungarn haben sich die Außenhandelsergebnisse jeweils um das 16-, 11- und 10fache verschlechtert. Es zeigt sich, daß diejenigen Volkswirtschaften, deren Währungen am meisten aufgewertet haben, *im Prinzip* auch mit den größten Außenhandelsproblemen konfrontiert sind.

Graphik 4



Quelle: Eigene Berechnungen.

Durch die Erhöhung des realen effektiven Wechselkurses wird Estland zunehmend vor außenwirtschaftliche Probleme gestellt. Bislang erfolgte jedoch eine Entlastung durch Fluchtkapital, das kurzfristig im Land angelegt wurde, aber auch durch solidere Kapitalimporte und Di-

[13] Die Standardabweichung gibt als Steurungsmaß an, inwieweit die errechneten Werte von einem theoretischen Mittel abweichen.

rektinvestitionen. Sie sind im Verhältnis zur Absorptionskapazität der Wirtschaft relativ umfangreich, wodurch die Geldangebotsfunktion aus dem Gleichgewicht gerät, weil eine zusätzliche Geldnachfrage im gleichen Umfang an sich nicht vorhanden ist. Da eine Sterilisierung der Überschußmenge[14] nicht hinreichend erfolgreich sein kann, nahmen unter den Bedingungen fixierter Wechselkurse zunächst die Währungsreserven der Zentralbank zu. Sie haben sich zwischen 1992 und 1997 vervierfacht, während die Produktion geschrumpft ist. Die Währungsreserven belaufen sich somit auf ca. 10% des BIP, woduch sie nicht mehr als "Auffangbecken" für Devisenzuflüsse dienen können. Darauf hin kam es zu einem ungleichgewichtigen Geldmengenwachstum sowie steigenden Preisen für Inlandsgüter (Nontraded Goods). Eine reale Aufwertung ist die weitere Folge, was früher oder später eine Kursanpassung erzwingen muß. Ein Ausweg wäre allerdings die Möglichkeit, daß im Bereich der Traded Goods die Produktivitätsfortschritte größer ausfallen als bei den konkurrierenden Anbietern, den westlichen Ländern vor allem, um der kommenden Abwertung entgegenzuwirken. Diese Perspektive ist für die Reformländer (mit partiellen Ausnahmen) allerdings empirisch nicht belegbar, obschon es sich durchaus nicht nur um eine theoretische Konstruktion handelt. Die D-Mark hat seit Mitte der 50er Jahre international deutlich an Wert gewonnen, ebenfalls der japanische Yen, während z.B. der französische Franc abgewertet worden ist. Vor allem im Sektor der handelbaren Güter waren die Produktivitätsfortschritte in den Reformländern bisher nicht ausreichend, um dem nominalen Abwertungsdruck auszugleichen, während der Sektor der Nontraded Goods wegen anhaltender Unterentwicklung und noch vorhandenen Personalüberhangs als kursindifferent einzuschätzen ist.

3. Wechselkursrisiken durch globalisierte Finanzmärkte

Die Erfahrungen verschiedener Transformations- und Schwellenländer mit umfassenden Finanzkrisen der letzten Jahre belegen einen Spill-Over-Effekt üppiger Kapitalzuflüsse. Die Volatilität der Wechselkurse korreliert mit dem Umfang der Finanzierung von Staatsausgaben oder private Investitionen durch Fremdkapital. Sowohl die Währungsturbulenzen in Mexiko 1994 als auch die jüngsten Ereignisse in den südostasiatischen Schwellenländern verdeutlichen die Gefahr, die aus einer zu großen Abhängigkeit vom Fremdkapital für das makroökonomische Gleichgewicht ausgeht. Man ist sogar um eine Erfahrung reicher geworden, denn noch vor wenigen Jahren war man der Auffassung, lediglich Portfolioanlagen seien als "heißes Geld" wegen ihrer hohen Liquidität besonders gefährlich.[15] Die südostasiatische Finanzkrise brach aus, nachdem klar wurde, daß die externe Verschuldung der Wirtschaft bedrohliche Ausmaße angenommen hat, d.h. trotz des langfristigen Charakters des hier angelegten Kapitals. Nun zeigt sich, daß ein überdimensionierter Aktienmarkt mit "Bubble-Charakter" ebenfalls unberechenbar werden kann, wenn spekulative Tendenzen nicht rechtzeitig gestoppt werden. Die künstlichen "Bubbles" können platzen, wenn die ausländischen Investoren Zweifel an der Konsistenz der Wirtschaftspolitik der Gastländer zu hegen beginnen.

---

[14] Die Differenz zwischen dem Saldo der Handelsbilanz und dem Kapitalimport.

[15] Ursachen und Konsequenzen der mexikanischen Währungskrise, IFO-Schnelldienst, 7/1995.

In den Reformländern ist die externe Unternehmensverschuldung relativ zum BIP dagegen eher gering. Hier ist das Gleichgewicht der Finanzmärkte gefährdet, wenn beträchtliche Defizite der Leistungsbilanz und der öffentlichen Haushalte auf Dauer nicht überwunden werden können. Ein in Kombination aus beiden entstandenes "Zwillingsdefizit" ist noch gefährlicher. Vor allem ist Bereitschaft zu einer konsistenten Investitions- und Finanzpolitik erforderlich, damit kontinuierlich fließende ausländische Direktinvestitionen die besagten Defizite decken können.

3.1 Überlegungen der Investoren

Aus der Sicht der Währungstheorie besteht ein Zusammenhang zwischen der Intensität der Finanzströme (der finanziellen Auslandsverflechtung) und der Veränderung der Wechselkurse. Der Kurs ist ein Preisdeflator bei Vergleichen zwischen Preisniveaus handelbarer Güter im In- und Ausland und löst somit Arbitragebewegungen als Leistungs- und Kapitalbilanztransaktionen aus. Vor allem letztere empirisch gut bekanne Tatsache ist theoretisch über eine Kausalkette "Abwertungsrate" – "Zinsdifferential" – "Preisniveaudifferential" erklärbar.

Die Abwertungsrate des Wechselkurses der heimischen Währung in bezug auf eine Fremdwährung orientiert sich unter Gleichgewichtsbedingungen nach der Differenz der Zinsniveaus im In- und Ausland (vgl. oben die Ausführungen zu den kurzfristigen Kursdeterminanten). Im Falle höherer Auslandszinsen kaufen Investoren die Fremdwährung und legen dort an, berücksichtigen jedoch die zu erwartende Abwertungsrate. Damit die Anlage bzw. Transaktion lohnend ist, muß die Abwertung geringer sein als der Zinsvorsprung, oder der Inlandszins muß immer noch kleiner sein als der Auslandszins zuzüglich der antizipierten[16] Abwertungsrate. Ferner spiegeln Zinsraten in der Regel das herrschende Preisniveau wider, was anhand des Sparverhaltens der Akteure deutlich wird – der Nominalzins für Spareinlagen (im weitesten Sinne) soll langfristig zumindest die Preissteigerungs-/Inflationsrate ausgleichen, damit die Ersparnis real nicht entwertet wird. Gesamtwirtschaftlich repräsentiert der Zins das Gleichgewicht auf dem (inländischen) Geldmarkt. In dieses System sind indirekt die Kapitalströme mit dem Ausland bzw. die Auslandsverschuldung eingebettet. Beispielsweise kann die Auslandsverschuldung entweder aufgrund ungleichgewichtiger Wechselkurse, Zinsniveaus oder Preisrigiditäten (oder als Kombination der drei Faktoren) schwer abbaubar sein. Sie stellt, geteilt nach öffentlichen Verbindlichkeiten und Verbindlichkeiten des Privatsektors, eine kumulierte Kreditaufnahme dar und wird aus Steuereinnahmen (dem Haushalt) bzw. den Gewinnen der Unternehmen bedient. Bei ausreichender Solvenz sind Kreditgeber bereit, die Mittelgewährung fortzusetzen und umgekehrt. Aus der Sicht der Zahlungsbilanz werden die bereitgestellten Mittel prinzipiell nach (langfristigen) Direktinvestitionen und langfristigem Kapital einerseits und (kurzfristigen) Portfolioinvestitionen andererseits differenziert.

Im Falle einer Entscheidung für Direktinvestitionen als Erwerb von Unternehmensanteilen oder Projekte "auf der grünen Wiese" prüfen Investoren die sog. Grenzleistungsfähigkeit der Anlage, also die für die Lebensdauer der Anlage zu erwartende Verzinsung. Sie muß über

---

[16] Anstelle der zu erwartenden Abwertungsrate kann auch eine feste, durch Termin- oder Optionskontrakt vereinbarte kalkuliert sein.

dem üblichen langfristigen Zinssatz, z.B. über der Umlaufrendite staatlicher Schuldverschreibungen o.ä., liegen. Die Gewährung von langfristigem Kapital bezieht sich auf den Erwerb langlaufender Staatspapiere als sichere Anlage, oder es handelt es sich um politische Entscheidungen zwischen Regierungen oder zwischen Regierungen und internationalen Finanzinstitutionen (IWF, Weltbank). Die Bereitstellung von Portfoliokapital ist dagegen viel stärker am kurzfristigen Gewinn durch Zinsarbitrage orientiert, wobei die Anleger die oben skizzierten Kurs-Zins-Überlegungen anstellen und nach der rentabelsten Anlage unter Berücksichtigung der sog. Risikoprämie suchen. Die Risikoprämienhöhe ist keine Zufallsgröße, sondern sie richtet sich nach dem zu erwartenden Verhältnis zwischen dem künftigen Marktkurs (besser: Kassakurs) und dem (in der Gegenwart) antizipierten Terminkurs. Demnach wird sie als Abweichung zwischen den beiden Kursen interpretiert.[17] Je volatiler der Außenwert einer Währung, desto höher die Risikoprämie und umgekehrt.

In der Praxis der Finanztransaktionen können die Teilnehmer die Risikoprämie nicht mathematisch berechnen; sie gehen von Erfahrungswerten aus und nach Risikokatalog vor. Informationen liefern spezialisierte Analyseunternehmen, sog. Ratingagenturen, die makro- und mikroökonomische Daten der betreffenden Volkswirtschaft auswerten. Sie vergeben nach handfesten Risikokriterien auch entsprechende Ratings – gesamtvolkswirtschaftliche, sektorale oder unternehmensbezogene Risikowertungen. Legt ein Land oder ein Einzelunternehmen Auslandsanleihen auf, gibt der aufgrund der Nachfrage sich herausbildende Zinsspread eine Auskunft über die Risikobereitschaft der Märkte. Basisindex des Spread ist oft der Zinssatz auf dem Londoner Geldkapitalmarkt (Libor), nach dem sich die Aufschläge für osteuropäische Kreditnachfrager richten. Es zeigt sich, daß die Märkte die Kreditwürdigkeit bzw. Risikobehaftung der Länder unterschiedlich einschätzen (Tabelle 3).

Tabelle 3: Verzinsung osteuropäischer Anleihen auf Libor-Basis

Land	Anleihe	Zinsaufschlag, Libor + Prozentpunkte					
		1994/95		Dezember 1997		Dezember 1998[a]	
Bulgarien	Brady-Bonds[b]		14,24%		11,11%		5,20%
Kroatien	Eurobond ab Februar 1997	(02.96)	0,80%		2,53%		1,60%
Polen	Eurobond ab Dezember 1994	(12.94)	1,75%		0,93%		0,75%
Rumänien	Eurobond ab Juni 1996	(12.96)	2,62%		3,66%		2,90%
Rußland	MinFin Bonds ab 1994		16,30%		8,29%		4,05%
Slowakei	Eurobond ab Dezember 1996	(12.96)	1,10%		1,58%		1,30%
Slowenien	Eurobond ab August 1996	(12.96)	0,26%		1,24%		0,80%
Tschechien	Eurobond ab 1994		1,00%		1,27%		0,70%
Ungarn	Eurobond		3,59%		1,13%		0,80%
Ukraine	Eurobond ab 1997	(10.97)	4,62%	(12.97)	9,55%	(07.98)	8,00%
Türkei	Eurobond		5,06%		2,67%		

[17] Vgl. zur Risikoprämie sowie zum Kassa- und Terminkurs: Manfred Willms, Internationale Währungspolitik, München 1995, S. 171 ff.

[a] 1998 Prognose.
[b] Interest Arrear Bonds.

Quelle: Deutsche Bank Research.

Für die Mehrzahl der Länder gilt, daß deren Kreditimage zwar besser wird: Im Vergleich zu 1994-1995 verringern sich die zu erwartenden Zinsaufschläge bis Ende 1998. Allerdings kann man nur mit Ausnahmen von einer Zinsniveaunormalisierung sprechen. Sie ist bei den fortgeschrittenen Reformländern besser zu erkennen, aber auch bei Rußland. Zum Vergleich sind auch der EU-Anwärter Türkei angeführt sowie die Ukraine, deren Stabilisierungspolitik noch nicht den Durchbruch erzielt hat. Offensichtlich schätzen die Märkte die Risiken eines Türkei-engagements höher ein als bei den ostmitteleuropäischen Mitbewerbern. Kiew hat große Mühe, den Wechselkurs des Hrywna zu verteidigen, und die anderen Unsicherheiten hinsichtlich des wirtschaftspolitischen Kurses 1998 lassen die Risikoprämie auf einem hohen Stand verharren.

3.2 Fallbeispiel Rußland

Auch in Rußland sind die Finanzmärkte, insbesondere der Aktienmarkt, in einem langfristigen Aufwärtstrend begriffen. Allein der Aktienindex verzeichnete seit Anfang 1996 eine Versechsfachung. Die Börsenkapitalisierung beläuft sich mit derzeit rund 100 Mrd. US-Dollar auf ca. ein Viertel der inländischen Produktion (in Deutschland liegt sie bei rund einem Drittel und in den USA bei über 100% des Bruttoinlandsprodukts). Allerdings bleiben die Märkte relativ abgeschottet – es werden bei rund 130.000 privatisierten Unternehmen Aktien von weniger als 1% von ihnen gehandelt. In vielen Gesellschaften halten Management und Belegschaft die Anteile und zögern vor einem Börsengang, während in anderen Fällen die hohe Unternehmensverschuldung den Zuwachs der Aktienpreise bremst, so daß vorwiegend Blue-Chip-Unternehmen das Interesse der (ausländischen) Anleger anziehen. Nachdem sich die russische Wirtschaftspolitik mit der Akzeptanz ausländischen Kapitals lange Zeit schwergetan hat – mangelnde internationale Erfahrung und falscher Patriotismus zeichneten dafür verantwortlich –, begann der Fremdkapitalzufluß nach 1995 zuzunehmen.[18] Allerdings ist das ausländische Kapitalengagement ungleichmäßig strukturiert. Der Anteil der Unternehmensaktiva in nichtrussischer Hand liegt bei lediglich ca. 2%. Das Potential ist dagegen groß. Im internationalen Vergleich sind russische Blue-Chip-Unternehmensanteile im Vergleich zur Konkurrenz – etwa Lukoil verglichen mit Shell – billiger. Das lockt Investoren an, relativ risikofrei einzusteigen, allerdings eine konsequente Wirtschaftsstabilisierung voraussetzend. Die jüngsten Turbulenzen warfen einen Schatten auf die künftigen Aussichten der Wirtschaft, und der Markt reagierte mit einem Indexverlust [19] von bis zu einem Drittel, erholte sich aber im ersten Quartal 1998 zum Teil.

---

[18] Mittlerweile werden immer weitere Segmente des Finanzmarktes geöffnet. Ab April 1998 dürfen Ausländer Termingeschäfte direkt an der Börse durchführen (Segodnja, 28.3.1998, S. 4).

[19] Der Mosow-Times-Index erfaßt 40 Blue-Chip-Werte. Er schwankte zwischen einem Höchstwert von 1.142 Punkten im August und 797 Punkten Ende Dezember 1997.

Die Integration des russischen Rentenmarktes in die globalisierten Finanzmärkte ist dagegen viel weiter gediehen. In den letzten zwei Jahren schwoll der Strom der Wertpapierkäufe massiv an. Weil die Regierung zur Deckung der Haushaltsdefizite einen Großteil der inländischen Ersparnis beansprucht, sind inflationsfrei mobilisierbare inländische Geldressourcen nicht mehr ausreichend vorhanden. Das machte die Öffnung vor allem des heimischen Anleihenmarktes für kurzfristige Schuldtitel (GKO)[20] erforderlich. Ein positiver Effekt war ein allgemeiner Renditerückgang der GKO auf nominal ca. 17% noch im Oktober 1997 nach Werten von über 200% in den Jahren davor. Eine weitere Schuldendiensterleichterung schaffte sich die Regierung durch Festlegung von – in US-Dollar gerechneten – Renditeobergrenzen für Ausländer. Die Kontrolle erfolgt über sog. S-Konten bei ermächtigten Banken. Zugleich wurden Ausländer von der Kapitalertragssteuer (für Inländer 15%) befreit. Mittlerweile halten Ausländer über S-Konten über ein Viertel des GKO-Marktes, nicht gerechnet die Dunkelziffer über russische Strohmänner. Die Liberalisierung ist inzwischen vorangeschritten – jetzt dürfen Ausländer auch am Sekundärhandel teilnehmen und müssen nicht erst die Fälligkeit abwarten. Im laufenden Jahr sollen die letzten Restriktionen wegfallen; lediglich der Überweisungsverkehr ins Ausland wird zur Rubelkursüberwachung nach wie vor über Terminkontrakte erfolgen, wobei die Zentralbank die Kontrolle über die S-Konten ausüben will.

Wie umfassend die Abhängigkeit des heimischen Anleihen- und Wertpapiermarktes vom Rest der Welt ist, zeigte die Börsenkrise von November 1997, die erste in der jüngeren Geschichte des Landes. Weil auf anderen Finanzmärkten, insbesondere im südostasiatischen Raum, Liquiditätsengpässe entstanden sind, zogen sich Anleger, vor allem koreanische Großbanken, aus Rußland zurück. Sie verkauften ihre GKO-Scheine, tauschten die Rubelerlöse in amerikanische Dollar um und lösten somit einen Druck auf den Wechselkurs des Rubels aus. Wechselkurspolitisch war die Moskauer Zentralbank daraufhin gezwungen, den Refinanzierungssatz zu erhöhen und den Lombardsatz[21] anzupassen. Eine weitere Folge war, daß die in den letzten Monaten mühsam gesenkte Rendite auf dem Sekundärmarkt für GKO erneut gestiegen ist – sie hat sich bisweilen fast verdreifacht. Somit wurde der Rentenmarkt in Mitleidenschaft gezogen, was Inflations- und Abwertungsängste weckt. Auslöser ist die gestiegene Rendite der umlaufenden Papiere, die ausgabenseitig weitere Haushaltskürzungen erforderlich macht. Das ist unausweichlich, weil auch die ausländischen Teilnehmer nicht mehr bereit sind, ohne eine Spreaderweiterung[22] der Regierung Geld zu leihen. Damit hat die internationale Finanzkrise die Grenzen der gegenwärtigen russischen Finanzpolitik aufgezeigt. Diese Effekte gefährden den bislang noch vergleichsweise stabilen Außenwert des Rubels. Nach wir vor ist trotz der zinspolitischen Schritte der Zentralbank der Abwertungsdruck nicht überwunden worden, insbesondere wenn die Bevölkerung ihr Vertrauen in die heimische Währung verlieren sollte. Dann würden auch die Banken in Mitleidenschaft gezogen werden,

---

[20] GKO: dreimonatige föderale Schuldverschreibungen. Sie repräsentieren ca. drei Viertel der Regierungsschuld.

[21] Refinanzierung gegen Hingabe von zentralbankfähigen Wertpapieren, insbesondere GKO-Scheine.

[22] Spread: Renditeabweichung zwischen GKO und US-Schuldverschreibungen in Prozentpunkten. Bringt die von den Anlegern verlangte Risikoprämie zum Ausdruck

weil viele Ausländer Terminkontrakte abgeschlossen haben, die in den nächsten Wochen und Monaten fällig sind. Im Fall etwaiger Kurseinbrüche müssen die zusätzlichen Wechselkurseinbußen von ihnen übernommen werden. Ferner haben russische Banken Kredite in konvertiblen Währungen aufgenommen und diese in Rubelform an einheimische Kunden weitergegeben. Bei einer unerwartet großen[23] Abwertung droht den Banken, die ihren Verbindlichkeiten weiterhin in ausländischer Währung nachkommen müssen, eine zusätzliche Kapitalauszehrung.

Da die Finanzturbulenzen in Südostasien allmählich abklingen werden, ist anzunehmen, daß sich die internationalen Rahmenbedingungen für die russische Volkswirtschaft wieder günstiger gestalten. Vieles hängt von der Wechselkurspolitik der Zentralbank ab, die in Verteidigung des Rubels an hohen Refinanzierungssätzen – Anfang März 1998 nominal 39% – festhält.

3.3 Kapitalzuflüsse und Wechselkurse

Nach der Integration der Reformländer in die Weltwirtschaft ergaben sich Möglichkeiten, vorübergehende Leistungsbilanzdefizite durch positive Salden der Kapitalverkehrsbilanz bei gegebenem (im allgemeinen festem) Wechselkurs auszugleichen. Es handelt sich um eine Situation, in der aufgrund einer Verbesserung der endogenen Wachstumsbedingungen (Senkung der Inflationsraten und Realzinssätze, Produktivitätsfortschritte) die inländische Absorption das inländische Angebot übersteigt, vor allem, wenn die Investitionsnachfrage anzieht. Erscheint die betreffende Volkswirtschaft vertrauenswürdig, stellen die internationalen Kapitalmärkte zur Schließung der entsprechenden Finanzierungslücke Kredite zur Verfügung. Boomende Binnennachfrage bewirkt einen Preisanstieg bei den nichthandelbaren Gütern und unter den Bedingungen fester nominaler Wechselkurse eine reale Aufwertung der heimischen Währung. (Im Fall großer Länder mit signifikantem Anteil am Welthandel würde der Boom auch die Preise für handelbare Güter mit dem gleichen Effekt erhöhen.) Makroökonomisch problematisch wird es, wenn das Kreditangebot "überschießt", d.h. wenn das Gleichgewichtserfordernis, nach dem Geldmengenwachstum bzw. Kreditexpansion im Einklang mit dem volkswirtschaftlichen Wachstum stehen muß, verletzt ist. Kapitalimporte, die geringer als die Leistungsbilanzdefizite ausfallen, zehren die Devisenreserven aus und lassen eine schnelle Korrektur der Wechselkurse durchführen. Übersteigt der Kapitalzufluß die Leistungsbilanzdefizite, würden die Devisenreserven und damit auch die Geldmenge wachsen, während zugleich Inflationstendenzen entstehen. Als Ausweg bietet sich insbesondere unter den Bedingungen unterentwickelter Finanzmärkte in den Reformländern eine Sterilisierung eines Teils des ins Land strömenden Kapitals an. Die Erfahrung der südostasiatischen und lateinamerikanischen Emerging Markets macht jedoch deutlich, daß ein positiver Sterilisierungseffekt lediglich von kurzer Dauer sein kann, da in dessen Gefolge die Kreditzinsen steigen und automatisch noch mehr Fremdkapital anziehen. Auch andere Instrumente sind von beschränkter Wirksamkeit, während unerwünschte Nebeneffekte auftreten. Beispielsweise

---

[23] Unerwartet groß ist jene Abwertung, die den derzeit gültigen und von der Zentralbank garantierten Kurskorridor sprengen würde.

ergeben sich fiskalische Nachteile durch entgangene Zentralbankgewinne (Seignorage): Der Refinanzierungsbedarf der Geschäftsbanken ist durch die Fremdkapitalzuflüsse besser gedeckt. Sie reduzieren ihr Diskontgeschäft, wodurch der Zentralbank und von da aus dem Fiskus Zinseinnahmen entgehen usw.[24]

Daraus folgen zwei Effekte für den nominalen Wechselkurs. Erstens: Durch die inflationsbedingte Verteuerung der Traded Goods wird eine Abwertung bewirkt. Zweitens: Der Preisanstieg bei den nichthandelbaren Gütern setzt eine Aufwertung voraus. Beide Tendenzen können sich erst einmal gegenseitig aufheben, wenn die Preissteigerungsraten in beiden Fällen ähnlich sind und Traded und Nontraded Goods in etwa gleiche Anteile (ca. 0,5) aufweisen.

Die – wechselkursrelevanten – Fremdkapitalzuflüsse bestimmen die Zahlungsbilanzsituation vor allem in den ostmitteleuropäischen Ländern. Polen, Ungarn, der Tschechischen und Slowakischen Republik sowie den baltischen Ländern ist ein relativ großer negativer Leistungsbilanzsaldo gemeinsam. Der Ausgleich über einen positiven Kapitalbilanzsaldo führte vor allem in der Tschechischen Republik zu Wechselkursspannungen, da die Devisenreserven und damit die Geldmenge massiv angewachsen sind, während ein anhaltend hohes Inflations- und Zinsdifferential zu den Referenzländern Deutschland und USA besteht. Der von der Zentralbank garantierte stabile Wechselkurs zieht nach wie vor spekulatives Kapital an, denn Prag hatte sich für einen strikten nominellen Anker entschieden und war bislang kaum bereit, Kurskorrekturen durchzuführen. Entsprechend machen die hohen tschechischen Nominalzinsen in Kronen denominierte Portfolioanlagen attraktiv. In Tschechien kann diese Situation – solange das Vertrauen der Anleger anhält – als eine abgewandelte Form der bekannten Dutch Desease bezeichnet werden. Bei der Holländischen Krankheit handelt es sich um Einkommen aus "volkswirtschaftlichem Vermögen" (Gaslagerstätten in den Niederlanden), hier aus Krediten des Auslandes, die die Leistungsbilanzdefizite erweitern und das Preisniveau im Bereich der nichthandelbaren Güter (wegen des gestiegenen Einkommens) erhöhen. Nach dem oben beschriebenen Muster führen Kapitalimporte bei anhaltendem Inflationsdifferential und tendentieller Deindustrialiserung zu einer erzwungenen Kursanpassung, die um so radikaler ausfallen wird, je länger eine nominale Abwertung hinausgeschoben wird.

3.4 Wechselkurse zwischen Kapital- und Leistungsbilanz

Umfassende Handels- bzw. Leistungsbilanzdefizite signalisieren oft ungleichgewichtige Wechselkurse. Nach der Marshall-Lerner-Bedingung schafft am besten eine Abwertung Abhilfe, allerdings ist zu beachten, daß der Effekt der Bilanzverbesserung erst mit Verzögerung[25] eintritt. Diese Lösung stößt in den meisten Reformländern auf Grenzen, weil durch die politische Entscheidung für ein Währungssystem mit Bindung die Wechselkurse nicht laufend

---

[24] Die Erfahrungen der nichteuropäischen Emerging Marktes mit der Auswirkung von Kapitalimporten auf das Wechselkursregime sind erläutert in: IMF, World Economic Outlook, Oktober 1997, S. 94 ff; oder: Willem Buiter, Ricardo Lago, Nicholas Stern, Promoting an Effective Market Economy in a Changing World, EBRD Working paper 23, April 1997, S. 38 ff.

[25] Unter bestimmten Umständen stellt sich ein sog. Hysterese-Effekt ein, der für die Verharrung der Funktionswerte auf dem ursprünglichen Niveau trotz Veränderung des Arguments steht. Vgl. ebenda, S. 47-50.

angepaßt werden können. Zwar geht die Transformationstheorie davon aus, daß negative Handelsbilanzsalden eine Begleiterscheinung boomender Volkswirtschaften seien. Begründet wird dieses Phänomen mit der positiven Einkommensabhängigkeit der Importe, während die Exporte im Fall "kleiner Länder" exogen determiniert sind. Nehmen die Exporte dennoch zu, ist der Effekt auf die Handelsbilanz unterproportional, weil ein Teil des zusätzlichen Einkommens in eine zusätzliche Importnachfrage mündet. Diese Entwicklung ist bei den meisten ostmitteleuropäischen Ländern, die relativ hohe Handels- und Leistungsbilanzdefizite aufweisen, empirisch belegbar. Auch Rußland – das Land mit erheblichen Handelsbilanzüberschüssen – scheint im Trend zu liegen, weil die positiven Leistungsbilanzsalden hier kontinuierlich zurückgehen und ab 2000 negativ werden könnten. Erweisen sich die Defizite als von Dauer, richtet sich die Aufmerksamkeit der Beobachter auf die Kapitalströme zur anhaltenden Defizitfinanzierung. Sind diese unzureichend, werden die Devisenreserven aufgebraucht, und am Ende steht doch die Abwertung. Bei hinreichender Fremdfinanzierung kann die jeweilige Volkswirtschaft länger in diesem Zustand verbleiben. Das liegt daran, daß die negativen Handels- und Leistungsbilanzsalden für erhaltene Leistungen stehen, denen Zahlungen gegengebucht werden müssen. Zur Finanzierung der Defizite werden Kapitalimporte herangezogen, die beispielsweise Zahlungen für erworbene Anteile an Unternehmen oder für Investitionsprojekte darstellen. Eine Währung gilt nicht als abwertungsverdächtig, wenn der überwiegende Teil der Defizite durch Zuflüsse langfristigen Kapitals gedeckt ist und umgekehrt. Diesbezüglich bieten die Reformländer ein heterogenes Bild (Tabelle 4).

Tabelle 4: Deckungsquoten von Leistungsbilanzdefiziten 1997[a]

Land	Leistungsbilanz in Mrd. US-$		Ausländische Direktinvestitionen in Mrd. US-$		Deckungsquote des Defizits	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997
Bulgarien	0,12	0,07	0,12	0,56	-	-
Kroatien	-1,45	-1,90	0,35	0,80	24,1%	*42,1%*
Polen	-1,35	-5,50	2,74	3,40	203,0%	*61,8%*
Rumänien	-2,30	-1,50	0,30	0,80	13,0%	*53,3%*
Rußland	12,80	11,50	2,20	3,50	-	-
Slowakei	-2,10	-2,10	0,13	0,00	6,1%	*0,0%*
Slowenien	0,0	-0,10	0,20	0,30	-	*300,0%*
Tschechien	-4,50	-3,50	1,30	1,20	28,9%	*34,3%*
Ungarn	-1,70	-1,90	2,0	2,0	117,6%	*105,3%*
Ukraine	-1,20	-1,80	0,40	0,60	33,3%	*33,3%*
Türkei	-4,40	-4,90	1,50	1,30	34,1%	*26,5%*

[a] 1997 z.T. Schätzwerte.

Quellen: PlanEcon Report; Deutsche Bank Research; IWF.

Der Tabelle ist zu entnehmen, daß 1996 und 1997 lediglich Rußland und Bulgarien einen positiven Leistungsbilanzsaldo aufgewiesen haben. Rußland verdankt diesen Umstand seinen hohen Exportüberschüssen im Bereich der Energieträger und Brennstoffe, während die laufende Abwertung der bulgarischen Währung am Anfang die Exporte allgemein begünstigte. Seit der akuten Krise verzeichnet das Land gleichzeitig einen Importrückgang. Die Deckungsquote (letzte Spalten) liefert somit Informationen über die Bedenklichkeit der Zahlungsbilanz nur bei den (restlichen) Ländern, die ein negatives Vorzeichen aufweisen. Bis auf die Slowakei und Ukraine dürften die Salden als nicht unmittelbar abwertungswirksam eingestuft werden. Sind die Defizite nämlich zur Hälfte durch solide – langfristige – Finanzierung gedeckt, muß nicht eine unmittelbare Wechselkursanpassung erwartet werden. Zwar liegen auch Tschechien und Kroatien formell darunter, aber beide Länder ziehen in gleicher Höhe (der Direktinvestitionen) auch langfristiges Geldkapital an, so daß die effektive Deckungsquote ausreichend erscheint.

Allein die slowakische Krone dürfte vor einer unausweichlichen Abwertungsentscheidung stehen, da die slowakische Wirtschaft mit zwei ungünstigen Tendenzen zugleich kämpfen muß: mit zunehmenden Leistungsbilanzdefiziten einerseits und rückläufigen bzw. ausbleibenden ausländischen Direktinvestitionen andererseits. Zwar haben die Devisenreserven der Zentralbank 1997 etwas zugenommen. Die Fremdwährungszuflüsse sind womöglich auf gestiegene "Fremdenverkehrseinnahmen" zurückzuführen, die im kleinen Grenzhandel realisiert werden. Die Erlöse aus dem grenznahen Handel sind "unsichtbare" Einnahmen und werden lediglich bedingt von der Zahlungsbilanzstatistik erfaßt. Deren mittelfristige Bedeutung als Finanzierungsquelle dramatischer Leistungsbilanzdefizite – bis zu 13% des BIP 1997 – ist ohnehin marginal.

Im ukrainischen Fall hängt vieles davon ab, ob die russischen Handelskredite in Gestalt von unfakturierten Gaslieferungen 1998 fortgesetzt werden. Würde Moskau aus außen- und geopolitischen Erwägungen seine Gasrechnung auf Dollarbasis einfordern, führte das zu einer rapiden Verschlechterung der ukrainischen Handelsbilanz, die nicht an anderer Stelle kompensiert werden könnte. Auch dürfte das zu erwartende leichte Wirtschaftswachstum keine Abhilfe schaffen, so daß eine Hrywnaabwertung plausibel erscheint.

4. Fundamentaldaten als Bestimmungsgründe von Wechselkursbewegungen in Reformökonomien: Empirische Evidenz

Handels- und Leistungsbilanzungleichgewichte sind zwar als eine notwendige, jedoch nicht hinreichende Abwertungsbedingung anzusehen, denn Verzögerungseffekte und Änderung des gegebenen Wachstumspfads können eine "theoretisch erforderliche" Kursanpassung ausschließen oder überflüssig machen. Einkommens-, Handelsbilanz- und Exportentwicklungskomponenten bilden daher eine Faktorensequenz, innerhalb derer die jeweiligen Einflußgewichte schwanken.[26] Anhand von Exportmultiplikatoren kann beispielsweise gezeigt werden,

[26] Zu den Einflüssen der Exporte und des Einkommens (der Absorption) auf die Handelsbilanz siehe ebenda, S. 55 ff.

wie eine Handelsbilanz korrigiert und eine Abwertung vermieden, hinausgezögert oder erst recht herbeigeführt wird. In Abhängigkeit von der marginalen Sparquote in einer aufgrund der Exportnachfrage boomenden Wirtschaft können die Exportwachstumseffekte auf die Handelsbilanz nämlich relativ gering ausfallen, wenn das wachstumsbedingte zusätzliche Einkommen gänzlich ausgegeben wird. Umgekehrt kann sie mit steigendem Volkseinkommen (BIP) zum negativen Saldo tendieren, weil die Nachfrage nach hochwertigen Gütern in der Regel vorwiegend die Import- und weniger die Produktionsfunktion der Volkswirtschaft beeinflußt. Genau das ist, wie bereits erwähnt, in den wachsenden Reformökonomien Osteuropas empirisch belegbar und wird auch für Rußland und die anderen "Nachzügler" erwartet. Ist dagegen die marginale Sparquote hoch, ergeben sich günstige Wirkungen auf die Handelsbilanz – ihr Saldo kann von negativ überschüssig werden, was für die südostasiatischen Schwellenwirtschaften charakteristisch war.

Allerdings ist die Wechselkursbildung in den Reformländern nicht ein Ergebnis des "freien Spiels der Kräfte", sondern, wie Tabelle 1 zu entnehmen ist, Gegenstand stabilisierungs- und wechselkurspolitischer Überlegungen. Sie stellen im Prinzip auf eine (zumindest kurzfristige) Ausschaltung der Wirkung relevanter Faktoren ab, um Kursschwankungen und große Ausschläge zu neutralisieren oder die zeitliche Verzögerung eines zu erwartenden Wachstums zu überbrücken. Insofern ist der Kurs eine Kombination aus liberalen und Lenkungstendenzen in der Wirtschaftspolitik, was in der Abweichung zwischen nominalen und realen Kursen deutlich zum Ausdruck kommt.[27] In der Regel signalisiert – im Falle der osteuropäischen Kursentwicklung – eine reale Aufwertung bei fixierten Nominalkursen bzw. Managed Float Stabilitätsdiskrepanzen zur Wirtschaft des Referenzlandes. Sie müssen entweder monetär – durch Abwertung – oder realwirtschaftlich – durch Kostensenkung bzw. Produktivitätsteigerung – oder in Kombination überwunden werden. Die Entscheidung Rußlands und Tschechiens, ihre Kursbindung massiv zu lockern, folgt der Einsicht, daß der Kursanker allein nicht die wirtschaftspolitischen Defizite in anderen Bereichen kompensieren kann. Somit bestätigen Prag und Moskau den allgemeinen Trend unter Reformwirtschaften weg von den fixierten Kursen und hin zum kontrollierten Schwanken.

Demnächst dürfte sich die Slowakei diesem Trend anschließen, jedenfalls müßte die slowakische Krone (Sk) abwerten. Durch die Bindung an den Dollar-DM-Korb wertete die Sk 1997 gegenüber den Währungen seiner wichtigsten Handelspartner Deutschland, Tschechien und wegen der Schilling-DM-Bindung – auch Österreich um 4,7 bzw. 16% real auf. Allerdings gelang es durch nichttarifäre Maßnahmen im 3. und 4. Quartal 1997, die Importe zu stutzen und das Handelsdefizit zu verringern. Dieser Entwicklung folgte auch der Saldo der Leistungsbilanz – er wurde mit -1,3 Mrd. US-Dollar im Vergleich zu 1996 um rund 37% verbessert. Das macht Vorhersagen hinsichtlich des Abwertungszeitpunkts unsicher.

---

[27] Auch anhand der Abweichung der laufenden Kurse von jenen zu Kaufkraftparitäten. Sie ist allerdings nicht ganz zu überwinden, denn ihr liegt als exogene Größe der Offenheitsgrad der Volkswirtschaft zugrunde. Er kann selbst in den liberalsten Ökonomien nicht vollständig sein, da die Nontraded Goods nicht ganz verschwinden können.

4.1 Zur Veranschaulichung: Das Beispiel Bulgarien

Unter den europäischen Transformationsökonomien liefert Bulgarien (abgesehen vom Sonderfall Albanien) das deutlichste Bild einer inkonsistenten Wirtschafts- und Geldpolitik, wodurch der Wechselkurs zum Exponenten des makroökonomischen Zusammenbruchs im Balkanland geworden ist. Das bulgarische Beispiel bietet sich daher an, um die bereits diskutierten Zusammenhänge anschaulich darzustellen. Auch bei anderen Reformnachzüglern lassen sich auffällige Zusammenhänge zwischen der Einschätzung der Landeswährung durch die Märkte einerseits und den wirtschaftspolitischen Defiziten andererseits feststellen. Der Fall Sofias sticht dennoch dadurch deutlicher ins Auge, daß durch den Verzicht auf jegliche Ankerpolitik hier mehr Indikatoren funktional zusammengespielt haben.

Wie die meisten RGW-Partnerländer ist Bulgarien mit einer relativ stark überbewerteten Landeswährung in die Transformation gegangen. Ursache dafür waren die verschiedenen gespaltenen Wechselkurse – zuletzt drei offizielle Kurse, wobei der späteren Paritätsermittlung ironischerweise ein vierter – jener im nichtstaatlichen Devisenhandel – zugrunde gelegen hat. Der Gleichgewichtskurs stellte nach der ersten umfassenden Preisliberalisierung 1991 eine drastische Abwertung dar, wobei Bulgarien zunächst dennoch im Mittelfeld der postkommunistischen Länder lag. Während z.B. der ungarische Forint um nur 16%, der polnische Złoty um 32% und die tschechoslowakische Krone um weniger als 100% bei der Kursfreigabe abgewertet wurden, betrug die Lewabwertung ensprechend 676%. Rumänien wertete (allerdings in zwei etwa gleichen Schritten) dagegen um 1375% ab, währed der russische Rubel um exorbitante 3900% in bezug auf den US-Dollar an Wert verlor.[28] Wegen unzureichender Devisenreserven der Zentralbank in Sofia und da der externe Schuldendienst zu den Gesamtexporten 64,8%[29] ausmachte, entschied man sich für ein Wechselkursregime des Manged Float. So war die nominale Wechselkursentwicklung stets von deutlichen Schwankungen begleitet. Weil die notwendigen Wirtschaftsreformen verspätet – erst 1991 – eingeführt und schon sehr früh – ab 1993 – abgebremst worden waren, hat der Lew gegenüber dem US-Dollar insbesondere zwischen Oktober 1993 und Mai 1994 nominal massiv an Wert verloren, bevor genau zwei Jahre später der endgültige Zusammenbruch des Kurses eingeleitet wurde. Das freie Floating-Regime des Lew hatte allerdings auch Vorteile: Die laufenden nominalen Abwertungsschritte waren vom Markt so dimensioniert, daß ein stabiler Realkurs gewährleistet wurde. Der Kurvenverlauf der Nominalkursschwankungen war bis Angang 1996 sinusförmig. Der Effekt war, daß sich Über- und Unterbewertungen des Lew im Trend ausgeglichen haben und keine Realkursveränderung eintreten konnte. Längerfristig betrachtet war die nominale Lewaabwertung demnach lediglich eine Anpassungsreaktion auf das Inflationsdifferential zwischen Bulgarien und den USA (oder anderen Referenzökonomien), denn der Realkursin-

---

[28] Quelle: EBRD, Transition Report 1997, London 1998, S. 232, 233; Hans-Joachim Dubrowski, Wechselkurse in der Transformation planwirtschaftlicher Systeme zu Marktwirtschaften, Berlin 1995, Abschn. 2.1.1,/ 2,/3; Wirtschaftsinstitut der bulgarischen Akademie der Wissenschaften.

[29] EBRD, Transition Report 1997, a.a.O., S. 219.

dex hat sich im Trend bis Anfang 1996 kaum von der 1,0-Marke entfernt.[30] Der fehlende nominelle Kursanker nährte aber die Abwertungserwartungen, und der unterentwickelte und abgeschottete Bankensektor erschloß die Kursspekulation als seine wichtigste Profitquelle. Die nach 1995 immer laxer werdende Geldpolitik und die wegen der ausbleibenden Strukturreform disziplinlose Finanzpolitik untergruben massiv das Vertrauen in die heimische Währung. Der Effekt war eine der Inflationsrate weit vorauseilende Abwertungsrate gegenüber den wichtigsten internationalen Referenzwährungen und eine rasche Dollarisierung zum Preis einer starken Überberwertung der Fluchtwährungen Dollar und DM. Erst eine politische Wende (ihr gingen Massenunruhen der Bevölkerung voraus) und die umfassende Stabilisierungshilfe der internationalen Gemeinschaft ließen 1997 diesen Circulus vitiosus durchbrechen. Seit Beginn der Wirtschaftstransformation war die Kursveränderung im wesentlichen mit der Preisniveau- und Leistungsbilanzentwicklung, aber auch mit der Schwankung der Devisenreserven korreliert (Tabelle 5).

Tabelle 5: Bulgarien: Volkswirtschaftliche Indikatoren ab der politischen Wende

Jahr	Wechselkurs[a]	Inflationsrate[b]	Leistungsbilanz[c]	Devisenreserven[c]
1989	*1,5*	8 %	-900	900
1990	*3*	26 %	-1180	100
1991	*15*	333 %	-406	500
1992	*24*	82 %	-801	1200
1993	*42*	73 %	-1386	800
1994	*65*	96 %	-203	1000
1995	*70*	62 %	-59	1200
1996	*496*	123 %	117	200
1997	*1800*	1050 %	65	2000
1998	*1820*	23 %	50	2500

[a] BGL/US-$, Jahresendwerte.
[b] Jahresdurchschnittswerte.
[c] Mrd. US-$.

Quellen: EBRD; PlanEcon Report; WIIW.

Eine Funktionsanalyse mit Hilfe eines gewöhnlichen mehrfachen linearen Regressionsmodells verdeutlicht den Zusammenhang zwischen dem Kurs und den anderen der in Tabelle 5 ausgewiesenen Größen. Sowohl der multiple Korrelationskoeffizient als auch das Bestimmtheitsmaß bzw. das korrigierte Bestimmtheitsmaß[31] weisen mit jeweils $r = 0{,}91$, $R^2 = r^2 = 0{,}84$

[30] Vgl. Ognian Hishow, Wechselkurssturz in Bulgarien könnte Wirtschaftstransformation beschleunigen, Aktuelle Analyse des BIOst, 46/1996, Graphik 1.

[31] Das korrigierte (adjustierte) Bestimmtheitsmaß errechnet sich anhand eines modifizierten Regeressionsmodells.

bzw. R^2_{adj} = 0,76 auf eine ausreichende Bestimmung der Wechselkursentwicklung durch die Variablen hin.[32] Folgende Schätzwerte und ihre Signifikanz wurden ermittelt:

Variable	Koeffizienten	t-Statistik (t-krit. = 2,015)
Schnittpunkt	-193,02	-0,656
Inflationsrate	0,86	2,193
Leistungsbilanz	0,20	0,795 (nicht gesichert)
Devisenreserven	0,56	2,835

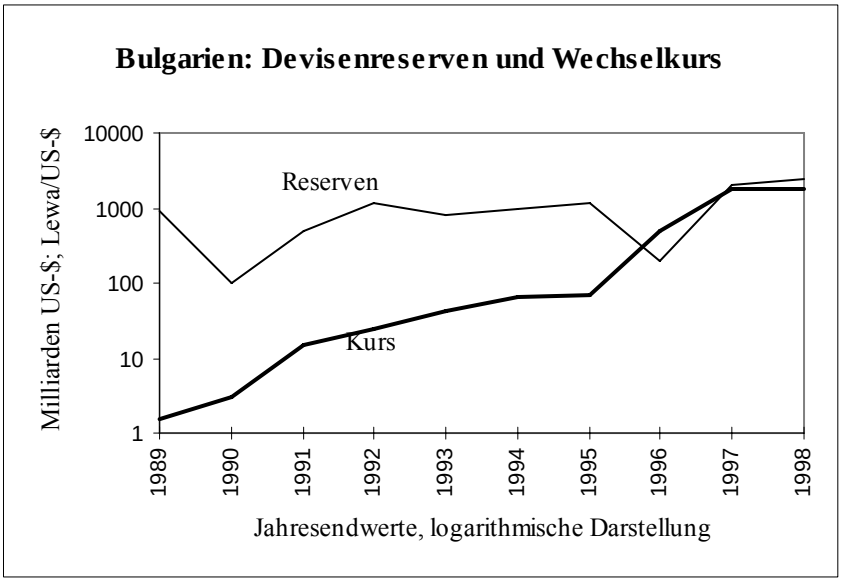
Auf die Inflationsrate hat der Kurs besonders elastisch reagiert: Eine Erhöhung der Verbraucherpreise[33] um 1% hat eine Abwertung um 0,86% bewirkt. Eine einprozentige Verbesserung der Leistungsbilanz war – möglicherweise – (da der Regressionskoeffizient nicht signifikant ist) auf eine Abwertungsrate von 0,2% zurückzuführen. Das positive Vorzeichen beim Koeffizienten der Währungsreserven ergibt sich dadurch, daß die Primärwerte alle positiv (als Bestand) gewählt wurden. Der Koeffizient ist wie folgt zu interpretieren: Eine einprozentige Verringerung der Währungsreserven hat eine Abwertung um 0,56% hervorgerufen. Vor allem letzterer Fakt einer recht elastischen Reaktion des Kurses scheint überraschend, befand sich die heimische Währung doch im Zustand eines freien Floatens mit lediglich sporadischem Einsatz der Devisenreserven für Kursregulierungszwecke. Ein Blick auf Graphik 5 macht jedoch deutlich, daß der Kurs immer dann sensibel reagiert hat, wenn die Währungsreserven besonders rasch abgebaut wurden. Das kann mit den Abwertungserwartungen des Devisenmarktes erklärt werden, die mit zunehmender Dezimierung der Reserven besonders groß wurden.

Inzwischen führte das Land mit der über sieben Jahre inkonsistentesten Stabilisierungspolitik nun das härteste geldpolitische Instrument – ein Currency Board – ein, um den Anschluß an die ostmitteleuropäischem Länder rasch zu finden. Im Ergebnis ging die Inflationsrate radikal zurück (Tabelle 5 enthält eine Schätzung für 1998), die Dollarisierung wurde gestoppt, und die Devisenreserven nahmen rasch zu. Allerdings zeichnet sich eine Verschlechterung der Leistungsbilanz ab, da eine reale Lewaufwertung im Ergebnis der Kursbindung unvermeidbar ist.

Graphik 5

[32] F-Statistik: F-Wert: 10,77; F-krit. bei 5% Irrtumswahrscheinlichkeit: 4,76.

[33] Datentechnisch bedingt wurde mit Verbraucherpreisen gearbeitet. Besser wäre, die Entwicklung bei den Preisen für Export-Import-Güter zugrunde zu legen.



Quelle: EBRD; Deutsche Bank Research.

5. Schlußüberlegungen

Somit ist das bulgarische Beispiel eine Quintessenz der Erkenntnis, daß die Wechselkursentwicklung ein Spiegel der wirtschaftspolitischen Richtung allgemein und der stabilitätspolitischen Orientierung einer Volkswirtschaft ganz konkret sein kann. Das trifft sowohl auf die positive Erfahrung Ungarns und Polens als auch auf die Ernüchterung in der Tschechischen Republik zu, während es im Fall der Slowakei nur eine Frage der Zeit ist, bis eine Abwertung die sich stauenden wirtschaftspolitischen Defizite offenlegt. Somit sind die Reformvorreiter diejenigen, die den Nachzüglern vorexerzieren, welche makroökonomischen Konsequenzen eine Unterschätzung der Interdependenz der einzelnen Teilpolitiken, insbesondere der Geld- und Finanzpolitik, aber auch der Lohnpolitik, haben kann. Rußland, Rumänien und Bulgarien haben eine schmerzhafte Erfahrung gemacht, wobei Bukarest immer noch nicht aus den innen- und wirtschaftspolitischen Querelen herauszusein scheint. Auch die Ukraine dürfte nach den Parlamentswahlen dabei sein, ihre fragilen Stabilisierungserfolge aufs Spiel zu setzen. Dennoch zeichnet sich ein Lernprozeß bei den Ländern ab, der auf eine gebührende Wertung der Rolle der Wechselkurse für die eigenen Reformanstrengungen hinausläuft. Ein Beleg dafür ist die tendenzielle Unifizierung der Wechselkurspolitik, die einen allgemeinen Übergang vom nominellen Anker zum Managed Float durchmacht. Das gilt auch für die Länder mit strikter Kursbindung, in denen dieser Übergang allerdings verzögert erfolgen wird. Zugleich wurde die Gefahr der Zwillingsdefizite – bei der Leistungsbilanz und dem Staatshaushalt – erkannt. Rußland erkauft niedrige Defizite des föderalen Haushalt durch Ausgabenreduzierung, und selbst die Tschechische Republik ist nicht bereit, trotz finanzieller Engpässe, auch nach der budgetbelastenden Flutkatastrophe nicht, die Defizite merklich auzuweiten, während Ungarn nach 1995 eine Wende zum Besseren gelungen ist. Das belegt ein deutlicher werdendes Stabilitätsdenken in den Ländern – übrigens eine günstige Voraussetzung für die weitere Konvergenz zwischen der EU und den europäischen Transformationswirtschaften.

Ognian Hishow

The Evolution of Exchange Rates in Eastern Europe

Determinant Factors and Transformation-Policy Importance

Bericht des BIOst Nr. 23/1998

Summary

Introductory Remarks

The European reforming countries display a high degree of economic openness, with exports accounting for a significant proportion of GDP. Economies of this type can benefit from a fixed exchange rate system in that such a system eliminates the risk of drops in employment and income due to fluctuations in the nominal value of their currencies. Fixed exchange rates, however, require the participating countries to practise a sound stability policy, expressed in low inflation rates and narrow inflation differentials, and this has not always been the case. For this reason, the policy of fixed exchange rates has been gradually relaxed in the countries in question. The present paper identifies the pre-requisites for and the effects of tied exchange rates and discusses the exchange rate policies pursued in the various countries. It also examines – as far as possible – the prospect of future monetary union with the EU.

Findings

1. The European reforming countries entered into the economic transformation process with nominally overvalued currencies, which made an initial substantial devaluation inevitable. As a means of stabilisation, the majority of these countries opted for tied exchange rates with pegging mechanisms ranging from absolute fixed ties with very little leeway for independent monetary policy, via de facto ties, to managed floats.
2. The currencies of most countries have in the meantime revalued in real terms because of the inflation differentials relative to the respective reference economy. Revaluation has been more pronounced in Estonia and the Czech Republic with their strict ties than in Poland and Hungary with their crawling pegs. Slovenia also exhibits strong real-terms revaluation, despite controlled exchange rate fluctuations, while Latvia practises strict pegging but nevertheless exhibits lower revaluation in real terms. In Slovakia the inflation rate is kept artificially low by price controls still in force in the non-negotiable goods sector, hence the lower real-terms revaluation.
3. A correlation between exchange rate trends and balance of trade can be empirically demonstrated for the reforming economies. Those economies whose currencies have revalued most strongly are in principle also those facing the most serious foreign trade problems. The rising real effective exchange rate of its currency is causing ever greater problems for

Estonia's foreign trade relations. The Slovak koruna appears to be heading for inevitable devaluation, since the Slovak economy is having to cope with rising balance of payments deficits and declining direct investment from abroad. The exchange rate of the Ukrainian hryvnia depends largely on whether Russian trade credits in the form of non-invoiced gas supplies will be continued in 1998. Devaluation of the hryvnia appears plausible.

4. Under otherwise equilibrium conditions, the rate of devaluation of an exchange rate relative to another currency reflects the difference in interest levels between the home and the other country. To make an investment or transaction worth-while, the domestic interest rate must be lower than the foreign interest rate plus the anticipated devaluation rate. Specialist rating agencies provide prospective investors with information on the target economy. If a country offers external loans for subscription, the interest spread emerging in response to the demand gives an indication of the markets' willingness to take the risk. It is apparent that the markets assess the creditworthiness, or conversely the riskiness, of countries differently.

5. Large trade or balance of payments deficits are often a sign of unbalanced exchange rates. At present, only Russia and Bulgaria exhibit a positive balance of payments. In Russia's case, this is thanks to its high surplus from the export of energy sources and fuels, while the creeping devaluation of the Bulgarian currency between mid-1996 and 1997 promoted exports in general. Since its crisis became acute, the country has also been experiencing a drop in imports. Except for Slovakia and Ukraine, the balance of payments deficits are not to be seen as having any immediate devaluatory effect.

6. Economies with a high degree of diversification are better able to cope with exogenous shocks because the various repercussions neutralise each other. Such countries tend towards fixed exchange rates. Countries with an unbalanced foreign trade orientation are more seriously affected by fluctuations in demand and place greater importance on being able to adjust the nominal exchange rate. The reason for this is that, if the exchange rate is fixed or at least contingently tied, for example falling export prices or rising domestic prices trigger an undesired real revaluation effect. The latest drop in oil prices is affecting Russia particularly severely, because half of its export revenue comes from the petroleum sector. The country is experiencing a real-terms revaluation of the rouble, because the decline in export prices is greater than the existing exchange rate corridor.

7. To close the economic gap between Western and Eastern Europe in the long term will only be possible if the countries in transformation attach the same high priority to the goal of price level stability as does the EU. Countries which want to use monetary policy to pursue short-term financial or employment-policy objectives should steer clear of a policy of fixed exchange rates. This is the path that Russian economic policy followed until mid-1995, when unchecked credit-raising marginalized the external value of the rouble. In the absence of consistent labour-market-policy countermeasures and a firm financial policy, such countries run the risk of job losses and declining incomes. This is an experience which practically all the transforming countries have been through, Bulgaria even having suffered a second economic collapse in 1996.