

Journal für Entwicklungspolitik (JEP)

Austrian Journal of Development Studies

Herausgeber:

Mattersburger Kreis für Entwicklungspolitik an den
Österreichischen Universitäten

Projekt Institut für Internationale Entwicklung /

Zentrum für überfachliche Forschung der Universität Wien

Redaktion:

Gerald Faschingeder, Karin Fischer,
Margit Franz, Irmi Hanak,

Franz Kolland (verantwortl.), René Kuppe, Brita Neuhold,

Andreas Novy, Herwig Palme,

Christof Parnreiter, Kunibert Raffer,

Andreas Schedler, Walter Schicho,

Anselm Skuhra, Sandra Zech

Board of Editors:

John-ren Chen (Innsbruck), Hartmut Elsenhans (Leipzig),

Jacques Forster (Genève), John Friedmann (St. Kilda),

Peter Jankowitsch (Paris), Friedrich Katz (Chicago),

Helmut Konrad (Graz), C. T. Kurien (Madras),

Ulrich Menzel (Braunschweig), Jean-Philippe Platteau (Namur),

Dieter Rothermund (Heidelberg),

Heribert Steinbauer (Wien), Paul Streeten (Boston),

Oswaldo Sunkel (Santiago de Chile)

Brandes & Apsel / Südwind

Auf Wunsch informieren wir regelmäßig über das Verlagsprogramm sowie die Beiträge dieser Zeitschrift. Eine Postkarte an den Brandes & Apsel Verlag, Scheidswaldstr. 33, D-60385 Frankfurt a. M. genügt. Oder per e-mail: **Brandes-Apsel@t-online.de** genügt. Nähere Informationen über bisher erschienene Hefte (Schwerpunkte, Beiträge etc.) erhalten Sie auch direkt unter folgender Internet-Adresse:
<http://www.univie.ac.at/int-entwicklung/jep>

Gefördert aus öffentlichen Mitteln

Österreichische
Entwicklungszusammenarbeit

Journal für Entwicklungspolitik (JEP)

ISSN 0258-2384, Erscheinungsweise: vierteljährlich
Heft 2/2000; XVI. Jg.

Preis des Einzelhefts: DM 19,80 / öS 120,- / sFr 21,-

Preis des Jahresabonnements: DM 79,- / öS 480,- / sFr 72,-

Abonnementsbezug für Deutschland, Schweiz u. a.:

Brandes & Apsel Verlag GmbH, Scheidswaldstr. 33, D-60385 Frankfurt a. M.

Abonnementsbezug nur für Österreich:

Südwind-Buchwelt Buchhandelsbes. m. b. H., Baumgasse 79, A-1034 Wien

Redaktionsadresse:

Journal für Entwicklungspolitik, Währingerstr. 17/104, A-1090 Wien

E-mail: int-entwicklung@univie.ac.at

1. Auflage 2000

© by Brandes & Apsel Verlag GmbH, Scheidswaldstr. 33,

D-60385 Frankfurt a. M.

Jede Verwertung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Redaktion und des Verlages. Das gilt insbesondere für Nachdrucke, Bearbeitungen und Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in allen Arten von elektronischen und optischen Systemen, der öffentlichen Wiedergabe durch Hörfunk-, Fernsehsendungen und Multimedia sowie der Bereithaltung in einer Online-Datenbank oder im Internet zur Nutzung durch Dritte. Namentlich gekennzeichnete Beiträge geben nicht in jedem Fall die Meinung des Verlages wieder.

Offenlegung nach § 25 Mediengesetz: Medieninhaber: Maltersburger Kreis für Entwicklungspolitik an den Österreichischen Universitäten, Währingerstr. 17/104, A-1090 Wien. Grundlegende Richtung des JEP: Wissenschaftliche Analysen und Diskussionen von entwicklungspolitischen Fragestellungen und Berichte über die entwicklungspolitische Praxis. Verantwortlich für Inhalt und Korrekturen sind die Autoren bzw. die Redaktion.

Umschlaggestaltung: Volker Plass, Wien

Satz: Ch. Weismayer, A-1080 Wien/A-5026 Salzburg

Druck: Difo-Druck OHG, Bamberg, Deutschland

Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem und chlorfrei gebleichtem Papier

ISSN 0258-2384

JOURNAL FÜR ENTWICKLUNGSPOLITIK, XVI. Jg., Heft 2, 2000 Austrian Journal of Development Studies

Afrika: Bilanz und Perspektiven

Schwerpunktreakteure: Robert Kappel und Ulf Engel

Artikel	
Editorial	109
Gero Erdmann	
Hoffnung für die Demokratisierung in Afrika? Stand und Perspektiven	111
Robert Kappel	
Begründungen für die lang anhaltende Wachstumsschwäche in Afrika	129
Cord Jakobett	
Afrikanische Diskussionen zur Entwicklung des Kontinents – das Beispiel „African Renaissance“	149
Ulf Engel	
Halbzeitbilanz: Wandel und Kontinuität deutscher Afrikapolitik unter der rot-grünen Regierung, 1998–2000	161
Andreas Mehler	
Krisenprävention als neues Paradigma deutscher Afrikapolitik	175
Weitere Artikel	
Andreas Novy	
Geld ist eine Waffe, die den Gegner verwirrt	189
Waltraud Schekle	
Geldpolitik, Währungsstabilität und Entwicklung	209
Rezension	
Über Autoren und Autorinnen	233
Über Autoren und Autorinnen	236
Informationen für Autoren und Autorinnen	237

Todaro, Michael P. 1997. *Economic Development*. Sixth Edition. Reading: Addison-Wesley.
 Vidal, Jean-François. 1999. Internationalisierung, Regulation und politische Ökonomie.
 Ein Vergleich der Perioden 1880–1913 und 1970–1995. In: *Kurswechsel* 1/98: 11–23.

Andreas Novy, *Wirtschaftsuniversität Wien*,
 Rossauer Lände 23, A-1090 Wien

Journal für Entwicklungspolitik XVI/2, 2000, S. 209–231

Waltraud Schelkle Geldpolitik, Währungsstabilität und Entwicklung

1. Einleitung

Was hat Geldwertstabilität mit Entwicklung zu tun? Wird dieser Zusammenhang, zum Beispiel in Programmen des Internationalen Währungsfonds (IWF), nur hergestellt, um die Interessen der Vermögenden zu verteidigen und zwar zu Lasten der Vielen, die unter hohen Zinsen und Kürzungen von Sozialleistungen zu leiden haben? Erneuern Stabilisierungsprogramme nicht nur immer wieder den Zyklus von kreditfinanziertem Wachstum, Verschuldung und Zahlungsbilanzkrise, an dessen Ende erneut ein Stabilisierungs- und Anpassungsprogramm steht? Viele entwicklungspolitisch engagierte werden die in diesen Fragen anklingende Skepsis gegen Geldwirtschaft, Stabilisierung und IWF teilen, wie sie einleitend in diesem Heft auch A. Novy zum Ausdruck bringt.

Dagegen versuche ich deutlich zu machen, warum die Etablierung eines stabilen Geldes nach innen und einer „harten“ Währung nach außen nicht nur ein quasi-religiöser Glaubenssatz der herrschenden Wirtschaftswissenschaft ist. Geldwertstabilität hat m.E. sehr wohl mit Entwicklung im herkömmlichen Verständnis zu tun. Sie nützt selbstverständlich den Vermögenden, aber auch den Vielen, den ärmeren Bevölkerungsschichten. Wer dies entwicklungspolitisch vernachlässigt, schadet ihnen nicht nur kurzfristig, wie das bei Vermögensden der Fall ist, sondern auch langfristig.

Dies wird im zweiten Abschnitt auf sehr grundsätzliche Weise ausgeführt. Dann gehe ich genauer darauf ein, wie vor diesem Hintergrund die Geldwertstabilisierung in einem Entwicklungsland auszusehen hat, um entwicklungsförderlich zu sein. Die vorgeschlagene Strategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung einer Währung zielt darauf ab, ein Entwicklungsland zu entschulden und dadurch eine Senkung des langfristigen Marktzinssatzes zu erreichen. Was so technisch klingt und weit entfernt vom normalen Leben scheint, hat unmittelbare Bedeutung für den individuellen Lebensstandard. Sie wird meist erst in der Krise erkennbar, wenn sich makroökonomische Bedingungen für das Prozedieren des Einkommenskreislaufes als schmerzhaft restriktiven bemerkbar machen. Im vierten Abschnitt wird diese monetäre Entwicklungsstrategie mit der Geldpolitik kontrastiert, wie sie die Spielregeln eines Currency Boards (CB) erfordern. Dieses soll ein Regime „super-fixer“ Wechselkurse errichten, um so die gesamte Wirtschaftspolitik eines Landes zu disziplinieren. Es wird angedeutet, inwiefern meine Kritik an CBs auch auf IWF-Stabilisierungsprogramme zutrifft. Der letzte Abschnitt faßt zusammen.

2. Geld, Stabilität und Entwicklung

Unter Entwicklung soll eine breitenwirksame Steigerung des durchschnittlichen Lebensstandards in einem Land verstanden werden. Der Lebensstandard wird ökonomisch vom Realeinkommen bestimmt, d.h. der in Gütern gemessenen Kaufkraft der Geldeinkommen. Wie hat man sich die Entstehung dieses Realeinkommens vorzustellen, was hat insbesondere Geld damit zu tun? Zur Beantwortung dieser Fragen gehe ich kurz auf den Einkommenskreislauf in einer Geldwirtschaft ein, wobei mit einer Geldwirtschaft das gemeint ist, was andere eine kapitalistische oder eine Marktwirtschaft nennen. Der darauffolgende Abschnitt handelt dann im engeren Sinne von der Bedeutung der Geldwertstabilität für den Entwicklungsprozeß.

2.1 Geldwirtschaft und Verschuldung

Wodurch entsteht Einkommen? Studierend der Volkswirtschaftslehre wird der Grundvorgang der Einkommensbildung und der Nutzen arbeitsteiligen Wirtschaftens oft mit der Parabel von der Inselökonomie, bestehend aus Robinson und Freitag (die auch für Länder stehen können), erklärt. Die Inselwirtschaft bildet Realeinkommen dadurch, daß Robinson Crusoe und Freitag ihre Arbeitskraft auf die Verfügbarmachung und Veredelung von Ressourcen verwenden, also Früchte sammeln, jagen und die Haut erlegter Tiere zu Leder verarbeiten. Der laufende Ertrag der Produktion, die Realeinkommensbildung, wird bestimmt von den vorhandenen Ressourcen, der Produktivität des Arbeitseinsatzes („Technologie“) und den Präferenzen für die Verwendung der verfügbaren Lebenszeit¹. Auch das neoklassische Wachstumsmodell einer schon deutlich komplexeren Wirtschaft läßt sich auf diese drei Faktoren reduzieren. Das erzielbare reale Einkommenswachstum pro Kopf hängt letztlich davon ab, wieviel die Haushalte erstens bereit sind, zu sparen, d.h. wieviele der in ihrem Eigentum befindlichen Ressourcen sie den Firmen für die Verwendung in einem Produktionsprozeß zur Verfügung stellen anstatt sie unmittelbar zu verbrauchen; wie zweitens die Produktivität des Arbeitseinsatzes steigt, also wie hoch der technische Fortschritt ist; und schließlich wie hoch der Anstieg der verfügbaren Arbeitsmenge ist, die bei durchschnittlich gegebener Arbeitsbereitschaft vom Bevölkerungswachstum eines Landes abhängt. All dies ist ohne Geldverwendung denkbar.

Aber läßt sich mit diesem Grundmodell die ungeheure Expansion der Einkommensbildung gerade in denjenigen Volkswirtschaften erklären, die bezüglich der Ressourcenausstattung keineswegs bevorzugt waren und ihre technologische Überlegenheit erst im Zuge des Industrialisierungsprozesses erlangten? Im Zeitalter der „Start-ups“ und der modernen Tellerwäscherkarriere eines Bill Gates wird, wie in allen Gründerzeiten, augenfällig, was in einer Geldwirtschaft am Anfang der Einkommensbildung steht: nicht ein feudales, von Gene-

ration zu Generation vererbtes Vermögen („Ressourcen“ und Spartugenden), sondern Geschäftsideen, die Profit versprechen und deshalb den Banken oder Aktienmärkten finanzierungswürdig erscheinen.

Auf die ganze Volkswirtschaft übertragen heißt das, daß nicht die Ersparnis, d.h. ein Konsumverzicht aus Einkommen, am Anfang der Einkommensbildung stehen kann. Vielmehr ist es die *Verschuldungsbereitschaft von zwei Seiten*, die für die Beschäftigung von Arbeitskräften erforderlich ist: Unternehmen müssen aufgrund des erwarteten Profiteinkommens bereit sein, (im einfachsten Falle) Kredit aufzunehmen, Banken müssen aufgrund des erwarteten Zinseinkommens bereit sein, den Kredit zu refinanzieren, was sie letztlich immer bei der Zentralbank können. Damit sich diese Erwartungen erfüllen, müssen Preise für die produzierten Güter am Markt erzielt werden, die nicht nur die Lohn- und sonstigen Vorleistungskosten je Stück an die Unternehmen zurückfließen lassen, sondern auch die Zins- und Profitmarge. Es entsteht Lohn-, Profit- und Zinseinkommen, aus dem heraus erst gespart, d.h. Vermögen gebildet werden kann.

Inwiefern ist die Ersparnis wichtig, wenn sie doch offenkundig keine Voraussetzung für die Aufnahme einer Produktion durch ein (kapitalistisches) Unternehmen ist? Gibt es nur eine geringere Bereitschaft, in Höhe der zwischen Banken und Unternehmen kontrahierten Kredite bzw. in Höhe der von Unternehmen begebenen Wertpapiere (Aktien und Schuldverschreibungen) auch Geldvermögen zu bilden, dann steigen in der Regel Preise. Denn offenkundig möchten zu den herrschenden Preisen die Nachfrager insgesamt – das sind Unternehmen, Haushalte, das Ausland und die Regierung – auf mehr Investitions-, Konsum- und Exportgüter zugreifen, als verfügbar sind. Sind keine Lagerbestände vorhanden, kommt es zu Preissteigerungen für einzelne, besonders stark nachgefragte Güter oder Dienstleistungen. Sie bescheren den betreffenden Unternehmen unvorhergesehene Marktlagengewinne. Das kann die Produktion stimulieren, so daß mittelfristig die Nachfrage befriedigt werden kann. Volkswirtschaftlich macht sich das als ein *einmaliger Preisniveaushub* bemerkbar, der zur ganz normalen Dynamik der geldwirtschaftlichen Einkommensbildung gehört.²

Ein Preisniveaushub kann aber in einen *Inflationsprozeß* münden, wenn aus irgendwelchen Gründen das Güterangebot nicht so elastisch reagiert, andere Unternehmen, für die diese Güter Vorleistungen sind, ebenfalls ihre Preise erhöhen, und daraufhin Arbeitskräfte höhere Löhne fordern, um so zumindest nachholend die Kaufkraft ihrer Einkommen zu sichern. Mit jedem gegebenen Geldvorschuß in die Produktion können de facto weniger Arbeitskräfte beschäftigt werden, der Kapitalstock wird entwertet. Wenn Preis- und Lohnforderungen sich so gegenseitig aufschaukeln können, werden Haushalte irgendwann aus der Währung zu fliehen versuchen, um so der Entwertung ihrer Ersparnisse zu entgehen. Sie können in Sachvermögen wie Land und Immobilien fliehen, was die inländische Inflation zusätzlich anheizt, oder in ausländische Währungen, was zu einer Inflations-Abwertungs-Spirale führt. Das Ungleichgewicht zwischen Kreditausweitung und Vermögensbildung in inländischer Wäh-

rung vergrößert sich. Deshalb ist Inflation mittelfristig alles andere als ein geeignetes Mittel, die Beschäftigung zu stimulieren.³

Mit anderen Worten: Ersparnis ist keine unmittelbare Voraussetzung für Investitionen, aber die Bereitschaft der Haushalte, Vermögen in inländischer Währung zu halten, sichert die Stabilität der realen Einkommensbildung. Je längerfristig diese Vermögensanlagen der Haushalte, desto geringer das Risiko der Fristentransformation für die Banken und desto größer ihre Bereitschaft bzw. die der Unternehmen, sich zur Finanzierung von größeren und längerfristigen Investitionen zu verschulden. Dies wiederum erleichtert die zunehmende Konzentration der Produktionsmittel in den Unternehmen, das Ausnutzen von Größenvorteilen, d.h. die Verrbilligung der Stückkosten bei Massenfertigung, und den Einsatz von Technologien wie dem Fließband, der nur bei entsprechenden Stückzahlen lohnt. Mit der steigenden Massenkaufkraft steigen die Möglichkeiten für profitable Spezialisierung, d.h. die Besetzung von Marktnischen auch für kleinere Unternehmen. Insofern hat die geldwirtschaftliche Vermittlung der Produktion mit der ungeheuren Steigerung der Produktionskapazitäten und des Lebensstandards zu tun, die zumindest in allen Industrieländern seit dem 19. Jahrhundert zu verzeichnen ist. Die Robinson-Crusoe-Wirtschaft ist dagegen bestenfalls eine stilisierte Beschreibung der agrarischen Haushaltsproduktion.

Welche Rolle spielen die Zentralbank und das staatliche Budget, die in jedem IWF-Programm im Mittelpunkt stehen? Zum einen steht die *Geldversorgung durch die Zentralbank* logisch am Anfang des oben geschilderten Einkommensbildungsprozesses: eine Bank kann den Kredit an ein Unternehmen immer durch die Verschuldung bei der Zentralbank refinanzieren. Geschäftsbanken müssen dafür in der Regel Wertpapiere hinterlegen, aber diese haben den Charakter von bindenden Rückzahlungsversprechen, nicht den einer Kreditsicherheit, die die Zentralbank im Notfall liquidiert. Eine Geschäftsbank, die die Rückzahlung eines Zentralbankkredites nicht (fristgerecht) leistet, muß mit ihrer Schließung rechnen.⁴ Insofern ist der Geldumlauf durch nichts anderes „gedeckt“ als durch Zahlungsverprechen und den Glauben, daß sie erfüllt werden. *Vertrauen* ist daher eine grundlegende Kategorie der Geldwirtschaft, denn nichts anderes sichert die Akzeptanz von etwas so Wertlosem wie Geldscheinen, mit denen man sich Arbeitsleistungen und andere Ressourcen aneignen kann, das die emittierende Zentralbank aber nur wieder in Geldscheine (anderer Stückelung) umtauscht.

Das Geldangebot einer unabhängigen Zentralbank und das darauf aufbauende Kreditangebot begrenzen die Einkommensbildung, erst als zweite Beschränkung fungiert die Ressourcenausstattung, das verfügbare Arbeitsangebot etc.⁵ Diese Hierarchie der Knappheiten zeigt sich daran, daß in einer funktionierenden Geldwirtschaft ein positiver Realzins (Nominal- oder Geldzins abzüglich Inflationsrate) auf Spareinlagen und andere Geldforderungen erzielt wird. Das bedeutet, man erhält reale Güterwerte, ein ohne Arbeit erzielltes Einkommen dafür, daß man für eine bestimmte Zeit darauf verzichtet, über einen Geldbetrag zu verfügen.

Zum anderen gibt die Refinanzierung von Bankkrediten der Zentralbank das Mittel an die Hand, die Entstehung eines Inflationsprozesses zu verhindern. Mit einer Zinserhöhung kann sie versuchen, das zwischen Banken und Unternehmen ausgehandelte Kreditvolumen in Einklang zu bringen mit der Bereitschaft der Haushalte, entsprechend (langfristiges) Vermögen zu bilden. Geschäftsbanken haben dazu nicht ohne weiteres einen Anreiz: Steigende Preise erleichtern ihren Kreditnehmern, den Unternehmen, die Rückzahlung und laufende Bedienung der Schulden, während die Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Einlegern und Zentralbank entwertet werden. Bei der Bekämpfung eines bereits laufenden Inflationsprozesses wird ein stark steigender Zins freilich eine Rezession erzeugen. Durch die Verteuerung der Kredite wird weniger investiert, Arbeitskräfte werden entlassen, die Lohnforderungen gehen zurück und wegen rückläufiger Nachfrage sind schließlich auch die Preiserhöhungen der Unternehmen nicht mehr durchsetzbar. Dieser Prozeß kann sich hinziehen und ist durch Stagflation, die Gleichzeitigkeit von rückläufiger Einkommensbildung und hohen Preissteigerungen, gekennzeichnet.

Die Gefahr einer *Inflationsbekämpfung* ist, daß eine Rezession in eine Deflation – also in einen Prozeß kumulativer Lohn- und Preissenkungen – umschlägt. Dagegen ist die Geldpolitik relativ machtlos, wie die japanische Zentralbank in der ganzen vergangenen Dekade feststellen mußte. Denn sind die Gewinnerwartungen der Unternehmen erst einmal negativ und die Bankbilanzen voll fragwürdiger Kredite, dann kann sie auch keine billige Finanzierung zu neuen Investitionsvorhaben bewegen. In reifen Industriestaaten ist die Erscheinung von Deflationen so selten geworden, weil dagegen eine aktive Fiskalpolitik, Arbeitslosen- und Sozialhilfe sowie gesetzliche oder tarifliche Mindestlöhne eine Vorkehrung bilden. In Entwicklungsländern ist dies dagegen eine wirkliche Gefahr der Inflationsbekämpfung.

Die Zentralbank kann ihr Zinsinstrument nur wirksam zur Inflationsverhinderung und -bekämpfung einsetzen, wenn sie nicht zugleich der staatlichen Budgetfinanzierung dienen muß. Die Notenpresse erzeugt genau jenes Ungleichgewicht zwischen Kreditvergabe und Ersparnis, das auch für den oben dargestellten privatschaftlichen Inflationsprozeß verantwortlich war. Aber eine *abhängige Zentralbank* hat keine Hohenheit, durch eine Verteuerung der Kreditvergabe das Gleichgewicht wieder herzustellen. Zumal die Bereitschaft, Geld zu halten, das das Finanzministerium nach Belieben drucken lassen kann, rückläufig sein dürfte. Der Versuch, es möglichst schnell auszugeben, bewirkt genau jenen Prozeß steigender Preise und fallender Wechselkurse, in dessen Erwartung man es so schnell loswerden wollte. Hört das Finanzministerium nicht auf, die Zentralbank als Notenpresse einzusetzen, wird dieses Geld bald nur noch zwangsweise angenommen, z.B. von der Lehrerin und dem Polizisten im Staatsdienst oder den Empfängern staatlicher Pensionen. Diese müssen sich freilich über kurz oder lang zusätzliche Erwerbstätigkeiten suchen, weil die Kaufkraft ihrer Löhne, Gehälter und Renten immer weiter sinkt. Und bestimmte Güter oder Leistungen sind nicht mehr gegen Bezahlung in einheimischer Währung erhältlich.

Die Lohn- und rentenabhängigen Haushalte mit wenig Vermögen sind die langfristigen Verlierer einer Inflation sowie der zunehmenden Flucht aus der Währung. Denn sie sind auf immer nur verzögert sich anpassende Geldeinkommen angewiesen, die durch die steigenden Preise real entwertet werden. Und ein kleines Vermögen läßt sich schlechter in Sicherheit bringen als ein großes. Ein großes Vermögen kann in einer Immobilie oder einem attraktiv gelegenen Stück Land angelegt werden, deren Werte mit der Inflation steigen. Oder es lohnt sich trotz hoher Transaktionskosten, den Betrag (illegal) außer Landes zu schaffen. Auf all diesen Wegen können sich vermögende Haushalte, beispielsweise Unternehmenseigentümer, den Folgen eines Inflations- und Abwertungsprozesses mittelfristig entziehen, während sie den Haushalten aus Niedrig- und Mittelschichten praktisch verwehrt sind. Freilich bewirken diese Ausweichreaktionen der Bessergestellten, daß die Wirtschaft zunehmend krisenhafter wird und die Regierung sich zu einer Stabilisierungskrise – mit oder ohne Beistand des IWF – gezwungen sieht. Aber daraus sollte man nicht schließen, daß Stabilisierung ausschließlich den Bessergestellten nützt, oder daß ein Ende mit Schrecken – Stabilisierungskrise – schlechter sei als der Schrecken ohne Ende – Hyperinflation.

Die Zahlungsbilanz ist in aller Regel der krisenauslösende Faktor: durch die inländischen Preissteigerungen werden die heimisch produzierten Güter auf den Weltmärkten immer teurer, was das Leistungsbilanzdefizit erhöht. Im Unterschied zur Entlohnung von Staatsbediensteten können Importrechnungen aber nicht durch Betätigen der heimischen Notenpresse bezahlt werden. Zugleich nehmen die Deviseneinnahmen aus Exporten ab, und zwar sowohl die tatsächlich erzielten wegen der Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, als auch die offiziell erklärten Deviseneinnahmen, weil die Flucht aus der Währung eben auch dadurch erfolgt, daß Exporteinnahmen verschleiert werden.

Man kann diesen Abschnitt so zusammenfassen: Die Preisstabilität nach innen verlangt die Freiheit von Inflation und nicht ein konstantes Preisniveau. Sie wird von den Märkten jedoch keineswegs automatisch hergestellt, vielmehr bedarf es monetärer Autoritäten, die die Schuldensanierung zwischen Banken und Unternehmen in Einklang bringen mit der Bereitschaft der Haushalte, Geldvermögen zu bilden. Eine wichtige Voraussetzung dafür ist, daß die Zentralbank nicht dauerhaft zur Budgetfinanzierung der Regierung eingesetzt wird. Den durch Inflation und Abwertung drohenden Vermögensverlusten werden sich insbesondere die bessergestellten Haushalte durch ihre Flucht aus der Währung entziehen. Spätestens die drohende oder eintretende Zahlungsbilanzkrise zwingt die monetären Autoritäten, Zentralbank und/oder Finanzministerium, zu Stabilisierungsmaßnahmen. Damit ist der eigentlich interessierende Zusammenhang von äußerer Geldwertstabilität und Entwicklung angesprochen.

2.2 Die Verbindung von Währungsstabilität und Entwicklung

Im wesentlichen sehe ich zwei Verbindungen zwischen Währungsstabilität und Entwicklung. Erstens, ein fester Wechselkurs ist eine notwendige, wenn auch keineswegs hinreichende Bedingung für einen realen Wechselkurs, der die Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Unternehmen begünstigt. Ein stabiler nomineller (in ausländischen Geldeinheiten gemessener) Wechselkurs⁶ fördert tendenziell eine moderatere Inflationsentwicklung, als wenn ein Land seine Wechselkurse frei schwanken läßt – eine Beobachtung, die sich aus der Analyse von Stabilisierungsprogrammen des IWF gewinnen läßt (Schadler et al. 1995: 20–21). Warum dies so sein könnte, wird unten noch näher ausgeführt. Inwiefern ist die durch externe und interne Geldwertstabilität beförderte Wettbewerbsfähigkeit wichtig?

- Ein entscheidendes Merkmal von Entwicklungsländern ist, daß sie Schuldnerländer sind. Die Bedienung eines bestehenden Schuldenbestandes verlangt langfristig einen Überschuß in der Handelsbilanz, um auch nur eine ausgeglichene Leistungsbilanz und damit eine nachhaltige Verschuldungsposition zu erreichen. Nachhaltigkeit heißt, daß der Schuldendienstvertragsmäßig bedient werden kann, ohne akuten Druck zur Devisenmaximierung und in Maßen selbständig, also ohne auf das politische Wohlwollen von Gebern angewiesen zu sein. Der Druck zur Devisenmaximierung im Unterschied zur normalen Devisenwirtschaft ist daran erkennbar, daß die Güter selbst zu stark fallenden Terms of Trade (ToT) auf den Weltmärkten abgesetzt werden. Dabei mag der Zwang zur Devisenmaximierung bei mehreren Schuldnerländern gerade diesen ToT-Verfall auslösen.

- Der Exportsaldo bestimmt unmittelbar die inländische Einkommensbildung. Denn Erlöse aus dem Nettoexport verkörpern Einnahmen aus ausländischem Einkommen, die nicht einfach nur die Überschüsse in die inländische Produktion zurückfließen lassen, sondern unmittelbar das Reinvermögen eines Landes verändern. Daher stimuliert eine überschüssige Leistungsbilanz die reale Einkommensbildung und Beschäftigung, sofern die Produktion primär durch die erwartete Nachfrage beschränkt ist.

Zweitens bietet ein fester Wechselkurs der Einkommensbildung einen Anker (Edwards 2000: II.1), also eine nominelle Festlegung, die eine Orientierung für andere Größen wie die Nominallohnentwicklung und die Einzelpreisbildung der Unternehmen liefert. Diese nominelle Verankerung der Einkommensbildung hat unmittelbare Bedeutung für die Entwicklung.

- Die Instabilität von Wechselkursen beeinträchtigt die Funktion von Preisen, Knappheiten des Güterangebotes relativ zur Nachfrage, um damit die Profitabilität der Güterproduktion anzuzeigen. Ist der Wechselkurs instabil, entsteht Unsicherheit über den Grund für eine Preissteigerung: weil eine höhere Nachfrage nach einer Ausdehnung des Angebots drängt oder weil die Kosten für seine importierten Inputs erratisch schwanken? Schaltet man Wechselkursinstabilität als eine Quelle von Einzelpreisschwankungen aus,

können Haushalte und Unternehmen Preisveränderungen besser interpretieren und Nachfrage- oder Angebotspläne darauf einstellen.

- Investitionsentscheidungen werden immer von Erwartungen über die Zukunft bestimmt. Wechselkursstabilität reduziert die Unsicherheit dieser Entscheidungen. Das gilt natürlich auch für diejenigen, die Investitionen finanzieren, die eine entsprechend niedrigere Risikoprämie fordern. So zeigt sich, daß in Entwicklungsländern mit Festkurssystemen die Realzinsen durchschnittlich deutlich niedriger liegen als in solchen mit flexiblen Wechselkursregimen, so beispielsweise in Lateinamerika in den 90er Jahren bei 5% gegenüber 9% (Hausman et al. 1999: Fig. 7). Niedrige Realzinsen zeigen den Investoren an, daß sie nicht auf schnelle Amortisierung drängen müssen, sondern auf mittel- bis langfristige Erfüllung ihrer Profitwartungen setzen können. Das erlaubt z.B. die Ausreifung von Innovationen und Technologien. Nicht zuletzt begünstigt dies für jedes gegebene Produktionsniveau einen schonenderen Umgang mit nur begrenzt erneuerbaren Ressourcen.
- Wenn und insofern Wechselkursstabilität mit geringeren Realzinsen einhergeht, fördert dies eine ausgeglichene Einkommensverteilung. Denn niedrigere Realzinsen bedeuten, daß von jeder Geldeinheit Wertschöpfung, d.h. dem in der jeweiligen Produktion entstehenden Einkommen, mehr auf Löhne entfällt, weniger auf Zins- und Gewinneinkommen. Das wirkt der von Simon Kuznets und anderen nach ihm dokumentierten Tendenz entgegen, daß Wachstumsprozesse oder auch die Öffnung zum Weltmarkt zunächst zu größerer Einkommensungleichheit führen können (Meier 1995: 20–22).

Zusammenfassend läßt sich also sagen, daß Währungsstabilität nicht nur im herkömmlichen Sinne die Allokation der Ressourcen entsprechend ihrer ökonomischen Knappheit unterstützt, weil sie die Signalfunktion von Preisen verbessert. Vielmehr unterstützt sie die Bewältigung typischer Entwicklungsprobleme wie Investitionsunsicherheit, ungleiche Einkommensverteilung und Verschuldung.

3. Eine geldpolitische Strategie zur Unterstützung nachhaltiger Entwicklung

In diesem Abschnitt wird dargestellt, warum Geldwertstabilität unter den Bedingungen eines Entwicklungslandes vor allem Wechselkursstabilität verlangt. Dann gehe ich genauer darauf ein, wie die Geldpolitik die Wechselkursstabilisierung entwicklungsförderlich gestalten kann.

3.1 Primat der Wechselkursstabilisierung

Die Geldpolitik eines Entwicklungslandes sollte die Stabilisierung des externen Geldwertes, also des Wechselkurses, anstreben. Dafür gibt es zum einen prinzipielle Gründe. In den beiden modernen Wechselkursatheorien ist der Wech-

selkurs ein Bestandshaltpreis für inländisches und ausländisches Geldvermögen (sog. monetärer Ansatz) oder für verschiedene Finanzaktiva (sog. Portfolioansatz). Bestandshaltpreis meint dabei immer einen intertemporalen, nämlich Vermögensbestände über die Zeit hinweg bewertenden Preis. Dieses vermeintlich technische Detail hat zwei wichtige Implikationen.

1. Der heutige Wechselkurs ist von Erwartungen über seinen zukünftigen Verlauf bestimmt. Tritt beispielsweise eine Zinserhöhung für Fremdwährungskredite ein, so erzeugt das bereits heute eine Abwertungstendenz, weil der zukünftige Schuldendienst steigen oder erschwert sein könnte. Und Änderungen des Vertrauens in die zukünftige Stabilität machen sich bereits heute bemerkbar. An diesem Merkmal setzt die ganze neuere Literatur zu Währungsattacken an.

2. Der Wechselkurs bestimmt zwar die Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Produktion auf den Weltmärkten, aber er wird selbst nur indirekt vom Leistungsbilanzsaldo beeinflusst. Daß also der für die Haltung der Vermögensbestände gleichgewichtige Wechselkurs gerade dem für ein Leistungsbilanzgleichgewicht erforderlichen Wechselkurs entspricht, ist nicht unbedingt gewährleistet (Branson 1979: 200). Um ein pessimistisches Szenario zu schildern: Jede Abwertung erhöht für ein Schuldnerland die Auslandschuld gemessen in inländischer Währung. Der erhöhte Schuldendienst steigert das Defizit in der Kapitalertragsbilanz. Das kann die Leistungsbilanz, bestehend aus Handels-, Dienstleistungs- und Kapitalertragsbilanz, noch defizitärer machen, selbst wenn sich die Handelsbilanz infolge der Verbilligung der Exporte und der Verteuerung von Importen verbessern sollte. Das erhöhte die Auslandsverschuldung weiter und würde infolgedessen weiteren Abwertungsbedarf erzeugen. Die Instabilität dieses Prozesses ergibt sich daraus, daß der Saldo der Kapitalertragsbilanz (negativ bei einem Schuldnerland) stärker auf die Abwertung reagiert als der Saldo der übrigen Leistungsbilanz (im günstigsten Fall positiv).

Die Schlußfolgerung daraus lautet, daß der Wechselkurs generell, aber insbesondere unter den Bedingungen eines Schuldnerlandes, kein verlässliches Anpassungsinstrument für die Gütermärkte, d.h. die Leistungsbilanz, ist. Vielmehr ist er ein Vermögenspreis, der um willen anderer Größen, wie der Auslandsverschuldung, stabilisiert werden muß.

Freilich kann die Zentralbank bzw. das Finanzministerium an einem Wechselkursziel nicht einfach festhalten, wenn ein starker Preisniveaushub auftritt oder die Regierung eine expansive Budgetpolitik verfolgt, die zur Abwertung des gleichgewichtigen Wechselkurses führen muß. Doch selbst dann trägt das Signal der Zentralbank, zu festen Paritäten zurückkehren zu wollen, eher zur Stabilisierung der Preisentwicklung bei, als wenn sie zu einem Regime flexibler Wechselkurse übergeht. Wegen der Verteuerung der Importe schafft sich eine Abwertung tendenziell – nämlich bei gelingender Überwälzung – ihren nächsten Abwertungsbedarf. Es drohen wiederholte Abwertungs-Inflations-Spiralen, also Prozesse des sich Aufschaukelns von Importpreisen, inländischen Preisen und

Lohn- bzw. Gehaltsforderungen. Wird der Wechselkurs mithilfe der Zins- und Reservenpolitik dagegen stabil gehalten, so ist das per se förderlich für die interne Preisstabilität.

Schließlich ist die Wechselkursstabilisierung – was nach dem Gesagten nicht absolute Fixierung bedeuten kann – langfristig wichtig, weil damit der von Anlegern geforderte Zins sinken kann und dadurch unmittelbar eine Investitionsbarriere herabgesetzt wird. Im Zusammenhang mit der Ankerfunktion des Wechselkurses wurde bereits auf den empirischen Umstand hingewiesen, daß die Realzinsen bei vergleichbaren Ländern (Lateinamerika in den 90er Jahren) niedriger sind, wenn diese Festkurssysteme unterhalten. Woran könnte das liegen?

Die Antwort scheint mir erneut darin zu suchen, daß ein Entwicklungsland immer auch ein Schuldnerland ist. Somit hat es in Gegenwart und Zukunft Nettozahlungsverpflichtungen, die in Fremdwährungseinheiten, also z.B. US-Dollar, festgelegt sind. Zum Maßstab der Zahlungsfähigkeit bzw. weiteren Kreditwürdigkeit wird also der Wert eines Guthabens gemessen in Fremdwährung. Schwankungen des Wechselkurses gegenüber dieser Währung gehen deshalb zulasten des Schuldnerlandes: Weil die heimische Währung nicht den Wertstandard für die Nettoverbindlichkeiten der Volkswirtschaft abgibt, verlangen die Halter von Forderungen in heimischer Währung, also sparende und damit Vermögen bildende Haushalte, eine Risikoprämie. Entsprechend gibt es einen Risikoabschlag auf die Verzinsung von Guthaben in der Gläubigerwährung. Und das obwohl die Wechselkursvolatilität strikt symmetrisch ist, also für Gläubiger- und Schuldnerwährung gleichermaßen eine Abweichung vom Trend bezeichnet.⁷

Der Primat der Wechselkursstabilisierung ergibt sich für die Geldpolitik eines Entwicklungslandes somit daraus, daß ein Schuldnerland bei größeren Wechselkursschwankungen (um einen Abwertungstrend) höheren Risiken der Zahlungsunfähigkeit oder Illiquidität ausgesetzt ist und dieses volatilitätsbedingte Risiko – zusätzlich zu anderen Risiken – durch einen erhöhten Zinssatz kompensieren muß.

3.2 Strategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung

Doch inwiefern kann die geldpolitische Wechselkursstabilisierung auch einen Beitrag zur Steigerung des verteilbaren Pro-Kopf-Einkommens, Entwicklung im normativen ökonomischen Sinne, leisten? Zumindest befördern kann sie dies im Rahmen einer makroökonomischen Strategie der Unterbewertung der Währung. Sie beinhaltet auf mittlere Sicht einen stabilen Wechselkurs bei niedriger Inflationsrate als im Ankerwährungsland zu realisieren. Die geldpolitische Aufgabenstellung besteht im wesentlichen darin, eine Aufwertung zu verhindern, indem sie Devisen aufschätzt und die expansiven Geldmengenwirkungen dieser Devisenbestandspolitik sterilisiert.

- Die Aufschätzung von Devisen wird auch als *strategischer Kapitalexport* der Zentralbank bezeichnet (Riese 1986: 179). Der Export, d.h. das Angebot,

von Guthaben in eigener Währung ist das Reversbild ihrer Nachfrage nach Guthaben in ausländischer Währung (Devisenreserven). Diese Nachfrage ist strategisch und nicht kommerziell bedingt, insofern der Kapalexport einer geldpolitisch motivierten Verhinderung einer Aufwertung dient.

- Sterilisiert werden muß die Anhäufung von Devisenreserven, weil das entsprechende Angebot an inländischer Währung sonst steigende Preise und Arbeitseinkommen alimentiert, die sich zu einem Prozeß der Inflation hochschaukeln können. *Sterilisierung* heißt, den aus dem Leistungsbilanzsaldo sich ergebenden (hier: expansiven) Geldmengenwirkungen entgegenzusteuern. Das kann beispielsweise durch die Emission, d.h. den Verkauf, langfristiger Wertpapiere geschehen, durch die die Zentralbank heimisches Geld einnimmt und so dem Kreislauf entzieht. Die Fristigkeit der Papiere muß höher sein, weil andernfalls nur ein Austausch von Vermögensteilen gleicher Liquidität stattfindet, was das Inflationspotential nicht eindämmen würde.

Mit der Unterbewertung praktizieren die monetären Autoritäten eine Art generelle Protektion und Exportförderung der heimischen Produktion: durch die Verhinderung der Aufwertung sind Importe teurer, Exporte billiger, als wenn sie die Wechselkursänderung zuließe. Langfristig entscheidend ist, daß eine Zentralbank damit ihr geldpolitisches Ziel erreicht, nämlich Vertrauen in die eigene Währung zu schaffen. Indem sie eine Konstellation der anhaltenden Devisenwirtschaft aufrechterhält, kann sie jederzeit die Fremdwährungsnachfrage befriedigen. Das signalisiert Anlagewilligen die Güte der heimischen Finanzanlage paradoxerweise dadurch, daß der Ausstieg aus einer heimischen Finanzanlage gewährleistet erscheint. Das steigende Vertrauen zeigt sich in einem abnehmenden Differential der langfristigen Zinsen, z.B. für Staatschuldnpapiere mit zehnjähriger Laufzeit, gegenüber dem Ankerwährungsland.

Offenkundig ist es in einer Situation der Unterbewertung prinzipiell möglich, anhaltend Devisenreserven aufzuschatzen und langfristige Wertpapiere zu emittieren. Doch die Sterilisierung beinhaltet eine steigende langfristige Verschuldung der öffentlichen Hand. Außerdem wird in einem Entwicklungsland die Aufnahme für lang laufende Wertpapiere begrenzt sein (IWF 1987: 24). Dann muß dem Aufwertungsdruck verzögert nachgegeben werden. Insofern ist die Sterilisierung von Devisenzuflüssen in aller Regel nur eine mittelfristig mögliche Politik (Calvo/Leiderman/Reinhart 1996: 133–134). Zentralbanken, die dies zu lange praktizieren, können die Unterbewertungskonstellation dadurch verlieren, daß sich der inländische Preisauftrieb dank anhaltendem Exportboom bei reichlicher Liquiditätsversorgung beschleunigt. Das Resultat sind die häufig beobachtbaren Boom-and-Bust- oder Stop-and-Go-Zyklen von durchaus exportstarken Schwellenländern wie z.B. Südkorea oder Brasilien. Insofern ist es wichtig, das langfristige Ziel dieser monetären Entwicklungspolitik nicht aus den Augen zu verlieren, nämlich die Förderung der Exportdynamik mit der Härtung der Währung zu verbinden.

Neben der Zulassung einer verzögerten Aufwertung sind auch Kapitalimportkontrollen geeignet, den Sterilisierungsbedarf zu senken. So können Kapitalim-

porte mit einem Anlagezeitraum von weniger als einem Jahr mit einer Steuer belegt werden, die die effektive Verzinsung für Anleger senkt und daher weniger attraktiv macht (Frenkel/Menkhoff 2000: Kap. 4.2). Obwohl solche Importkontrollen Eingriffe in die Kapitalverkehrsfreiheit darstellen, kann dies durchaus vertausenstabilisierend wirken: Wie die Unterbewertungsstrategie generell, signalisieren Importkontrollen, daß der Ausstieg aus heimischen Finanzanlagen jederzeit möglich ist und daß man nur langfristig orientierte Anlagen wünscht. Nicht so bei Kapitalexportkontrollen: Sie signalisieren den dringenden Bedarf, Anlagen jeder Fristigkeit halten zu wollen, den Ausstieg aber nicht mehr zuzulassen. Deshalb sind Kapitalexportkontrollen kontraproduktiv. Die Flucht in inländische Sachwerte wie Land oder Gold können sie ohnehin nicht verhindern.

Die so finanztechnisch klingende Anweisung an die Geldpolitik erscheint mir als die einzige Möglichkeit, die Zielsetzung eines aufholenden – also eines im Vergleich mit den Ankerwährungsändern hohen – Einkommenswachstums zu verbinden mit Stabilität. Weder eine angebotstheoretisch inspirierte Hochzinspolitik noch eine nachfragestheoretisch begründete Niedrigzinspolitik können dies leisten. Erstere opfert das normative Entwicklungsziel der Stabilität, letztere umgekehrt die Stabilität der Einkommenssteigerung. Längerfristig werden dadurch beide Ziele verfehlt. Denn die Hochzinspolitik läßt die Einkommensbildung stagnieren, was die Fiskalpolitik unter politischen und ökonomischen Druck setzt, trotz schwacher Einnahmen die Ausgaben zu steigern, also antizyklisch tätig zu werden. Außerdem wird bei einer stagnierenden Einkommensbildung das Bankensystem fragil, weil hohe Zinsen vorzugsweise in der Finanzierung hochriskanter Projekte wie der Bodenspekulation oder illegaler Geschäfte zu erzielen sind. Dagegen mündet die Politik forcierter Niedrigzinsen in die Finanzierung wenig rentabler Projekte, die eben nur eine niedrige Verzinsung rechtfertigen. Die entsprechende Ausdehnung der nominalen Investitionsausgaben begünstigt einen Preisauftrieb, der seinerseits einen Abwertungsbedarf erzeugt, weil das Leistungsbilanzdefizit steigt. Die drohende Abwertungs-Inflations-Spirale muß dann immer wieder durch eine Hochzinspolitik gestoppt werden. Insofern ist eine solche Politik der fallweisen Abwertung gerade das Gegenteil einer Strategie der stabilitätsorientierten Unterbewertung.

4. Geldpolitik als Element einer monetaristischen Entwicklungsstrategie⁸

Die Ausführungen zur Geldpolitik als Teil einer monetären Entwicklungsstrategie sollen dadurch verdeutlicht werden, daß sie mit der von einem CB vorgeschriebenen Geldpolitik verglichen wird. Ein CB läßt sich als ein auf Dauer gestelltes wechselkursbasiertes Stabilitätsprogramm verstehen (Jochem 1998; Schweickert 1998: 423). Insofern trifft die Kritik an der Geldverfassung eines CB in abgeschwächtem Maße auch herkömmliche Stabilisierungsprogramme des IWF. Darauf gehe ich abschließend kurz ein.

4.1 Die monetaristische Theorie des Currency Board

Entwicklungs- und Transformationsländern wurde in jüngster Zeit verstärkt empfohlen, sich die Geldverfassung eines CBs zu geben (Hanke/Schuler 1994, Fuhrmann 1999). Dieses Plädoyer teilt mit dem hier vorgetragenen, daß der Primat der Währungsstabilisierung und die Ankerfunktion eines stabilen Wechselkurses anerkannt wird. Dennoch unterscheidet es sich fundamental hinsichtlich der Begründung und der entwicklungsstrategischen Schlußfolgerungen. Ich werde argumentieren, daß ein CB den Wechselkurs nur unter Verzicht auf Entwicklung und Entwicklungspolitik stabilisiert. Bevor ich dies näher ausführe, kurz ein Blick auf Begriff und Praxis von CBs.

Dem Begriff nach ist ein CB durch folgende drei Elemente definiert:

- a) der Wechselkursfixierung gegenüber einer Ankerwährung (bei allen heute existierenden ist das entweder der US-\$ oder die DM);
- b) einer strikten Deckungsvorschrift, wonach der inländische Geldumlauf zu mindestens 100% durch Devisenreserven gedeckt sein muß (sog. reines CB);
- c) der Gewährung unbeschränkten Kapitalverkehrs, wonach also vollkommene Konvertibilität gewährleistet werden soll.

Die Idee eines CB ist demnach, Währungsstabilisierung zu erreichen, indem man die Geldversorgung zu einer reinen Funktion des Außenwirtschaftsverkehrs macht. Das verlangt vollständige Passivität der monetären Autoritäten: Das Währungsamt soll einfach ein Schalter sein, bei dem inländisches gegen ausländisches Geld zu einem festen Preis getauscht werden kann. In der untenstehenden Abbildung der Bilanz (für ein reines CB ohne Klammerausdrücke) entspricht deshalb der Geldumlauf C gerade den Devisenreserven R und das Reinvermögen oder Eigenkapital NW ist gleich 0.

Abb. 1: (Quasi-)Currency Board

(Quasi-)Currency Board	
Reserves (Loansca)	Currency (Foreign Debt) (Excess R) Net Worth

Das Quasi-CB (einschließlich der Klammerausdrücke in der Bilanz) ist eine aufschlußreiche Abweichung vom reinen CB: die inländische Bargeldmenge C weist eine Überdeckung auf, entspricht also nicht genau R, sondern kann aufgrund von Kreditlinien ausländischer Stellen (FD) oder Überschußreserven (ER) der inländischen Banken davon abweichen. Beide Posten (FD und ER) erlauben dem Quasi-CB in Maßen eine Lender of Last Resort (LOR) -Funktion bei finanziellen Paniken wahrzunehmen. Dank der Überdeckung des Geldumlaufs kann es sich in Krisen dem Diktat der Devisenbilanz zumindest zeitweise entziehen.

Es hat sich gezeigt, daß CBs praktisch nie als reine CBs funktionieren. Das zeigt exemplarisch Abbildung 2, die die Bilanzen der CBs von Argentinien und Estland zeigt. Offenkundig unterhalten beide Quasi-CBs. Im Falle Argentiniens ist der Bargeldumlauf C freilich nur zu 86% durch Nettodevisenguthaben (R-FD) gedeckt. Der hohe Passivposten von 5,7 Mrd. US-\$ besteht fast vollständig aus einem IWF-Kredit, der das argentinische CB in den jüngsten Krisen vor dem Zusammenbruch bewahrte. Der IWF deckt insofern (aus guten Gründen) eine Verletzung der Spielregeln des CB.

Abb. 2: Grundzüge der CB-Bilanzen zum 30.11.1999

Argentinien (Mio. US-\$)				Estland (Mio. DM)			
R	17.743	13.870	C	R	1.547	759	C
L _{GB}	1.644	5.763	FD	L _{GB}	1,6	174	FD
		2.249	ER			397,6	ER
			NW				NW

Quellen: Zentralbank von Argentinien (www.bcra.gov), Estnische Zentralbank (www.ee/epbe/)

Die Vermutung, daß die Aufrechterhaltung dieser beiden CBs ihrem Quasi-Charakter zuzuschreiben ist, wird von einer IWF-Studie bestätigt: danach haben nur Quasi-Arrangements eine Chance, aufrecht erhalten zu werden (Baliño/Enoch 1997: 30f). Ein Quasi-CB kann man als das Eingeständnis interpretieren, daß die Geldnachfrage nicht so stabil ist, wie es der reine Mechanismus eigentlich verlangen würde. Deshalb wird Vorsorge für eine begrenzte LOLR-Funktion getroffen.

In einem CB wird folgender, von Marktkräften automatisch hervorgerufene Anpassungsprozeß unterstellt (Hanke/Schuler 1994: 31–41)⁹:

- Bei einem Leistungsbilanzdefizit führt der Importüberschuß zu einer Netto-nachfrage nach Devisen beim Currency Board. Dadurch verknappt sich das inländische Geldangebot.
- Das bringt die Liquidität der Banken in ein Ungleichgewicht, die daraufhin ihre Kreditvergabe an die Unternehmen verringern bzw. diese verteuern.
- Der steigende Zins bzw. das sinkende Kreditvolumen verringert die inländische Absorption des Güterangebotes (Konsum, Investitionen, evt. Staatsnachfrage).
- Das senkt die Geldnachfrage und die inländischen Preise, der Grund für das Leistungsbilanzdefizit, nämlich die Abweichung von der Kaufkraftparität, wird beseitigt.
- Der Anpassungsprozeß ist mit dem Leistungsbilanzausgleich abgeschlossen. Infolge dieses Anpassungsmechanismus soll eine Krise erst gar nicht entstehen. Allerdings gibt es zwei Störungen des engen Zusammenhangs von Leistungsbilanz, Reserven- bzw. Geldmengenveränderung und nomineller Absorption:

- Sog. autonome, also nicht vom Leistungsbilanzsaldo induzierte Kapitalbewegungen können zu einem Devisenzufluß trotz Leistungsbilanzdefizit und zu einem Devisenabfluß trotz Leistungsbilanzüberschuß führen. Beides ist bei Schwellenländern häufig zu beobachten. Da die Spielregeln passive monetäre Autoritäten verlangen, kann sie diesen Kapitalbewegungen eigentlich nicht mit einer Sterilisierungspolitik begegnen, obwohl sie der Anpassung zuwiderlaufen.
 - Im Falle Argentiniens oder Estlands stand die Einführung eines CB im Zusammenhang mit der Beendigung extremer monetärer Instabilität, eben einer Hyperinflation. In Phasen monetärer Instabilität kommt es zur Flucht aus der Währung in eine andere, selbst für den alltäglichen Transaktionsbedarf. Taxifahrer akzeptieren z.B. nur noch die Bezahlung in harten Devisen. Solche Währungssubstitution („Dollarisierung“) weist empirisch einen hohen Grad der Persistenz auf, d.h. sie verschwindet nicht einfach mit der Einrichtung eines CB. Das bedeutet, daß es zur Privatisierung von Devisenzuflüssen kommt, sie werden nicht beim CB eingetauscht. In dem Maße werden Devisen dann auch nicht Geldmengenwirksam, der enge Zusammenhang ist unterbrochen.
- Selbstverständlich haben modernere Begründungen für die Stabilisierungsfunktion eines CB die Instabilität der Geldnachfrage, die Volatilität (und Existenz!) sog. autonomer Kapitalbewegungen sowie das Phänomen der Währungssubstitution wahrgenommen. Nicht der in jedem Zeitpunkt auferlegte Anpassungsmechanismus, sondern das glaubwürdige Signal einer stabilitätsorientierten Politik wird hier zum entscheidenden Hebel für die Funktionsweise eines CB (Freitag 1998). Das die Erwartungsbildung beeinflussende Signal erhält dadurch Glaubwürdigkeit, daß die monetären Autoritäten einer gesetzlich verfügbaren Selbstbindung unterliegen, die ihnen in der Zielsetzung und -erreichung keine Ermessensspielräume läßt. Dadurch müßte dann die Lender of Last Resort-Funktion entlastet werden, Kapitalbewegungen stetiger werden und einen längeren Zeithorizont aufweisen, die Währungssubstitution allmählich zurückgehen. Das Argument ist in wünschenswerter Klarheit von Fuhrmann (1999: 89–95) ausgearbeitet und formalisiert worden:
- Ein CB bedeutet zuallererst die politische Festlegung, daß der aktuelle Wechselkurs nicht vom ex ante gewünschten Wechselkurs abweichen darf, der z.B. Kaufkraftparität zur Ankerwährung herstellen soll.
 - Die Erreichung des Inflationsziels wird von der Regierung an das unabhängige CB delegiert, wobei die Erfüllung des Wechselkursziels auferlegt, die inländische Inflationsentwicklung eng an die ausländische Inflationsentwicklung zu binden.
 - Die Optimierung der so durch Gesetzgebung (legislative Selbstbindung) festgelegten Zielfunktion des CB ermittelt dann die inländische Inflationsrate und die dazugehörigen rationalen Inflationserwartungen.
 - Eine glaubwürdige Geldpolitik verlangt lediglich, die Geldmenge im Einklang mit den so ermittelten (ex ante und ex post gleichermaßen optimalen, d.h. zeitkonsistenten) Inflationserwartungen zu verändern.

Die rationale und stabile Erwartungsbildung der Geld haltenden Haushalte wird somit zum Angelpunkt für die praktische Funktionsweise eines CB.

4.2 Kritik der Währungsstabilisierung durch ein CB

Aus Sicht der oben skizzierten Rolle der Geldpolitik für den Entwicklungsprozess erscheint ein CB in vier Hinsichten problematisch.

1. Die in einem CB verkörperte Strategie der Währungsstabilisierung ist wie schon IWF-Programme auf eine „an sich“, d.h. ohne politische Eingriffe, vorhandene Stabilität der Geldnachfrage angewiesen. Es ist müßig, dieser Unterstellung nun einfach die These der Instabilität entgegenzusetzen. Deshalb ist zu zeigen, daß der von einem CB geforderte Anpassungsprozess selbst destabilisierend auf die Geldnachfrage wirkt.

- Im Falle eines Leistungsbilanzdefizites müßte der reine CB-Mechanismus zu einer radikalen Disinflation führen. Was aber bedeutet das für die Unternehmen und daraus folgend die Banken? Ihre Schulden werden aufgewertet, d.h. sie müssen real mehr zurückzahlen als zum Zeitpunkt der Kreditaufnahme vereinbart worden war. Unternehmen, die nicht rasch Kosten senken und sich neue Märkte eröffnen können, werden dadurch in die Überschuldung, in die Insolvenz getrieben. Somit wird ein Teil der ausstehenden Kredite „faul“, die Banken haben entsprechende Abschreibungen zu verkraften. All dies geschieht bei aller Voraussicht nach sinkender Nachfrage, weil die Beschäftigung sinkt, die Investitionsnachfrage der Unternehmen nachläßt und sich das Abwarten noch weiter fallender Preise lohnt. Das heißt, in einem CB sind Banken und Unternehmen erhöhten Liquiditäts- und Solvenzrisiken ausgesetzt.

- Die verstärkte Übernahme von Liquiditätsrisiken durch Banken und Unternehmen beschränkt ihre Fähigkeit zur Kreditvergabe bzw. zur Investition. Es müssen Kredite kürzerer Laufzeit und kleinerer Größenordnung kontrahiert werden. Die Notwendigkeit hierfür wird von hohen Realzinsen angezeigt: Sie sind das Marktsignal für kurzfristige Engagements. Und diese kurzfristige Orientierung aller Marktteilnehmer hält den Zustand der Unsicherheit aufrecht. Das beschränkt eine selbsttragende und expandierende Einkommensbildung nicht nur in der kurzen, sondern auch in der langen Frist. Es kommt zu einer niedrigeren realen Kapitalbildung. Spätestens dann wird aber ersichtlich, daß ein CB die kurzfristige Stabilität mit dem Verzicht auf Entwicklung im Sinne der breitenwirksamen Steigerung der Pro-Kopf-Einkommen erkaufte.¹⁰

2. Die Existenz des CB beinhaltet einen Verzicht auf die Lender of Last Resort (LOR)-Funktion. Es wirkt daher selbst destabilisierend, und zwar umso mehr, je konsequenter die Ankündigung einer unelastischen Geldversorgung eingehalten wird.

- Das Currency Board kann eigentlich keine oder nur unter Umgehung der Spielregeln eine LOR-Funktion übernehmen. Dafür sorgt die Deckungs-

vorschrift. Aber warum sollte der Zustand der Leistungsbilanz gerade mit den Liquiditätsbedürfnissen der Banken und Unternehmen korrespondieren?¹¹ Das wissen wiederum Haushalte, Unternehmen und Banken, denn gerade diese Transparenz der Spielregeln soll ja erwartungsstabilisierend wirken. Sollte nun aber eine einzelne Bank wegen der oben geschilderten Anpassungsprozesse – die für die Banken per saldo Abschreibungen auf Kredite bedeuten – in Liquiditäts- oder Solvenzkrisen geraten, dann ist ein Run auf diese Bank umso wahrscheinlicher, je strikter sich das CB an die Spielregeln hält. Die panikartigen Barabhebungen können sich auf andere Banken ausweiten, insofern diese über Geldmärkte in engen Geschäftsbeziehungen stehen. Bei einem Run auf die Banken müßte das CB, um den reinen Mechanismus aufrecht zu erhalten, im Zweifelsfall bereit sein, das Bankensystem und wesentliche Teile des Unternehmenssektors zusammenbrechen zu lassen.

- Selbst ein über mehrere Jahre und in schwierigen Zeiten durchgehaltenes CB, wie beispielsweise in Argentinien und Estland, macht die inländische Geldhaltung nicht zu einem vollkommenen Substitut der Ankerwährung. Vielmehr steigt in beiden Ländern der Anteil der auf Dollar bzw. DM lautenden Guthaben. Mit dieser Vorsichtskassenhaltung reagieren Haushalte darauf, daß das CB einen Run auf seine Reserven nicht abwehren kann, indem es die eigene Währung emittiert. Es ist auf den Beistand bilateraler oder supranationaler Geber angewiesen. Selbst die vorgeschriebene Deckung kann dies nicht verhindern. Denn selbstverständlich sind die Einlagen im Bankensystem, die gegebenenfalls in Reserven eingetauscht werden wollen, weit höher als das Volumen der inländischen Geldmenge (Roubini 1998: 7).

3. Ein schwerwiegender Nachteil ist, daß die ohnehin begrenzten entwicklungs politischen Gestaltungsspielräume der monetären Autoritäten beschnitten werden.

- Die monetären Autoritäten müssen sich in einem CB passiv verhalten. Sie dürfen der Geldmengenveränderung, die sich aus dem Außenwirtschaftsverkehr ergibt, nicht entgegenwirken. Dadurch verzichtet eine Zentralbank auf die einzige Gelegenheit, bei der sie ihre geldpolitischen Ziele mit den Wachstumszielen der Regierung verbinden kann: die Unterbewertung der Währung zu verteidigen und so eine Situation aufrecht zu erhalten, die die Einkommensbildung stimuliert und das Vertrauen in die Währung steigert. Dieser Aspekt wird besonders von Betz (2000) am Fall des kolonialen CB Indiens hervorgehoben. Die Verletzung der Spielregeln erlaubte eine Unterbewertungsstrategie, die Indien nicht nur Stabilität in der Situation eines krisenhaften Leitährungsstandards besorgte, sondern auch vergleichsweise hohes Wachstum.

- Die Gewährung vollkommener Kapitalverkehrsfreiheit nimmt den monetären Autoritäten in Entwicklungsländern ein wichtiges Instrument. Kapitalimportkontrollen können bei Zentralbanken in Entwicklungsländern

unumgänglich sein, gerade wenn sie nur ihrer Aufgabe nachkommen wollen, die Währung zu stabilisieren. Die inländische Geldkomponente mag nämlich einfach zu klein sein, der Geldmarkt zu unterentwickelt, um sterilisieren zu können. Dann helfen nur noch administrative Kontrollen (Calvo/Leiderman/Reinhart 1996: 134–135).

4. Ganz entgegen der eigenen Absichten befördert die Einrichtung eines CB die Politisierung der Stabilitätspolitik, weil es der Fiskalpolitik eine erhöhte Verantwortung aufbürdet.

- Mit dem CB-Mechanismus prinzipiell vereinbar ist, daß die Fiskalpolitik die Aufgabe der Sterilisierung übernimmt. Sie müßte also bei hohen Kapitalimporten, die expansiv auf die Geldmenge wirken, einen Budgetüberschuß erzielen, der die Nachfrage dämpft. Es sei nicht bestritten, daß der Fiskalpolitik eine wichtige Rolle für die makroökonomische Stabilität, insbesondere die interne Preisstabilität zukommt. Aber für die Sterilisierung ist sie wenig geeignet. Denn einer kurzfristigen Veränderung des Budgetsaldos stehen all die verschiedenen Verzögerungen (Lags) bei der Umsetzung fiskalpolitischer Maßnahmen entgegen, über die man im praktischen Teil der Lehrbücher liest. Nicht zuletzt führt dies zu einer starken Politisierung der Stabilitätspolitik, da eine flexible Budgetanpassung in einem Spannungsverhältnis zur verlässlichen Finanzierung klassischer Staatsaufgaben wie Bildung und Infrastruktur steht. Das Paradoxon ist offenkundig: tritt doch das CB an, gerade die politischen Abhängigkeiten der Stabilisierung konstitutionell aufzuheben!

- Die angesonnene Arbeitsteilung zwischen Geld- und Fiskalpolitik bedeutet letztlich, daß das CB auf die Glaubwürdigkeit der Fiskalpolitik angewiesen ist, um selbst glaubwürdig stabilisieren zu können (Schweickert 1998: 425). Die intendierte Wirkungsrichtung kehrt sich somit gerade um. Diese Umkehrung zerstört freilich die Ratio für ein CB, wird es der modernen Begründung zufolge doch eingerichtet, um das Vertrauen zu erwerben, das noch nicht vorhanden ist.

Man kann die Währungsstabilisierung durch eine CB durchaus problematisch finden und dennoch die im dritten Abschnitt genannten entwicklungsökonomischen Gründe zugunsten eines festen Wechselkursregimes anführen.¹²

4.3 Daraus folgende Kritik an den Grundlagen von IWF-Programmen

Das sog. *Financial Programming*, das seit 40 Jahren den makroökonomischen Rahmen der IWF-Stabilisierung liefert, basiert auf demselben monetären Ansatz der Zahlungsbilanz wie die Theorie des CB: wenn ein Land die Wechselkurse zu anderen Währungen fixiert, sorgt die Veränderung der Geldmenge über die Handels- (einschl. Dienstleistungs-) Bilanz für Gleichgewicht. Der einzige Unterschied ist, daß die Theorie des CB einen Automatismus der Anpassung unterstellt, wenn sich die Zentralbank nur passiv verhält. IWF-Programme gehen

jedoch davon aus, daß Begrenzungen der Kreditvergabe und ein Mindestmaß an Devisenreserven vorgeschrieben werden müssen, um eine Stabilitätspolitisch erwünschte Anpassung der Geldnachfrage zu erreichen.

Ansonsten teilt der Ansatz aber die zentralen, in ihren entwicklungspolitischen Folgerungen höchst problematischen Annahmen der Theorie des CB. Deshalb tut sich der IWF auch so schwer, die von republikanischen Kongreßabgeordneten gestützten und von Stephen Hanke und Kurt Schuler wissenschaftlich abgesegneten Initiativen abzuwehren, Länder bei der Einrichtung von CBs zu unterstützen.¹³ Zusammenfassend: Worin bestehen diese unplausiblen Annahmen?

- Die Zentralbank muß die inländische Geldversorgung vollständig kontrollieren können. Das verlangt z.B., daß sie kein elastisches Geldangebot bereitstellt, um Liquiditätskrisen erst gar nicht entstehen zu lassen. Und es verlangt, daß alle Devisen letztlich zu ihr gelangen, also nur vernachlässigbare Beträge von den Privaten gehalten werden. Die vielfältigen Devisenkontrollen und -rationierungen sowie die Dauerhaftigkeit, mit der sich Dollarisierung hält, sprechen gegen die Plausibilität dieser zentralen Annahmen.
 - Das Kreditvergabeverhalten der Banken und die Geldnachfrage der Haushalte ist stabil. Es darf keine plötzlichen Vertrauenskrisen geben, die vielleicht gar nichts mit der Wirtschaftspolitik, sondern nur mit Unruhen im Militär zu tun haben. Und es darf auch keine Instabilität der Kreditvergabe bzw. Geldnachfrage aufgrund unerwarteter Zinserhöhungen in wichtigen Währungsräumen geben, die die Nachfrage für die Exporte des Entwicklungslandes sinken und seinen Schuldendienst steigen läßt!¹⁴
 - Die Geldnachfrage muß mit dem Preisniveau und dem (nominalen) Wechselkurs, also mit der Inflation und einer Abwertung, steigen, weil nur dann die stabilisierende Reduzierung der Güternachfrage eintritt. Das aber steht im krassen Widerspruch zu dem, was bei der Nachfrage nach schwachen Währungen eintritt: Inflation und Abwertung führen zur Flucht aus der Währung, zu verstärkter Nachfrage nach bestimmten Gütern wie Immobilien und verstärkter Nachfrage nach ausländischer Währung.
- Diese Annahmen dienen dazu, einen eindeutigen und instrumentalisierbaren Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen herzustellen, der die Inflationskontrolle vermeintlich einfach und für die reale Einkommensbildung langfristig neutral macht. Meine Kritik läßt sich dahingehend zusammenfassen, daß IWF-Programme für ihr Gelingen eine wenig plausible Stabilität des Verhaltens privater Wirtschaftssubjekte unterstellen müssen, und daß sie die Zentralbank letztlich als marktfremde Akteurin behandeln. Einer Unterbewertungsstrategie geht es dagegen um die Schaffung der Bedingungen, unter denen das private Verhalten stabil sein kann, weil z.B. nicht mit Schuldenkrisen oder Devisenrationierungen gerechnet werden muß. Zu diesem Zweck muß die Zentralbank als aktive Marktteilnehmerin agieren.

5. Abschließende Bemerkungen

Sowohl die Kritik an IWF-Programmen als auch die an der Währungsstabilisierung durch ein CB lautet, daß ihr Versuch der Stabilisierung geradezu ins Gegenteil mündet. Sie sind nicht Teil einer monetären, sondern Teil einer monetaristischen Entwicklungsstrategie. IWF-Programme und die Theorie des CB sehen die Fesselung des Leviathan als das Hauptproblem einer Geldverfassung an. Das könnte Vertrauen in die Geldverfassung nur schaffen, wenn das Verhalten der privaten Marktteilnehmer so vorhersehbar und stabil wäre, daß alle Störungen der Politik zuzurechnen sind. Das freilich ist empirisch wenig plausibel.

Beide intronisieren den Devisenmarkt und damit einen höchst befängenen Richter über die monetären Autoritäten. Werden die monetären Autoritäten – um im Bild zu bleiben – von ihm zu Unrecht verurteilt, was zumindest nicht immer auszuschließen ist, dann wirkt das vertrauenszerstörend. Das Urteil solch befängener Richter sorgt dafür, daß immer wieder der Beistand des IWF gesucht werden muß.

Diese Kritik heißt nicht zu behaupten, daß Regierungen wohlwollende Diktatoren sind. Aber dies sind sie weder in Entwicklungsländern noch in Industrieländern. Die einseitigen Tests durch den Markt, die IWF-Programme und CB-Verfassungen etablieren, besteht keine Regierung. Man denke nur an die opportunistische Handhabung der Geldmengenziele durch die Deutsche Bundesbank (Bofinger/Reischle/Schächter 1996: 269–278). Die entscheidende Frage an CB-Vertreter lautet daher, warum eine solche Verletzung der Spielregeln bei der Bundesbank nie zu einer Währungskrise führte, während diese Gefahr für Argentinien durchaus besteht. Die Bundesbank hat zu keinem Zeitpunkt ihres Wirkens die Ergebnisse der Devisenmärkte einfach akzeptiert, sondern eine Unterbewertungsstrategie verfolgt und zu diesem Zwecke bis in die 70er Jahre hinein Kapitalimportkontrollen praktiziert.

Die hier vorgeschlagene Geldpolitik als Teil einer monetären Entwicklungsstrategie ist daher von der Überzeugung geleitet, daß monetäre Autoritäten von den Märkten, insbesondere den Devisenmärkten, in die Pflicht genommen werden (müssen). In dieser Rolle kann eine Zentralbank durch anhaltende Unterbewertung ihrer Währung die Bedingungen dafür schaffen, daß die Privaten Vertrauen in die inländische Währung erhalten, Risiken ihrer Finanzierungsaktivitäten besser einschätzen können und eine geldpolitische Unterstützung ihrer realwirtschaftlichen Aktivitäten erfahren. All dies verlangt die Marktteilnahme und stabilisierende Interventionen einer Zentralbank, nicht deren administrative oder konstitutionelle Fesselung.

Abstracts

Is there a role for monetary policy in development proper? I argue that this requires monetary policy to undervalue the real exchange rate. Such a strategy aims at reducing external indebtedness which allows for lower interest rates in the long run. Such a monetary policy stands in contrast to the monetary strategies that IMF programmes and, more extremely, the rules of the game of a currency board imply. Both strategies are criticised for the fact that they work only if credibility of stabilisation is already present. Since this is implausible, the monetary control that both implement is destabilising.

Inwiefern kann die Geldpolitik Entwicklung befördern? In diesem Beitrag wird argumentiert, daß dies Wechselkursstabilisierung und eine stabilitätsorientierte Unterbewertung der Währung verlangt. Sie bezweckt eine Entschuldung und die Senkung des langfristigen Zinssatzes. Eine solche Strategie wird mit der Geldpolitik kontrastiert, wie sie Stabilisierungsprogramme des Internationalen Währungsfonds (IWF) und im Extremfall die Spielregeln eines Currency Board (CB) fordern. Beide werden dafür kritisiert, daß sie das Vertrauen in die Währungsstabilität nicht herstellen, sondern für ihr Gelingen voraussetzen müssen. Ist es – wie in Entwicklungsländern – nicht vorhanden, wirkt die von beiden geforderte Geldmengenkontrolle destabilisierend.

Anmerkungen

- 1 D.h., wieviel Robinson und Freitag davon als Freizeit unmittelbar verbrauchen möchten, und wieviel sie davon als Arbeitszeit verwenden, um dann Güter konsumieren zu können.
- 2 Die höheren Preise bewirken eine Art „erzwungene Ersparnis“ der Haushalte, denn de facto können sie mit ihren gegebenen Einkommen dann weniger Güter kaufen.
- 3 Der Unterschied zwischen Inflationsprozeß und Preisniveaushub ist entscheidend: Problematisch ist ein Inflationsprozeß, die Preis-Lohn-Spirale, nicht der Preisniveaushub als statistischer Ausdruck von Einzelpreiserhöhungen bei hoher, die Beschäftigung stimulierender Nachfrage. Selbstverständlich ist es für Zentralbanken im Einzelfall schwierig, eine statistisch gemessene Preisniveauserhöhung zu interpretieren. Aber man könnte den Unterschied zwischen der Geldpolitik der amerikanischen Federal Reserve Bank (Fed) und der deutschen Bundesbank so charakterisieren: die Fed unter Alan Greenspan ist geneigt, jede Preisniveauserhöhung als Schub zu deuten und deshalb geschehen zu lassen, was die Profitierungen der Unternehmen regelmäßig bestätigt; die deutsche Bundesbank neigt hingegen dazu, jede Preisniveauserhöhung als Beginn einer Inflation zu sehen, und drohte zumindest mit restriktiven Maßnahmen, was Profitserwartungen dämpfte.
- 4 Kann die Zentralbank das nicht glaubwürdig androhen, z.B. weil es sich um eine verstaatlichte Geschäftsbank mit Rückendeckung der Regierung handelt, hat sie offenkundig nicht die Hoheit der Geldemission. In ein solches Geld wird die Bevölkerung ebenso wenig Vertrauen haben wie in eines, das im Zuge der Finanzierung von Budgetdefiziten in Umlauf gebracht wird (vgl. Text).
- 5 Ich komme auf die Vorstellung, Geld müsse durch etwas anderes als Zahlungsverprechen, Warenwerte wie Gold oder Güter, „gedeckt“ sein, im vierten Abschnitt zurück (vgl. auch Anm. 11).
- 6 Das ist die jedem Reisenden geläufige Ausdrucksweise: Aus Sicht Europas ist ein Euro derzeit weniger als ein Dollar wert.

- 7 Dieser Effekt – daß die Wechselkursvolatilität zu Lasten des Schuldnerlandes geht, es also ein positives Zinsdifferential zu einem Gläubigerland aufweist – läßt sich in einem Standardmodell der Portfoliowahl zeigen (Branson/Henderson 1985, Schelkle 2000: Kap. 4.2).
- 8 Für hilfreiche Kritik einer früheren Fassung dieses Abschnitts danke ich Karl Betz, Ulrich Fritzsche, Helke Joeßges sowie Tobias Roy.
- 9 In IWF-Programmen wird der unterstellte Anpassungsprozeß bewußt implementiert (IWF 1987: 12–17; Polak 1997: 5–9). Das ist der Ansatzpunkt für meine anschließende Kritik.
- 10 Entsprechend stagniert das Wachstum in Argentinien, wo eine neue Regierung versucht, das CB entsprechend den Spielregeln einzuhalten und damit eine anhaltende Rezession erzeugt (Financial Times vom 17.8.2000: 5).
- 11 In dieser Hinsicht war auch der Goldstandard kontraproduktiv und destabilisierend, insofern Länder ihre Geldversorgung dadurch knapp zu halten versprachen, daß sie sie an die Deckung durch Gold banden. Plötzliche Goldfunde erzeugten Inflation, während Expansionen gehemmt wurden, wenn nicht gerade Goldfunde gemacht wurden. Dagegen verbindet eine unabhängige Zentralbank die Funktion der Währungsstabilisierung mit der Funktion elastischer Liquiditätsversorgung, deren Geld nur durch Zahlungsverprechen „gedeckt“ ist.
- 12 In diesem Punkt unterscheide ich mich einerseits von Roubini (1998), der seine vernichtende Kritik an CBs mit einem Plädoyer für flexible Wechselkurse verbindet. Andererseits unterscheidet sich meine Position aber auch von Hausmann et al. (1999), die auf empirischer Basis zu dem Schluß kommen, daß Festkurssysteme entwicklungsökonomisch vorteilhaft sind (insbesondere durchschnittlich niedrigere Realzinsen aufweisen), deshalb aber für Currency Boards als dem „festesten“ Regime plädieren.
- 13 Sie verlangen z.B. am Höhepunkt der Asienkrise, der IWF solle die Einrichtung eines CB in Indonesien vortreiben.
- 14 Die gegenüber Ländern, sog. souveränen Schuldnern, übliche Form der Zinsbestimmung ist ein Aufschlag auf den Geldmarktzins eines bedeutenden Finanzplatzes wie London. Steigt dieser Zins, steigen auch die Zinsen für Kredite an Drittland-Länder. Oder die Neuemission von Schuldscheinen an den Kapitalmärkten wird teurer.

Literatur

- Balifo, T. J. T. und C. Enoch. 1997. *Currency Board Arrangements. Issues and Experience*. IMF Occasional Paper 151. Washington D.C.
- Betz, K. 2000. *Indien: Ein frühes currency board?* Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der FU Berlin, Nr. 2000/14. Berlin.
- Bofinger, P., J. Reischle und A. Schächter. 1996. *Geldpolitik. Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente*. München: Verlag Franz Vahlen.
- Branson, W. H. 1979. „Exchange Rate Dynamics and Monetary Policy“, *Inflation and Unemployment in Open Economies*, hg. von A. Lindbeck. Amsterdam usw.: Elsevier. 189–224.
- Branson, W. H. und D. W. Henderson. 1985. „The Specification and Influence of Asset Markets“, *Handbook of International Economics*, hg. von R. W. Jones und P. B. Kenen, Bd. II Kap. 15. Amsterdam usw.: Elsevier.
- Calvo, G. A., L. Leiderman und C. M. Reinhart. 1996. „Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s.“ *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 10, Nr. 2, 123–139.
- Edwards, S. 2000. *Exchange Rate Systems in Emerging Economies*. Hintergrundstudie zu IFIAC (2000). Washington D.C.: U.S. Government, Department of the Treasury.
- Frenkel, M. und L. Menkhoff. 2000. *Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*. Berlin usw.: Springer Verlag.
- Freytag, A. 1998. „Geldpolitische Regelbindung als Teil der wirtschaftlichen Gesamtordnung: Das argentinische Currency Board“, in: *ORDO* Bd. 49, 379–399.

- Fuhrmann, W. 1999. „Zur Theorie des Currency Boards“, *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 48. Jg., 85–104.
- Hanke, S. H. und K. Schuler. 1994. *Currency Boards for Developing Countries*, San Francisco CA: ICS Press.
- Hausmann, R., M. Gavin, C. Pages-Serra und E. Stein. 1999. *Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime*, unveröff. Manuskript. Washington D.C.: Inter-American Development Bank.
- Internationaler Währungsfonds. 1987. *Theoretical Aspects of the Design of Fund-Supported Adjustment Programs*. Occasional Paper No. 55, Washington D.C.: IWF.
- Jochim, A. 1998. „Currency Board and Crawling Peg – Combining the Technical and Political Sustainability of Exchange Rate Based Stabilization“. In: *Intereconomics* Bd. 33, 289–293.
- Meier, G. M. 1995. *Leading Issues in Economic Development*, 6. Auflage. Oxford usw.: Oxford University Press.
- Polak, J. 1997. *The IMF Monetary Model at Forty*. Working Paper WP/97/49. Washington D.C.: IWF
- Riese, H. 1986. „Entwicklungsstrategie und ökonomische Theorie – Anmerkungen zu einem vernachlässigten Thema.“ *Ökonomie und Gesellschaft*. Jahrbuch 4: Entwicklungsländer und Weltmarkt. 157–196. Frankfurt a.M./New York: Campus Verlag.
- Roubini, N. 1998. *The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards*. Web-Dokument <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/CurrencyBoardsRoubini.html>.
- Schadler, S. et al. 1995. *IMF Conditionality: Experience Under Stand-by and Extended Arrangements. Part I: Key Issues and Findings*. Occasional Papers Nr. 128. Washington, D.C.: IWF.
- Schelkle, W. 2000. *Monetäre Integration. Bestandsaufnahme und Weiterentwicklung der neueren Theorie*. Contributions to Economics. Heidelberg: Physica-Verlag (i.E.).
- Schweickert, R. 1998. „Chancen und Risiken eines Currency Board Systems“. *Die Weltwirtschaft* H. 4, 421–442.

Waltraud Schelkle, Freie Universität Berlin,
 FB Wirtschaftswissenschaft, Boltzmannstrasse 20, D-14195 Berlin,
 Website: <http://www.wiwi.wiwi.fu-berlin.de/w3/w3lorenz/index.htm>
 E-mail: schelkle@wiwi.wiwi.fu-berlin.de