

Feste(re) Wechselkurse für Entwicklungsländer?

von

Heiner Flassbeck

Finanzplatz, September 2002

Feste Wechselkurse sind erneut in die Kritik geraten. Die Kritiker stützen sich auf die negativen Erfahrungen in Südamerika und Asien mit soft pegs, bei denen sich die Währung eines Schwellenlandes einseitig an eine Leitwährung anbindet, in Krisen aber abgewertet werden kann, wie das in Europa vor Beginn der Währungsunion der Fall war. Solche festen, aber prinzipiell anpassungsfähigen Wechselkurse sind allerdings anfällig gegen spekulative Attacken, weil Regierungen und Notenbanken dazu neigen, einen festen Wechselkurs auch dann noch zu verteidigen, wenn es nicht mehr gerechtfertigt ist.

Länder, die den Wechselkurs als "monetären Anker" nutzen, also mit Hilfe einer Hartwährungspolitik die Inflation in die Knie gezwungen haben, fürchten Abwertungen wegen ihrer inflationären Effekte. Da aber erfolgreiche Inflationsbekämpfung regelmäßig mit einer realen Aufwertung der Währung des ankernden Landes einhergeht, also mit einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit, ist eine Abwertung am Ende gleichwohl unausweichlich. Hält ein Land zu lange an dem einmal fixierten Wechselkurs fest, ist das eine Einladung an die Märkte, gegen die Währung zu spekulieren. In Europa ist dieser Fall zuletzt 1992 aufgetreten; Italien und Großbritannien mußten schließlich trotz massiven Widerstandes abwerten. Brasilien, Mexiko und Rußland fallen in den 90er Jahren ebenfalls in diese Kategorie.

Seit Anfang der 90er Jahre vertraten der IWF und die meisten Ökonomen die Position, besser als solche mittleren Varianten seien "Ecklösungen". Nach dieser Doktrin galten nur solche Währungssysteme in den "Ecken" des Kontinuums zwischen absolut festen Wechselkursen (hard pegs) und frei schwankenden Kursen (floating) als krisensicher. Argentinien etwa befand sich mit seinem "currency board" in einer Ecke. Dummerweise hat die argentinische Krise gezeigt, daß auch absolut feste Kurse keineswegs krisensicher sind. Folglich ist nur die Ecke flexibler Kurse übrig geblieben.

Leider funktioniert aber auch diese Ecke nicht. Nehmen wir an, die osteuropäischen Beitrittskandidaten zur EU wollen bis 2006 ihre Inflationsrate von jetzt etwa 10 % auf den von der EU noch tolerierten Wert von 2 % reduzieren. Gelingt ihnen in jedem Jahr ein Rückgang um 2 Punkte, werden sie in vier Jahren reif für die Aufnahme in die EWU sein. Bei einem absolut festen nominalen Wechselkurs hätten sie aber bis dahin um etwa 20 % real aufgewertet, nämlich um die kumulierten Differenzen der Inflationsraten gegenüber der EWU. Um nicht für alle Zeit gegenüber den alten Mitgliedern im Nachteil zu sein, müßten die Länder durch eine Deflation mit 20 % Preissenkung gehen, was ökonomisch äußerst problematisch und politisch kaum durchzusetzen ist.

Flexible Wechselkurse lösen dieses Dilemma nicht auf. Sie würden nach aller Erfahrung sogar destabilisierend wirken. In der Anpassungsphase, also von 2002 bis 2006, bieten die Beitrittskandidaten nämlich - bei unüberschaubaren Erfolgen an der Inflationsfront - äußerst attraktive Zinsbedingungen für internationale Anleger. Weil ihre Inflationsraten noch höher als in

der EU sind, liegen auch die Nominalzinsen deutlich über denen in Westeuropa. Da die internationalen Anleger kurzfristig die Abwertungsgefahr ignorieren, fließt Kapital in diese Länder und führt in der Regel zu einer noch stärkeren realen Aufwertung als bei festen Wechselkursen. Die unumgängliche Abwertung muß dann durch eine, meist sehr teure, Währungskrise erzwungen werden.

Nur bei der mittleren Variante prinzipiell anpassungsfähiger Wechselkurse könnte dagegen die notwendige Bereinigung der Wettbewerbsposition, mithilfe einer einmaligen nominalen Abwertung und mit Unterstützung des Europäischen Währungssystems, vermutlich ohne größere Friktionen durchgesetzt werden.

Flexible Wechselkurse stellen vor allem auf die Stabilität der Finanzbeziehungen zwischen Schuldner und Gläubiger ab und ignorieren die überragende Bedeutung von fundamentalen Ungleichgewichten wie dem Verlust von Wettbewerbsfähigkeit für das Entstehen von Krisensituationen. Um in Entwicklungs- und Schwellenländern den Einfluß spekulativer Kapitalströme zu minimieren, mag die "Ecke" flexibler Kurse temporär helfen, die "Einladungen" an Spekulanten im Sinne sicherer Wetten in Krisensituationen in Grenzen halten. Der Versuch dieser Länder aber, bei offenen Grenzen für Güter und Kapital das monetäre System zu stabilisieren sowie Jobs und Wachstum zu schaffen wird durch flexible Kurse erheblich erschwert.

Hinzu kommt: Flexible Kurse beeinträchtigen Handel und Entwicklung. So hat Argentinien 2001 abwerten müssen, weil es 1999, nach der realen Abwertung des brasilianischen Real, nur noch um den Preis einer massiven Deflation seine Wettbewerbsfähigkeit hätte wiederherstellen können. Nachdem Argentinien nun um fast 70 % abgewertet hat, wertet auch der Real erneut weit stärker als von den Fundamentaldaten her gerechtfertigt ab, was die Spirale von Abwertung und Inflation in Argentinien erneut in Gang setzt. Massive Fehlallokation bis hin zum gesamten Verlust der Vorteile des internationalen Handels ist die Folge.

Kaum ein Faktor hat größere negative Auswirkungen auf die internationalen Handelsströme als massive reale Wechselkursänderungen. Während aber für den Handel ein ausgeklügeltes internationales Regelwerk existiert, werden die Schocks durch reale Wechselkursänderungen von der Politik schlicht ignoriert. Man setzt sich einfach mit der Fiktion, der Wechselkurs sei ein monetäres Phänomen, darüber hinweg.

Wer Länder in die Ecke absolut fester oder absolut flexibler Kurse drängt, will offenbar von der Verantwortung ablenken, die er bei jedem multilateralen System übernehmen müßte. Bei allen vernünftigen Mittel- und Verbindungswegen wie einem crawling peg oder einem Ankersystem mit multilateraler Überwachung nach Vorbild des EWS müssen nämlich auch die Reservewährungsländer Verantwortung für die Funktionsweise des gesamten Systems übernehmen.

Europa hat in den vergangenen 30 Jahren trotz vereinzelter Krisen gezeigt, daß das funktionieren kann. Die Vollendung des Binnenmarktes durch die Abschaffung der Wechselkurse krönte diese Strategie. Nur wenn es auch in anderen Teilen der Welt gelingt, einheitliche Währungsverhältnisse mit festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen zu schaffen, können die globalisierten Märkte die Vorteile bringen, die man allenthalben versprochen hat.