

Die *Currency boards* der baltischen Beitrittsländer sind stabil und mit dem Wechselkursmechanismus der EU kompatibel

Das Wechselkurssystem der meisten Beitrittskandidaten entspricht zur Zeit nicht dem Wechselkursmechanismus der EU (WKM II). Die EU sieht auch die Currency boards (Estland, Litauen und Bulgarien) als nicht akzeptable Substitute an. Gleichwohl ist die Aufrechterhaltung dieser Systeme auch nach Beitritt zum WKM II unter bestimmten formalen Voraussetzungen möglich. Dann hängt eine Prüfung ihrer Stabilität nur von ökonomischen Kriterien ab. Dazu gehört insbesondere die Frage, ob bei einem Fixkurssystem ohne Band die nur sehr beschränkte geldpolitische Manövrierfähigkeit der Zentralbanken dieser Länder ausreicht, unerwünschte Devisenzuflüsse zu sterilisieren oder gar spekulativen Attacken erfolgreich zu begegnen. Die bisher erfolgreiche Funktionsfähigkeit der Currency boards und die ihr zugrunde liegenden Faktoren wecken wenig Zweifel an der zukünftigen Stabilität im WKM II zumindest im Falle der baltischen Länder. Ebenso unwahrscheinlich ist, dass vom EU-Beitritt negative Anreizwirkungen auf die Fiskal- und Lohnpolitik ausgehen.

Currency board ein „nicht akzeptables Substitut“ für den WKM II?

Mit dem Beitritt zur Europäischen Union werden die mittel- und osteuropäischen Länder mittelfristig auch an der Währungsunion teilnehmen. Ihnen wurde keine *Opting-out*-Klausel eingeräumt, wie sie noch Großbritannien und Dänemark erhalten hatten. Als neue Mitglieder der EU haben die Länder die Stabilität ihrer Währung in einer zumindest zwei Jahre dauernden Phase zu testen, dem WKM II, bis sie den Euro übernehmen können. Der WKM II beinhaltet einen fixen Leitkurs mit Schwankungsbreiten von üblicherweise $\pm 15\%$.¹ Die Testphase beinhaltet zwei wichtige Verpflichtungen: Zum einen sind die Zentralbanken bei Erreichen der Interventionskurse verpflichtet, am De-

visenmarkt zu intervenieren, um den Wechselkurs im Band zu halten. Sie können dabei auf verzinlichte kurzfristige Kredite der EZB und der anderen Zentralbanken zurückgreifen.² Zum anderen sind die Zentralbanken gehalten, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu verfolgen. Die damit einhergehende Pflicht zur weitgehenden Neutralisierung eines etwaigen Devisenangebotsüberschusses setzt einen funktionsfähigen Geldmarkt mit entsprechenden Instrumenten der Zentralbank voraus.

Bisher hat von den mittel- und osteuropäischen Beitrittskandidaten nur Ungarn wichtige Regelungen des WKM II bereits im Verlaufe des Jahres 2001 eingeführt. Die bis dahin bestehende gleitende Parität des Forint zum Euro wurde fixiert und das enge Band von $\pm 1,25\%$ auf $\pm 15\%$ ausgeweitet. Kompatibilitätsprobleme dürfte es auch im Falle Lettlands nicht geben, welches seit Anfang 1994 ein Fixkurssystem hat (bisher ohne Schwankungsbreite), wobei die Währung an die Sonderziehungsrechte gebunden ist. Eine Reihe anderer Länder hat einen floatenden Wechselkurs eingeführt, dieser ist am weitesten von den Regeln des WKM II entfernt.

Der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU nimmt eine eher ablehnende Haltung gegenüber der Vereinbarkeit eines *Currency boards* (Bulgarien, Estland und Litauen) mit einer Mitgliedschaft im WKM II ein. Der Rat hat in einer Stellungnahme von 2000 ein *Currency board* als ein nicht akzeptables Substitut für eine Teilnahme am WKM II bezeichnet, weil es die marktmäßige Überprüfung der Stabilität des Wechselkurses in der Testphase nicht zuzulassen scheint. Der Rat hat allerdings hinzugefügt, dass es unter Umständen durchaus mit dem WKM II kompatibel ist, ohne diese Umstände

¹ Zur Ausgestaltung des WKM II vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK: Die technische Ausgestaltung des neuen europäischen Wechselkursmechanismus, in: Monatsbericht Oktober 1998, S. 19-25 und EUR-LEX: Community Legislation in force – Document 498Y1113(01), Art. 3. http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1998/en_498Y1113_01.html vom 12. März 2002.

² Interventionskurse werden gemeinsam von EZB und Zentralbank des Mitgliedslandes festgelegt und liegen innerhalb des $\pm 15\%$ -Bandes. Die EZB und die anderen Zentralbanken können eine weitere Kreditvergabe suspendieren, wenn sie befürchten, dass die Preisstabilität in der EU gefährdet wird – was allerdings bei den relativ kleinen baltischen Ländern –, die im Vordergrund unserer Betrachtung stehen, kaum vorstellbar ist. Trotz des $\pm 15\%$ -Bandes halten wir den WKM II nicht für einen annähernd freien Float, wie häufig von Kritikern angeführt. Mit den automatischen Interventionen testet der WKM II die Stabilität eines Wechselkurses eher unter den harten Restriktionen eines Fixkurssystems.

näher zu beschreiben.³ Damit besteht eine Unsicherheit bezüglich der formalen und ökonomischen Kompatibilität eines *Currency boards* mit dem WKM II vor allem gegenüber einer Mitgliedschaft Estlands und Litauens, denn mit diesen beiden Ländern nähern sich die Beitrittsverhandlungen absehbar Ende 2002 einem Ende. Estland hat bereits seine Absicht bekundet, sein derzeitiges Wechselkurssystem auch im WKM II beizubehalten.⁴ Für Bulgarien stellt sich die Frage erst mittelfristig.

Die Grundidee bei der Einführung eines *Currency boards* in einigen Ländern Mittel- und Osteuropas war, durch die Aufgabe einer eigenständigen Geldpolitik und die Anbindung an die Währung eines Ankerlandes dessen geldpolitische Glaubwürdigkeit zu importieren. Die heimische Geldmenge wird exogen bestimmt und hängt im Wesentlichen von einer Änderung der Devisenreserven ab. Durch den Verzicht auf eine eigenständige Geldpolitik gelang es in den baltischen Ländern die Inflation relativ zügig herunterzuführen und somit die Grundlage für eine realwirtschaftliche Erholung zu legen.

Currency boards auch mit WKM II formal kompatibel

Im Rahmen der Heranführungsstrategie zur Einführung des Euro bedarf es der ausdrücklichen Zustimmung der EU, dass ein Mitgliedsland dem WKM II mit einer geringeren als der üblichen Bandbreite beitrifft. Dänemark beispielsweise erlangte diese; die Schwankungsbreite der Krone liegt bei 2,25%. Insofern ist ein $\pm 0\%$ -Band, wie von Estland angestrebt, formal mit dem WKM II vereinbar. Gleichwohl ist zu fragen, warum für Neu-Mitglieder nicht der Regelfall gelten sollte. Die Antwort gibt nur eine eingehende und positiv ausfallende Prüfung der Tragfähigkeit einer solchen Lösung. Letztendlich ist die Zulässigkeit des *Currency boards* im WKM II auch eine politische Entscheidung,

³ Vgl. EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS: Exchange rate aspects of enlargement, in: European Economy: Supplement C, Economic Reform Monitor 2001, No. 1, S. 1-3 vom 4. April 2002. http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/european_economy/2001/c_2001_01_en.pdf.

⁴ Vgl. KRAFT, V.: Estonia's upcoming Financial Policy Tasks and Accession to the European Union, in: Eesti Pank Bulletin 2001, No. 7, S. 6-8 vom 4. April 2002. <http://www.ee/epbe/bulletin01/7/europe/index.pdf>. Hier nach bezeichnet Estland sein Wechselkurssystem nicht als Currency board, sondern als Fixkurssystem.

dennoch ist die Frage nach der ökonomischen Vorteilhaftigkeit der Sonderbehandlung unabdingbar. Hier ist eine Betrachtung aus verschiedenen Blickwinkeln erforderlich:

- (a) Wo liegen die zentralen Konflikte zwischen einem *Currency board* und einem Fixkurssystem á la WKM II?
- (b) Welche Eigenschaften weisen die *Currency-board*-Systeme der Beitrittskandidaten auf?
- (c) Bedeutet der EU-Beitritt einen exogenen Schock für die Neu-Mitglieder, der die Stabilität eines *Currency boards* im WKM II gefährdet?

Vor- und Nachteile eines Currency boards im Vergleich mit dem traditionellen Fixkurssystem

In der vergangenen Dekade ließ sich unter den mittel- und osteuropäischen Beitrittskandidaten ein Wechsel von fixen oder quasi-fixen⁵ Systemen zu einem floatenden Wechselkurs oder zu einem *Currency board* beobachten (vgl. Abbildung). Die Entwicklung folgte einem weltweiten Trend: Unter 185 beobachteten Wechselkursen stieg der Anteil der floatenden Wechselkurse zwischen 1991 und 1999 von 23% auf 42%.⁶ Die Anzahl der sog. *hard pegs* nahm ebenfalls, wenn auch etwas schwächer, zu. Dazu gehört das *Currency board*, aber auch die Übernahme einer stabilen Fremdwährung als Landeswährung („Dollarisierung“).⁷

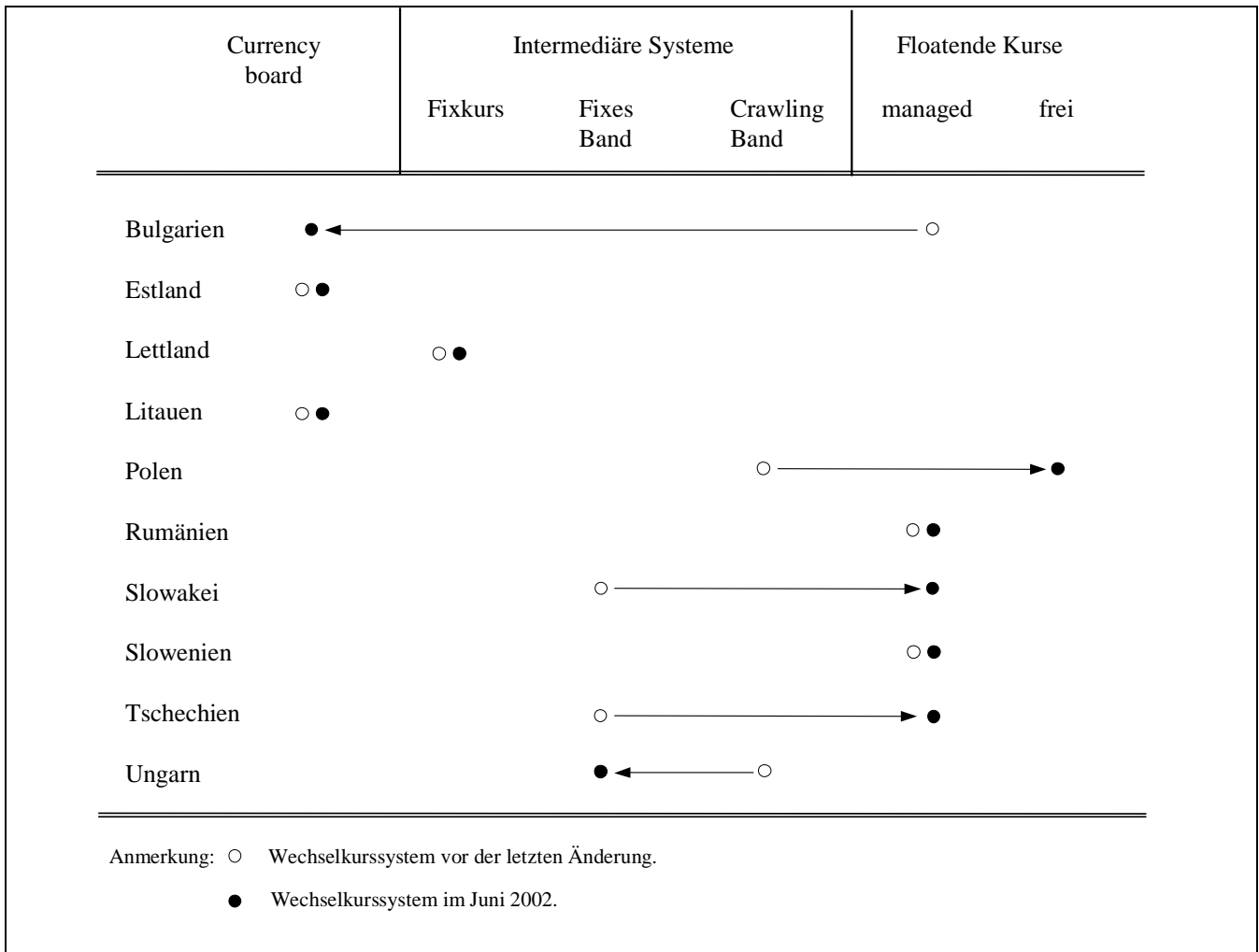
Die Absetzbewegung hin zum Float oder zum *Currency board* erfolgte vor dem Hintergrund einer stärkeren Anfälligkeit insbesondere von Schwellenländern für Finanzkrisen.

⁵ Als quasi-fix wollen wir fixe Kurse mit einem Band, gleitende Kurse sowie Bänder mit einem gleitenden Kurs bezeichnen. In diesen Fällen liegt ein explizites Wechselkursziel der Zentralbank vor. Der Begriff „flexibler Wechselkurs“ wird von uns nicht verwendet, weil er die substantielle Unterscheidung zwischen einem frei floatenden Kurs und einem Band um eine zentrale Parität nicht erlaubt.

⁶ Vgl. CORKER, R.; BEAUMONT, C.; VAN ELKAN, R.; IAKOVA, D. (2000): 'Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU accession', IMF Policy Discussion Papers, PDP/00/3. IMF 2000.

⁷ In einigen Beitrittskandidatenländern wird eine einseitige Euroisierung diskutiert, die das IWH jedoch nicht als realistische Option ansieht, sodass sie hier nicht weiter betrachtet wird.

Abbildung:
Wechselkursarrangement von Beitrittskandidaten in Mittel- und Osteuropa



Quellen: Nationale Zentralbankberichte; EBRD Transition Report, verschiedene Ausgaben; Darstellung des IWH.

Die Nachteile eines traditionellen Fixkurssystems sind bekannt. In der Regel gelten sie als erste Opfer spekulativer Attacken. In Mittel- und Osteuropa steht dafür die Währungskrise in der Tschechischen Republik vom Mai 1997.

Im *Currency board* ist zwar wie bei jedem Fixkurssystem die Präsenz der Zentralbank am Devisenmarkt alltäglich, sie übernimmt lediglich eine Umtauschfunktion, aber sie interveniert nicht, um den gewählten Kurs zu halten. Die Regierung kann ihn auch nicht diskretionär abwerten. Darüber hinaus sind eigene geldpolitische Aktivitäten quasi gesetzlich verboten (bzw. extrem eingeschränkt), mit denen alternativ zu Interventionen der Kurs verteidigt werden könnte. Im Falle eines freien Wechselkurses, der anderen Ecklösung, wird die Aktivität der Zentralbank auf die banktypische Steuerung der

Geldmenge („Sterilisierung“) reduziert; der Wechselkurs passt sich an. Im klassischen *Currency board* fehlt genau dies. Die Aktivitäten reduzieren sich auf den Umtausch von Fremdwährung zu einem gesetzlich festgelegten Kurs; die inländische Geldmenge passt sich an.

Ein *Currency board* wird als adäquate Lösung des Stabilitätsproblems für ein Land angesehen, dessen Währung international nicht als Reservewährung akzeptiert wird, sodass auch ein freier Wechselkurs die Anfälligkeit gegenüber Währungskrisen nicht verringert. Bei einem freien Wechselkurs sind die Akteure bemüht, ihr Währungsrisiko abzusichern (*Hedging*). Dies setzt aber voraus, dass es Finanzintermediäre gibt, die die Inlandswährung des Schuldners akzeptieren. Dies ist häufig nicht der Fall, wenn die Währung eines Landes

eine Geschichte von Abwertung und Inflation ist.⁸ So brach 1996 in Bulgarien trotz eines Floats eine schwere Währungskrise aus, die erst mit der Einführung des *Currency boards* im Juli 1997 beendet werden konnte. Dieses Beispiel zeigt, dass das mangelnde Vertrauen der Märkte in die Währung gerade der jungen Marktwirtschaften in Mittel- und Osteuropa eine Absicherung des Währungsrisikos bei einem freien Kurs erheblich beeinträchtigen könnte.

Gleichwohl sind auch *Currency boards* nicht immun gegenüber Finanzkrisen: Sie sind erstens wirkungslos gegen einen *Bank Run*, der durch ein schwindendes Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des inländischen Bankensystems ausgelöst wird.⁹ Auf die Liquidität des Bankensektors kann sich ebenfalls das Fehlen einer *Lender-of-Last-Resort*-Funktion der Zentralbank im Falle eines plötzlichen Abzugs von ausländischem Kapital problematisch auswirken. Zweitens: Wenn internationale Investoren nach einer Währungskrise in einem Drittland ihr Portfolio anpassen, kann dies zu einer drastischen Verringerung der Geldmenge im *Currency board* führen. Wenn drittens die Faktorpreise nicht ausreichend nachfrageelastisch reagieren, wird die Verringerung des Geldangebots, ausgehend vom Bankensystem, eine reale Anpassung erzwingen. Die damit ausgelöste Wachstumsschwäche könnte Zweifel in die Fähigkeit, ausländische Forderungen zu bedienen, wecken. Diese Risiken sind der Grund für eine Aufweichung des reinen *Currency boards* in der Praxis. Ein modifiziertes *Currency board* lässt noch Spielraum für zentralbanktypische Aufgaben.¹⁰ Zwar erfolgt die Notenemission nach einer festgelegten Deckungsvorschrift, aber die Zentralbank hält eine Überschussreserve und kann beispielsweise über die Mindestreservpolitik den Geldschöpfungsmultiplikator und damit Geldangebot und Zinssatz beeinflussen.

Ein *Currency board* ist viertens auch nicht immun gegenüber Nachfrage- und Terms-of-Trade-

Schocks. Um dieses Risiko zu verringern, binden Länder ihre Währung typischerweise an eine stabile Auslandswährung, in der der Handel vorwiegend verrechnet wird. In der mangelnden Überdeckung von Verrechnungs- und Basiswährung lag ein wesentliches Element des Kollapses des argentinischen *Currency boards*. Argentinien band den Peso – auch aus Mangel an Alternativen – an den US-Dollar. Aber nur 12% des Handels wurden mit den USA abgewickelt, 30% dagegen mit Brasilien. Nachdem der brasilianische Real im Januar 1999 um 40% gegenüber dem US-Dollar und damit auch gegenüber dem Peso abwertete, wurde die bis dahin schleichende reale Aufwertung des Peso dramatisch beschleunigt. Die folgende Rezession hat letztendlich zum Zusammenbruch der Peso-Bindung im Januar 2002 geführt.

Gründe für den Erfolg der Currency boards in Kandidatenländern

All diese Risiken werfen die Frage auf, warum die *Currency boards* in Mittel- und Osteuropa trotz vieler Instabilitäten im Umfeld und auch trotz einiger spekulativer Attacken (beispielsweise 1997 im Gefolge der Asien-Krisen) nicht in ernsthafte Schwierigkeiten geraten sind. Mehrere Gründe waren dafür ausschlaggebend:

- Die Zentralbanken von Estland, Litauen und Bulgarien besitzen eine gewisse Sterilisierungskapazität. In allen Fällen wird das Sterilisierungsverbot des reinen *Currency boards* nicht vollständig gehalten. Neben der Basisgeldmenge sind auch die Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank in vollem Umfang durch die Devisenreserven bzw. die Netto-Auslandsaktiva gedeckt. Durch diese Überdeckung verfügen die Zentralbanken über eine Interventionsreserve. Diese gibt ihnen die Möglichkeit, die Geldmenge über eine Variation der Mindestreservesätze zu beeinflussen, was sie auch in der Vergangenheit mehrmals taten, beispielsweise während der Asienkrise im Sommer 1997.¹¹
- Im Falle der baltischen Länder kommt hinzu, dass es sich nur um kleine inländische Aktien- und Schuldtitelmärkte handelt, deren Umsätze makroökonomisch mit den verbleibenden (ver-

⁸ In der Währungskrisenliteratur wird dies als *Original-sin*-Hypothese bezeichnet. Vgl. EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.: *Exchange Rates and Financial Fragility*, NBER, Working Paper No. 7418, Cambridge, MA 1999.

⁹ Modelliert haben dies CHANG, R.; VELASCO, A.: *The Asian Liquidity Crisis*, NBER Working Paper No. 6796, Cambridge, MA 1998.

¹⁰ Vgl. CAPRIO, G.: *The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board: The Case of Argentina*, in: *Open Economies Review* 1996, Vol. 7, Suppl. 1, S. 625-650.

¹¹ Vgl. BRÜGGEMANN, A.; GABRISCH, H.; KÄMPFE, M.; LINNE, T.; ORLOWSKI, L.; STEPHAN, J.: *Währungskrisen in Mittel- und Osteuropa*, Nomos Verlagsgesellschaft. Baden-Baden 2000, Band 5, S. 120 ff.

fügbaren) geldpolitischen Instrumenten offenbar kontrollierbar waren. Angesichts der relativ kleinen Bevölkerungszahl könnten die Märkte selbst im besten Fall wenig Anreize für große internationale Investoren liefern. Aber selbst dieser Rahmen wurde bisher nicht ausgeschöpft, weil die Privatisierung hauptsächlich in Form von Direktverkäufen (und nicht in Form der so genannten Massenprivatisierung) erfolgte, und die geringen fiskalischen Defizite überwiegend langfristig finanziert wurden. Von daher gesehen fiel der Zufluss von kurzfristigem Kapital aus dem Ausland sehr gering aus und beschränkte sich auf die Finanzierung von Handelsumsätzen. Kapitalzuflüsse waren vorwiegend langfristiger Natur – in Form von ausländischen Direktinvestitionen. Vor allem dieser Faktor trug dazu bei, dass die spekulativen Attacken gegen die estnische Krone infolge der Asienkrise von der *Eesti Pank* relativ leicht beherrscht werden konnten.

- Die Anfälligkeit gegenüber Finanzkrisen, etwa auf dem Wege der Übertragung, ist auch dann gering, wenn der Bankensektor privatisiert und vorwiegend in ausländischem Eigentum ist. Dies gilt insbesondere für Estland. Die fast vollständige internationale Integration des Bankensektors (in die EU) relativierte den Verlust der *Lender-of-last-resort*-Funktion der Zentralbank und das Problem etwaiger Liquiditätsengpässe. Gleichzeitig wurden die besten Voraussetzungen für eine Aufsicht und Kontrolle durch die Eigentümer gegeben.
- Schließlich gestaltete sich die Kombination von Verrechnungs- und Basiswährung in den baltischen Ländern und Bulgarien erheblich günstiger als etwa im erwähnten Beispiel Argentinien. Die Währungen Bulgariens und Estlands wurden vollständig an den Euro (bzw. vorher an die DM) gebunden, die Währung Lettlands an die Sonderziehungsrechte. Lediglich die litauische Währung wurde an den US-Dollar gebunden.¹² Das Verhältnis zwischen Euro und US-Dollar war aber in der Vergangenheit relativ stabil.¹³ Alle betrachteten Länder haben ihren Handel in den 90er Jahren auf die Europäische Union um-

orientiert. Als der russische Rubel im Herbst 1998 drastisch abwertete, wurden die baltischen Länder und Bulgarien nur marginal betroffen. Russland absorbiert nur knapp 7% der Exporte Estlands und 7% derjenigen von Litauen.¹⁴ Bulgarien exportiert wenig mehr als 2,5% nach Russland. Umgekehrt beträgt der Anteil der EU an den Exporten zwischen 48% (Litauen) und 69% (Estland).

EU-Beitritt als exogener Schock?

Könnte der EU-Beitritt die institutionellen und ökonomischen Rahmenbedingungen dergestalt ändern, dass er einem exogenen Schock für die Neu-Mitglieder gleichkäme? Demzufolge könnte es zu verstärkten Kapitalzuflüssen kommen, die die Stabilität des *Currency boards* unterminierten. Die Kapitalzuflüsse sind aber vor allem in Form von Direktinvestitionen und Strukturfondsmitteln zu erwarten. Hierbei handelt es sich um langfristige und investiv verwendete Mittel, die erfahrungsgemäß mit Produktivitätssteigerungen einhergehen, sodass die Befürchtung einer destabilisierenden Wirkung der Zuflüsse eher unbegründet erscheint.

Darüber hinaus können negative Anreizwirkungen für die Solidität der Fiskalpolitik ausgelöst und eine Verhaltensänderung der Tarifparteien induziert werden. Die Tarifparteien könnten versucht sein, hohe Lohnabschlüsse zu finden, um die Einkommenslücke gegenüber den Alt-Mitgliedern der EU rasch zu schließen. Diese Befürchtung erscheint unbegründet. Die noch relativ hohe Arbeitslosigkeit und die liberale Arbeitsmarktpolitik in den baltischen Ländern lassen keine Lohnpolitik erwarten, die kurz- bis mittelfristig die Preisniveaustabilität und letztendlich die Stabilität der *Currency boards* gefährden könnten.¹⁵

Hinsichtlich der Anreizwirkungen für die Fiskalpolitik gelten auch für die zukünftigen Mitglieder bereits die Regelungen des *Acquis communautaire* und bei der abschließenden Prüfung der wirtschaftlichen Konvergenz die relevanten Kriterien. Die baltischen Länder haben den Art. 101 des EG-Vertrags (Amsterdamer Fassung), der die Zentralbankfinanzierung der Defizite des öffentlichen Sektors verbietet, bereits in nationales Recht umgesetzt.

¹² Litauen hat sein *Currency board* am 2. Februar 2002 vollständig auf den Euro umgestellt.

¹³ Auch wenn man den Wertverlust des Euro seit seiner Einführung berücksichtigt, handelte es sich nicht um einen schockartigen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit für Litauen und Lettland gegenüber dem US-Dollar.

¹⁴ 4% der lettischen Exporte gehen nach Russland.

¹⁵ Vgl. zur Arbeitsmarktpolitik in Estland IMF: Republic of Estonia: 2002 Article IV Consultation – Staff Report, Country Report No. 02/134, Washington, D. C., S. 26.

Tabelle:

Konvergenzkriterien für ausgewählte mittel- und osteuropäische Länder

- Angaben in % -

	Inflationsrate		Budgetsaldo/BIP		Öffentliche Verschuldung/BIP		Langfristige Zinssätze
	1996	2000	1996	2000	1996	2000	2001
Bulgarien	123,0	10,3	-15,3	-0,7	107,4	76,9	5,0
Estland	19,8	3,9	-1,6	-0,7	6,8	5,3	6,8
Lettland	17,6	2,6	-1,3	-2,7	10,6	14,1	10,2
Litauen	27,4	0,9	-2,8	-3,3	15,7	23,7	6,3
<i>Nachrichtlich:</i> EU-Referenzwert		2,8		3,0		60,0	

Quelle: Economic Commission for Europe, Economic Survey of Europe, 2002 No. 1, S. 190.

Dies gilt auch für einige andere Beitrittskandidaten, nicht jedoch für Bulgarien.¹⁶

Ohnehin stellt gerade ein funktionierendes *Currency board* besonders hohe fiskalische Anforderungen. Ein Ausweis dessen sind die Defizit- und Verschuldungsquoten der *Currency-board*-Länder, die in den meisten Fällen besser ausfallen als die EU-Referenzwerte (vgl. Tabelle).

Somit erscheint nach dem EU-Beitritt auch im Hinblick auf die Fiskalpolitik ein Regimewechsel unwahrscheinlich. Hinzu kommt, dass auch die Maastricht-Kriterien – wie schon bei den Alt-Mitgliedern – einen disziplinierenden Effekt auf die Fiskalpolitik ausüben. Schädlicher erscheint vielmehr für die zukünftigen Mitglieder die Diskussion innerhalb der EU um eine Aufweichung des Budgetkriteriums, die die Bindungswirkung der Kriterien insgesamt schwächen könnte. In diesem Falle könnte ein *Currency board* disziplinierender auf die Fiskalpolitik wirken als die übliche WKM II Regel.

Auch ein anderer Einwand gegen ein *Currency board* im WKM II ist nicht zwingend: der fehlende Markttest der Wechselkursstabilität. Zwar entfällt hinsichtlich der Tauglichkeitsprüfung für die Übernahme des Euro das formale Wechselkurskriterium der spannungsfreien Teilnahme am WKM II, gleichwohl bleibt ein adäquater Markttest weiterhin möglich. Wachsende Devisenreserven, eine sich ent-

spannende Leistungsbilanzposition und die Konvergenz des Zinsniveaus sind ebenfalls aussagekräftige Indizien für einen angemessenen und stabilen Wechselkurs. Jeder Regimewechsel würde nur zur Verunsicherung der Märkte beitragen und wäre daher nicht empfehlenswert.

Insgesamt würde der Beitritt zur EU und zum WKM II nichts an den Gründen ändern, die bisher zum Erfolg der *Currency boards* beitragen. Insofern erscheint ein Fixkurs ohne Band im WKM II auch ökonomisch tragfähig. Damit ist auch ein nahtloser Übergang von *Currency boards* in die Euro-Zone – allerdings ohne eine vorzeitige Euroisierung – möglich.

Hubert Gabrisch
(Hubert.Gabrisch@iwh-halle.de)

Thomas Linne
(Thomas.Linne@iwh-halle.de)

¹⁶ Sämtliche Fortschrittsberichte der Beitrittskandidaten sind zugänglich unter: <http://europa.eu.int/comm/enlargement/-report2001/#Regular Reports> vom 18. August 2002.