

## Währungspolitische Lehren aus dem Scheitern des argentinischen Currency board

*Die Frage nach der richtigen geldpolitischen Strategie für Länder mit einer nur wenig gefestigten Währung ist nach wie vor offen. Der Wandel der wirtschaftspolitischen Empfehlungen wird wesentlich von Erkenntnissen aus neuen Fallbeispielen wirtschaftspolitischer Experimente bestimmt. Die Wirtschafts- und Finanzkrise von Argentinien bietet eine solche Chance zu lernen. Der Krisenausbruch war mit dem Scheitern des dortigen Currency board verknüpft, einer geldpolitischen Strategie, die in Osteuropa gegenwärtig von Bulgarien, Estland und Litauen verfolgt wird. Der Artikel analysiert anhand des Lehrstücks Argentinien die potenziellen Probleme dieser währungspolitischen Strategie und kommt zu Schlussfolgerungen, die auch für die genannten Länder Osteuropas von Bedeutung sind.*

*Mit Hilfe des Currency board konnte Argentinien längere Zeit eine stabilitätsorientierte Geldpolitik von recht hoher Glaubwürdigkeit verfolgen. Die Strategie hilft aber nur deshalb bei der Erlangung von Glaubwürdigkeit, weil ein Abrücken vom Stabilitätskurs mit besonders hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden ist. Aus diesem Grund handelt es sich auch um eine hoch riskante Strategie. Weil der Rückweg zum flexiblen Wechselkurs schwierig ist, bietet sich ein Currency board daher besonders für Länder an, die langfristig sowieso eine Übernahme der Ankerwährung beabsichtigen – was für Bulgarien, Estland und Litauen als Beitrittskandidaten der Europäischen Union ja auch zutrifft.<sup>1</sup> Aber auch für diese Länder gilt, dass die Stabilität des Currency board letztlich vom Vertrauen der internationalen Finanzmärkte in die Handlungsspielräume der Wirtschaftspolitik abhängt. Diese Handlungsspielräume müssen den Finanzmärkten von Fall zu Fall mittels geeigneter wirtschaftspolitischer Maßnahmen kommuniziert werden.*

### **Fixkurssysteme, spekulative Attacken und das Currency board**

Während das Currency board Argentinien in den 90er Jahren als eine Erfolgsgeschichte galt, sehen

heute viele Experten im zu langen Festhalten an der geldpolitischen Strategie eine Hauptursache für die gegenwärtige ökonomische Krise des Landes. Um die Rolle des Currency board beim Zustandekommen der Krise zu verstehen, ist es hilfreich, erst einmal Zweck und Funktionsweise der Strategie im allgemeinen zu klären.

Ein Currency board ist die Sonderform eines Fixkurssystems. In einem Fixkurssystem erklärt sich die Zentralbank bereit, die Landeswährung stets zu einem bestimmten Wechselkurs gegen eine Fremdwährung als „Ankerwährung“ (oder gegen einen Währungskorb) zu handeln. Sie verspricht also, diesen Wechselkurs zu „verteidigen“. Eine solche Politik kann in der überragenden Bedeutung begründet sein, die das Fremdwährungsland als Handels- und Finanzpartner für die heimische Ökonomie spielt. Zumeist soll auch die Stabilität der Ankerwährung durch den Fixkurs importiert werden. Für den Erfolg einer solchen Politik, und das heißt für die Stabilität des Fixkurses selbst, ist es wesentlich, dass das Versprechen der heimischen Zentralbank, ihn zu verteidigen, auch glaubhaft ist. Ansonsten drohen spekulative Attacken auf die Landeswährung: Die Finanzmarktteilnehmer verkaufen in großem Umfang Landeswährung, um von deren erwarteter Abwertung zu profitieren – oder auch, um sich gegen sie zu schützen. Spätestens wenn die Währungsreserven der Zentralbank nicht mehr ausreichen, die Nachfrage nach Fremdwährung zu befriedigen, muss der alte Wechselkurs aufgegeben werden. Die Abwertungserwartung der Marktteilnehmer ist dann zur sich selbst erfüllenden Prophezeiung geworden. Spekulative Attacken haben immer wieder den unterschiedlichsten Fixkurssystemen ein Ende bereitet.

Ein Currency board soll durch zusätzliche Reglung gegen spekulative Attacken immunisieren: Die Zentralbank verpflichtet sich, Reserven der Fremdwährung in einem Ausmaß zu halten, das die von der Zentralbank emittierte Geldmenge (die Geldbasis) mindestens abdeckt.<sup>2</sup> Was die Geld-

<sup>1</sup> Zu der Rolle, die Currency boards im Beitrittsprozess baltischer Staaten zur Europäischen Union spielen, vgl. GABRISCH, H., LINNE, T.: Die Currency boards der baltischen Beitrittsländer sind stabil und mit dem Wechselkursmechanismus der EU kompatibel, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 11/2002, S. 333-338.

<sup>2</sup> Ursprünglich sollten Currency boards vor physischen Attacken schützen: Im britischen Kolonialreich des 19. Jahrhunderts dienten sie dazu, das Geld des Mutterlands (die Ankerwährung) nicht den Risiken der Zirkulation in den Kolonien auszusetzen. Siehe WALTERS, A.: Currency Boards, in: John Eatwell u. a. (eds), The New Palgrave. A Dictionary of Economics: Money. London, New York 1987.

basis betrifft, kann die Zentralbank damit ihr Handelsversprechen stets einhalten: Im Extremfall würde eben die gesamte Basis an die Zentralbank zurückwandern. Wäre die Geldbasis, wie es in früheren Zeiten einmal der Fall war, der Geldmenge gleichzusetzen, könnte die Zentralbank nicht zur Aufgabe des fixen Wechselkurses gezwungen werden, und spekulative Attacken hätten kaum Erfolgsaussichten.

In einer modernen Geldwirtschaft besteht die Geldmenge allerdings zu einem Großteil aus Giralgeld, also aus Guthaben der Privaten bei den Geschäftsbanken. Wollten die Privaten einen größeren Teil dieser Guthaben auf einmal auflösen, um das abgezogene Bargeld beim Currency board in die Ankerwährung umzutauschen, müssten sich die Geschäftsbanken das Bargeld erst einmal bei der Zentralbank besorgen. Falls sie dort nicht über genügend Reserven verfügen und die Währungsreserven der Zentralbank nicht ausreichen, die Geldbasis zur Bereitstellung von Liquidität auszuweiten, droht eine Bankenkrise, ein „Bank run“. Will die Zentralbank eine solche systemische Finanzkrise verhindern und als „Lender of Last Resort“ eingreifen, muss sie von der Deckung der Geldbasis abrücken und das Currency board aufheben.

Auch ein Currency board kann also ein Fixkurssystem nicht für alle Fälle garantieren.

### ***Currency boards und wirtschaftspolitische Ursachen von Währungskrisen***

Allerdings könnte die geldpolitische Strategie eines Currency board dazu beitragen, dass spekulative Attacken erst gar nicht entstehen. Banken- oder Währungskrisen kommen im allgemeinen nicht aus heiterem Himmel. Vielmehr müssen die Akteure auf den Finanzmärkten Anlass haben, ihr Verhalten auf einen „Bank run“ oder auch auf eine „Währungsattacke“ zu koordinieren. Ein solcher Anlass ist in der Vergangenheit immer wieder eine unsolide Haushaltspolitik des betroffenen Landes gewesen. Der Grund ist leicht einzusehen: Eine Quelle der Haushaltsfinanzierung sind neben der Schuldenaufnahme Einnahmen, die aus der Emission von Zentralbankgeld entstehen (die so genannte Seignorage). Diese Einnahmen können, in gewissen Grenzen, durch Erhöhung der Emissionsmenge, also Ausweitung der Geldbasis vergrößert werden. Freilich wird eine solche Politik in der Regel mit der Verteidigung eines Fixkurses nicht vereinbar sein: Die Geldmengenexpansion führt zur Inflation und zwingt letztlich zur Abwertung der Währung. Wenn es die Finanzmärkte für absehbar halten, dass die Regierung in Zukunft

das Ziel der Wechselkursstabilität zugunsten der Einnahmenerzielung wird aufgeben müssen, werden die Finanzakteure versuchen, Verluste aus der Abwertung ihrer Aktiva rechtzeitig zu vermeiden. Es kommt zu einer spekulativen Attacke.

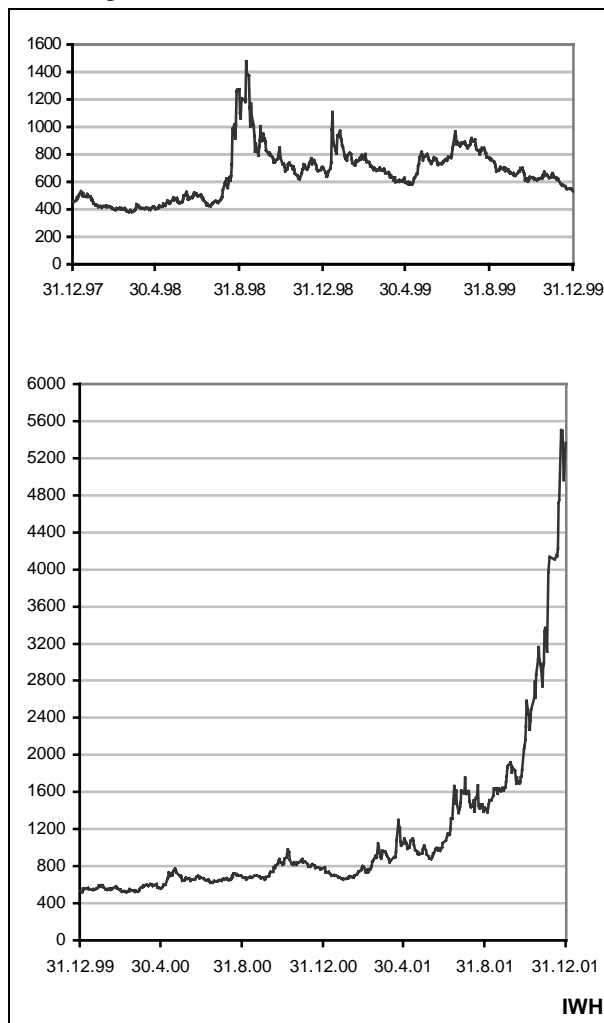
Im Rahmen eines Currency board ist der Umfang der Seignorageeinnahmen allerdings keine Entscheidungsvariable mehr. Die Expansion der Geldmenge wird ja vom Wachstum der Währungsreserven begrenzt. Damit fällt ein wichtiger möglicher Anlass spekulativer Attacken fort – freilich nur unter der Voraussetzung, dass die Finanzmärkte die Selbstbindung der Zentralbank, auch in Zukunft an ihrer Geldpolitik festzuhalten, für glaubhaft halten. Die Chancen und die Risiken einer solchen Strategie lassen sich am Fallbeispiel Argentinien eindrucksvoll demonstrieren.

### ***Der Krisenverlauf***

Im April 1991 setzte die Regierung Menem unter Wirtschaftsminister Cavallo ihren so genannten „Konvertibilitätsplan“ um. Er sicherte den Haltern argentinischer Pesos das Recht zu, diese jederzeit und in unbegrenztem Umfang zum Kurs von 1:1 in US-Dollar einzutauschen. Zur Gewährleistung der Glaubwürdigkeit dieses Systems wurde die argentinische Zentralbank – Banco Central de la República Argentina (BCRA) – verpflichtet, internationale Währungsreserven zumindest im Umfang des durch sie in Umlauf gebrachten Basisgeldes zu halten. Hierdurch sollte vor allem die in der Vergangenheit so verhängnisvolle Finanzierung von Staatsschulden über die Notenpresse glaubwürdig unterbunden werden.

Auf die Errichtung des Currency board folgten weitere Reformmaßnahmen mit dem Ziel einer breiten Liberalisierung der Wirtschaft sowie ihrer Öffnung für die internationalen Kapital- und Gütermärkte. Der Bankensektor wurde – zumeist über Verkäufe an ausländische Banken – in großem Umfang privatisiert und strengen Regulierungsmaßnahmen unterworfen. So mussten argentinische Banken eine Eigenkapitalquote von 11,5% statt der in der Baseler Übereinkunft vereinbarten 8% halten. Darüber hinaus wurde ein obligatorisches Einlagensicherungssystem geschaffen und die Reservepflicht für Banken auf eine breitere Basis gestellt; letztere war bis zum Ausbruch der Bankenpanik im Herbst 2001 mit einem Reserve-satz von 20% im internationalen Vergleich sehr streng. Das Bankensystem Argentinien galt in der Folge als eines der stabilsten unter denen der Schwellenländer.

Abbildung 1:  
 Risikoaufschlag für argentinische Auslandsverbindlichkeiten<sup>a</sup>  
 - in Basispunkten -



<sup>a</sup> Differenz zwischen der Umlaufrendite für Wertpapiere argentinischer Schuldner in Auslandsbesitz und der Rendite für US Treasuries. 100 Basispunkte entsprechen einem Prozentpunkt.

Quelle: JP Morgan.

Diese Reformbemühungen wurden rasch mit Erfolgen belohnt. Die Hyperinflation war mit der Einführung des Currency board vorüber und die Inflationsrate ging binnen zwei Jahren sogar auf einstellige Werte zurück. Das jährliche reale Wirtschaftswachstum betrug bis 1998 durchschnittlich 5,1%. Diese Entwicklung ließ Argentinien als attraktiven Standort für internationale Investoren erscheinen. Dass diese Einschätzung nicht gänzlich unbegründet war, wurde insbesondere im Zuge der Mexiko-Krise 1994/95 deutlich. Zwar büßte in dieser Zeit der BCRA vorübergehend fast 6 Mrd. US-Dollar seiner Währungsreserven ein, und Argentinien wurde in eine Rezession gerissen. Von dieser konnte sich das Land jedoch anschließend schnell

wieder erholen, und der dynamische Wachstumsprozess setzte sich bis zum Sommer 1998 fort.

Allerdings war dieses Bild getrübt durch einen trotz Wirtschaftswachstum und umfangreichen Privatisierungserlösen stetig zunehmenden Schuldenstand der öffentlichen Haushalte. Die zunehmende Verschuldung war auch Konsequenz des Fiskalföderalismus. Dieser schuf Anreize für eine übermäßige Ausgabenpolitik der Provinzregierungen, die durch die Zentralregierung zu alimentieren war. Auch die Reform der Rentenversicherung belastete die öffentlichen Haushalte.

Darüber hinaus verschuldeten sich sowohl Staat als auch privater Sektor in großem Umfang im Ausland, sodass bereits 1998 weit über 50% der Devisenerlöse aus den Exportgeschäften auf die Bedienung von Schulden gegenüber den ausländischen Kapitalgebern entfielen. Zur Finanzierung der Importe mussten zusätzliche Kredite im Ausland aufgenommen werden.

Im Spätsommer 1998 geriet Argentinien – dessen Ökonomie sich gerade in einer konjunkturellen Abschwungphase befand – in die Fahrwasser der ostasiatischen und russischen Finanzkrisen. Die Einschätzung eines grundsätzlich höheren Länderrisikos für Schwellen- und Entwicklungsländer durch die internationalen Finanzmärkte schlug sich in einem Anstieg der durchschnittlichen Differenz zwischen den Renditen auf US Treasuries und auf die Auslandsverbindlichkeiten argentinischer Schuldner nieder. In der Folge stiegen das heimische Zinsniveau und damit die externen Finanzierungskosten für die argentinischen Unternehmen. Die Binnennachfrage ging ebenso zurück wie die Exporte in den zeitgleich krisengeschüttelten Haupthandelspartner Brasilien. Argentinien geriet in eine Rezession. Am 15. Januar 1999 musste Brasilien die Freigabe des bis dahin an den US-Dollar gekoppelten Real verkünden, in deren Folge es zu einer 40prozentigen realen Aufwertung des argentinische Peso gegenüber der brasilianischen Währung kam. Da zusätzlich der US-Dollar und mit ihm der Peso gegenüber dem Euro deutlich an Stärke gewannen, stiegen Argentinien's Terms of Trade, wodurch sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit der argentinischen Wirtschaft verschlechterte.

Quantitativ mindestens ebenso bedeutsam wie die Belastungen des Außenhandels waren jedoch die steigenden Zinszahlungen, die Argentinien aufgrund der bereits aufgelaufenen Auslandsschulden gegenüber ausländischen Gläubigern aufzubringen hatte. Idealtypischerweise käme es bei einem Cur-

rency board im Falle eines Leistungsbilanzdefizits zu einem Abfluss der Währungsreserven, was zu einem Rückgang der heimischen Geldmenge führen würde. Durch die sich dann ergebende reale Abwertung der Währung würde sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit der heimischen Wirtschaft wieder verbessern. Die Zahlungsbilanz käme so wieder zum Ausgleich.

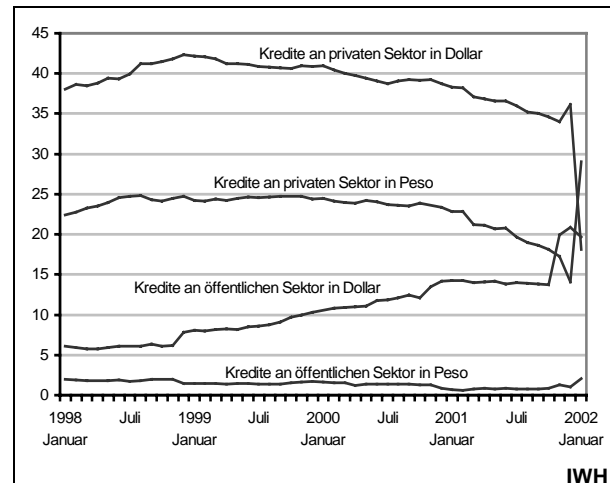
Die Realität in Argentinien sah indes anders aus: Das im Jahr 1999 bestehende Leistungsbilanzdefizit von 4,3% des Bruttoinlandsprodukts wurde über Nettokapitalimporte finanziert. In der schwierigen konjunkturellen Lage, in der sich Argentinien zu diesem Zeitpunkt befand, war die hiermit induzierte zusätzliche Belastung der Leistungsbilanz problematisch. Zudem waren die Gewerkschaften trotz der schlechten Beschäftigungssituation und der deflationären Entwicklung nicht bereit, nominale Einkommenseinbußen zu akzeptieren, und so kam es zu keiner Kostenentlastung der argentinischen Unternehmen. Darüber hinaus führten die übermäßigen Staatsausgaben und die Rezession zu einem zunehmenden Kreditbedarf der öffentlichen Haushalte, der auch über eine verstärkte Inanspruchnahme von inländischen Bankdarlehen gedeckt wurde. Da die Währungsreserven des BCRA nicht mehr zunahm, führte dies zu einer Umschichtung in den Portfolios argentinischer Banken zugunsten der Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor und zu Lasten der Kreditvergabe an den privaten Sektor. Konsequenz waren sich verschlechternde externe Finanzierungsmöglichkeiten für die argentinischen Unternehmen, die zu einem weiteren Rückgang der Investitionen führten und die Rezession verschärften.<sup>3</sup>

Die von der neuen Regierung De la Rúa Anfang des Jahres 2000 durchgesetzten Steuererhöhungen brachten keine nennenswerte Entlastung der öffentlichen Budgets, zumal die Steuerbasis aufgrund der anhaltenden Rezession wegbrach. Der IWF unterstützte zwar das Programm der neuen Regierung im März 2000 mit einem Bereitstellungskredit in Höhe von 5,4 Mrd. Sonderziehungsrechte (entsprechend dem zu diesem Zeitpunkt gültigen Umtauschkurs etwa 7,2 Mrd. US-Dollar). Aufgrund der nachhaltig schlechten Haushaltssituation

<sup>3</sup> So sanken die Anlageinvestitionen zwischen dem dritten Quartal 1998 und dem zweiten Quartal 2000 um mehr als 20%, sodass die Investitionsquote trotz negativer Wachstumsraten für das Bruttoinlandsprodukt im selben Zeitraum von 21,5% auf 17,7% zurückging (Berechnungen des IWH aufgrund von Angaben des argentinischen Wirtschaftsministeriums).

musste diese Kreditzusage im Januar 2001 jedoch nochmals um 5,2 Mrd. Sonderziehungsrechte (entsprechend 6,8 Mrd. US-Dollar) erhöht werden, nachdem Argentinien im Dezember 2000 die bestehende Kreditlinie in Anspruch genommen hatte.

Abbildung 2:  
Kredite argentinischer Banken  
- in Mrd. Peso -



Quelle: Banco Central de la República Argentina.

Aber weder die Engagements des IWF noch die Maßnahmen der Regierung mit dem Ziel einer Konsolidierung der öffentlichen Finanzen überzeugten die internationalen Investoren. Die Länderprämie blieb hoch und stieg seit März 2001 im Gefolge politischer Unstimmigkeiten in der Regierung sogar weiter an. Am 20. März übernahm Domingo Cavallo wieder das Wirtschaftsressort und versuchte über eine Politik der Markteingriffe der Finanzierungskrise der öffentlichen Haushalte Herr zu werden. So wurde eine Steuer auf Finanztransaktionen eingeführt, Exporte wurden subventioniert und zusätzliche Zölle auf Importe erhoben. Das Currency board mit der festen Bindung des Peso an den US-Dollar wurde aufgeweicht, indem ein Währungskorb (zu je gleichen Teilen aus US-Dollar und Euro bestehend) als monetärer Anker dienen sollte, sobald der Euro die Parität mit dem US-Dollar erreichen würde. Da Cavallo auch noch den Präsidenten des BCRA entließ, verstärkten sich die an den Finanzmärkten aufkommenden Zweifel bezüglich der Unabhängigkeit und des Fortbestandes des Currency board. Schließlich brachte Cavallo die argentinischen Banken dazu, ihre Staatsschuldspapiere in zinsgünstigere Kredite umzuwandeln, was einer Erosion des Eigenkapitals für die Banken gleichkam.

Im Juli 2001 wurde deutlich, dass die gegenüber dem IWF zugesagten Budgetgrenzen nicht

eingehalten werden konnten. Ende Juli 2001 betrug daher die Zinsdifferenz bereits über 1 700 Basispunkte und die argentinische Regierung war nicht mehr in der Lage, weitere Kredite an den internationalen Finanzmärkten aufzunehmen. Im August 2001 startete die Regierung eine Null-Defizit-Politik. Zugleich wurde den Provinzregierungen allerdings zugestanden, ihre Defizite durch Emission von eigenen Schuldpapieren mit geringem Stückwert zu finanzieren, die parallel zum Peso als Zahlungsmittel in den Regionen kursieren sollten.

Alle Maßnahmen der Regierung, Herr über die sich verschärfende Krise zu werden, signalisierten indes den internationalen Finanzmärkten, dass eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte unmöglich geworden war und ein Zahlungsausfall bevorstand. Deshalb stieg im September die Finanzierungsprämie weiter und Argentinien wurde als risikoreichster Schuldner weltweit eingestuft. In einer letzten Rettungsaktion legte die Regierung im November 2001 ein groß angelegtes Umschuldungsprogramm auf. Ziel war es, in Übereinkunft mit den Gläubigern die Tilgungszahlungen bis einschließlich 2004 auszusetzen und die Zinslasten um insgesamt 7 Mrd. US-Dollar zu verringern.

Weil die argentinischen Banken zu einem Großteil Forderungen gegenüber einer mutmaßlich zahlungsunfähigen Regierung hielten, wünschten immer mehr Argentinier, einem Verlust ihrer Einlagen durch Auflösen ihrer Konten zu entgehen. In Folge dessen kam es zu einem Abfluss von Währungsreserven bei dem BCRA.<sup>4</sup> Allein am 29. und 30. November 2001 wurden Konten im Umfang von fast 2 Mrd. US-Dollar aufgelöst, und die Regierung reagierte, wie von der Bevölkerung befürchtet, mit dem Einfrieren der Konten: Die Barabhebungen und die Auslandsüberweisungen wurden auf 250 US-Dollar pro Woche und Person begrenzt.<sup>5</sup> Diese Maßnahme verschärfte die Unzufriedenheit der Argentinier. Im Dezember kam es zu öffentlichem Aufruhr und Plünderungen, bei denen sogar Menschen zu Tode kamen.

Schließlich erklärte die Regierung am 23. Dezember offiziell die Zahlungsunfähigkeit. Am 6. Januar 2002 wurde ein Notstandsgesetz verabschiedet, in dem die Aufhebung des Konvertibilitäts-

---

<sup>4</sup> Im Jahr 2001 verringerte sich der Gesamtbestand um etwa 50%, insgesamt über 12 Mrd. US-Dollar, wobei die Hälfte hiervon allein im vierten Quartal abfloss (Berechnungen des IWH aufgrund von Angaben und Schätzungen des argentinischen Wirtschaftsministeriums).

<sup>5</sup> Gleichzeitig wurde der Mindestreservesatz für Bankeinlagen auf 12,5% gesenkt.

gesetzes und damit die Abschaffung des Currency board erklärt wurde. Zudem wurde die sogenannte Pesifizierung beschlossen, nach der Kredite von Finanzinstitutionen, die 100 000 US-Dollar nicht überschreiten, grundsätzlich zum Kurs von 1:1 in Peso umgewandelt wurden; alle anderen Forderungen und Verbindlichkeiten wurden dagegen im Kurs 1:1,4 umgestellt. Die daraus folgende bewertungsbedingte Passivierung ihrer Bilanzen belastet die Banken ebenso wie der Zahlungsausfall ihres Hauptschuldners (des Staates) sowie der depressionsbedingte Anstieg notleidender Kredite an Private.

Gegenwärtig können die öffentlichen Haushalte nur einem Teil ihrer Zahlungsverpflichtungen nachkommen, das Banken- und Finanzsystem ist gelähmt und das reale Pro-Kopf-Einkommen liegt auf dem Niveau von 1990/1991.

### ***Die Krise:***

#### ***Finanzmarktpanik oder Politikversagen?***

Was den Zusammenbruch des argentinischen Currency board unausweichlich machte, war also die pessimistische Einschätzung des Risikos argentinischer Staatstitel durch die internationalen Finanzmärkte. Wie beschrieben wurde, löste die Verweigerung frischen Kapitals aus dem Ausland die Flucht aus heimischer Geldhaltung, also einen „Bank run“, und damit das chaotische Ende des Currency board aus. Es stellt sich die Frage, ob die Wirtschaftskrise hätte überwunden werden können, falls die Finanzmärkte von ihrer selbsterfüllenden Prophezeiung der Zahlungsunfähigkeit abgerückt wären, oder ob die Akteure an den Börsen einen Zusammenbruch des argentinischen Finanzsystems nur vorwegnahmen, der aufgrund fundamentaler Probleme des Landes auf Dauer unausweichlich war.

Manche Beobachter nennen als fundamentale Ursachen der argentinischen Finanzkrise Fehler der Geldpolitik, andere das Versagen der Fiskalpolitik. Was die Geldpolitik betrifft, argumentieren Kritiker des Currency board, dass dieses Währungssystem grundsätzlich die Gefahr einer Überbewertung der Währung in sich trage. Wie im Fall Argentiniens geschehen, passen sich die zunächst hohen Inflationsraten einer traditionell schwachen Währung erst nach und nach den niedrigen Raten der Ankerwährung an. Dieses Problem ist durch die Aufwertung des US-Dollar als Ankerwährung des Peso in der zweiten Hälfte der 90er Jahre und besonders durch die drastische Abwertung des brasilianischen Real gegenüber US-Dollar und Peso

im Jahr 1999 verstärkt worden.<sup>6</sup> Die aus der Überbewertung folgende Deflation habe den Zusammenbruch des Currency board unausweichlich gemacht.

Tabelle:  
Wichtige Wirtschaftsindikatoren Argentiniens

	BIP <sup>a</sup>	Budget-saldo <sup>b</sup>	Staats-schulden <sup>b</sup>	Leistungs-bilanz-saldo <sup>b</sup>	Auslands-schulden <sup>c</sup>	DSR <sup>d</sup>
1994	5,8	-1,1	31,1	-4,3	29,6	25,2
1995	-2,8	-2,8	35,9	-2,0	39,0	30,3
1996	5,5	-2,9	37,4	-2,5	41,7	39,5
1997	8,1	-2,1	38,9	-4,2	44,8	50,1
1998	3,8	-2,1	41,4	-4,9	48,5	57,7
1999	-3,4	-4,1	47,3	-4,3	52,6	75,8
2000	-0,8	k. A.	k. A.	-3,2	52,6	71,3
2001	-4,4	k. A.	k. A.	-1,7	k. A.	99,5

<sup>a</sup> Bruttoinlandsprodukt (real), Veränderung gegenüber dem Vorjahr (in %); - <sup>b</sup> In % des nominalen Bruttoinlandsprodukts. - <sup>c</sup> In % des Bruttonationaleinkommens. - <sup>d</sup> Debt Service Ratio: Verhältnis der Schuldendienste gegenüber Ausländern zu den Erlösen aus dem Export von Gütern und Dienstleistungen. - k. A. = keine Angaben.

Quelle: IWF; World Bank Global Development Finance 2002.

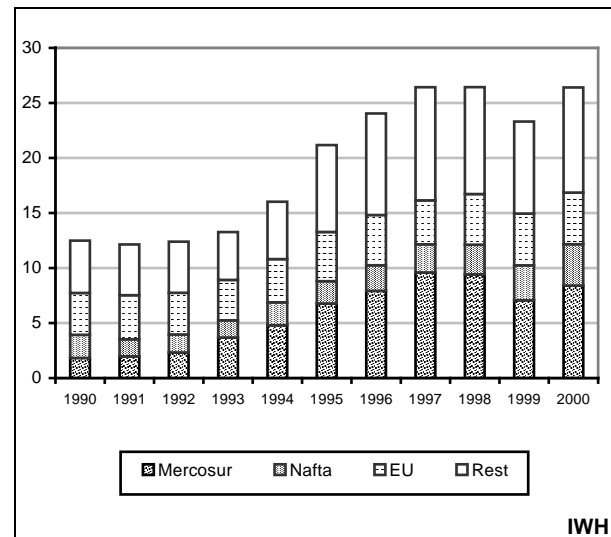
Tatsächlich brach der Handel mit den Staaten der Freihandelszone Mercosur (der neben Argentinien und Brasilien auch Uruguay und Paraguay angehören) im Jahr der Währungskrise Brasiliens ein. Andererseits erholten sich die argentinischen Exporte schon im Jahr 2000 wieder recht gut. Über die gesamten 90er Jahre wuchs der Export real im Schnitt mit immerhin fast 9% per annum.

Die Bindung an den starken US-Dollar hat der argentinischen Wirtschaft gewiss nicht geholfen, aber sie kann kaum die Hauptursache der Krise gewesen sein. Der starke Peso ließ erst in Verbindung mit den fiskalpolitischen Problemen die außenwirtschaftliche Lage des Landes bedrohlich erscheinen. Das Defizit der Handels- und Dienstleistungsbilanz bildete sich (auch aufgrund der gedrückten Inlandsnachfrage infolge der Rezession) in den Jahren nach der Asien- und Russlandkrise rasch zurück und verwandelte sich 2001 sogar in einen kräftigen Überschuss. Der Leistungsbilanzsaldo blieb dagegen stark defizitär: Die Bedienung der hohen Auslandsverbindlichkeiten führte in großem Umfang zum Abfluss von Vermögenseinkommen ins Ausland. Argentinien war darauf angewiesen, dass die internationalen Anleger dieses

<sup>6</sup> Vgl. FRITSCHKE, U.; HORN, G. A.: Argentinien in der Krise, in: DIW Wochenbericht 12/2002.

Einkommen laufend als Kapitalexport nach Argentinien zurückführten.

Abbildung 3:  
Nominale Exporte Argentiniens  
- in Mrd. US-Dollar -



Quelle: Argentinisches Wirtschaftsministerium.

Die Auslandsverbindlichkeiten bestanden Ende 2001 zu 62% aus Staatsschulden. Lag die Ursache der Krise einfach in einer Überschuldung des argentinischen Staates?<sup>7</sup> Das von der Europäischen Union Neumitgliedern auferlegte Kriterium einer Schuldenquote von unter 60% hätte Argentinien bis zuletzt erfüllt. Allerdings stieg diese Quote, also das Verhältnis des gesamtstaatlichen Schuldenstandes zum Bruttoinlandsprodukt, von 35,9% im Jahr 1995 auf 47,3% im Jahr 1999 an;<sup>8</sup> die Defizitquote bewegte sich damit im Schnitt zwischen 2% und 3%. Sie sprang erst im Lauf des Jahres 2001 auf über 6%, als der Risikozuschlag auf argentinische Staatstitel exorbitant wurde.<sup>9</sup> Wieder könnte man zu der Überzeugung kommen, dass erst die selbsterfüllende Prophezeiung der Kapitalmärkte die Krise ausweglos machte. Allerdings hatten die Kapitalmärkte gute Gründe, die Bonität Argentiniens nicht nach westeuropäischen Maßstäben zu beurteilen: Steuern zuzüglich Sozialversicherungseinnahmen

<sup>7</sup> Diese These wird etwa verfochten in MUSSA, M.: Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy. Policy Analyses in International Economics 67. Washington D. C. 2002.

<sup>8</sup> Berechnung des IWF. Vgl. IMF: Public Information Notice 99/21 und 00/84.

<sup>9</sup> Berechnungen des IWF aufgrund von Angaben und Schätzungen des argentinischen Wirtschaftsministeriums zu Bruttoinlandsprodukt und Jahresendständen der gesamtstaatlichen Schulden.

blieben während der zweiten Hälfte der 90er Jahre zwischen 15% und 18% des Bruttoinlandsprodukts. Diese geringe Quote begrenzte den finanziellen Spielraum des argentinischen Staates.

Der Anstieg des Zinsspreads signalisierte einen massiven Vertrauensverlust auf den internationalen Kapitalmärkten. Immerhin führte dieser Vertrauensverlust nicht zu einer plötzlichen Währungsattacke oder einem Bank run, die keine Zeit zu Gegenmaßnahmen gelassen hätten. Die Krise zog sich hin. Es musste der argentinischen Regierung deutlich gewesen sein, dass sie nur über die Wiederherstellung des Vertrauens und einen Rückgang des Zinsspread die Zinslast senken und die Zahlungsunfähigkeit abwenden konnte. Die dazu geeignete Maßnahme wäre die Beschränkung des gesamtstaatlichen Defizits gemäß den Zielvereinbarungen mit dem IWF gewesen. Dabei ging es gar nicht um das kurzfristige Erreichen einer auf die Dauer tragfähigen Defizitquote: Dieses Ziel lag schon wegen der sinkenden Steuerbasis aufgrund der Rezession außer Reichweite. Stattdessen sahen etwa die Zielvereinbarungen für 2001 eine gesamtstaatliche Defizitquote von 3,1% des Bruttoinlandsprodukts vor.<sup>10</sup> Die sich anbahnende Verfehlung dieses Zieles wurde von den internationalen Investoren als Signal verstanden, dass die argentinische Politik prinzipiell nicht zur Lösung der Krise in der Lage war. Obwohl sich Fundamentalfaktoren wie Staatsverschuldung und Zahlungsbilanz in dieser Zeit keinesfalls drastisch verschlechterten, waren Ende des Currency board und Zahlungsunfähigkeit damit unausweichlich. Die Politik war auf Handlungsspielräume getestet worden, die über kurz oder lang auf jeden Fall ausgeschöpft werden mussten. Da diese Spielräume offensichtlich nicht vorhanden waren, erzwangen die Kapitalmärkte eine Aufgabe der bisherigen Politik.

### **Lehren**

Der Fall Argentiniens zeigt, dass ein Currency board geeignet sein kann, eine Währung lange Zeit stabil zu halten, dass dieser Erfolg aber nur dann von Dauer ist, wenn Wirtschaft und Wirtschaftspolitik in ihrer Gesamtheit bestimmte Anforderungen erfüllen.

Zum einen können externe Schocks, wie es die Brasilienkrise für Argentinien war, aufgrund der

Bindung an die Ankerwährung nicht mehr über einen flexiblen Wechselkurs aufgefangen werden. Stattdessen müssen Zinsen, Güterpreise und Löhne flexibel genug sein, um die Anpassungen zu bewältigen. Das gilt umso mehr, wenn die Ankerwährung keine überragende Bedeutung für die Außenbeziehungen des Landes hat. Denn in diesem Fall bedeuten Änderungen des Außenwertes der Ankerwährung auch einen exogenen Schock für die Wirtschaft des Currency-board-Landes selbst.

Zum anderen darf die Stabilitätsorientierung der Finanzpolitik nie in Frage geraten. Gerade für Schwellen- oder Transformationsländer mit in der Regel guten Wachstumsaussichten sind Kapitalimporte an sich sinnvoll und wegen unterentwickelter heimischer Finanzmärkte auch notwendig. Eine hohe Staatsverschuldung bringt es jedoch in konjunkturell schwierigen Zeiten mit sich, dass die Zahlungsfähigkeit des Staates vom Vertrauen internationaler Kapitalmärkte in die nationale Fiskalpolitik abhängt. In einer solchen Situation kommt es entscheidend darauf an, dass die Wirtschaftspolitik in der Lage ist, ihre Orientierung am Ziel stabiler Staatsfinanzen und ihre Handlungsfähigkeit bei der Verfolgung dieses Ziels glaubwürdig zu signalisieren. Dabei kann eine föderale Finanzverfassung hinderlich sein. Dieses Problem stellt sich freilich für die zentral organisierten Currency-board-Staaten Osteuropas nicht.

Angesichts der recht hohen Anforderungen drängt sich die Frage auf, ob die potenziellen Vorteile eines Currency board gewichtig genug sind, um die Strategie zu rechtfertigen. Der Fall Argentinien zeigt, dass der Glaubwürdigkeitsgewinn bezüglich des endgültigen Verzichts einer Staatsausgabenfinanzierung über die Notenpresse an sich hoch sein kann, gerade diese Glaubwürdigkeit jedoch fatale Folgen im Fall eines Scheiterns der Strategie hat: Das Land hatte sich nur deshalb lange Zeit überzeugend an seine geldpolitische Strategie gebunden, weil die Kosten der Aufgabe als so überaus hoch eingeschätzt wurden. Die schlimme gegenwärtige Lage hat diese Einschätzung paradoxerweise im Nachhinein bestätigt.

Das Fehlen einer tragbaren „Exit Option“ ist ein gewichtiges Argument, das gegen die Einrichtung von Currency boards spricht. Es entfällt freilich, wenn, wie im Fall der Beitrittskandidaten zur Europäischen Union, das langfristige Ziel der Währungspolitik eine Übernahme der Ankerwährung ist.

---

<sup>10</sup> Vgl. INTERNATIONAL MONETARY FUND: Argentina; Third Review Under the Stand-By Arrangement. Request for Waivers and Modification of the Program-Staff Report and News Brief on the Executive Board Discussion. June 2001.

*Diemo.Dietrich@iwh-halle.de*  
*Axel.Lindner@iwh-halle.de*