

Ungarn: Keine weiche Landung in den europäischen Wechselkursmechanismus

Ungarn ist das einzige EU-Beitrittsland, das, und zwar seit Oktober 2001, ein Wechselkursband besitzt, das dem Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems formal entspricht. Damit soll nach dem Beitritt zur EU ein möglichst reibungsloser Übergang, d. h. eine „weiche Landung“ in den europäischen Wechselkursmechanismus vorbereitet werden. Bei der Einführung des Bandes lag jedoch die Inflationsrate weit über dem Maß, das mit einer festen Parität gegenüber dem Euro auf mittlere Frist vereinbar gewesen wäre. Zudem hat die Zentralbank seit Ende 2002 Schwierigkeiten, den Wechselkurs innerhalb des Bandes zu stabilisieren. Die ergriffenen Maßnahmen umfassten Interventionen auf dem Devisenmarkt, Zinsanpassungen und eine Korrektur der Zentralparität. Darin zeigt sich eine Anfälligkeit der Strategie einer „weichen Landung“ gegenüber internationalen Kapitalströmen, wenn eine Koordinierung der Geld- und Finanzpolitik fehlt, der Staatshaushalt aus dem Ruder läuft (5,6% Defizit am BIP 2003) und das Leistungsbilanzdefizit zunimmt (auf 6,6% des BIP). Eine Änderung des Wechselkurssystems oder erneute Korrekturen der Parität so kurz vor einem Beitritt zur EU sind jedoch nicht zu empfehlen. Sie könnten die Glaubwürdigkeit der Nationalbank weiter unterminieren. Eine möglichst sofortige und gleichzeitig erfolgreiche Teilnahme am Wechselkursmechanismus erfordert deshalb Maßnahmen zur Reduzierung der hohen Defizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz.

Das gegenwärtige Wechselkurssystem ist mit dem WKM II kompatibel

Ungarn wird mit sieben anderen mitteleuropäischen Ländern im Mai 2004 Mitglied der Europäischen Union werden. Ab diesem Zeitpunkt besteht die Möglichkeit für die neuen Mitglieder, in Vorbereitung einer Übernahme des Euro dem europäischen Wechselkursmechanismus (WKM) beizutreten. Eine erfolgreiche Teilnahme wird davon abhängen, ob die Wirtschaftspolitik in den Ländern die Voraussetzungen für eine stabile Wechselkursentwicklung schafft. Eine erste Prüfung wird durch die Europäische Zentralbank dann erfolgen, wenn sie mit den Beitrittsländern über die Zentralparität

verhandelt.¹¹ Eine Einigung wird dann unproblematisch sein, wenn das neue Mitglied die wichtigsten Strukturreformen durchgeführt und gezeigt hat, dass es durch vernünftige Wirtschaftspolitik in der Lage ist, im Rahmen eines mit dem WKM kompatiblen Wechselkurssystems den Konvergenzprozess voranzutreiben. Strukturreformen und Wirtschaftspolitik sind gleichzeitig auch die ökonomischen Voraussetzungen einer auf mittlere Frist spannungsfreien Teilnahme an dem Mechanismus. Darunter wird verstanden, dass der Wechselkurs innerhalb des Schwankungsbandes in naher Umgebung der Zentralparität liegen sollte. Weiterhin beinhaltet die Prüfung der Spannungsfreiheit drei wichtige Kriterien:¹² *Erstens* wird der Abweichungsgrad des Wechselkurses gegenüber dem Euro von seiner Zentralparität gemessen. *Zweitens* werden die kurzfristigen Zinsdifferenziale zum Euroraum und deren Entwicklung untersucht. *Drittens* wird auch die Rolle der Devisenmarktinterventionen in der Beeinflussung der Wechselkursentwicklung in die Betrachtung einbezogen.

In zwei früheren Beiträgen wurden die Probleme einer Überführung von Currency boards (Baltische Länder) und eines freien Floats (Polen) untersucht.¹³ Während der sofortige Übergang aus dem Currency board in den WKM problemlos ist, wird für Polen eine längere Anpassungszeit empfohlen. Ungarn ist nun das Beispiel eines formal dem WKM bereits sehr nahen Systems. Seit Oktober 2001 bewegt sich der Kurs des Forint gegenüber dem Euro in einem Band von $\pm 15\%$ um die zentrale Parität, die von der Regierung festgelegt wurde. Der wichtigste institutionelle Unterschied zum europäischen Wechselkursmechanismus besteht noch darin, dass die Nationalbank in ihrer Politik auto-

¹¹ Vgl. EZB: Policy Position of the Governing Council of the European Central Bank on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries. Frankfurt, Dezember 2003.

¹² Vgl. ebenda.

¹³ Siehe 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. – LINNE, T.: Polens Beitritt zur Eurozone: Konvergenz vor Schnelligkeit, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 13/2003, S. 369-373.

nom ist und bei der Verteidigung des Kurses allein auf ihre eigenen Reserven angewiesen ist.

Ungarn ist auch bei der Durchführung von strukturellen Reformen führend unter den Beitrittsländern.¹⁴ Die zentrale Frage des vorliegenden Beitrages ist daher, ob die Wirtschaftspolitik die Konvergenz sowie einen „baldigen“ Beitritt Ungarns (d. h. bis 2007) zum Euroraum optimal unterstützt. Dies ist gegeben, wenn übermäßige Staatsbudgetdefizite vermieden werden, das Preisniveau stabilisiert wird und die Wettbewerbsfähigkeit der ungarischen Produkte auf den internationalen Märkten gesichert ist. Letzteres bedeutet, dass sich der Wechselkurs auf sein gleichgewichtiges Niveau einstellen kann, wobei das Wechselkurssystem eine entscheidende Rolle spielt. Wenn das Wechselkurssystem dies nicht gewährleisten kann, wäre auch ein Wechsel in Betracht zu ziehen. Als Lösung käme dann die Freigabe des Wechselkurses wie zum Beispiel bei der Tschechischen Krone und dem Polnischen Złoty in Frage. Eine Fixierung des Wechselkurses wäre einerseits aus Gründen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit keine Alternative. Andererseits kann ein rigides System auch nicht Veränderungen im gleichgewichtigen realen Wechselkurs Rechnung tragen. Die Anpassungen müssten in diesem Fall allein dem Preisniveau überlassen werden.

Wachsende interne und externe Gleichgewichtsprobleme

Mit der Anpassung des Wechselkurssystems hat die ungarische Regierung eine Politik fortgesetzt, die bereits in einem Anfang 1995 verabschiedeten Stabilisierungsprogramm angelegt war. Im Wesentlichen bestand dieses Programm aus starken Kürzungen in der Finanz- und Einkommenspolitik sowie einer Änderung des Wechselkurssystems. Die Phase diskretionärer Abwertungen wurde durch ein Wechselkursband mit gleitender Parität abgelöst, um den Wechselkurs als nominalen Anker bei der Inflationsbekämpfung zu verwenden. Die Bandbreite betrug $\pm 2,25\%$. Die vorab angekündigte nominale Abwertungsrate wurde in den folgenden Jahren kontinuierlich reduziert, da auch die Inflationsrate zurückging. Mit dieser Kopplung von Abwertungsrate und sinkender Inflationsrate und mit

der Herausnahme des US-Dollars aus dem Währungskorb (2000) sollte eine allmähliche Anbindung an den sich bildenden Euroraum bewerkstelligt werden. Eine Fixierung der Zentralparität sollte nach diesem Plan erst dann erfolgen, wenn das Inflationsdifferential zu den wichtigsten Handelspartnern die Differenz im Produktivitätswachstum nicht übersteigt. Die Regierung erwartete, dass dies bei einer Inflationsrate von 4% bis 5% gegeben sein würde.¹⁵ Gleichzeitig sollte der ursprünglich enge Schwankungskorridor um die Zentralparität auf $\pm 15\%$ ausgeweitet werden. Dadurch sollte der Spielraum für die Ankündigung und Verfolgung eines Inflationsziels der Nationalbank zur weiteren Preisstabilisierung geschaffen werden. Ein Erfolg dieser Strategie hätte durchaus eine „weiche Landung“ in den europäischen Wechselkursmechanismus oder in ein dem zumindest in der Ausgestaltung entsprechendem Wechselkurssystem ermöglicht.¹⁶ „Weiche Landung“ heißt, dass der Wechselkurs des Forint ohne Spannungen innerhalb der vorgeschriebenen Bandbreite gehalten werden könnte. Die Tatsache, dass die Nationalbank während des Bestandes der gleitenden Parität beinahe über die ganze Zeit hinweg am unteren Rand der Bandbreite intervenieren musste, verweist auf einen Aufwertungsdruck. Dieser ist durch Kapitalzuflüsse entstanden.

Bis zum Jahr 2000 entwickelte sich die Volkswirtschaft als Folge des Stabilisierungsprogramms vom März 1995 überwiegend positiv (vgl. Tabelle). Dazu trug nicht nur die Wechselkurspolitik bei, sondern auch die Finanz- und Lohnpolitik, die zunächst zu tiefen Einschnitten bei den staatlichen Ausgaben und zu einer Verringerung des Kostendrucks in den Unternehmen führte. Seit 1997 trat allerdings wieder eine Lockerung der Finanz- und Lohnpolitik ein. Die Arbeitslosigkeit reduzierte sich aber trotz der seitdem wieder steigenden Reallöhne. Eine spürbare Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Lage setzte jedoch im Jahr 2000 ein, und es wurde sichtbar, dass die ungarische Wirtschaft von ihrem Stabilisierungspfad abgekommen war. In diesem Jahr nahm das Leistungsbilanzdefi-

¹⁴ Vgl. EBRD: Transition Report 2003. London 2003.

¹⁵ Vgl. KOPITS, G.: Az előre bejelentett csúszó árfolyamrendszer Magyarországon (Das System der gleitenden Parität in Ungarn), in: Közgazdasági Szemle, 1995, Nr. 9, S. 797-818.

¹⁶ Vgl. KEMPA, B.: Währungspolitische Strategien zur Heranführung der „Pre-Ins“ an die europäische Währungsunion, in: Außenwirtschaft, 1998, Nr. IV, S. 539-551.

Tabelle:
Makroökonomische Indikatoren Ungarns

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Reales BIP (Veränderung zum Vorjahr in %)	1,5	1,3	4,6	4,9	4,2	5,2	3,8	3,5	2,7 ^c
Veränderung der Verbraucherpreise (in % zum Vorjahr)	28,2	23,6	18,3	14,3	10,0	9,8	9,2	5,3	4,7
Saldo des konsolidierten Staatsbudgets (in % zum BIP)	-6,7	-3,0	-4,8	-6,3	-3,7	-3,6	-3,0	-9,3	-5,6
Staatsverschuldung (in % zum BIP)	84,3	72	64,2	61,9	61,2	55,5	53,4	56,3	-
Referenzzins für Staatsanleihen (p. a., in %) ^a	-	-	-	-	8,86	8	7,1	6,46	7,95
Ausländische Direktinvestitionen (netto, in Mio. EUR)	3 751	1 886	1 973	1 857	1 913	1 834	2 889	908	-584 ^d
Leistungsbilanzsaldo (in Mio. EUR) (in % zum BIP)	-1 240	-916,1	-578,5	-1 976,6	-2 301,2	-3 151,5	-1 966,8	-2 770,8	-3 948 ^d
Arbeitslosenquote (in %) ^b	10,2	9,9	8,7	7,8	7	6,4	5,7	5,8	5,5 ^e

^a 10 Jahre Laufzeit, im Dezember des jeweiligen Jahres. – ^b Gemäß ILO-Methode. – ^c 1-3. Quartal. – ^d Januar bis Oktober. – ^e September bis Oktober.

Quellen: EUROSTAT; Ungarisches Finanzministerium; Ungarische Nationalbank; WIIW; Agentur für Staatsschuldenverwaltung (Ungarn); Ungarisches Zentrales Statistisches Amt.

zit gegenüber dem Vorjahr erheblich zu. Zudem konnte die Inflation nicht weiter reduziert werden.

In diesem Umfeld war auch das gleitende Wechselkursband nicht mehr in der Lage, den weiteren Stabilisierungsprozess zu unterstützen. Vielmehr verstärkten die vorangekündigten Abwertungen der Zentralparität die Inflationserwartungen und verhinderten eine weitere Absenkung der Inflationsrate. Obwohl die Voraussetzungen nicht gegeben waren, wurde im Mai 2001 die Schwankungsbreite wie geplant ausgeweitet, und im Oktober 2001 wurde die feste Parität eingeführt. Die weitere Inflationsbekämpfung sollte nun über ein direktes Inflationsziel erfolgen. Dazu war eine größere Flexibilität des Wechselkurses erforderlich. Faktisch wurde die Wechselkursstrategie geändert: Statt bei einer Inflationsrate von 4% bis 5% wurde die zentrale Parität in Kombination mit dem breiteren Korridor bereits bei einer Inflationsrate von noch nahezu 10% (2000) eingeführt. Die bis dahin unterdrückte Aufwertungstendenz schlug sich nunmehr in einer nominalen Aufwertung der ungarischen Währung gegenüber dem Euro nieder. Hierdurch konnte die Inflationsrate zwar auf 5% bis 6% bis zum Jahr 2003 abgesenkt werden, lag aber doch deutlich über dem Inflationsziel.¹⁷

¹⁷ Das Inflationsziel lautete 3,5% für Dezember 2003. Im Dezember betrug die tatsächliche Inflationsrate aber 5,7%. Für 2004 prognostiziert die Ungarische Nationalbank sogar

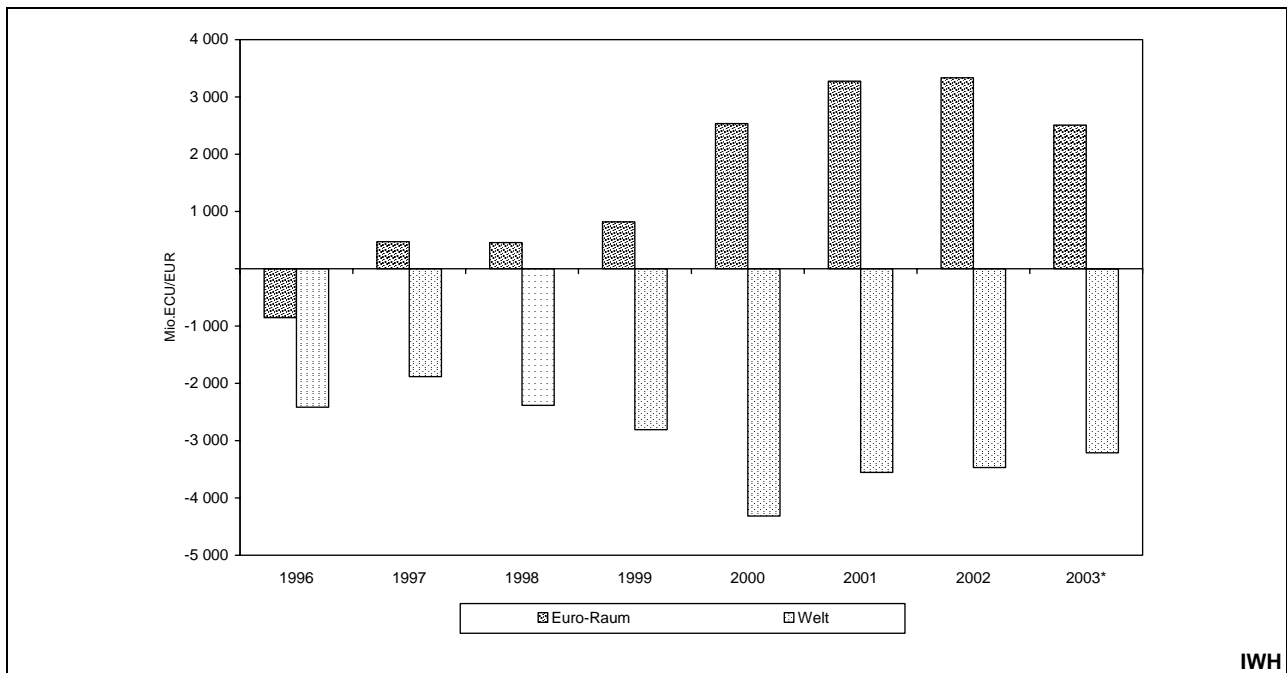
Mit Blick auf die Einhaltung des mittelfristigen Inflationsziels erweist sich vor allem die starke Verschlechterung der Leistungsbilanz und der Lage des Staatshaushalts als problematisch.

Die ungarische Leistungsbilanz weist seit 1993 Defizite auf. Im Jahre 2003 erreichte es 6% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) nach 4% im Vorjahr. Der starke Anstieg des Defizits ging auf mehrere Faktoren zurück. Dazu gehörte die schwache Konjunktur auf dem Hauptabsatzmarkt für ungarische Exporte – die EU, insbesondere der Euroraum. Hier werden nahezu 70% der Ausfuhren abgesetzt.¹⁸ Insgesamt verringerte sich der Überschuss Ungarns im Handel mit dem Euroraum von ca. 3,3 Mrd. Euro im Jahre 2002 auf ca. 2,5 Mrd. Euro im vergangenen Jahr (vgl. Abbildung 1). Hinzu kam eine Kostensteigerung, die die Wettbewerbsfähigkeit ungarischer Produkte verschlechterte. Die Reallohnzuwächse überstiegen die Produktivitätszuwächse. Erschwerend kam die nominale und reale Aufwertung des Forint gegenüber dem Euro hinzu. Diese Aufwertung erfolgte vor dem Hintergrund eines weiterhin starken Zuflusses von Finanzkapi-

eine durchschnittliche Inflationsrate von 6,6%, worin aber auch indirekte Steuererhöhungen ab dem 1.1.2004 eine Rolle spielen. Vgl. UNGARISCHE NATIONALBANK: Quarterly Report on Inflation. Budapest, November 2003.

¹⁸ Anmerkung: Aus dem Euroraum stammen weniger als 60% der ungarischen Importe.

Abbildung 1:
Bilanz Ungarns im Warenhandel mit der Welt und dem Euroraum, 1996 bis 2003 (in Mio. ECU/EUR)



* Januar bis September.

Quellen: EUROSTAT; OECD; Ungarisches Zentrales Statistisches Amt; Ungarische Nationalbank.

tal. Das höhere Defizit in der Leistungsbilanz wurde im Unterschied zu den Vorjahren in viel stärkerem Maße über Zuflüsse von Finanzkapital und zu einem geringeren Anteil über Direktinvestitionszuflüsse finanziert. Im vergangenen Jahr waren die Nettozuflüsse von Direktinvestitionen des Auslands sogar erstmals negativ.

Betrachtet man die Aufwertung des Forint vor dem Hintergrund der Reallohnentwicklung und der Kapitalzuflüsse, so ist nicht auszuschließen, dass der Kurs des Forint derzeit kein Gleichgewichtskurs ist. Die reale Aufwertung ist aber nicht per se ein Problem. Sie spiegelt auch den Wachstums- und Umstrukturierungsprozess in der ungarischen Wirtschaft wider.¹⁹ Der Handel Ungarns mit dem Euroraum stützt diese Vermutung. Die Wettbewerbsfähigkeit der ungarischen Produkte auf den Märkten des Euroraums wird dadurch demonstriert, dass trotz realer Aufwertung gegenüber dem Euro Ungarn in dieser Relation seit 1997 Überschüsse erwirtschaftet.

¹⁹ Das ist der so genannte Balassa-Samuelsion-Effekt. Vgl. z. B. ÉGERT, B.: Investigating the Balassa-Samuelsion Hypothesis in the Transition: Do We Understand what We See? A Panel Study, in: The Economics of Transition, 2002, No. 2, S. 273-310.

Die Entwicklung in der Leistungsbilanz ist aber besonders problematisch in Verbindung mit dem hohen Defizit im Staatshaushalt. Ungarn scheint erneut vor einem „twin deficit“-Problem wie im Jahre 1994 zu stehen. Damals ermöglichte ein Konsens zwischen Geld-, Währungs-, Finanz- sowie Lohnpolitik ein Stabilisierungsprogramm, mit dem das Problem entschärft wurde. Dieser Konsens besteht nicht mehr. Das konsolidierte Budget schloss im Jahre 2002 mit dem höchsten Defizit seit Beginn der Transformation ab. Aber auch 2003 blieb es weit über dem von der EU empfohlenen Wert. Infolgedessen stieg auch die Staatsverschuldung wieder an, nachdem sie in den Vorjahren abgenommen hatte. Die finanzpolitische Entwicklung gefährdete somit auch die drei anderen Kriterien für die nominale Konvergenz der ungarischen Wirtschaft zum Euroraum: Zinsentwicklung, Inflationsrate und Stabilität des Wechselkurses. Die Inflationsgefahren aus dem Staatsbudgetdefizit und aus dem Anstieg der Reallohne zwingen die Zentralbank zu einer kontraktiven Geldpolitik. Die Folge davon ist ein Anstieg der Zinssätze, die jetzt noch erheblich oberhalb des Niveaus im Euroraum liegen. Hohe Haushaltsdefizite und steigende Zinsen

können ihrerseits zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanz beitragen.

Die ungarische Regierung versucht derzeit über Ausgabenkürzungen, vor allem im Infrastrukturbereich, und durch Erhöhung der Steuern und Abgaben den Haushalt zu konsolidieren. Sie kommt damit auch einer Empfehlung der Europäischen Kommission nach. Die Maßnahmen verschlechtern allerdings die Wachstumsaussichten. Die schwierige Lage des Staatshaushaltes wird durch den EU-Beitritt möglicherweise noch verschärft. Dem Staatshaushalt werden nicht nur durch die Beitragszahlung neue Belastungen aufgebürdet. Sofern keine Umschichtung der Mittel durch Kürzungen in anderen Bereichen möglich ist, wird auch die Verpflichtung zur Kofinanzierung von EU-finanzierten Projekten im Rahmen der Struktur- und Kohäsionspolitik die Staatsausgaben erhöhen. Zwar wurde auch eine besondere Cashflow-Fazität zur Verbesserung der Budgetposition in den Beitrittsländern in den ersten drei Jahren der Mitgliedschaft eingeführt. Die Kofinanzierung stellt die ungarische Wirtschaftspolitik dennoch vor eine zusätzliche Herausforderung. Selbstverständlich ist Ungarn frei, EU-Strukturfondsmittel nicht zu verwenden, aber dies würde wieder die längerfristigen Wachstumschancen beeinträchtigen.

Internationale Kapitalbewegungen haben einen starken Einfluss auf die Geldpolitik

Trotz der fiskalischen und Leistungsbilanzprobleme konnte der Wechselkurs des Forint bisher innerhalb des Schwankungsbandes gehalten werden (vgl. Abbildung 2). Allerdings nahm die Volatilität des Forint im Jahre 2003 im Vergleich zur Periode Mai 2001 bis Dezember 2002 erheblich zu.²⁰ Hinter dieser Zunahme standen intensivere Transaktionen in inländischen Wertpapieren durch ausländische Investoren. Die ungarische Zentralbank fühlte sich mehrfach gezwungen, auf dem Devisenmarkt zu intervenieren, um den Kurs innerhalb des Bandes zu stabilisieren. Der Grund hierfür war, dass Ende 2002/Anfang 2003 Spekulationen zur Aufwertung der Zentralparität entstanden.²¹ Diesen wurde durch

²⁰ Gemessen an der Standardabweichung in beiden Perioden.

²¹ Vgl. KÄMPFE, M.; MILE, I.: Gesunkenes Risikopotenzial für Finanzkrisen und verbesserte wirtschaftliche Perspektiven für Mittel- und Osteuropa, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 4/2003, S. 92-97.

die Zentralbank mit massiven Devisenaufkäufen und einer drastischen Leitzinssenkung begegnet. Die Anleger erlitten Verluste. Beide Maßnahmen gefährdeten aber auch die Einhaltung des Inflationsziels, sodass in den Folgemonaten die Nationalbank Forint wieder vom Markt nahm, indem sie ihre Währungsreserven abbaute und einen Teil ihrer Euro-Bestände kontinuierlich veräußerte.

Nach den Interventionen entschloss sich die Regierung im Juni 2003, die zentrale Parität des Forint um etwa 2% abzuwerten; ein Schritt, der vor der Öffentlichkeit nicht begründet wurde. Offensichtlich kam es zu einer Schwächung des Vertrauens internationaler Anleger in die ungarische Währung. Sichtbarer Hinweis darauf war eine spekulative Attacke im November 2003. Die Anleger veräußerten etwa 5% ihrer staatlichen Anleihen und lösten damit eine deutliche Abwertung aus, worauf die Nationalbank den Leitzinssatz um 3 Prozentpunkte – von 9,5% auf 12,5% – erhöhte.

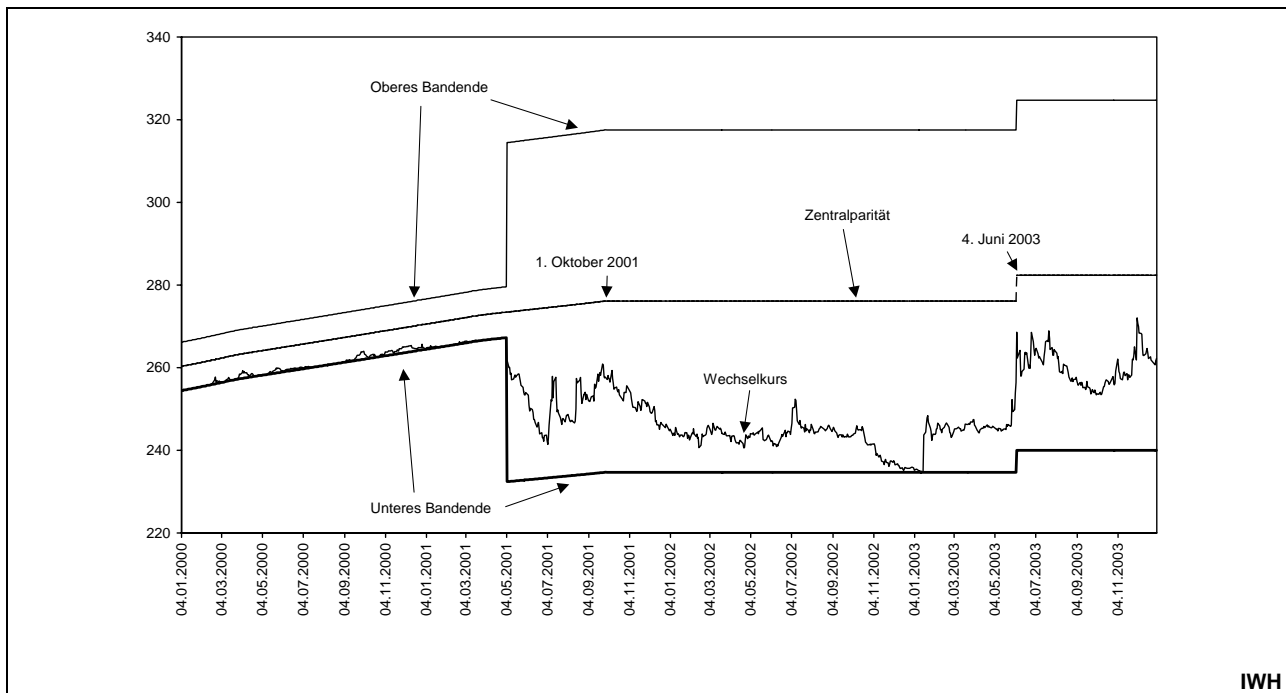
Diese Politik macht deutlich, dass die Nationalbank durch direkte und indirekte Eingriffe in den Devisenmarkt eine Parität herbeizuführen versucht, die sie für die Erreichung des gesetzten Inflationsziels für geeignet hält. Auch nach der Flexibilisierung der Wechselkursanpassung misst sie dem Außenwert der Währung ein großes Gewicht bei. Unter diesen Umständen können internationale Kapitalbewegungen nicht nur die Währungspolitik konterkarieren, sondern auch den Spielraum der Geldpolitik begrenzen.

Wechsel des Wechselkurssystems nicht empfehlenswert

Sollte vor diesem Hintergrund der Forint nicht besser freigegeben werden? Zwar könnten die währungspolitischen Entscheidungsträger die Bildung des Wechselkurses auf diese Weise dem Markt überlassen. Die Abkehr vom derzeitigen System würde jedoch einen großen Glaubwürdigkeitsverlust für die Nationalbank bedeuten,²² was zu einem erraticen Verfall des Wechselkurses führen könnte. Vor dem Hintergrund des „twin deficit“-Problems würde die Aufgabe des Wechselkursbandes ein

²² Vgl. NEMÉNYI, J.; VÁRHEGYI, É.: A valutarendszer problémái a magyar gazdaságban az euró bevezetéséig (Die Probleme des Währungssystems in der ungarischen Wirtschaft bis zur Einführung des Euro). Studie für das ungarische Finanzministerium. Pénzügykutató Rt. Budapest, März 2003.

Abbildung 2:
Wechselkursentwicklung des Forint gegenüber dem Euro, 2000-2003



Quelle: Ungarische Nationalbank.

Signal an die Anleger senden, dass die Nationalbank bei einem spekulativen Angriff des Bandes eine Abwertung des Forint über den oberen Rand hinaus nicht hätte verhindern können.

Es könnte aber auch eine übermäßige Aufwertung des Forint nicht verhindert werden. Die anstehende EU-Mitgliedschaft wird die Attraktivität des Landes für Kapitalanleger wieder erhöhen. Der Beitritt könnte das in 2003 stark beschädigte Vertrauen internationaler Anleger in der ungarischen Währung wieder herstellen. Die im Dezember 2002 und Januar 2003 getroffenen Maßnahmen zur Abwehr von großen Finanzkapitalzuflüssen, die makroökonomische Entwicklung und die verwirrenden Signale, die von den geld- und währungspolitischen Entscheidungsträgern seither gesendet wurden, bewegten die Anleger in den letzten Monaten eher zu einem vorsichtigen Verhalten. Aufwertungseffekte werden auch von den Finanzzuflüssen aus diversen EU-Fonds ausgelöst, obwohl die tatsächlichen Zuflüsse möglicherweise geringer als die erwarteten ausfallen werden.

Das Ergebnis der obigen Argumentation ist, dass die jüngsten Entwicklungen in der ungarischen Volkswirtschaft eine prompte Reaktion seitens der Wirtschaftspolitik erfordern. Dies sollte

sich jedoch nicht in der Veränderung des Wechselkurssystems niederschlagen. Allem voran ist es unerlässlich, dass das Staatsbudget ausgeglichen wird, oder zumindest übermäßige Defizite vermieden werden. Als Richtgröße kann hierbei die für den Euroraum geltende Begrenzung auf maximal 3% des BIP herangezogen werden. Die Nationalbank würde dadurch mehr Spielraum für Zinssenkungen gewinnen, um unerwünschte kurzfristige Kapitalzuflüsse zu reduzieren.

Es ist aus ungarischer Sicht auch zu empfehlen, dass Ungarn möglichst schnell nach dem EU-Beitritt dem Wechselkursmechanismus beitrifft. Der Vorteil bestände darin, die Unterstützung der EZB zu gewinnen. Aber auch bei einer Teilnahme im WKM stellt sich die Frage, ob die gegenwärtige Position des Wechselkursbandes richtig gewählt wurde oder unter Umständen doch korrigiert werden müsste. Aus heutiger Sicht sollte eine eventuelle weitere Anpassung der Zentralparität erst erfolgen, wenn Ungarn der EU beigetreten ist und die Auswirkungen der Mitgliedschaft sichtbar werden. Eine Korrektur wäre durchaus auch später in dem WKM in Abstimmung mit der EZB möglich.

Ibolya.Mile@iwh-halle.de