

Währungsregime in Lateinamerika: Die jüngsten Krisen als Bankrotterklärung der orthodoxen Politikempfehlungen

von Sebastian Dullien¹

Einleitung: 2002 als Krisenjahr Südamerikas

Währungskrisen sind keine neue Erfahrung für Lateinamerika. Alleine die 90er Jahre des 20. Jahrhunderts brachten den größeren Ländern Lateinamerikas ein rundes Dutzend von Währungskrisen². Die mexikanische Tequila-Krise von 1994/95, die auch auf Argentinien und Venezuela übergriff, wie die Brasilienkrise, die 1999 zur Abwertung des brasilianischen Real führten, sind nur die bekanntesten Beispiele. Nichtsdestotrotz war das Jahr 2002 auch für lateinamerikanische Verhältnisse ein verheerendes Jahr: Die Krise in Argentinien kumulierte in ein nahezu haltloses Abstürzen der Ökonomie, in dessen Verlauf die Industrieproduktion um rund 20 Prozent und das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in 2002 um fast 11 Prozent einbrachen. Als Folge der Währungskrise in Argentinien geriet auch die Wirtschaft Uruguays in eine Abwärtsspirale und musste 2002 im vierten aufeinanderfolgenden Jahr eine Schrumpfung hinnehmen. Die Schockwellen der Argentinien-Krise lassen sich sogar an den volkswirtschaftlichen Daten der ganzen Region ablesen. Der IWF schätzt, dass das BIP Lateinamerikas 2002 leicht geschrumpft ist (Internationaler Währungsfonds 2003).

Brasilien konnte sich zwar einer echten Rezession entziehen, doch infolge höherer Zinsen sind die Staatsausgaben für den Schuldendienst gestiegen. Da zudem die brasilianischen Staatsschuldtitel zu einem großen Teil entweder an den Übernachtzins der Zentralbank oder an den Wechselkurs gekoppelt sind, erhöhte die Krise den Schuldenstand des Landes im Verhältnis zum BIP. Fiskalisch hat das Land damit nun einem verringerten Spielraum für öffentliche Investitionen, Bildung und Armutsbekämpfung. Gleichzeitig ist mit der Schuldenlast die Anfälligkeit für künftige Krisen - etwa bei steigender Risikoaversion der Investoren gegenüber *Emerging-Market*-Anleihen - erhöht, da ein Anstieg des Risikospread den Schuldendienst im Verhältnis zum BIP um so stärker erhöht, je größer die Schuldenquote in der Ausgangssituation ist.

Doch nicht nur die Schärfe der jüngsten Finanz- und Währungskrisen verdient Aufmerksamkeit, sondern auch deren Implikationen für die künftige Debatte über

¹ Ich danke Christiane Karweil und Kristine Nienborg für äußerst hilfreiche Anmerkungen.

² Vgl. Eichengreen/Bordo (2002), die Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Ecuador, Mexiko, Peru und Venezuela betrachten.

Politikoptionen, vor allem über die Entwicklungsstrategie von Schwellen- und Entwicklungsländern, und dabei wieder insbesondere die Frage der Wahl des Währungsregimes. Denn eines unterscheidet die jüngsten Krisen der Jahre 2001 und 2002 von den Währungskrisen der vorangegangenen Jahrzehnte: Sie traten in Ländern auf, die aufgrund ihres Währungsregimes (beides waren sogenannte Randlösungen: „ganz flexibel“ im Fall Brasiliens und „ganz fest“ im Fall Argentinens) nach der gängigen Lehrmeinung eigentlich gegen Währungskrisen hätten immun sein sollen. Diese Erfahrung dürfte auch die Debatte um Währungsregime in Lateinamerika nachhaltig ändern. Vor allem dürfte wohl die Option einer Dollarisierung in künftigen Diskussionen eine weniger prominente Rolle spielen.

Die alte Debatte und das Paradigma der Randlösungen

Zu den Lehrbuchweisheiten der Volkswirtschaftslehre gehört die *impossible trinity*, die Erkenntnisse, dass nicht gleichzeitig die drei Ziele freier Kapitalverkehr, ein fester Wechselkurs und eine eigenständige Geldpolitik zu erreichen sind. Die Erklärung hierfür ist intuitiv einfach: Ist der Wechselkurs (glaubwürdig) an eine Ankerwährung fixiert und der Kapitalverkehr liberalisiert, wäre der inländische Zins automatisch durch den Zins der Ankerwährung gegeben. Versuchte die Zentralbank, einen höheren Zins auf dem inländischen Geldmarkt zu etablieren, würde sofort Auslandskapital in das Land strömen, und zwar solange, bis das inländische Zinsniveau auf das Niveau der Ankerwährung herunter konkurriert ist. Ist dagegen der Wechselkurs flexibel, würde der Zustrom von Kapital durch eine Aufwertung der Währung aufgefangen. Gäbe es Kapitalverkehrskontrollen, so könnte kein Kapital zufließen und die Zentralbank wäre in der Lage, ihren eigenen Zins im Inland durchzusetzen.

Weltbank und IWF haben lange Zeit argumentiert, die ärmeren Länder seien unterentwickelt, weil sie nicht genug Kapital hätten. Durch Privatisierung, Liberalisierung und makroökonomische Stabilität sollte ein Umfeld geschaffen werden, das zusätzliche Investitionen und die Schaffung eines größeren Kapitalstocks anregt. Sollte die inländische Ersparnis zur Finanzierung der nötigen Investitionen nicht ausreichen, müsse auf ausländische Ersparnis zurückgegriffen werden. Die weniger entwickelten Länder sollten deshalb das zur Entwicklung nötige Kapital aus den reicheren Ländern bzw. von dem internationalen Kapitalmarkt importieren. Mit ausländischen Direktinvestitionen sollte zudem das *Know-how* für bestimmte Sektoren in das Land geholt werden. Um dieser als dem *Washington Consensus* bekannten Entwicklungsstrategie zu folgen, ist allerdings freier Kapitalverkehr wenn nicht

unbedingt unerlässlich, so doch naheliegend.³ Zudem wurde argumentiert, Kapitalverkehrskontrollen seien bestenfalls in einer Übergangsphase effektiv. Mit der Zeit würden die Anleger und Bürger der betroffenen Länder Möglichkeiten finden, die Kontrollen zu umgehen. Auf Grund solcher Überlegungen blieben eigentlich nur zwei Politikoptionen im Dreieck der *impossible trinity* möglich: Ein fester Wechselkurs bei Abwesenheit jeglicher geldpolitischer Freiheit, oder ein flexibler Wechselkurs bei autonomer Geldpolitik, jeweils unter liberalisiertem Kapitalverkehr.

Erfahrungen aus früheren Krisen, aber auch die Entwicklung von Modellen spekulativer Währungsangriffen deuteten allerdings darauf hin, dass ein fester Wechselkurs anfällig für spekulative Angriffe sein kann. Modelle spekulativer Angriffe der ersten Generation, wie etwa Krugman (1979), wiesen darauf hin, dass ein fester Wechselkurs bei einer inländischen Geldpolitik, die langfristig nicht mit den Begebenheiten im Ankerwährungsland konsistent ist (also eine Politikkombination, die der *impossible trinity* widerspricht), einen spekulativen Angriff anzieht, noch bevor die Währungsreserven der Zentralbank durch Stützungskäufe der heimischen Währung beim „normalen“ Gang der Dinge erschöpft wären. Die Modelle spekulativer Angriffe der zweiten Generation, wie etwa von Obstfeld (1996), wiesen darauf hin, dass selbst in Fällen, in denen die inländische Wirtschaftspolitik nicht grundsätzlich eine Abwertung notwendig machte, erfolgreiche spekulative Angriffe möglich sein könnten, und zwar dann, wenn die Kosten der Aufrechterhaltung der Wechselkursanbindung für die betroffene Regierung groß genug wären.

Krisen wie die Asienkrise 1997, die Russlandkrise 1998 oder die Krise des Europäischen Währungssystems (EWS) 1992 waren Situationen, die mit den Modellen spekulativer Währungsangriffe beschrieben werden können. Während in der Asienkrise die inländische Inflationsentwicklung eindeutig mit dem Wechselkursziel nicht kompatibel war (und deshalb eine Abwertung unumgänglich war), standen im EWS die Wechselkurse nicht grundsätzlich in Widerspruch zu den volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten.⁴

³ Williamson (2002a) beharrt darauf, dass der *Washington Consensus* nie explizit die Kapitalbilanzliberalisierung verlangt habe. Allerdings enthält seine Liste der zentralen Elemente des *Consensus* die Liberalisierung der Finanzmärkte und die Öffnung für ausländische Direktinvestitionen. Um diese Elemente ohne Kapitalbilanzliberalisierung umzusetzen, sind komplizierte Regulierungen notwendig. Wie Williamson selber einräumt, enthielten die Ratschläge des *Consensus* auch keinerlei Warnung über die Risiken einer zu schnellen Liberalisierung der Kapitalbilanz.

⁴ Ein Beispiel ist etwa das britische Pfund: Es wäre für die britische Regierung im Zweifel möglich gewesen, den Wechselkurs durch massive Zinserhöhungen zu halten. Allein, dass das Pfund später wieder deutlich über seine Vorkrisen-Parität aufwerte, ist ein Indiz gegen eine fundamentale Überbewertung 1992. Allerdings hätte eine

Abhilfe gegen die Krisenanfälligkeit sollte nach den Ideen vieler Ökonomen eine „unwiderrufliche Fixierung“ bringen, die den betroffenen Ländern das Instrument einer Abwertung aus der Hand nimmt und so selbsterfüllende Krisen ausschließt, da diese ja gerade darauf angewiesen sind, dass die Politik endogen auf das Verhalten der Marktteilnehmer reagiert. Als Möglichkeiten einer solchen dauerhaften Festschreibung des Wechselkurses wurden dabei gemeinhin drei Regime diskutiert: Eine Währungsunion, eine einseitige Übernahme einer ausländischen Währung (Dollarisierung) oder ein *Currency Board*. Bei einem *Currency Board* wird inländische Währung von der Zentralbank nur im Tausch gegen ausländische Devisen der Ankerwährung ausgegeben. Die gesamte umlaufende Geldbasis ist dabei durch Devisen gedeckt.

Der Vorteil eines *Currency Board* war in den Augen der Befürworter nicht nur der Import von Glaubwürdigkeit für die Geldpolitik oder Planungssicherheit für Exporteure und Investoren, sondern auch, dass in einem *Currency Board* nach traditionellem Verständnis eigentlich keine Währungsattacken möglich sein sollten, da - anders als in herkömmlichen Festkurssystemen - die gesamte Geldbasis durch Devisen gedeckt ist. Die Währungsreserven können in solch einem Arrangement logischerweise eigentlich erst in dem Moment erschöpft sein, in dem kein inländisches Geld mehr existiert, das noch in Devisen getauscht werden kann.

Gegenüber einer Politik der offiziellen Dollarisierung⁵, einer anderen Möglichkeit, die häufig zur „unwiderruflich“ festen Anbindung des Wechselkurses empfohlen wurde (Dornbusch 2001), galt die Einführung eines *Currency Board* insofern als vorteilhafter, als die Regierung nicht vollkommen auf Einnahmen aus der Geldschöpfung (*Seignorage*-Gewinn) verzichten muss. Zwar ist es in einem System des *Currency Board* nicht mehr möglich, staatliche Budgetdefizite mit der Notenpresse zu finanzieren; da aber die Devisenreserven üblicherweise in Form liquider Staatspapiere des Ankerwährungslandes gehalten werden, entstehen dadurch Zinseinnahmen, die der Staatshaushalt als Einnahmen verbuchen kann.

Angesichts der Schlussfolgerungen aus der *impossible trinity*, dem *Washington Consensus* und den Erkenntnissen über selbsterfüllende Währungsattacken lautete die gängige Politikempfehlung des IWF während der 90er Jahre (auch bekannt als *corner solution paradigm* oder *bi-polar view*): Langfristig stabil können nur ganz flexible oder ganz feste

länger andauernde Hochzins-Politik derart hohe Kosten für die Binnenwirtschaft bedeutet, dass sich die britische Regierung statt dessen entschloss, aus dem EWS auszusteigen.

⁵ „Offizielle Dollarisierung“ unterscheidet sich von der in Lateinamerika häufig auftretenden *de facto* Dollarisierung dadurch, dass die Regierung den Dollar zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt und die nationale Währung abschafft. Zu den Ursachen der *de facto* Dollarisierung siehe Roy (2000).

Wechselkurse sein. Welche der beiden Randlösungen ein Land wählen soll, hängt von den Charakteristika wie Offenheitsgrad und Asymmetrie der auftretenden Schocks sowie der inflationären Erfahrung des betroffenen Landes ab. Länder, die enge Handelsverknüpfungen mit einem einzelnen anderen (Hartwährungs-)Land haben und zu einem hohen Maße in den Weltmarkt integriert sind, sollten danach einen unwiderruflich fixen Wechselkurs wählen, um ihren Exporteuren und Investoren Planungssicherheit zu geben, ebenso wie Länder, in denen aus ihrer bisherigen Erfahrung mit Hyperinflationen die Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Institutionen derart gering ist, dass ein solcher Wechselkurs zur Stabilisierung der Inflationserwartungen notwendig ist. Für die anderen Länder erscheint ein flexibler Wechselkurs die bessere Wahl, weil er die Möglichkeit zur geldpolitischen Stabilisierung von Konjunkturschwankungen bietet (Fischer 2001). Wie Tabelle 1 zeigt, waren es vor allem die wichtigen lateinamerikanischen Ökonomien, die in den 90er Jahren durch Dollarisierung oder einen flexiblen Wechselkurs (sowohl mit als auch ohne häufige Zentralbankinterventionen) dieser Empfehlung folgten.

Tabelle 1: Währungsregime und ihre Entwicklung in Lateinamerika

Land	2002	1997	1992
East Carribean Central Bank States ⁶	Festkurs zum Dollar	Festkurs zum Dollar	Festkurs zum Dollar
Argentinien	Managed Float	Currency Board	Currency Board
Bolivien	De facto Crawling Peg zum Dollar	De facto Crawling Peg zum Dollar	De facto Crawling Peg zum Dollar
Brasilien	Managed Float	Pre-Announced Crawling Band zum Dollar	Free Float
Chile	Managed Float	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar
Kolumbien	Managed Float	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar
Costa Rica	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar
Dominikanische Republik	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar	Managed Float
Ecuador	Dollarisierung	De facto Crawling Band zum Dollar	Managed Float

6

Guatemala	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar
Honduras	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar
Jamaica	De facto Crawling Peg zum Dollar	De facto Crawling Peg zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar
Mexico	Managed Float	Managed Float	De facto Festkurs zum Dollar
Nicaragua	Crawling peg zum Dollar	Crawling peg zum Dollar	Festkurs zum Dollar
Panama	Dollarisierung	Dollarisierung	Dollarisierung
Paraguay	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Peg zum Dollar	De facto Crawling Peg zum Dollar
Peru	De facto Festkurs zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar	Free Float
Suriname	Festkurs zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar	Managed Float
El Salvador	Dollarisierung	De facto Festkurs zum Dollar	De facto Festkurs zum Dollar
Uruguay	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar	De facto Crawling Band zum Dollar
<i>Crawling Band</i> bezeichnet einen Wechselkurs, der sich innerhalb eines kontinuierlich auf- oder abwertenden Bandes bewegt, <i>Crawling Peg</i> ist ein Festkurs, der kontinuierlich auf- oder abwertet, <i>Free Float</i> bezeichnet einen flexiblen Wechselkurs ohne Zentralbankeingriffe, <i>Managed Float</i> einen flexiblen Wechselkurs, bei dem die Notenbank häufig im Devisenmarkt interveniert.			

a Anguilla, Antigua und Barbuda, Dominica, Grenada, Montserrat, St. Kitts and Nevis, Saint Lucia, St. Vincent und die Grenadinen.

Quelle: Reinhart/Rogoff (2002)

Auch Argentinien und Brasilien, die beiden Krisenländer der Jahre 2001/2002, folgten der Empfehlung. Argentinien führte 1991 ein *Currency Board* ein, Brasilien sah sich nach der Währungskrise 1998/99 gezwungen, den Wechselkurs des *Real* freizugeben der bis dahin über ein kontinuierlich abwertendes Wechselkursband an den US-Dollar gekoppelt war .

Die Krisen 2002 oder das Ende der Randlösungen

Beide Randlösungen, die einer kompletten Fixierung des Wechselkurses im Fall Argentinien, wie auch die eines vollständig flexiblen Wechselkurses im Fall Brasiliens, führten 2001/2002

trotz des Versprechens der Krisensicherheit die beiden größten Ökonomien Südamerikas in schwere Finanzkrisen.

Der Fall Argentinien

Die Wurzeln für Argentinien's Krise waren bereits in den ersten Jahren des *Currency Board* gelegt: Da die Inflation in Argentinien zunächst noch deutlich über der Inflation in dem Ankerwährungsland USA lag, wertete der *Peso* bei festem nominalen Wechselkurs real auf. In den ersten Jahren wurde die reale Aufwertung noch dadurch kompensiert, dass der US-Dollar gegenüber den europäischen Währungen kräftig abwertete und so der argentinische reale handelsgewichtete Wechselkurs weitgehend konstant blieb⁷. Als jedoch Mitte der 90er Jahre der Dollar seine Talfahrt beendete, wertete der *Peso* real auf (vgl. Abbildung 1). Die argentinische Industrie verlor rapide an Wettbewerbsfähigkeit. Gleichzeitig häufte der argentinische Staat einen enormen Schuldenberg auf, den die internationalen Anleger wegen der vermeintlich sicheren Wechselkursanbindung und dem Vertrauen in die Wirtschaftspolitik des Landes bereitwillig finanzierten. Durch den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit setzte ein beispielloser Prozess der Deindustrialisierung ein. Der Anteil der argentinischen Industrie am BIP sank während der 90er Jahre von 36 auf 27,6 Prozent (Fritz 2002).

Abbildung 1: Die Entwicklung des realen Wechselkurses Argentinien's 1991-2002

Der Auslöser der akuten Krise in Argentinien war die Krise des Nachbarlandes Brasiliens und die Abwertung des brasilianischen *Real* 1999, auch wenn damals Argentinien noch als positiver Kontrastfall zu den Krisenländern Südostasiens und Brasiliens gesehen wurde. Als mit der plötzlichen Abwertung Brasiliens die argentinischen Exporte gegenüber dem wichtigsten Handelspartner nicht mehr wettbewerbsfähig waren, brach die Konjunktur ein. Gleichzeitig begann der US-Dollar eine kräftige Aufwertung gegenüber dem Euro und anderen Währungen, was die internationale Wettbewerbsfähigkeit Argentinien's weiter belastete. Alleine von 1998 auf 1999 gingen die argentinischen Exporte nach Brasilien um rund 28 Prozent zurück, das BIP Argentinien's schrumpfte um 3,3 Prozent (Popik/Raimundi 2002).

⁷ In die Berechnung eines realen handelsgewichteten Wechselkurses gehen die Preissteigerung sowohl im Inland wie auch die Entwicklung der Wechselkurse und Preise der Handelspartner ein, jeweils gewichtet mit ihrem relativen Gewicht im Außenhandel des betrachteten Landes.

Mit der Rezession in Argentinien brachen die Steuereinnahmen weg, gleichzeitig gerieten immer mehr Unternehmen in Schieflagen, was auch die Bankbilanzen belastete. Mit der zunehmend schwierigeren wirtschaftlichen Lage verlangten Anleger höhere Risikoprämien sowohl für Kredite an den argentinischen Staat, als auch an argentinische Unternehmen und Banken.

Zugleich erhöhte die US-Notenbank *Federal Reserve* ihren Leitzins, um die US-Wirtschaft vor Überhitzungen aus dem *New-Economy*-Boom zu bewahren. Die Kreditzinsen in Argentinien kamen so zweifach unter Druck: Durch die Zinserhöhung des Ankerwährungslandes und durch die heimische Konjunkturkrise.

Steigende Kreditzinsen in Argentinien bremsten die Wirtschaft gerade in einem Moment, in dem aufgrund der Konjunkturlage eher eine Stimulierung gefragt gewesen wäre. Die immer tiefere Rezession führte schließlich dazu, dass die Staatsschulden zunehmend schwerer zu bedienen waren, einerseits, weil mit schrumpfender Wirtschaft und einsetzender Deflation die Steuereinnahmen wegbrachen, andererseits, weil mit sinkendem BIP die Schuldenquote stieg. Im Jahr 2001 stieg der *Spread* für argentinische Staatspapiere (also die Zinsdifferenz zu US-*Treasuries*) auf mehr als 3000 Basispunkte, und dem Land war quasi der Zugang zu dem internationalen Kapitalmarkt versperrt. Die argentinische Regierung versuchte zwar noch, die Lage dadurch zu retten, dass sie eine „Null-Defizit-Politik“ einführte, so dass also alle Ausgaben und Zinszahlungen aus den Einnahmen der aktuellen Periode gedeckt wurden. Zudem wurde versucht, die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie über einen gespaltenen Wechselkurs wiederherzustellen⁸. Aber selbst mit diesen Notmaßnahmen gelang es nicht, die Konjunktur zu beleben und mehr Steuereinnahmen zu erzielen. Im Dezember 2001 sah sich die Regierung gezwungen, den *Staatsdefault* zu erklären.

Heute beharrt der IWF darauf, dass die Einführung des *Currency Board* 1991 in Argentinien vor allem eine Idee der argentinischen Regierung gewesen sei. Tatsache ist allerdings, dass der IWF nach seiner anfänglichen Skepsis zu Beginn der 90er Jahre ab Mitte des Jahrzehnts das argentinische Modell öffentlich als tragfähige Lösung pries⁹.

⁸ Der gesplattene Wechselkurs sah unterschiedliche Wechselkurse für Importe und Exporte vor.

⁹ Für die jüngste Debatte der Erfahrung Argentinien vgl. Edwards (2002); Mussa (2002) erklärt, wie das argentinische Modell in IWF-Kreisen in den 90er Jahren zunehmend an Popularität gewann.

Der Fall Brasilien

Brasilien konnte der Währungskrise 2002 zunächst glimpflicher entkommen¹⁰. Zunächst ging Anfang 2002 die überwiegende Mehrheit der Beobachter davon aus, dass Brasilien von dem Staatsbankrott in Argentinien nicht übermäßig getroffen würde. Für den brasilianischen Exportsektor war die Bedeutung Argentinien eher gering, zumal auf Grund der schweren Rezession, die Argentinien in den Jahren vor dem Staatsbankrott durchmachte, die Exporte ohnehin geschrumpft waren. Zudem schien Brasilien mit dem flexiblen Wechselkurs keinen Ansatzpunkt für spekulative Attacken zu bieten, Regierung und Zentralbank wurden von Analysten weltweit für ihre Politik des *inflation targeting* und der fiskalischen Austerität gelobt.

Die Ansteckung Brasiliens durch die argentinische Krise kam auch durch einen völlig anderen Kanal: Mit dem *default* Argentinien wurde den internationalen Investoren die Gefahr eines Staatsbankrotts durch ein großes, für den Bondmarkt wichtiges Land wieder ins Gedächtnis gerufen; eine weitere Lehre aus dem Fall Argentinien war auch, dass der IWF selbst ökonomisch bedeutenden Ländern nicht notwendigerweise zur Hilfe eilen würde. Als in Meinungsumfragen zu den Präsidentschaftswahlen der Kandidat der Arbeiterpartei, Luiz Inacio „Lula“ da Silva, zulegte, der vormals schon einmal gefordert hatte, den Schuldendienst auf die Auslandsschulden einzustellen, bekamen die Marktteilnehmer Angst, der Arbeiterführer könnte bei einem Wahlsieg tatsächlich den Staatsbankrott erklären. Ohne dass sich die Fundamentaldaten des Landes verändert hätten, wirkte der Erfolg Lulas quasi als *wake-up-call* für die internationale Finanzgemeinschaft, die sich der prekären Schuldensituation Brasiliens bewusst wurde. Die Risikoprämie für brasilianische Staatsanleihen schoss in die Höhe. Auf dem Höhepunkt der Krise musste Brasilien auf international gehandelte Anleihen 25,5 Prozentpunkte höhere Zinsen als das US-Finanzministerium bezahlen. Gleichzeitig zogen Anleger ihr Kapital ab, der *Real* wertete ab. Da ein bedeutender Teil der brasilianischen Staatsanleihen entweder an den Wechselkurs oder an den kurzfristigen Zins gekoppelt war, stieg damit die Schuldenlast weiter und die Bedienung der Schulden schien zunehmend unwahrscheinlich. Erst ein Rekord-Paket des IWF in Höhe von rund 30 Mrd. US-Dollar konnte die Panik besänftigen und die Risikoprämie auf

¹⁰ Die Frage, ob Brasiliens Verschuldung mittel- und langfristig tragfähig ist, ist nicht eindeutig geklärt. Berechnungen von Williamson (2002) deuten darauf hin, dass es bei dem Schuldenstand Brasiliens nicht unbedingt zu einer weiteren Krise und einem Staatsbankrott kommen muss, dass aber bei entsprechendem Vertrauensverlust an den Märkten der Schuldendienst unmöglich werden kann; Brasilien wäre damit typisches Beispiel einer Situation, in der es zu selbsterfüllenden Krisen kommen kann.

ein Niveau drücken, bei dem es zumindest nicht mehr *a priori* ausgeschlossen ist, dass Brasilien seine Staatsschuld bedienen kann.

Wie lange sich diese Lage als tragfähig erweist, ist allerdings weiter offen. Die Verschuldungssituation Brasiliens ist nach wie vor prekär: Zwar ist die Staatsverschuldung des brasilianischen Staates mit rund 60 Prozent des BIP (je nach aktuellem Wechselkurs) nicht notwendigerweise erdrückend hoch, angesichts der hohen Zinsen mussten jedoch nach Zahlen der brasilianischen Zentralbank zeitweise mehr als 40 Prozent der Steuereinnahmen (ohne Sozialversicherungsbeiträge) zur Zinszahlung verwendet werden. Auch ist das Verhältnis von Devisenverbindlichkeiten und -einnahmen weiter bedenklich: Je nach Wechselkurs und genauer Abgrenzung der berücksichtigten Zahlungsverpflichtung muss Brasilien 54 bis 91 Prozent der Devisenerlösen aus Exporttätigkeit für den ausländischen Schuldendienst aufwenden¹¹.

Doch selbst wenn Brasilien dem Staatsbankrott entkommen sollte, hat die Krise 2002 schwere Spuren hinterlassen. Es ist zu erwarten, dass die brasilianische Wirtschaft auch in 2003 an den Nachwehen der Schwierigkeiten des Sommers 2002 leiden wird (Goldstein 2003). Durch die Abwertung des *Real* schoss die Inflation in die Höhe, vor allem stiegen aber die Inflationserwartungen. Zwischen Herbst 2002 und Frühjahr 2003 sah sich die brasilianische Notenbank gezwungen, ihren Leitzins um 8,5 Prozentpunkte anzuheben; das Wirtschaftswachstum dürfte 2003 damit deutlich geringer ausfallen, als es sonst der Fall gewesen wäre. Auch erhöhten die steigenden Zinsen die Schuldenlast des Staates, womit weniger Mittel für soziale Programme und Armutsbekämpfung zur Verfügung stehen dürften.

Lösung Dollarisierung?

Einige Autoren aus dem Umfeld des konservativen *Cato-Institute*, unterstützt durch konservative Stimmen in Washington und die Kommentarseiten des *Wall Street Journal*, argumentierten während und nach der argentinischen Krise 2001/2002, das Problem sei gewesen, dass Argentinien nicht genau den Regeln eines *Currency Board* gefolgt sei, sondern es der Zentralbank erlaubt gewesen ist, einen (geringen) Teil der umlaufenden Geldbasis gegen Staatsanleihen auszugeben. Ein Ausweg sei eine echte und vollständige, offizielle Dollarisierung. Noch Anfang 2001 argumentierte Dornbusch (2001), Dollarisierung oder ein *Currency Board* seien gute Möglichkeiten für Länder wie Mexiko, Währungskrisen zu

¹¹ Die Dresdner Bank Lateinamerika geht im Frühjahr 2003 von einem Schuldendienst-Export-Verhältnis von rund 54 Prozent aus, Goldman Sachs schätzt den Wert auf etwa 63 Prozent. Williamson (2002) sieht die Quote gar bei 91 Prozent.

verhindern und damit stärkeres Wachstum zu generieren, wie auch das Weltfinanzsystem zu stabilisieren.

Zumindest für Argentinien ist allerdings die Schlussfolgerung höchst zweifelhaft, eine echte Dollarisierung hätte die Krise abwenden oder zumindest ihre Auswirkungen abschwächen können. Das Problem einer Überschuldung wäre durch eine komplette Dollarisierung der argentinischen Volkswirtschaft nicht gelöst worden. Auch in einer dollarisierten Ökonomie wäre Argentinien in die Überbewertung der späten 90er Jahre geschlittert; auch unter einer Dollarisierung hätten die Nachfrageschwäche nach der Brasilienkrise 1999 und die rezessive Entwicklung die Steuereinnahmen einbrechen lassen. Folglich wäre es auch in einem solchen System zu dem Anstieg der Risikoprämien und damit der Renditen auf argentinische Staatsanleihen und Unternehmenskredite gekommen, ebenso wie unter dem *Currency Board* wäre die Staatsschuld nicht mehr bedienbar geworden. Eine – noch so glaubwürdige – Festkursanbindung ist kein Schutz gegen diesen „perversen Teufelskreis“, wie ihn Edwards (2002, S. 7) nennt.

Durch einen Staatsbankrott, der Ende 2001 wohl auch in einer dollarisierten argentinischen Ökonomie statt gefunden hätte, wäre das Land ebenfalls in eine schwere Finanzkrise geraten. Die entsprechenden Papiere hätten in den Bilanzen der Banken abgeschrieben werden müssen, die Kapitalbasis der Banken wäre geschrumpft, bei einem Großteil der Banken wäre das Eigenkapital sogar völlig aufgezehrt gewesen. Aus Sicht der Vermögenseigentümer wäre es gleichzeitig vollkommen rational gewesen, die Einlagen aus den Banken abzuziehen, solange die Banken noch zahlungsfähig waren. Ein *Bank-Run* wäre also auch in diesem Falle die Folge gewesen, der ohne die Existenz eines *Lender-of-Last-Resorts* zu einem Zusammenbruch des Bankensystems geführt hätte. Anstatt, wie im Dezember 2002, ihre *Pesos* von der Bank zu holen und in Dollar zutauschen – und damit die Devisenreserven der Zentralbank zu verringern –, hätten die argentinischen Einleger ihre Dollar direkt von der Bank abgeholt, was aber ökonomisch keinen großen Unterschied gemacht hätte. In beiden Szenarien wären die Devisenreserven des Bankensystems schnell erschöpft gewesen. Hätte man in dieser Situation an der Dollarisierung festhalten wollen, wäre es wohl kaum möglich gewesen, auch nur Teile des privaten Bankensystems zu retten. Zwar hätte man natürlich wieder, wie in der vergangenen Finanzkrise, die Depositen zunächst einfrieren können, es hätte aber keine Option gegeben, das durch den Staatsbankrott entstandene Loch in den Bankbilanzen wieder zu stopfen: Für den zahlungsunfähigen Staat wäre auch in dieser Situation ein anderer „Ausweg“ als die Enteignung der Depositen-Eigentümer kaum denkbar gewesen.

Diese Überlegungen zeigen, dass es auch in einer dollarisierten Ökonomie zu selbsterfüllenden Krisen kommen kann, die sich dadurch nähren, dass Anleger in der Rezession mit steigendem Ausfallrisiko der Kreditnehmer höhere Risikoprämien auf ihre Einlagen verlangen, die wiederum die Kreditzinsen soweit in die Höhe treiben, dass es zu einer Welle von Firmenpleiten und infolge zu einer Krise des Bankensystems kommt. Alternativ wäre auch eine Situation denkbar, in der die hohen Zinsen zu einem Staatsbankrott führen, da der Staat nicht mehr in der Lage ist, den Schuldendienst zu leisten. Mit dem Wertverlust der Staatspapiere, die in den Bankbilanzen einen beträchtliches Gewicht haben, hätte es zu Wertberichtigungen und entsprechende Abschreibungen bei den Banken kommen müssen; das Eigenkapital wäre aufgezehrt worden. Eine Bankenkrise und ein Zusammenbruch des Finanzsystems wären also ebenfalls die Folge gewesen. Zuguterletzt hat der Ausstieg Argentiniens aus dem *Currency Board* gezeigt, was „Unwiderruflichkeit“ überhaupt nur bedeuten kann. Die durch Gesetz angeordnete *Pesofizierung* von Dollar-denominierten Verträgen und Dollar-Guthaben bei den argentinischen Banken zeigt, dass wohl auch die Einführung des US-Dollars als gesetzliches Zahlungsmittel prinzipiell nicht als „unwiderruflich“ eingestuft werden kann, sondern jederzeit durch politische Entscheidungen wieder rückgängig gemacht werden kann. Ob nun die Dollarisierung bzw. das *Currency Board* dabei Gesetzes- oder Verfassungscharakter hat, ist nur von untergeordneter Bedeutung: Auch eine Verfassung könnte wieder geändert werden, im Extremfall durch eine neue Verfassung. Auch im Fall Brasiliens ist nicht zu sehen, wie eine Dollarisierung hätte helfen können, die jüngste Krise zu vermeiden – im Gegenteil. Marktbedenken gegenüber einem Präsidenten Lula hätten ebenfalls das Länderrisiko Brasiliens in die Höhe getrieben, selbst wenn der US_Dollar dort gesetzliches Zahlungsmittel gewesen wäre. Zudem konnte so die Zentralbank zumindest dem eigenen Bankensystem noch Liquidität in Form des Reals zur Verfügung stellen; ob die Krise 2002 in Brasilien für das Bankensystem so glimpflich ausgegangen wäre, wenn das Land dollarisiert gewesen wäre, ist zumindest fraglich.

Tendenziell ist in der akademischen wie politischen Diskussion eine Ernüchterung in Bezug auf das Konzept einer offiziellen Dollarisierung eingetreten. Jüngere empirische Studien - wie etwa Edwards/Magendzo (2003) oder Edwards (2002) - deuten darauf hin, dass in dollarisierten Ökonomien zwar die Inflation geringer ausfällt als in Ländern mit eigener Währung, die Kapitalkosten aber nicht niedriger sind als in nicht-dollarisierten Ökonomien und – wahrscheinlich das zentrale Argument – dollarisierte Wirtschaften ein niedrigeres BIP-

Wachstum pro Kopf aufweisen als vergleichbare Volkswirtschaften mit eigener Währung. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Artikels kämpft zudem Ecuador, wo im Jahre 2000 der Dollar als gesetzliches Zahlungsmittel den *Sucre* ablöste, mit enormen makroökonomischen Schwierigkeiten und einem drohenden Staatsbankrott, was einen weiteren Rückschlag für die Idee der Dollarisierung bedeuten dürfte.

Fazit: Eine neue Debatte

Die jüngste Krisen haben damit die traditionelle Grundannahme des vergangenen Jahrzehnts widerlegt, „unwiderruflich feste“ oder ganz flexible Wechselkurse könnten Währungskrisen verhindern. Auch ist die Idee *ad absurdum* geführt worden, alleine mit einem bestimmten Währungsregime könnte man die wirtschaftspolitischen Probleme eines Landes kurieren. Wie Edwards (2002, S. 7) feststellt, wird niemand mehr behaupten können, ein „unwiderruflich“ fester Wechselkurs sei *per se* eine Lösung für die makroökonomischen Probleme eines Landes. Diese Schlussfolgerung dürfte vor allem einen Rückschlag für die Befürworter eines *Currency Board* oder einer Dollarisierung bedeuten, galten diese Währungsregime doch lange als Panacea. Dollarisierung dürfte künftig vor allem eine Rolle als ungeplanter Ausweg aus einer akuten monetären Krise spielen, wie in Ecuador im Jahr 2000.

Darüber hinaus zeigt die Erfahrung aus der Krise in Argentinien, dass die Wahl eines „unwiderruflich“ festen Wechselkurses die Kosten einer „falschen“ Wirtschaftspolitik, die etwa durch ausufernde Budgetdefizite gekennzeichnet ist, sogar noch erhöht. Die Lehren aus der jüngsten Argentinienkrise lauten: *de facto* Dollarisierungen haben bei Abwertungen katastrophale Folgen für die Bilanzen des Privatsektors und des Staates, ein stark dollarisiertes Bankensystem ohne einen *lender-of-last-resort* weist ein extremes Risiko auf, aus einer Bankenkrise wird eine Katastrophe (Edwards 2002, S. 8). Gerade eine „unwiderrufliche“ Fixierung des Wechselkurses, möglicherweise noch gepaart mit einer Regierungspropaganda, welche die Benutzung der Fremdwährung fördert, gibt Anreize zur Parallelverwendung von inländischer und ausländischer Währung, und damit der Dollarisierung.

Zudem scheint es offenbar keine zuverlässig funktionierende Marktmechanismen zu geben, die bei einer Liberalisierung der Kapitalbilanz die Überschuldung eines Landes verhindern, und eine prekäre Verschuldungssituation kann am Ende zu einer Währungskrise führen– unabhängig vom gewählten Währungsregime. Insgesamt dürfte der Wahl des Währungsregimes in der makroökonomischen Konzeption künftig eine geringere Bedeutung zukommen. Statt dessen dürfte ein neuer Fokus auf die Auslandsverschuldung der Länder

gesetzt werden.¹² Vor allem auf die Frage, in welcher Währung private und öffentliche Verbindlichkeiten in den Schwellen- und Entwicklungsländern der Region kontrahiert werden, dürfte dabei an Bedeutung gewinnen. Der Fokus wird somit – unabhängig von der Wahl des Währungsregimes - darauf liegen, die Bedeutung von Fremdwährungen in der heimischen Ökonomie und für die Staatsschulden zurückzudrängen. In Kreisen der brasilianischen Zentralbank wurde bereits diskutiert, dass künftig möglichst vermieden werden solle, Staatsschuldtitel an den Wechselkurs zu koppeln oder in ausländischer Währung auszugeben¹³.

Versuche, die Verschuldung möglichst in Landeswährung zu halten, würden – sollten sie tatsächlich verfolgt werden – wohl die Auslandsverschuldung der betroffenen Länder begrenzen: Deutlich weniger ausländische Investoren werden bereit sein, etwa Brasilien Kapital in *Real* zur Verfügung zu stellen, anstatt in Dollar oder Euro. Argentinien hat sich mit dem bisherigen Ansatz, private Auslandsschulden nicht mehr zu bedienen, den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten derzeit *de facto* versperrt. Der Beitrag ausländischen Kapitals zur Entwicklungsfinanzierung müsste deshalb künftig zwangsläufig geringer sein. Dazu passen auch neuere Überlegungen, die mit dem Bestseller von Stiglitz (2002) einen prominenten Fürsprecher erhalten haben: Das Konzept der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs wird als gescheitert angesehen. Sowohl Argentinien als auch Brasilien sind in die Krise gerutscht, da sie sich auf ausländische Finanzierung verließen und da sie Staatsschulden in Auslandswährung aufnahmen. Auch Kuczynski und Williamson (2003, S. 8) fordern in ihren jüngsten Reformvorschlägen zu dem alten Konsens, die Länder in Lateinamerika sollten darauf hinarbeiten, künftig unabhängiger von Kapitalimporten zu sein. Eine Abkehr von der Konzentration auf den Zufluss von Auslandskapital als integraler Bestandteil nationaler Entwicklungsstrategien würde den Ländern Lateinamerikas auch wieder Alternativen bei der Wahl ihrer Wechselkursregime eröffnen. Ist der ungehinderte Zufluss von Auslandskapital nicht mehr gewünscht, kann er auch mit Kapitalverkehrskontrollen begrenzt und kontrolliert werden. Wie aus der *impossible trinity* bekannt, erlauben Kapitalverkehrskontrollen das gleichzeitige Erreichen einer gewissen Autonomie in der Geldpolitik bei Stabilisierung der Wechselkurse. Zwischenlösungen zwischen ganz festem Wechselkurs und ganz flexiblen Wechselkurs würden damit wieder möglich und eventuell auch attraktiv.

¹² Goldstein (2003) ist dafür ein gutes Beispiel.

¹³ Zumindest äußerte das Ex-Zentralbankgouverneur Fraga mir gegenüber im Gespräch am 12.09.2002 und sagte, man werde künftig versuchen, wechselkursindexierte Staatsschulden zu vermeiden.

Eine weitere Tendenz in Lateinamerika dürfte das Aufleben von Initiativen zu einer verstärkten regionalen währungspolitischen Kooperation sein. In den großen südamerikanischen Ländern hat sogar eine neue Debatte über eine gemeinsame Währung begonnen¹⁴. Eine Rolle dürfte dabei die Erfahrung spielen, dass es die brasilianische Abwertung 1999 war, die Argentinien „den Todesstoß versetzte“, wie es Flassbeck (2002, S. 64) ausdrückt. Den Südamerikanern ist schmerzlich bewusst geworden, welche negativen externen Effekte eine eigenständige Wechselkurspolitik auf die Handelspartner im Mercosur hat (Popik/Raimundi 2002, S. 53ff).

Neben solchen ökonomischen Argumenten dürfte zunehmend auch politisches Kalkül eine Rolle spielen. Wie Naim (2002) schreibt, ist der *Washington Consensus* inzwischen „eine beschädigte Marke“. In vielen Ländern Lateinamerikas, insbesondere in Argentinien, ist auch der „Neoliberalismus“ in diesem Sinne ein in der öffentlichen Meinung oft mit negativen Konnotationen versehener Begriff. Besonders linke Kräfte sehen in einer Währungsunion eine Möglichkeit zum Kurswechsel in der Wirtschaftspolitik. Die Hoffnung scheint zu sein, mit dem Projekt einer gemeinsamen Währung der „neoliberalen“ Politikempfehlungen etwas entgegenzusetzen¹⁵. Folgt man Kommentaren in den Zeitungen der Region, - dann spielt dabei offensichtlich eine Rolle, dass nach den jüngsten Abwertungen der brasilianische *Real* und der argentinische *Peso* fast zu Parität gehandelt werden, was bei Einführung einer Gemeinschaftswährung eine einfache Umrechnung der Preise in die neue Währung ermöglichen würde.

Offen ist dabei allerdings, wie eine gemeinsame Währung die monetären und fiskalischen Stabilitätsprobleme der Region lösen soll. Solange die betroffenen Staaten einen hohen Grad der *de facto* Dollarisierung ihrer Ökonomien aufweisen und die in Auslandswährungen kontrahierten Staatsschulden mit einer Abwertung erdrückend werden können, würde eine Währungsunion etwa des Mercosur die Krisenanfälligkeit kaum mindern. Auch das Problem der ausufernden Staatsdefizite und die damit einher gehende Gefahr einer untragbaren Schuldendynamik haben ihren Ursprung nicht in dem Währungsregime der Länder und würden deshalb mit einer gemeinsamen Währung alleine auch nicht gelöst.

¹⁴ Siehe etwa Popik/Raimundi (2002) oder aus einer deutschen Perspektive Nitsch (2002).

¹⁵ Auch in Deutschland argumentierte die SPD-Linke vor Einführung des Euro, dass damit wieder eher eine autonome Geldpolitik möglich werde, und deshalb Gestaltungsspielräume der Politik gegen die „neoliberale Logik“ zurückgewonnen werden könnten.

Literatur

- Dornbusch, Rudiger (2001), Exchange Rates and the Choice of Monetary-Policy Regimes. Fewer Monies, Better Monies, American Economic Reviews Papers and Proceedings, Vol. 91, S. 238-242.
- Edwards, Sebastian (2002), The Great Exchange Rate Debate after Argentina, NBER Working Paper No. 9257, Cambridge, MA.
- Edwards, Sebastian, und Igal Magendzo (2003), A Currency of One's Own? An Empirical Investigation on Dollarization and Independent Currency Unions, Working Paper No. 9514, Cambridge, MA.
- Eichengreen, Barry, and Michael Bordo (2002), Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Globalization?, NBER Working Paper No.8716, Cambridge, MA.
- Fischer, Stanley (2001), „Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?“, Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, S. 3-24.
- Flassbeck, Heiner (2002), Argentinien: Warum versagt die westliche Welt?, in: Lateinamerika Analysen, Nr. 2, Juni, S. 59-66.
- Frankel, Jeffrey A. (1999), No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times, NBER Working Paper No. 7338, Cambridge, MA.
- Fritz, Barbara (2002), Reasons to cry, Argentina!, Brennpunkt Lateinamerika, Nr. 3, S. 25-32.
- Goldstein, Morris (2003), Debt Sustainability, Brazil, and the IMF, Institute for International Economics Working Paper WP 03-1, Washington, D.C.
- Internationaler Währungsfonds (2003), World Economic Outlook, April, Washington, D.C.
- Krugman, Paul (1979), „A Model of Balance of Payments Crises“, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 11, S. 311-325.
- Kuczynski, Pedro-Pablo, und John Williamson (2003), After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Mussa, Michael (2002), Argentina: From Triumph to Tragedy, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Nitsch, Manfred (2002), Optionen für die monetäre Kooperation im Mercosur, in: Calcagnotto, Gilberto und Detlef Nolte (Hg.), Südamerika zwischen US-amerikanischer Hegemonie und brasilianischem Führungsanspruch. Konkurrenz und Kongruenz der Integrationsprozesse in den Amerikas, Frankfurt/M.: Vervuert.

- Obstfeld, Maurice (1996), „Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features“, European Economic Review, vol. 40, S.1037-1047.
- Popik, Leandro, und Carlos Raimundi (2002), Hacia la moneda unica del Mercosur, Buenos Aires: Fundación Argentina por una República con Oportunidades.
- Reinhart, Carmen M., und Kenneth S. Rogoff (2002), The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, NBER Working Paper No. 8963, Cambridge, MA.
- Roy, Tobias (2000), Ursachen und Wirkungen der Dollarisierung von Entwicklungsländern. Ein Erklärungsansatz unter besonderer Berücksichtigung Boliviens, Marburg: Metropolis.
- Schuler, Kurt (2002), Fixing Argentina, Cato Institute Working Paper, Washington, D.C.
- Stiglitz, Joseph E. (2002), Globalization and its Discontent, New York et al.: W. W. Norton & Co.
- Williamson, John (2002), Is Brazil Next?, Institute for International Economics, Policy Brief 02-7, Washington, D. C.
- Williamson, John (2002a), Did the Washington Consensus Fail?, Outline of remarks at CSIS, November 6, <http://www.iie.com/papers/williamson1102.htm>