

**UNIVERSITÄT ZU KÖLN**  
**STAATSWISSENSCHAFTLICHES SEMINAR**  
**PROF. DR. M. FELDSIEPER UND DR. F. FODERS**

**Hauptseminar im Sommersemester 1999**  
**Thema Nr. 3**

***DAS MODELL DES CURRENCY BOARDS***  
***ZUR WÄHRUNGS- UND WECHSELKURSSTABILISIERUNG:***  
***ARGENTINIEN VOM CAVALLO-PLAN ZUR DOLLARISIERUNG?***

Santiago Senn  
Königsdorfer Str. 5  
50933 Köln  
Tel. 0221/4912252  
santiago.senn@uni-koeln.de  
Studienfach: Volkswirtschaftslehre

1	Einführung.....	3
2	Das Currency Board System .....	4
2.1	Historische Einführung .....	4
2.2	Funktionsweise und Gesamtrahmen .....	4
2.2.1	Currency Board als Ersatz der Zentralbank.....	4
2.2.2	Currency Board System und Reformkurs.....	5
2.3	Das argentinische Modell.....	8
2.3.1	Das Konvertibilitätsgesetz .....	8
2.3.2	Ergebnisse des Modells im lateinamerikanischen Vergleich.....	9
2.3.3	Die Gefahren: Brasilien-Krise .....	11
3	Dollarisierung .....	13
3.1	Signal für die Märkte .....	13
3.2	Ist eine Dollarisierung vorteilhaft?.....	14
3.3	Institutionelle Alternativen.....	15
3.3.1	Währungsunion mit den USA.....	15
3.3.2	Dollarisierung im Mercosur.....	15
3.3.3	Unilaterale Dollarisierung.....	16
4	Schlußfolgerung.....	17
5	Literaturverzeichnis .....	18

## 1 Einführung

Angesichts der Währungs- und Finanzturbulenzen der vergangenen Jahre in Ländern oder Regionen wie Mexiko (1994), Asien (1997), Rußland (1998) und zuletzt in Brasilien (1999) wird erneut nach praktikablen Lösungen in der Währungspolitik gesucht. Besonders ins Rampenlicht tritt dabei das Currency Board System (CBS), das sich in den letzten Jahren in Ländern wie Argentinien, Hong Kong und Estland erfolgreich bewährt hat.

Um das CBS auch komparativ darstellen zu können, wird es mit alternativen Ansätzen verglichen, die in anderen lateinamerikanischen Ländern angewandt worden sind. Ein solcher Vergleich hat den Vorteil, daß die äußeren Rahmenbedingungen in Bezug auf Kapitalbewegungen, Einschätzung der Länder als Gesamtregion, internationale Finanzkrisen, usw. ähnlich gelagert sind.

Es soll besonders hervorgehoben werden, welche Vorteile insbesondere in Hinblick auf eine schnelle Wiederherstellung des Vertrauens in angeschlagenen Volkswirtschaften ein CBS aufweist.

Trotz ersterer Erfolge enthält das CBS auch Schwierigkeiten, die Aspekte wie die Flexibilität und das Anpassungsvermögen über die reale Wirtschaft betreffen. Nach der Abwertung des brasilianischen Reals meldete sich die argentinische Regierung mit einem kühnen Vorschlag: die totale Dollarisierung der bisher bimonetären Wirtschaft.

In diesem Referat wird das CBS in Argentinien untersucht, seine Erfolge, Gefahren sowie eine mögliche Vertiefung des Modells mittels einer kompletten Dollarisierung.

## 2 Das Currency Board System

### 2.1 Historische Einführung

Schon im letzten Jahrhundert entstanden die ersten CBS in britischen Kolonien<sup>1</sup>. Sie hatten erhebliche Vorteile für die kleinen Volkswirtschaften, denn sie übernahmen die Stärke der Währung des Mutterlandes - mit dem sie ohnehin sowohl wirtschaftlich als auch politisch eng verbunden waren - und gaben die eigene Regie in Fragen der Geldpolitik wie bei der Möglichkeit der Finanzierung der einheimischen Banken ab. Die Bank of England übernahm die Funktion des Lender at the Last Resort.

In den letzten 15 Jahren haben eine Reihe neuer Länder das CBS eingeführt. Die Gründe sind dabei sehr unterschiedlich: Hyperinflation (Argentinien, Bulgarien), Transition in ein Marktwirtschaftssystem (Bulgarien, Litauen, Estland), volatile Terms of Trade (Eastern Caribbean Currency Board), Ende eines Krieges (Bosnien-Herzegowina) oder Vorhandensein eines internationalen Finanzzentrums (Hong Kong)<sup>2</sup>.

### 2.2 Funktionsweise und Gesamtrahmen

#### 2.2.1 *Currency Board als Ersatz der Zentralbank*

Ein Currency Board ist eine konkrete Abgrenzung der Funktionen der Zentralbank in einer Volkswirtschaft.<sup>3</sup> Der eigentliche Unterschied zu einer Zentralbank liegt in der Zusammensetzung der Aktiva und der Passiva und in den daraus resultierenden Funktionen. Dies soll durch folgende vereinfachte Bilanzen verdeutlicht werden<sup>4</sup>:

---

<sup>1</sup> Ghosh / Gulde / Wolf (1998), S. 4

<sup>2</sup> Enoch / Gulde (1998), S. 41

<sup>3</sup> Fuhrmann / Richert (1995), S. 1035

<sup>4</sup> Williamson (1991)

Currency Board		Zentralbank	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
WR	BA <sup>NB</sup>	WR	BA <sup>NB</sup>
	(D <sup>GB</sup> )	SV	D <sup>GB</sup>
	Kapital		Kapital

wobei WR: Währungsreserven  
M0: Monetäre Basis (es gilt  $M0 = BA^{NB} + D^{GB}$ )  
BA<sup>NB</sup>: Bargeld der Nichtbanken  
D<sup>GB</sup>: Sichtdepositen der Geschäftsbanken  
SV: öffentliche Schuldverschreibungen

Die Theorie des reinen Currency Board besagt, daß ganz M0 durch die Währungsreserven WR gedeckt werden muß. Dies bedeutet, daß jeder Geldschein jederzeit bei der Zentralbank gegen die ausländische Ankerwährung eingetauscht werden kann.

Während es in einem reinen Currency Board keine eigentliche Zentralbank gibt, die diskretionär (durch z.B. Offenmarktpolitik oder Ausgabe öffentlicher Schuldverschreibungen) das Geldangebot bestimmt, verfügt eine Zentralbank über diese Möglichkeit. In einem Currency Board ändert sich M0 allein durch den automatischen Ausgleich der Zahlungsbilanz mit den Währungsreserven: besteht ein Zahlungsbilanzüberschuß, so steigen die Währungsreserven und damit M0. Besteht ein Zahlungsbilanzdefizit, so sinkt WR und M0. Einer nicht gebundenen Zentralbank bliebe die Möglichkeit offen, diskretionär tätig zu werden, um das Geldangebot zu bestimmen.

### 2.2.2 Currency Board System und Reformkurs

Wird der oben beschriebene automatische Ausgleichsmechanismus in einen ordnungspolitischen Gesamtrahmen eingebettet, spricht man von einem Currency Board System<sup>5</sup>. Solche Rahmenbedingungen betreffen verschiedene Gebiete wie Stabilität des realen Wechselkurses und Inflationsbekämpfung, Flexibilisierung der Finanz-, Güter- und Arbeitsmärkte, usw. Besonders wichtig ist auch eine ausgeglichene Fiskalpolitik.<sup>6</sup>

<sup>5</sup> Fuhrmann (1998)

<sup>6</sup> Kwan / Liu (1996), S. 24

Das langfristige Hauptziel der Einführung eines CBS ist die Stabilität des realen Wechselkurses.<sup>7</sup> Folgende Formel soll den Zusammenhang deutlich machen:

$$R = N - (P_I - P_A) \quad \text{Kaufkraftparitätenformel des realen Wechselkurses}$$

wobei R: reale Auf-/Abwertungsrate  
 N: nominale Auf-/Abwertungsrate  
 $P_I$  : Inflation Inland  
 $P_A$  : Inflation Ausland

Eine reale Aufwertung ( $R < 0$ ) tritt ein, wenn die nominale Abwertungsrate  $N$  geringer ausfällt als die Inflationsdifferenz im Inland und Ausland ( $P_I - P_A$ ). In einem CBS ist per definitionem  $N=0$ , da der nominale Wechselkurs fixiert ist. Dieses Verhalten zeigt sich darin, daß die Preise der gehandelten Güter weniger stark als die Preise der nichtgehandelten Güter steigen. Dies gilt unter der Annahme, daß es sich um ein kleines Land handelt: es kann die Weltpreise der gehandelten Güter nicht beeinflussen.

Der gleichgewichtige, reale Wechselkurs ist dann erreicht, wenn ein gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht besteht<sup>8</sup>; d.h. wenn sowohl ein internes als auch ein externes Gleichgewicht besteht<sup>9</sup>:

Bei einem internen Gleichgewicht werden nichtgehandelte Güter vollständig nachgefragt; die gesamtwirtschaftliche Güterseite IXSM entspricht der Liquiditätsausstattung LG:

$$IXSM = LG$$

Externes Gleichgewicht bedeutet hingegen, daß die Überschußnachfrage nach gehandelten Gütern (Importüberschuß) durch Nettokapitalzuflüsse (NK) gedeckt wird:

$$X(w) - M(Y, w) = NK(z)$$

Dieses gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht impliziert, daß sich der Arbeitsmarkt auch im Gleichgewicht befindet (Vollbeschäftigung) und daß die Reservepositionen konstant sind.

Auf der Basis dieser theoretischen Überlegungen ist es nun möglich, den kurzfristigen Stabilisierungsprozeß durch Einführung eines CBS zu beschreiben:

---

<sup>7</sup> Schweickert (1998), S. 424

<sup>8</sup> Schweickert (1998), S. 422

<sup>9</sup> Rose / Sauernheimer (1992), S. 237

- Fixierung des nominalen Wechselkurses: hierbei sind zwei Fragen zu beantworten, nämlich die Wahl der Ankerwährung und deren Parität mit der einheimischen Währung.<sup>10</sup> Die Länder mit einem CBS haben sich bisher mehrheitlich für den US-Dollar entschieden, wobei die DM und der Singapur Dollar auch gewählt worden sind.<sup>11</sup> Das Vertrauen der inländischen Wirtschaftssubjekte in die neue Ankerwährung und das Wechselkursniveau auf dem Schwarzmarkt vor Einführung des CBS sind dabei nützliche Hilfen.
- Reale Aufwertung des Wechselkurses wegen der unterschiedlichen Entwicklung der Preise für gehandelte und nichtgehandelte Güter: die Erhöhung der Nachfrage nach gehandelten Gütern aufgrund der günstigeren Preise läßt ein Handelsbilanzdefizit entstehen, das seinerseits einen Devisenabfluß hervorruft. Somit besteht kein neues Wechselkursgleichgewicht, sondern der reale Wechselkurs ist überbewertet.
- Der Devisenabfluß verringert die Geldbasis und infolgedessen die Geldmenge. Ein Zinsanstieg ist die Folge dieser Kontraktion.
- Die Inflationsrate sinkt, bis der reale Wechselkurs sich im neuen Gleichgewicht befindet<sup>12</sup>. Ist die Inflation im Ankerwährungsland sehr gering, so kann im Land mit dem CBS Deflation eintreten.
- Das alte Gleichgewicht des realen Wechselkurses ist wieder erreicht; die Nachfrage nach gehandelten Gütern geht zurück; das Handelsdefizit verringert sich.

Die Ergebnisse dieses Modells sind das Verschwinden der Inflationsdifferenz zwischen dem Inland und dem Ankerwährungsland und somit ein konstanter realer Wechselkurs. Für den Erfolg des CBS ist von Bedeutung, daß der Staatshaushalt tadellos finanziert wird und daß die Volkswirtschaft den durch die Kontraktion der Geldmenge hervorgerufenen Zinsanstieg verkraftet. So bildet die Abwertungsphase die kritische Stelle des Modells.<sup>13</sup>

---

<sup>10</sup> Enoch / Gulde (1997), S. 4

<sup>11</sup> Enoch / Gulde (1998), S. 40

<sup>12</sup> Dies ist aber nicht immer der Fall, wie die über Jahre hinweg höhere Inflation in Hong Kong gegenüber dem Ankerwährungsland USA zeigt. Dazu vgl. Williamson (1991).

<sup>13</sup> Schweickert (1998), S. 424

## 2.3 Das argentinische Modell

### 2.3.1 Das Konvertibilitätsgesetz

Nach jahrelangen Versuchen durch orthodoxe und heterodoxe Währungspolitiken die Volkswirtschaft zu stabilisieren und zum Wachstum zu führen, verabschiedete das argentinische Parlament am 27. März 1991 das sogenannte Ley de Convertibilidad (Konvertibilitätsgesetz), ein echter Wendepunkt in der argentinischen Wirtschaftspolitik der Nachkriegszeit<sup>14</sup>. Das bedeutete die sofortige Einführung eines Currency Board Systems mit der Parität 1 Peso = 1 Dollar, allerdings mit einigen Charakteristika, die es von einem rein orthodoxen System unterscheiden. Die wichtigsten Unterschiede sind die Möglichkeit, zunächst 20%, dann aber gemäß dem Zentralbank-Gesetz (Carta Orgánica vom 23. September 1992<sup>15</sup>) 33% der Währungsreserven in festverzinslichen Wertpapieren der amerikanischen Regierung zu halten, und der „Bimonetarismus“ der Wirtschaft, d.h. die Anerkennung des US-Dollars als ein mit dem Peso gleichgestelltes Zahlungsmittel<sup>16</sup>.

Dies war tatsächlich die Säule einer Reihe von Maßnahmen, die das Ziel hatten, die Wirtschaft kurzfristig zu stabilisieren und eine langfristige Anpassung des realen Wechselkurses zu ermöglichen. Folgende Übersicht zeigt die Voraussetzungen sowie die wichtigsten Maßnahmen des argentinischen Reformprogramms:<sup>17</sup>

#### **TECHNISCHE VORAUSSETZUNGEN**

- Geldbasis durch Devisen gedeckt
- Befriedigung jeder Überschußnachfrage zum offiziellen, festen Wechselkurs von 1:1 zum US-Dollar

#### **GLAUBWÜRDIGKEIT I: DURCHFÜHRBARKEIT („ORTHODOXE“ MAßNAHMEN)**

- Konsolidierung des Staatshaushalts: Ausgabenkürzungen und Einführung der Mehrwertsteuer mit breiter Basis

---

<sup>14</sup> Reichel (1995), S. 190

<sup>15</sup> Hanke / Schuler (1999), S. 3

<sup>16</sup> Santiprabhob (1997), S. 9

<sup>17</sup> Schweickert (1998), S. 424

- Verbot von Krediten der Zentralbank an die Regierung
- Deregulierung von Güter- und Faktormärkten: Abschaffung von Exportzöllen- und beschränkungen, drastische Senkung der Importzölle, Einführung internationaler Normen, betriebsspezifische Lohnverhandlungen

**GLAUBWÜRDIGKEIT II: DURCHFÜHRBARKEIT („POLITÖKONOMISCHE“ MAßNAHMEN)**

- Vollständige Konvertibilität
- US-Dollar als Parallelwährung
- Festschreibung des Wechselkurses per Gesetz
- Strategische Politik zur Sicherung der Unterstützung von Wählern und Interessengruppen

Schon wenige Jahre nach seiner Einführung zeigte das CBS einen erstaunlichen Erfolg: die Inflationsrate ging bis auf 1% zurück, das Bruttosozialprodukt erfuhr ein durchschnittliches Wachstum von 1991 bis 1997 von etwa 6%, die Exporte verdreifachten sich. Der reale Wechselkurs erfuhr einen starken Aufwertungstrend, der eine stetige Ausweitung der Geldmenge ermöglichte und der 1994 ohne die Aufgabe des Systems gebrochen werden konnte.<sup>18</sup>

Die Stabilität des Modells erwies sich auch bei mehreren spekulativen Attacken gezeigt werden, wie Ende 1992 aufgrund von Spekulationen über eine mögliche Abwertung, und während der Mexiko-, Asien-, Rußland- und Brasilienkrisen. Alle Krisen führten zu einer Verringerung der monetären Basis und der wirtschaftlichen Aktivität. Ein häufig erwähnter Nachteil wurde deutlich: die Anpassungen an externe Krisen wurden über die reale Wirtschaft in Kauf genommen, was Rezession und Deflation bedeuten kann, wie nach der Mexiko-Krise.<sup>19</sup>

### *2.3.2 Ergebnisse des Modells im lateinamerikanischen Vergleich*

Lateinamerika ist in den letzten Jahren zu einem Schauplatz unterschiedlicher Stabilisierungsansätze geworden. Länder mit ähnlichen äußeren Rahmenbedingungen und Schwierigkeiten haben auf verschiedenen Wegen versucht, die eigene Wirtschaft zu stabilisieren und zum Wachstum zu bringen. So hatte Mexiko zunächst einen festen Wechselkurs (allerdings ohne Currency

---

<sup>18</sup> Schweickert (1995), S. 334f

Board), dann einen aktiven Crawling-Peg (die nominale Abwertungsrate darf nicht höher als die Inflationsdifferenz sein) und schließlich ein freies Floating eingeführt. Chile versuchte es mit einem passiven Crawling-Peg (Abwertungsrate ist vorgegeben) und wechselte dann zu einem Managed Floating (Parität zu einem Währungskorb).<sup>20</sup>

Die folgenden Bilder belegen die Erfolge des CBS in Argentinien, besonders im Vergleich zu Mexiko<sup>21</sup>. Ein direkter Vergleich mit Chile läßt sich aufgrund der unterschiedlichen Ziele schwer anstellen: die Priorität in Argentinien war die kurzfristige Stabilisierung, in Chile aber die reale Wechselkursanpassung.<sup>22</sup> Beim kurzfristigen Stabilisierungsziel weist das CBS erhebliche Vorteile auf. Der Kampf gegen die Inflation zeigte in Argentinien einen beeindruckenden Erfolg (Schaubild 1). Mexiko hat bisher keine reale Preisniveaustabilität erreicht. Allerdings hat es nach der Mexiko-Krise erhebliche Fortschritte gegeben. Die Situation der Handelsbilanz verdeutlicht auch die Abhängigkeit von Kapitalbewegungen in bezug auf den realen Wechselkurs. Mexiko erfuhr eine sehr starke Abwertung des Peso, die zu einer Umkehr des Handelsbilanzsaldos führte. In Argentinien blieb der reale Wechselkurs relativ stabil, was aber eine Änderung des Handelsbilanzsaldos nicht vorbeugen konnte. Das langfristige Ziel der Stabilität des realen Wechselkurses wurde somit in Argentinien besser erfüllt als in Mexiko, wie die Schaubilder 2 und 4 belegen. Nach anfänglich starker Aufwertung erfuhr der reale Wechselkurs in Argentinien eine relativ stetige Entwicklung. Das BIP stieg dementsprechend stärker als in Mexiko. Der chilenische Wechselkurs erlebte eine stetige und stabile Aufwertungstendenz verknüpft mit einem Zuwachs des realen BIP. Zusammenfassend bleibt die Feststellung, daß die Vorteile des argentinischen Reformprogramms nicht allein auf den Verdiensten eines Currency Boards<sup>23</sup> beruhen sondern auf dem Gesamtpaket an Reformen bzw. auf dem CBS, wobei das Konvertibilitätsgesetz eine entscheidende Rolle gespielt hat.

---

<sup>19</sup> Uribe (1996), S. 5

<sup>20</sup> Deutsche Bank Research (1999), S. 9

<sup>21</sup> Schweickert (1996), S. 258

<sup>22</sup> Schweickert (1998), S. 426

<sup>23</sup> Dornbusch (1999a), S. 2

Schaubild 1 — Inflationsraten in Chile, Mexiko und Argentinien (Prozent; log)

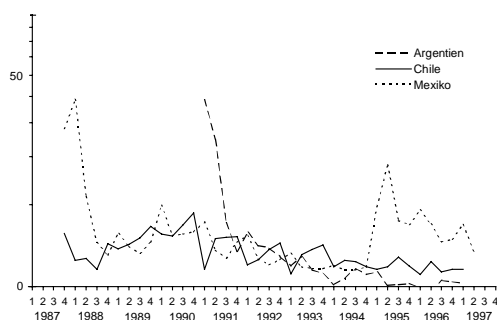


Schaubild 2 — Reales BIP in Chile, Mexiko und Argentinien (Index)

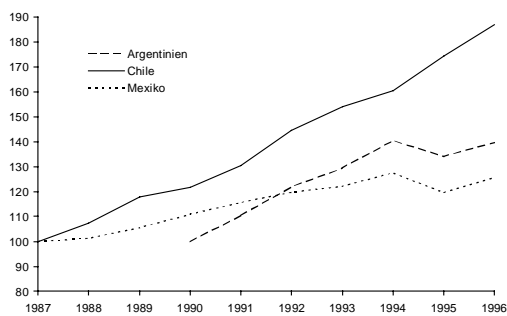


Schaubild 3 — Anpassung des realen Wechselkurses in Chile, Mexiko und Argentinien (Index)

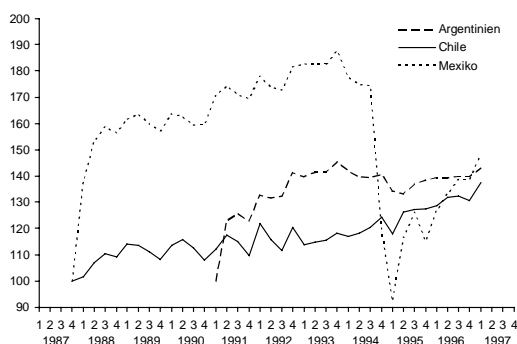


Schaubild 4 — Handelsbilanz in Chile, Mexiko und Argentinien (vH des BIP)



Quelle: Schweickert (1998)

### 2.3.3 Die Gefahren: Brasilien-Krise

Aufgrund der politischen und wirtschaftlichen Konstellationen im Nachbarland Brasilien konnte der zunächst im Hinblick auf die Inflationsbekämpfung erfolgreich eingeführte Plano Real Anfang 1999 nicht länger aufrechterhalten werden. Die brasilianische Regierung zeigte sich gezwungen, den Real zunächst stärker als nach der im Plano Real vorgesehenen Rate nominal abzuwerten. Wenige Tage später mußte aber der Wechselkurs durch den Druck der Finanzmärkte einem freien Floating unterzogen werden.

Dies wirkte auf Argentinien ähnlich wie nach der Abwertung des mexikanischen Pesos: die Wirtschaft verlor noch mehr an Schwung, den sie ohnehin in Folge der Asien- und Rußlandkrise eingebüßt hatte. Für 1999 ist mit einem Rückgang des BIP von etwa 1 oder 2% zu rechnen.<sup>24</sup>

Aufgrund einer solchen Entwicklung erhoben sich erneut die Stimmen einiger Kritiker des CBS, unter anderem von Vertretern der Industrie und

Exportwirtschaft. Etwa ein Drittel der argentinischen Exporte ging 1998 nach Brasilien. Durch die sehr starke Abwertung des Reals befürchtet man eine „Invasion von brasilianischen Billigwaren“ und einen gleichzeitig auftretenden Rückgang der argentinischen Exporte<sup>25</sup>, was insbesondere die Automobil- und die Lebensmittelindustrie betreffen würde.

Noch einmal wurde ein Nachteil des CBS deutlich, nämlich die selbst auferlegte Unmöglichkeit, einen anderen Weg zu einer Anpassung zu suchen, als über die reale Wirtschaft. Die Regierung mußte in diesem Fall die Staatsverschuldung erhöhen, um die dann auftretenden Löcher im Staatshaushalt zu decken. Da aber die Finanzmärkte das Vertrauen in den argentinischen Reformkurs durch die Brasilien-Krise geschmälert hatten, mußte diese Neuverschuldung durch sehr hohe Zinsen erkaufte werden.

Die Intermediation Spreads stiegen wie nach jeder Finanzkrise sehr stark. Sie sind der Zuschlag der Investoren für die monetären Risiken einer Geldpolitik.<sup>26</sup> Im Schaubild 5 sind 4 Finanzkrisen klar zu erkennen, nämlich der Ausgang aus der Mexiko-Krise, die Asienkrise, die Rußlandkrise und die Brasilien-Krise.

Schaubild 5 - Intermediation Spreads der Latin Eurobond



Quelle: Hausmann / Gavin / Pages-Serra / Stein (1999)

<sup>24</sup> La Nación vom 27. März 1999

<sup>25</sup> Barro (1999)

<sup>26</sup> Dornbusch (1999b), S. 9

## 3 Dollarisierung

### 3.1 Signal für die Märkte

Unter Dollarisierung der argentinischen Wirtschaft versteht man die Vertiefung des Modells des Currency Boards, indem der Peso durch den Dollar vollständig ersetzt wird.<sup>27</sup> Zur Zeit werden etwa 70% der Transaktionen mit Dollars geführt, wobei der Peso nur im Alltagsgeschäft eine Rolle spielt: Kauf und Verkauf von Immobilien und Autos, Finanzgeschäfte langfristiger Natur werden nur in Dollars getätigt.

De facto ist die Wirtschaft bereits dollarisiert. Dem wenige Tage nach Freigabe des Reals bekanntgegebenen Vorschlag der argentinischen Regierung zur totalen Dollarisierung lag die Absicht zugrunde, zum einen den politischen Willen zur Aufrechterhaltung der 1:1 Parität des Wechselkurses zu zeigen und zum anderen das oben beschriebene Verhalten der Intermediation Spreads zu stoppen. Nur so wird erklärt, weshalb ein Reformvorhaben solcher Natur mitten in einer Krise angekündigt wird, die in bezug auf den Effekt auf die reale Wirtschaft mit der Mexiko-Krise vergleichbar ist. Die Worte des argentinischen Finanzministers verdeutlichen den festen Entschluß zu Differenzierung von Brasilien: *"We cannot be defeated by the market. We will dollarise, and that will be the end of the speculation"*.<sup>28</sup>

Die beiden Ziele wurden tatsächlich erreicht, denn die politische Diskussion ist auf die Pro und Contra der Dollarisierung und nicht auf eine mögliche Aufgabe des CBS gelenkt worden, und es wurde eine relativ rasche Senkung der Intermediation Spreads erreicht, besonders im Vergleich zur Asien- und Rußland-Krise<sup>29</sup>. Die Kreditfähigkeit der Parität wurde auch im Ausland verstärkt, wie eine Umfrage der Amerikanischen Handelskammer unter im Mercosur-Raum tätigen Unternehmern zeigte.<sup>30</sup>

Ob eine Dollarisierung zur langfristigen Senkung der Zinsen beiträgt, bleibt noch zu abzuwarten.<sup>31</sup>

---

<sup>27</sup> Ein vergleichbarer Vorschlag für Hong Kong wird von Schuler (1998) erarbeitet.

<sup>28</sup> Financial Times vom 19. Februar 1999

<sup>29</sup> El Cronista Comercial vom 2. März 1999

<sup>30</sup> La Nación vom 8. März 1999

<sup>31</sup> Moody's Investors Service (1999)

### 3.2 Ist eine Dollarisierung vorteilhaft?

Die Frage nach der Vorteilhaftigkeit einer Dollarisierung sollte nach einem Kosten-Nutzen-Schema analysiert werden, da es wenige vergleichbare Beispiele gibt, die als Referenz genommen werden könnten.<sup>32</sup>

Die Befürworter einer Dollarisierung behaupten, mittels einer solchen Vertiefung des CBS würde eine drastische Senkung der Zinssätze erreicht werden, was zu einer Verstärkung des Wachstums führen würde.<sup>33</sup> Das einzige Land Lateinamerikas, das langfristige Zinssätze unter 10% vorweisen könne, sei lediglich Panama, das einzige Land mit einer vollständig dollarisierten Wirtschaft.<sup>34</sup> Eine solche Entwicklung ist tatsächlich in Argentinien bereits eingetreten: die Zinssätze sind relativ gering im Vergleich zu den letzten Jahren<sup>35</sup>, und das Wachstum ist gleichzeitig sehr hoch gewesen. Durch eine vollständige Dollarisierung würde man auch eine endgültige Stabilität mit niedrigen Zinsen und hohem Wachstum erreichen. Untersuchungen haben gezeigt: je freier der Wechselkurs der einheimischen Währung ist, umso stärker steigen die eigenen Zinssätze als Reaktion auf eine Steigerung der Zinssätze in Dollars.<sup>36</sup>

Die Kritiker einer Dollarisierung - zu denen auch der Vater des argentinischen Currency Boards und ehemaliger Wirtschaftsminister Cavallo gehört - äußern ihre Bedenken bezüglich dem Verlust der *Seignorage-Gewinne*. Sie betragen etwa 750 Millionen Dollar im Jahr und würden damit verlorengehen. Außerdem hätte die Zentralbank keine Möglichkeit mehr, eine diskretionäre Geldpolitik als *Lender at the Last Resort*<sup>37</sup> zu betreiben. Dies wäre tatsächlich schon jetzt der Fall, wenn Argentinien über ein rein orthodoxes Currency Board verfügte.<sup>38</sup> Auf politischer Seite beklagt man einen starken Verlust an *Souveränität* in Fragen der Geldpolitik.

---

<sup>32</sup> Fischer (1982), S. 299

<sup>33</sup> Hanke (1999)

<sup>34</sup> Hausmann / Gavin / Pages-Serra / Stein (1999), S. 17

<sup>35</sup> Catao (1998), S. 31

<sup>36</sup> Hausmann / Gavin / Pages-Serra / Stein (1999), S. 11

<sup>37</sup> Caprio / Dooley / Leipzinger / Walsh (1996), S. 31

<sup>38</sup> Hanke / Schuler (1999), S. 5

Aus privater Sicht ist auf jeden Fall die Dollarisierung vorteilhaft, denn einerseits wirkt sie als eine Art Schutz vor der Inflationssteuer, und andererseits erleichtert sie die Suche nach günstigeren Kapitalmarktbedingungen im Ausland.<sup>39</sup>

### **3.3 Institutionelle Alternativen**

Sowohl die Pro- wie die Contra-Argumente haben ein anderes Gewicht je nach konkreter Ausgestaltung der institutionellen Alternativen.<sup>40</sup>

#### *3.3.1 Währungsunion mit den USA*

Die von der argentinischen Regierung gewünschte Idealform einer Dollarisierung ist zweifellos die Währungsunion mit den USA. Dies hätte den Vorteil, daß die Federal Reserve als Lender at the Last Resort auch für in Schwierigkeiten geratene argentinische Banken fungieren würde. Als Gegenleistung schlägt Argentinien folgende Maßnahmen vor: Abgabe als Garantie der Seignorage-Gewinne, Flexibilisierung der Arbeitsmärkte, Erfüllung makroökonomischer Stabilitätskriterien wie im Abkommen von Maastricht<sup>41</sup> und Verschärfung der ohnehin starken Überwachung des Bankensystems.<sup>42</sup> Die Federal Reserve hat aber Bedenken bezüglich der Vorteile eines solchen Abkommens für die USA geäußert.<sup>43</sup>

#### *3.3.2 Dollarisierung im Mercosur*

Eine andere Alternative ist die Dollarisierung der Mercosur-Staaten. Dies scheint aber äußerst schwer aufgrund der ausdrücklichen Absage der brasilianischen Regierung gegenüber einem solchen Vorhaben. Brasilien würde eher die Einführung einer neuen gemeinsamen Währung vorziehen<sup>44</sup>. Allerdings besteht

---

<sup>39</sup> Diehl (1995), S. 476

<sup>40</sup> Hausmann / Fernández-Arias (1999), S. 13

<sup>41</sup> Fundación Mediterránea (1999), S. 2

<sup>42</sup> La Nación vom 17. Februar 1999

<sup>43</sup> La Nación vom 27. Februar 1999

<sup>44</sup> La Nación vom 23. Februar 1999

bereits für die argentinische Regierung eine Mercosur-Währung, nämlich der Dollar.<sup>45</sup>

Die erste ökonomische Überlegung müßte die Überprüfung sein, ob der Mercosur überhaupt einen optimalen Währungsraum bildet. Erste Untersuchungen darüber liefern bisher eine negative Antwort.<sup>46</sup>

Technisch betrachtet wären folgende Bedingungen unabdingbar für die erfolgreiche Einführung einer Währungsunion:

- Eine vom politischen Leben unabhängige Zentralbank
- Flexibilität der Lohn- und Güterpreise
- Ein strenger Finanzsektor
- Hohe Eintrittsschranke<sup>47</sup>

Ein solcher Vorhaben ist m.E. verfrüht. Ein positiver Zwischenschritt in die Richtung wäre die Einführung eines gemeinsamen CBS.<sup>48</sup>

### *3.3.3 Unilaterale Dollarisierung*

Die verbleibende Alternative ist die unilaterale Dollarisierung. Die Anhänger dieses Weges behaupten, daß den beiden Hauptnachteilen zwei bedeutendere Vorteile gegenüberstehen. Zum einen würde man den Verlust der Seignorage durch ein deutlich höheres Wachstum mehr als ausgleichen<sup>49</sup>, und zum zweiten wäre ein Lender at the Last Resort gar nicht nötig, da Argentinien bereits über eine Anlagenversicherung und ein Contingent Repo Facility in Höhe von 6,7 Milliarden Dollar verfügt. Außerdem ist das Bankensystem sehr stark internationalisiert, so daß die Muttergesellschaften als Lender at the Last Resort für ihre eigenen Banken wirken würden<sup>50</sup>.

---

<sup>45</sup> El Cronista Comercial vom 4. März 1999

<sup>46</sup> Lliteras / Legnini (1998), S. 19

<sup>47</sup> Eichengreen (1998), S. 26ff

<sup>48</sup> Rubini (1999), S. 13

<sup>49</sup> Hanke / Schuler (1999), S. 10

<sup>50</sup> Hanke / Schuler (1999), S. 18

## 4 Schlußfolgerung

Das CBS hat erhebliche Erfolge in Argentinien gezeigt. Die Inflation wurde beseitigt, sehr hohe Wachstumsraten wurden erzielt, der reale Wechselkurs wurde weitgehend stabilisiert.

Durch die breite Öffnung für die internationalen Märkte und die dazugehörige Abhängigkeit von den Kapitalbewegungen und deren Wirkungen auf die Zinssätze reagierte Argentinien sehr sensibel auf Krisen in Schwellenländern, wie die Erfahrungen in Mexiko, Asien, Rußland und zuletzt Brasilien zeigten.

Ein möglicher Ausweg aus dieser starken Abhängigkeit ist die von der argentinischen Regierung vorgeschlagenen und von Ökonomen heftig diskutierte Möglichkeit der Dollarisierung der Wirtschaft. Die möglichen konkreten Ausprägungen zeigen sämtliche Vorteile und Schwächen, die die Diskussion weiter animieren wird, zumal Argentinien das erste relativ große Land wäre, das einen solchen Schritt vollzieht.

Die weitere Entwicklung in Brasilien und die Präsidentschaftswahlen in Oktober dieses Jahres wird zeigen, ob der Vorschlag Menems kurzfristiger oder langfristiger Natur ist.

## 5 Literaturverzeichnis

**Barro, R. (1999).** Let the Dollar reign from Seattle to Santiago. *The Wall Street Journal* vom 8.3.1999, New York.

**Caprio, G.; Dooley, M.; Leipziger, D.; Walsh C.(1996).** The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board - The Case of Argentina. *Working Paper 1645*. World Bank, Washington D.C.

**Catão, L.(1998).** Intermediation Spreads in a Dual Currency Economy: Argentina in the 1990's. *IMF Working Paper WP/98/90*. International Monetary Fund, Washington D.C.

**Deutsche Bank Research (1999).** EWU und Lateinamerika: Handel und Investitionen im Zeitalter des Euro. *EWU-Monitor Nr. 65*, Frankfurt am Main.

**Diehl, M. (1995).** Dollarisierung im Transformationsprozeß: Ein Problem für die Wirtschaftspolitik?. *Die Weltwirtschaft, Heft 4, S. 471-486*, Kiel.

**Dornbusch, R. (1999a).** Brazil Beyond Tropical Illusions. *MIT*, Massachusetts.

**Dornbusch, R. (1999b).** The Euro: Implications for Latin America. *MIT*, Massachusetts.

**Eichengreen, B. (1998).** Does Mercosur need a single Currency? *NBER Working Paper Nr. 6821*, Cambridge.

**El Cronista Comercial.** Mehrere Ausgaben, Buenos Aires.

**Enoch, C.; Gulde, A. (1997).** Making a Currency Board Operational. *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment PPAA/97/10*. International Monetary Fund, Washington D.C.

**Enoch, C.; Gulde, A. (1998).** Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems? *Finance & Development, December 1998, Volume 35, Nr. 4, S. 40-43*. International Monetary Fund, Washington D.C.

**Financial Times.** Mehrere Ausgaben, London.

**Fischer, S. (1982).** Seignorage and the Case for a National Money. *Journal of Political Economy, vol. 90, no. 21, S. 295-307*, Chicago.

**Fuhrmann, W.; Richert, R. (1995).** Ein Währungssystem mit einem Currency Board. *WISU - Das Wirtschaftsstudium 24 (12), S. 1035-39*, Köln.

**Fuhrmann, W. (1999).** Zur Theorie des Currency-Boards. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Heft 1*, Köln.

**Fundación Mediterránea (1998).** *Perspectivas Año I, Número 10*, Córdoba.

**Fundación Mediterránea (1999).** *Perspectivas Año II, Número 11*, Córdoba.

**Ghosh, A.; Gulde, A.; Wolf, H. (1998).** Currency Boards: The Ultimate Fix? *IMF Working Paper WP/98/8*. International Monetary Fund, Washington D.C.

**Hanke, S. (1999).** How to make the Dollar Argentine's Currency. *The Wall Street Journal vom 19.2.1999*, New York.

**Hanke, S.; Schuler, K. (1999).** A Dollarization Blueprint for Argentina. *Foreign Policy Briefing Nr. 52- Cato Institute*, Baltimore.

**Hausmann, R.; Gavin, M.; Pages-Serra, C.; Stein, E. (1999).** Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime. *Seminario sobre Nuevas Iniciativas para Contener la Turbulencia Financiera Internacional. Inter-American Development Bank*, Paris.

**Hausmann, R.; Gavin, M. (1999).** Preventing Crisis and Contagion: Fiscal and Financial Dimensions. *Seminario sobre Nuevas Iniciativas para Contener la Turbulencia Financiera Internacional. Inter-American Development Bank*, Paris.

**Hausmann, R.; Fernández-Arias, E. (1999).** International Initiatives to Bring Stability to Financial Integration. *Seminario sobre Nuevas Iniciativas para Contener la Turbulencia Financiera Internacional. Inter-American Development Bank*, Paris.

**Kwan, K.; Lui, F.(1996).** Hong Kong's Currency Board and Changing Monetary Regimes. *NBER Working Paper 5723*, Cambridge.

**La Nación.** Mehrere Ausgaben, Buenos Aires.

**Lliteras, M.; Legnini, C. (1998).** El Mercosur y las Uniones Monetarias. *Universidad Nacional del Sur*, Bahía Blanca.

**Moody's Investors Service (1999).** Ceiling of Mexico and Argentina Confirmed, Negative Outlook. *Research Services vom 10. Februar 1999*, New York.

**Reichel, R. (1995).** Vom Intervensionismus zum Liberalismus - Erfahrungen mit Argentinien's ordnungspolitischem Kurswechsel. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 44 (2), S. 185-208, Stuttgart.

**Rose, K.; Sauernheimer, K. (1992).** Theorie der Außenwirtschaft, 11. Auflage, München.

**Rubini, H. (1998).** Dolarización y moneda única en el Mercosur. *Seminario sobre Moneda Unica en el Mercosur, Universidad Nacional de Río Cuarto*, Córdoba.

**Santiprabhob, V. (1997).** Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experience. *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment PPAA/97/11*. International Monetary Fund, Washington D.C.

**Schuler, K. (1998).** A Contingency Plan for Dollarizing Hong Kong. *HKCER Letters, vol. 52, September 1998*, Hong Kong.

**Schweickert, R. (1995).** Der Wechselkurs als Stabilisierungsinstrument - „Pacto“ (Mexiko) versus „Convertibility“ (Argentinien). *Die Weltwirtschaft, Heft 3, S. 325-339*, Kiel.

**Schweickert, R. (1996).** Neo-liberale Wirtschaftsordnung und wirtschaftliche Entwicklung in Lateinamerika. *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 45 (2), S. 249-261*, Stuttgart.

**Schweickert, R. (1998).** Chancen und Risiken eines Currency Board Systems. *Die Weltwirtschaft, Heft 4, S. 421-442*, Kiel.

**Uribe, M. (1996).** The Tequila Effect: Theory and Evidence from Argentina. *University of Pennsylvania, Pennsylvania*.

**Williamson, J. (1991).** What Role for Currency Boards? *Policy Analysis in International Economics 40*. Institute for International Economics, Washington D.C.