

Dollarisierung für Argentinien?*

von Ralph Setzer

Abstract

The financial turmoil of the last decade has questioned the popular slogan “One country, one currency”. With increasing international movements of capital and free trade, a strong currency can be more valuable than a sovereign currency. When monetary union is not a politically feasible option, the case for dollarization can be very strong, especially for those emerging markets with a long history of economic mismanagement. Even for a medium-sized country like Argentina, which forms no optimal currency area with the United States, dollarization is desirable, providing lower inflation and interest rates, a higher financial integration with the United States and thus a way out of the vicious circle from recession, a lack of credibility, a weak currency and financial problems.

JEL-Classification: E42, E58, F33

Keywords: dollarization, exchange rate, credibility, Argentina

* Ich danke Ansgar Belke für die Unterstützung bei der Erstellung dieser Arbeit. Für wertvolle Hinweise auf weitere Verbesserungsmöglichkeiten danke ich Kai Geisslreither, Jorge Goncalves, Barbara Styczynska und Lars Wang.

1. Problemstellung

Die theoretische Debatte über die Kosten und Nutzen alternativer Wechselkurssysteme hat eine lange Tradition und wird immer wieder neu geführt. Konsens herrscht in dieser Frage lediglich darüber, dass es nicht das optimale Wechselkurssystem für alle Länder und für alle Zeiten geben kann (Frankel, 1999). Grundsätzlich können Schwellenländer heute unter einer Vielzahl wechselkurspolitischer Alternativen wählen, wobei das Spektrum von flexiblen Wechselkursen über Bandbreiten, gleitende Abwertungen (Crawling Pegs) bis hin zu festen Wechselkursen reicht. Bezogen auf feste Wechselkurse unterscheidet man zwischen anpassungsfähigen und nicht-anpassungsfähigen Wechselkursbindungen wie Currency Board, Dollarisierung oder Währungsunion. Bei letzteren sorgt die besondere institutionelle Ausgestaltung des Wechselkurssystems für eine erhöhte Glaubwürdigkeit der Währungsbindung. Im Fall des Currency Board Systems wird dies durch eine hundertprozentige Deckung der inländischen Geldmenge mit Devisenreserven und einer Aufgabe der nationalen Geldpolitik gewährleistet (Freytag, 1998a, S. 382). Dollarisierung und Währungsunion gehen noch einen Integrationsschritt weiter, hier wird die eigene Währung sogar ganz aufgegeben. Offizielles Zahlungsmittel wird fortan eine stabile Fremdwährung (Dollarisierung¹) oder eine regionale Gemeinschaftswährung (Währungsunion). Während im Fall der Dollarisierung die nationale geldpolitische Souveränität völlig aufgegeben wird, wird bei einer Währungsunion die Geldpolitik in die Hände einer supranationalen Instanz gelegt, die im Idealfall die Interessen aller Mitgliedsländer berücksichtigt.

Wurde die Aufgabe der eigenen Währung lange Zeit nur für sehr kleine Volkswirtschaften empfohlen, so gibt es monetäre Integrationsbestrebungen mittlerweile in vielen Regionen der Welt. Eine Dollarisierung wird dabei vorwiegend für Länder in Erwägung gezogen, für die aus politischen oder wirtschaftlichen Motiven eine Währungsunion (noch) nicht in Betracht gezogen wird, die aber dennoch nicht auf den Stabilitätsimport durch die Bindung an eine feste Währung verzichten wollen. Im Grunde trifft diese Konstellation genau die Situation in

¹ Es spielt dabei keine Rolle, um welche ausländische Währung es sich handelt, d. h. auch für die Bestrebungen einiger mittel- und osteuropäischer Länder unilateral den Euro als gesetzliches Zahlungsmittel einzuführen, kann der Begriff „Dollarisierung“ verwendet werden. In der einschlägigen Literatur ist hierfür jedoch der Begriff „Euroisierung“ üblich geworden (Belke/Hebler, 2002). Für die Länder Lateinamerikas spielt die Alternative der „Euroisierung“ aufgrund der höheren geographischen Nähe zu den USA und der Bedeutung, die der US-Dollar bereits heute als Ersatzwährung in vielen Ländern hat, jedoch keine Rolle, so dass in dieser Arbeit unter Dollarisierung stets die Übernahme des US-Dollar verstanden wird.

vielen lateinamerikanischen Ländern, so dass vereinzelt sogar eine Dollarisierung aller lateinamerikanischen Staaten befürwortet wurde.

Der Aufbau dieser Arbeit ist wie folgt: Im zweiten Kapitel soll zunächst auf den Gegenstand der Debatte zwischen festen und flexiblen Wechselkursen eingegangen werden. Kapitel 3 grenzt Dollarisierung und Currency Board voneinander ab. Im Anschluss beschreibt Kapitel 4 die Kosten und Nutzen der Dollarisierung, ehe in Kapitel 5 als besonders aktueller Fall das Beispiel Argentinien herausgegriffen wird. Es wird argumentiert, dass eine Dollarisierung als einziges Wechselkurssystem geeignet erscheint, die chronischen Glaubwürdigkeitsprobleme der monetären Wirtschaftspolitik in Argentinien zu lösen und daher, trotz der Tatsache, dass Argentinien und die USA eindeutig keinen optimalen Währungsraum bilden, zu befürworten ist.

2. Zur Debatte um das optimale Wechselkurssystem

2.1. Die Theorie optimaler Währungsräume

Die Entscheidungssituation bei der Wahl des Wechselkurssystems wird häufig mit einem Trade-off zwischen Flexibilität und Stabilität beschrieben (Larraín/Velasco, 2000, S.123). In dieser vereinfachten Betrachtungsweise zeichnen sich flexible Wechselkurse dadurch aus, dass sie einen Anpassungsmechanismus bereit stellen, der makroökonomische Ungleichgewichte abfedern hilft. Unterschiedliche Wirtschaftsentwicklungen zwischen In- und Ausland können so miteinander in Einklang gebracht werden. Das Argument für flexible Wechselkurse ist demnach besonders stark für Länder, die häufig exogenen Schocks ausgesetzt sind (Le Baron/Mc Culloch, 2000, S.33).

Bei festen Wechselkursen verzichtet die inländische Wirtschaftspolitik dagegen auf eine autonome Geld- und Wechselkurspolitik zu Gunsten der Kopplung an eine stabile Ankerwährung. Hierdurch werden die mitunter hohen Volatilitäten flexibler Wechselkurssysteme vermieden (Modery, 1996, S.208). Dies erhöht die Planungssicherheit für den Außenhandel - Produktion und Beschäftigung können so stabilisiert werden. Der Stabilitätsgewinn muss aber mit einer Einschränkung des wirtschaftspolitischen Handlungsspielraums bezahlt werden, da der Wirtschaftspolitik mit der Geld- und der Wechselkurspolitik zwei wichtige Instrumente aus der Hand genommen werden, so dass zur Anpassung an exogene Schocks nur noch die Fiskalpolitik verbleibt (Ohr, 1996, S. 4ff.)

Bei der Frage, ob nun eher flexible oder feste Wechselkurs für ein Land optimal sind, bietet die klassische Theorie optimaler Währungsräume einen ersten wichtigen

Kriterienkatalog. Die Theorie beruht auf den Ansätzen von Mundell (1961), McKinnon (1963) und Kenen (1969) und untersucht unter welchen Bedingungen es für Länder oder Regionen optimal ist, eine gemeinsame Währung oder eine gemeinsame Geldpolitik zu haben. Im Mittelpunkt der Überlegungen steht dabei die Fähigkeit einer Volkswirtschaft, sich an Nachfrageschocks anzupassen. Damit der Nutzen einer Währungsunion die Kosten übersteigt, müssen im Wesentlichen folgende Kriterien erfüllt sein:

- eine hohe Arbeits- oder Kapitalmobilität,
- ein hoher Offenheitsgrad,
- diversifizierte Produktionsstrukturen,
- Symmetrie der wirtschaftlichen Schocks sowie
- ein fiskalischer Transfer zum Ausgleich für fehlende Arbeitsmobilität oder Preisflexibilität.

Die praktische Relevanz der klassischen Theorie optimaler Währungsräume ist allerdings in den letzten Jahren aus drei Gründen vermehrt in Zweifel gezogen worden. Der erste Einwand hängt damit zusammen, dass manche der aufgeführten Kriterien endogen sind (Frankel/Rose, 1996). So führen z. B. die dynamischen Effekte einer Währungsunion dazu, dass die mit einer gemeinsamen Währung zu erwartende Zunahme wirtschaftlicher Integration zu einer stärkeren Symmetrie in den Wirtschaftszyklen der beteiligten Länder führt. Dies bedeutet, dass die Erfüllung der Kriterien des optimalen Währungsraumes keine notwendige Bedingung für den Eintritt in eine Währungsunion ist. Möglicherweise können die Kriterien auch erst ex-post erfüllt werden. Ökonomische Differenzen zwischen zwei Ländern lassen eine gemeinsame Währung demnach nicht von vorneherein als suboptimal erscheinen.

Zweitens ist nicht zu verkennen, dass in der Praxis politische Faktoren die wirtschaftlichen Kriterien bei der Bildung von Währungsunionen dominiert haben. Auch Euroland ist sicher kein optimales Währungsgebiet in dem Sinne, dass alle relevanten Kriterien eines optimalen Währungsraumes erfüllt sind. Die Existenz der europäischen Gemeinschaftswährung deutet daher daraufhin, dass anderen Aspekten eine wichtige Rolle bei einer Währungsunion zukommt. Im Zusammenhang mit der monetären Integration in Europa waren dies z. B. die Bildung eines Gegengewichts zum US-Dollar, das Bestreben mehrerer europäischer Länder die Vorherrschaft der D-Mark in Europa zu beenden und mit dem Euro die Schaffung eines gemeinsamen Symbols als Antrieb für eine Vertiefung der politischen Integration (Cohen, 1996; Dellas/Tavlas, 2001, S. 338).

Ein dritter, insbesondere für Schwellenländer relevanter Einwand gegen die Theorie optimaler Währungsräume beruht auf der Erkenntnis des vergangenen Jahrzehnts, dass die Vermeidung destabilisierender Effekte aus der Integration in die Weltfinanzmärkte zu einem Schlüsselfaktor im wirtschaftlichen Aufholprozess von Schwellenländern geworden ist. Insbesondere für Länder, die in der Vergangenheit unter hohen Inflationsraten zu leiden hatten, liegt der Anreiz eines Festkursregimes weniger in der Förderung des Außenhandels als im Glaubwürdigkeitsgewinn durch die Übernahme der geldpolitischen Reputation des Ankerwährungslandes (Levy-Yeyati/Sturzenegger, 2001, S. 6). Das Problem der Glaubwürdigkeit hat seinen Ursprung in der Zeitinkonsistenz geldpolitischer Entscheidungen. Das Zeitinkonsistenzproblem der Geldpolitik besteht darin, dass die politischen Entscheidungsträger über eine von den übrigen Wirtschaftssubjekten unerwartete inflationäre Geldpolitik positive Beschäftigungseffekte erzielen können. Ist den Wirtschaftssubjekten dieses Interesse der Behörden bekannt, so können politische Versprechungen, eine restriktive Geldpolitik zu betreiben, unglaubwürdig sein (Diehl/Schweickert, 1997, S.24).

Ein fester Wechselkurs zu einer stabilen Ankerwährung stärkt dagegen die Glaubwürdigkeit der nationalen Stabilitätspolitik, da die Antiinflationreputation der Notenbank des Ankerwährungslandes importiert wird. Die Inflationserwartungen können so gesenkt werden, wodurch Lohn- und Preissteigerungen entsprechend niedriger ausfallen. Dies führt letztlich dazu, dass die Währungsstabilität des Ankerwährungslandes erreicht werden kann.

2.2 Der Trend zu Ecklösungen

Gleichwohl machen die zahlreichen Währungskrisen der letzten Jahre deutlich, dass auch Festkurssysteme mit Glaubwürdigkeitsproblemen zu kämpfen haben. Denn es ist für eine Regierung optimal, einen festen Wechselkurs anzukündigen, um die Inflationserwartungen zu begrenzen und dann abzuwerten, um die preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Da die Wirtschaftssubjekte dies antizipieren, ist damit zu rechnen, dass bei Zweifeln über den Fortbestand der stabilitätsorientierten Politik die Wechselkursbindung letztlich doch unter dem Druck einer spekulativen Attacke aufgegeben werden muss.²

Aus diesem Grund werden in der angelsächsischen Literatur die so genannten Ecklösungen favorisiert (Fischer, 2001). Demnach sind in einer Welt mit massiven

² Dieses Erklärungsmuster der Finanzkrisen der letzten Jahre wird in der Literatur unter dem Begriff „original sin“ zusammengefasst (Hausmann, 1999b, S.66).

Kapitalflüssen entweder freie, allein vom Devisenmarkt bestimmte Wechselkurse oder absolut feste Wechselkurssysteme in Form von Currency Board, Dollarisierung oder Währungsunion einzurichten („Two poles theory“). Dies kann damit begründet werden, dass nur harte, nicht anpassungsfähige Wechselkursregime als glaubwürdige Wechselkursbindungen angesehen werden, da in diesen Systemen der Wechselkurs unwiderruflich fixiert ist. Dadurch sind die politischen Kosten der Abweichung von der angekündigten Regel besonders hoch, so dass die privaten Akteure davon ausgehen können, dass der angekündigte Wechselkurs auch tatsächlich aufrecht erhalten wird. In einem solchen Fall werden die Erwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte stabilisiert und die notwendige Wirtschaftspolitik kann leichter durchgeführt werden.

Umgekehrt können aber auch flexible Wechselkurse eine Antwort auf die Liberalisierung des Kapitalverkehrs sein. Die Gefahr von Moral Hazard, welche allen festen Wechselkurssystemen zu eigen ist,³ besteht bei flexiblen Wechselkursen nicht mehr, denn das Wechselkursrisiko geht auf die Anleger über. Hochvolatiles, spekulatives Kapital („hot money“) wird so vom inländischen Finanzmarkt ferngehalten und die Gefahr plötzlicher Kapitalabflüsse begrenzt.

Alle Zwischenlösungen, wie etwa feste, aber anpassungsfähige Wechselkurse, Bandbreiten oder Crawling Pegs seien dagegen zu unverbindlich und damit zu anfällig für spekulative Attacken. Eichengreen (2001, S.267) bemerkt hierzu: „Intermediate regimes are fragile. Operating them is tantamount to painting a bull’s eye on the forehead of the central bank governor and telling speculators to ‘shoot here’.“ Mittel- bis langfristig seien diese Systeme daher zum Scheitern verurteilt.

Demgegenüber beurteilen kontinentaleuropäische Analysten Mittellösungen deutlich positiver.⁴ So wird z. B. der Vorteil eines Crawling Peg-Systems darin gesehen, dass kontinuierliche nominale Abwertungen den realen, d. h. um Inflationsdifferenzen bereinigten Wechselkurs konstant halten.

Empirisch lässt sich zwar ein Trend zu Extrem Lösungen feststellen (Fischer, 2001; Levy-Yeyati/Sturzenegger, 2001), Calvo/Reinhart (2000) machten jedoch deutlich, dass viele Länder, die ihre Währung offiziell frei floaten lassen, in unregelmäßigen Abständen am Devisenmarkt eingreifen, um den Wechselkurs in eine gewünschte Richtung zu lenken. Zu erklären ist dieses „Fear of Floating“ damit, dass Schwellenländer mit einem völlig flexiblen

³ Bei festen Wechselkursen wird ein bestimmter Wechselkurs von der Notenbank garantiert, so dass die Anleger kein Wechselkursrisiko tragen. Kommt es dann doch zu einer Abwertung, so sorgen „internationale bailouts“ dafür, dass die Anleger keine größeren Verluste erleiden. Das Investitionsrisiko geht also nicht angemessen in das wirtschaftliche Kalkül der Anleger ein und sorgt somit für übermäßige Kapitalzuflüsse.

⁴ Vgl. z.B. Bofinger/Wollmershäuser (2001) oder Escaith/Gymers/Studart (2002).

Wechselkurs einer übermäßigen Wechselkursvolatilität ausgesetzt sind, welche nicht immer auf eine Veränderung in den makroökonomischen Fundamentaldaten Wachstum, Zinsen und Inflation zurückzuführen ist und welche die Außenhandelsströme negativ beeinflusst. Gerade in Schwellenländern besteht aufgrund der unterentwickelten Finanzmärkte für Außenhändler oftmals keine Möglichkeit, sich gegen das Wechselkursrisiko abzusichern. Darüber hinaus sind Abwertungen in diesen Ländern vielfach von einem Verlust des Zugangs zum internationalen Kapitalmarkt begleitet, welcher auf das chronische Glaubwürdigkeitsproblem dieser Länder zurückzuführen ist. Sichtbar wird dies dann an steigenden Zinssätzen nach Abwertungen. Eine antizyklische Zinspolitik, wie sie viele Industrieländer zur Konjunktursteuerung durchführen, ist unter diesen Umständen für Schwellenländer unmöglich (Hausmann, 1999, S. 70-75; Beddoes, 1999, S. 10). Für die Mercosur-Staaten (Argentinien, Brasilien, Paraguay und Uruguay) lässt sich diese These neuerdings auch empirisch bestätigen (Belke/Gros 2002). Im Gegensatz zu den G3-Staaten ist in diesen Ländern zu beobachten, dass Wechselkursvolatilität und Zinsvolatilität positiv korrelieren.

Die bisherigen Ausführungen können sicher nicht in dem Maße interpretiert werden, dass bestimmte Wechselkurssysteme für Schwellenländer von vorneherein auszuschließen sind. Es bleibt jedoch festzustellen, dass völlig flexible Wechselkurse für Schwellenländer in der Praxis vielfach eine kostenträchtige Option darstellen und dass den Mittellösungen oft die notwendige Glaubwürdigkeit fehlt, da der Geld- und Fiskalpolitik nicht die notwendigen Restriktionen auferlegt werden. Somit gewinnt die feste Anbindung an eine stabile Ankerwährung an Bedeutung. Diese These deckt sich mit dem gewachsenen Interesse, dass in Europa und Lateinamerika den harten Wechselkursbindungen Currency Board, Dollarisierung (bzw. Euroisierung) und Währungsunion entgegengebracht wird (Dornbusch, 2001, S. 238).

3. Dollarisierung und Currency Board

Die Attraktivität von Currency Board und Dollarisierung ergibt sich aus der gleichen Annahme: Wenn ein Land in der Vergangenheit durch schlechte Wirtschaftspolitik in Misskredit geraten ist, so ist es möglicherweise besser, den inländischen Politikern jeglichen Spielraum in der Gestaltung der Geld- und Währungspolitik zu nehmen und die eigene Währung fest an eine stabile Währung zu binden oder sogar ganz aufzugeben.

Konstituierendes Merkmal eines Currency Board-Systems⁵ ist, dass eine monetäre Behörde (ein Currency Board) geschaffen wird, die nach bestimmten Vorgaben zu einem

⁵ Currency Boards waren bereits im 19. Jahrhundert gängige währungspolitische Arrangements zwischen Großbritannien und seinen Kolonien. Im Zuge der Unabhängigkeit der Kolonien verschwand auch das Currency

fixierten Wechselkurs Fremdwährung gegen inländische Währung an- und verkauft.⁶ Da die inländische Geldbasis entweder zu 100 Prozent (orthodoxes Currency Board) oder zumindest teilweise (unorthodoxes Currency Board) durch Devisenreserven oder Gold gedeckt sein muss, ist die freie Konvertibilität der Währung garantiert. Das Currency Board gleicht zum fixierten Wechselkurs jedes am Devisenmarkt auftretende Überschussangebot bzw. jede auftretende Überschussnachfrage aus. Die inländische Geldmenge verändert sich demnach mit der Veränderung der Devisenreserven. Devisenzuflüsse (-abflüsse) bewirken eine Expansion (Restriktion) der inländischen Geldmenge. Eine eigenständige Geldpolitik ist unter diesen Umständen weitgehend unmöglich. Diese äußerst transparente (und gewöhnlich gesetzlich verankerte) Form der Regelbindung führt dazu, dass einem Currency Board System eine höhere Glaubwürdigkeit beschieden wird als alternativen, weniger strengen Währungsbindungen. Dauerhaft kann dies jedoch nur gelingen, wenn eine Reihe von Bedingungen erfüllt sind: Freytag (1998b) nennt neben der Wahl einer stabilen Ankerwährung den möglichst großen Schutz vor realen Schocks aus dem Reserveland als wichtigstes Kriterium, um den stabilitätspolitischen Erfolg des Currency Boards sicherzustellen. Sind diese Bedingungen dagegen nicht oder nur unzureichend erfüllt, so ist auch die Währungsbindung bei einem Currency Board-System nicht hundertprozentig glaubwürdig. Die Wechselkursbindung lässt sich dann nur durch Zinserhöhungen aufrecht erhalten mit tendenziell negativen Effekten auf Produktion und Beschäftigung.

Während es sich bei einem Currency Board immer noch um zwei von einander unabhängige Währungen handelt und somit zumindest theoretisch jederzeit die Möglichkeit einer Wechselkurskorrektur besteht (auch wenn es dazu einer Gesetzesänderung bedarf), wird bei einer offiziellen oder vollständigen Dollarisierung die eigene Währung ganz aufgegeben. Eine stabile Fremdwährung wird zum einzig anerkannten gesetzlichen Zahlungsmittel.⁷ Der Dollar wird für die inländischen Wirtschaftssubjekte Zahlungsmittel, Wertaufbewahrungsmittel und Recheneinheit. Ihm werden also alle drei Funktionen des Geldes zugewiesen. Von der offiziellen Dollarisierung zu unterscheiden ist die halb- oder inoffizielle Dollarisierung: Von ihr spricht man, wenn die Wirtschaftssubjekte Dollar halten, um sich gegen hohe inländische Inflationsraten abzusichern. Oft ist der Dollar in diesen Ländern sogar anerkanntes gesetzliches Zahlungsmittel. Löhne, Steuern und Rechnungen werden aber noch in der inländischen Währung bezahlt (Berg/Borensztein, 2000a, S.2).

Board. Neuere Beispiele für Currency Boards finden sich in Hong Kong (seit 1983), Argentinien (1991-2001), Estland (seit 1992), Litauen (seit 1994), Bulgarien (seit 1997) und Bosnien-Herzegowina (seit 1997).

⁶ Für detaillierte Beschreibungen der Funktionsweise von Currency Board-Systemen vgl. stellvertretend Baliño/Enoch (1997) oder Freytag (1998a).

⁷ Eine inländische Währung kann zwar weiter existieren, spielt jedoch bestenfalls eine untergeordnete Rolle.

Insbesondere in Lateinamerika hat der andauernde Wertverlust der heimischen Währungen dazu geführt, dass die Wirtschaftssubjekte hohe Beträge in Dollar halten.⁸ Nach einer IWF-Studie (1999) galten 1995 sechs lateinamerikanische Länder (Argentinien, Bolivien, Costa Rica, Nicaragua, Peru und Uruguay) als „hochdollarisiert“, das heißt der Anteil der Dollareinlagen im nationalen Bankensystem überstieg 30 Prozent. Ist ein Land einmal zu größeren Teilen inoffiziell dollarisiert, sorgen Netzwerkeffekte dafür, dass die Rückkehr zur eigenen Währung mit höheren Kosten verbunden ist (Dean, 2001, S. 293).⁹

Bei den gegenwärtig (vollständig) dollarisierten Ländern¹⁰ handelt es sich ausnahmslos um sehr kleine Länder, die oftmals noch nie eine eigene Währung besaßen (Edwards, 2001, S. 250). Lange Zeit war das weltweit größte dollarisierte Land Panama mit drei Millionen Einwohnern. Erst mit der zunehmenden Öffnung der Kapitalmärkte und unter dem Eindruck der Währungskrisen in Mexiko (1994/95) bzw. Brasilien (1999) wurde die Dollarisierung auch für größere Länder in Lateinamerika in Erwägung gezogen. Im Zuge dieser Debatte entschloss sich das von einer schweren Währungskrise heimgesuchte Ekuador im Jahr 2000 zur Aufgabe des Sucre und zur Übernahme des Dollar. Ein Jahr später folgten, unter wesentlich stabileren wirtschaftlichen Verhältnissen, El Salvador und Guatemala.

4. Kosten und Nutzen einer Dollarisierung

4.1 Zinseffekte der Dollarisierung

Die mit einer Dollarisierung einher gehende hohe Glaubwürdigkeit der monetären Wirtschaftspolitik ist vor allem bei zunehmender Integration in die Weltfinanzmärkte von Bedeutung. Investoren, die ihre Anlageentscheidungen in Schwellenländer aufgrund einer sehr unzureichenden Informationsbasis und unter großer Unsicherheit treffen, verlangen bei ihren Investitionen eine Risikoprämie gegenüber absolut sicher eingestuftem Wertanlagen wie US-amerikanischen Staatsanleihen. Diese Risikoprämie setzt sich aus zwei Größen zusammen: Zum einen aus dem Währungsrisiko, dessen Höhe sich an der erwarteten Abwertungsrate der Währung des Schwellenlandes orientiert, zum anderen aus dem

⁸ Auch in den 90er Jahren, als die Inflationsraten in den meisten lateinamerikanischen Ländern zurückgingen, wurde der Trend zur inoffiziellen Dollarisierung nicht gestoppt. Grund hierfür ist im Wesentlichen, dass es die zunehmende Öffnung der Kapitalmärkte für Schwellenländer erforderlich machte, Guthaben auch in ausländischer Währung anlegen zu können, um vor drastischen Kapitalabflüssen bei einer bevorstehenden Abwertung gefeit zu sein (Ize/Levy-Yeyati, 2001).

⁹ Der Grund ist, dass der Gebrauchswert einer Währung bei steigenden Transaktionen exponentiell mit der Anzahl der Benutzer steigt.

¹⁰ Im Folgenden wird der Begriff Dollarisierung im Sinne von offizieller bzw. vollständiger Dollarisierung gebraucht.

Länderrisiko, welches das Risiko der Zahlungsunfähigkeit des betreffenden Landes widerspiegelt. Letzteres muss sowohl für Kredite in inländischer Währung wie auch für Kredite in ausländischer Währung bezahlt werden (Artus, 2001, S. 2).

Im Gegensatz zum Currency Board-System, bei dem die eigene Währung nach wie vor existiert, wird bei einer Dollarisierung die eigene Währung aufgegeben und der Wechselkurs als Risikofaktor ausgeschaltet. Das Zeitinkonsistenzproblem öffentlicher Verschuldung besteht nun nicht mehr, d. h. es ist für die Regierung nicht mehr möglich, sich in inländischer Währung zu verschulden und dann abzuwerten, um die Schuldenzahllast zu senken. Für ein dollarisiertes Land entfällt demnach das Währungsrisiko (Alesina/Barro, 2000, S. 382).

Vor allem in den halboffiziell dollarisierten Ländern Lateinamerikas können jedoch sowohl der private wie auch der öffentliche Sektor bereits jetzt in Dollar Kredite aufnehmen und damit die Prämie für das Währungsrisiko vermeiden. Theoretisch besteht für eine Regierung, die fest davon überzeugt ist, den Wechselkurs stabil zu halten, auch ohne vollständige Dollarisierung keine Veranlassung, sich in inländischer Währung zu verschulden.¹¹

Die entscheidende Frage ist daher, ob durch eine Dollarisierung auch das Länderrisiko gesenkt werden kann (Berg/Borensztein, 2000b, S. 39). Diesbezüglich gibt es widersprüchliche Ansichten in der Literatur. Einerseits ist davon auszugehen, dass das Länderrisiko im Zuge einer Dollarisierung verringert werden kann, da Währungsrisiko und Länderrisiko nicht unabhängig voneinander sind. Wenn die Wahrscheinlichkeit einer Abwertung wächst, so erhöht dies nicht nur die Prämie für das Währungsrisiko, sondern auch die Prämie für das Risiko des Zahlungsausfalls. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass viele Banken in Schwellenländern in Dollar verschuldet sind, ihre Einnahmen jedoch größtenteils in inländischer Währung erzielen. Bei einer nominalen Abwertung kann dieses Ungleichgewicht zwischen Schulden- und Anlagevermögen vermehrt zu Bankenkrisen führen und die Zahlungsfähigkeit eines Landes bedrohen, da die Abwertung die Schuldenzahllast in inländischer Währung erhöht (Calvo, 1999, S. 35).

Zudem gilt, dass das Länderrisiko auch von den strukturellen Charakteristika des Finanzsystems abhängt. Die mit einer Dollarisierung einhergehende zunehmende Kapitalmarktintegration mit den USA lässt somit eine weitere Senkung des Länderrisikos erwarten. Hausmann et al. (1999) fanden heraus, dass dollarisierte Entwicklungsländer über wesentlich stabilere Finanzmärkte verfügen als nicht-dollarisierte Länder. So ist in Panama

¹¹ Im Gegenteil, eine wachsende Verschuldung in Inlandswährung wird von den Kreditoren möglicherweise als Signal für eine bevorstehende Abwertung gedeutet (Calvo/Guidotti, 2000).

der Finanzsektor eng mit den USA verbunden und als einziges Land Lateinamerikas verfügt es über einen funktionierenden Markt für 30-jährige Staatsanleihen (Edwards 2001, S. 256). In anderen Ländern Lateinamerikas können langfristige Investitionsprojekte dagegen oft nur über revolvingierende kurzfristige Kredite finanziert werden. Mangelhafte Fristenkongruenz kann zu Zahlungsschwierigkeiten für Banken und Unternehmen führen. Insbesondere in Krisenzeiten, wenn die kurzfristigen Zinsen stark ansteigen, besteht die Gefahr, dass Unternehmen, die langfristige Investitionen kurzfristig finanziert haben, Konkurs gehen. Vor diesem Hintergrund könnte die Stärkung des inländischen Finanzsektors im Zuge einer Dollarisierung dazu beitragen, den Optionswert des Wartens mit einer Investitionsentscheidung zu verringern und die Beschäftigung über diesen Weg zu erhöhen (Belke, 2000, S. 270ff).

Auf der anderen Seite gibt es auch Argumente, die für einen Anstieg des Länderrisikos nach einer Dollarisierung sprechen. So wird argumentiert, dass die Gefahr eines Staatsbankrotts zunimmt, da es den Politikern nicht mehr möglich ist, den realen Wert der Staatsverschuldung mittels der Inflationssteuer zu reduzieren. Zwar gilt diese Einschränkung grundsätzlich für jedes Festkurssystem, da bei einer Dollarisierung der Wechselkurs jedoch unwiderruflich fixiert ist, wissen die politischen Entscheidungsträger, dass es auch zukünftig keine Möglichkeit mehr geben wird, Budgetdefizite über die Inflationssteuer zu finanzieren (Eichengreen 2001, S. 271-273). Gerade diese strenge Form des „tying one’s hand“ kann sich auch als Vorteil herausstellen. Die zahlreichen Hyperinflationen der Vergangenheit verweisen jedenfalls darauf, dass die Möglichkeit, Budgetdefizite durch eine Ausweitung der Geldmenge zu monetarisieren, für die meisten lateinamerikanischen Länder mehr Schaden als Nutzen stiftet. Vielmehr ist durch den Wegfall dieser Möglichkeit, in der Gegenwart ein größerer Anreiz zu Fiskaldisziplin gegeben (Levy-Yeyati/Sturzenegger, 2001, S. 17).

4.2 Verlust der Lender of last resort-Funktion

Spekulative Attacken auf eine Währung sind nicht nur deshalb mit hohen Kosten für eine Volkswirtschaft verbunden, weil ihr potentielleres Auftreten zu einer höheren Risikoprämie führt, sondern auch weil sie, wenn sie tatsächlich auftreten, gravierende Auswirkungen auf die wirtschaftlichen Zielgrößen Preisniveau, Beschäftigung und Volkseinkommen haben. Der Wegfall des Währungsrisikos, die besseren Möglichkeiten zur Absicherung langfristiger Investitionsprojekte sowie die erhöhten Anreize zur Fiskaldisziplin lassen Banken- und Finanzkrisen in dollarisierten Ländern zwar weniger wahrscheinlich erscheinen, schließen sie aber nicht völlig aus. Politische Unruhen oder wirtschaftliches Missmanagement können

immer noch zu Turbulenzen an den Finanzmärkten führen, auch wenn sowohl Schulden wie Anlagevermögen in Dollar denominated sind (Artus, 2002; Frankel, 1999). Kommt es zu einer Liquiditätskrise, so können Zentralbanken bei flexiblen Wechselkursen die Rolle des Lender of last resort übernehmen, d. h. sie versorgen den Markt mit ausreichend Zentralbankgeld, um in Zahlungsnot geratene Banken vor dem Konkurs zu schützen. Selbst Länder mit einem Currency Board-System besitzen noch einen gewissen Spielraum der Geldpolitik bei Kapitalabflüssen. So verfügt ein (unorthodoxes) Currency Board noch über begrenzte Eingriffsmöglichkeiten bei drohender Bankenilliquidität, z. B. indem es Überschussreserven hält, also Devisenreserven, die über dem gesetzlich vorgeschriebenen Betrag liegen oder indem es die Mindestreservesätze variiert (Baliño/Enoch, 1997, S. 20f., Berg/Borensztein, 2000b, S. 41).

Dieser Spielraum geht bei einer Dollarisierung verloren. Mit der Übergabe des Geldschöpfungsprivilegs an die amerikanische Notenbank kann die inländische Zentralbank diese Funktion nach einer Dollarisierung nicht mehr wahrnehmen. Das Wissen, dass die heimische Zentralbank nun nicht mehr Geld drucken kann, um in kritischen Situationen ausreichend Liquidität bereitzustellen, kann wiederum die Unsicherheit an den Finanzmärkten erhöhen, zu höheren Risikoprämien führen und Krisen gerade dadurch erst auslösen (Chang/Velasco, 2000, S. 72).

Zum Teil wird angeführt, dass die Lender of last resort-Funktion nicht notwendigerweise von der Zentralbank übernommen werden muss. Auch die Regierung, ausländische Banken oder eine internationale Organisation könnten im Krisenfall für die notwendige Liquidität sorgen. In der praktischen Umsetzung haben sich diese Alternativen allerdings als schwer realisierbar erwiesen. Caprio et al. (1996, S. 626-628 und S. 641-643) nennen zwei Faktoren für die Glaubwürdigkeit eines Lender of last resort. Erstens muss der Kreditgeber über ausreichend liquide Mittel verfügen. Zweitens muss der Kreditgeber Vermögen zu Preisen aufkaufen, welche nicht marktgerecht sind. Während die erste Bedingung erfüllbar scheint, verhält es sich bei der zweiten schon schwieriger. Ausländische Banken haben in der Vergangenheit aus Angst vor Trittbrettfahrerverhalten wenig Anreiz verspürt, zusätzliche liquide Mittel in von einer Finanzkrise betroffene Länder einzusetzen. Auch die Regierung kommt hierfür in der Regel nicht in Frage, da die Flexibilität der Fiskalpolitik, insbesondere in Krisenzeiten, gering ist. Ausländische Regierungen verweisen zunehmend auf die Zuständigkeit internationaler Organisationen, insbesondere den IWF. Deren Mittelvergabe hat sich jedoch in der Vergangenheit als äußerst langwierig erwiesen und ist zudem an oftmals schwer zu erfüllende Reformprogramme geknüpft („Konditionalität

der Kredite“). Darüber hinaus sieht sich speziell der IWF mit seiner Politik des (mit Steuergeldern finanzierten) Heraushauens („bail-out“) ausländischer Investoren mit wachsender Kritik konfrontiert und es bleibt fraglich, ob er in zukünftigen Krisen zu einer ähnlichen Mittelvergabe wie in der Vergangenheit bereit sein wird.¹²

Doch selbst wenn berechtigte Zweifel bestehen, ob die Lender of last resort- Funktion von anderen Institutionen als der inländischen Notenbank befriedigend ausgeübt werden kann, so scheint dieser Verlust letztlich doch kaum mit höheren Kosten verbunden zu sein. Zum einen führt gerade der Verlust der Lender of last resort-Funktion zu einem gesteigerten Risikobewusstsein der Banken, da diese wissen, im Notfall nicht von der Zentralbank mit Liquidität versorgt zu werden. Die Banken haben demnach stärkere Anreize, übermäßige Risiken zu vermeiden und bessere Frühwarnsysteme zu installieren. Zweitens gilt, dass die Notenbanken vieler Schwellen- und Entwicklungsländer auch bei flexiblen Wechselkursen nur mit starken Einschränkungen als Lender of last resort agieren können. Der Grund ist auch hier wieder in der mangelnden Glaubwürdigkeit der nationalen Wirtschaftspolitik zu sehen. Wenn in den Vereinigten Staaten Panik unter den Anlegern herrscht, kann die Federal Reserve die Märkte beruhigen, indem sie mehr Geld druckt. Wird dagegen in einem Schwellen- oder Entwicklungsland, mit seiner oft langen Tradition instabiler Wirtschaftspolitik, in einer Krisensituation angefangen, Geld zu drucken, um die heimischen Banken mit frischer Liquidität zu versorgen, so wird dies fast zwangsläufig zu einer Verschärfung der Kapitalflucht führen, weil sofort Erinnerungen an vergangene Hyperinflationen ausgelöst werden (Calvo, 2001, S. 324). In solchen Krisenzeiten suchen die Investoren nach einem sicheren Hafen, den ihnen das Schwellenland nicht bieten kann.

Insgesamt scheint somit eine Dollarisierung die Krisenanfälligkeit lateinamerikanischer Länder senken zu können. Inwiefern die erhöhte Glaubwürdigkeit im Finanzsektor sich letztlich in einem niedrigeren Länderrisiko widerspiegelt, lässt sich theoretisch allerdings nur schwer bestimmen. Insbesondere für Länder mit mangelnder Kreditwürdigkeit dürfte die Risikoprämie jedoch deutlich geringer ausfallen und über diesen Weg zu wesentlichen Impulsen für Wachstum und Beschäftigung führen.

4.3 Ersparnis an Transaktionskosten

Ökonomische Vorteile einer Dollarisierung verspricht man sich durch den Wegfall der Kosten, die in der Existenz unterschiedlicher Währungen begründet liegen. Die mit der

¹² In der Argentinien-Krise lässt sich ein Umdenken feststellen. Der Internationale Währungsfonds (IWF) verweigerte Argentinien einen neuen Kredit, welcher das Currency Board-System noch einmal aufrecht erhalten hätte (Economist, 2002).

Einführung des US-Dollar verbundene Verringerung der Transaktionskosten und die Beseitigung der Wechselkursunsicherheit haben, indem sie den Handel mit den USA weiter fördern, Effizienzgewinne zur Folge. Nach Rose (2000) sind die Gewinne aus zusätzlichem Außenhandel beträchtlich. Seine Untersuchung ergab, dass der Gebrauch einer gemeinsamen Währung den bilateralen Handel um einen Faktor zwischen zwei und drei erhöht. Insbesondere der Außenhandel von Schwellenländern scheint von der Beseitigung der Wechselkursunsicherheit zu profitieren, da in diesen Ländern eine Absicherung gegen das Wechselkursrisiko nicht oder nur zu wesentlich höheren Kosten möglich ist (Calvo/Reinhart, 2000, S. 9; Willett, 2001, S. 283). Auch wenn das Ausmaß der Ergebnisse durch neuere Untersuchungen in Frage gestellt wurde,¹³ so bleibt doch unbestritten, dass für ein dollarisierendes Land eine wesentliche Ausweitung des Außenhandels mit den USA zu erwarten ist.

Die Transaktionskosten für den Außenhandel mit allen nicht-dollarisierten Staaten werden dagegen nicht gesenkt. Vielmehr ist das dollarisierte Land den gleichen Wechselkursschwankungen gegenüber Drittländern ausgesetzt wie die USA. Dies kann insbesondere dann ein Problem darstellen, wenn der Außenhandel nicht stark auf die USA ausgerichtet ist. Die Wechselkursschwankungen zwischen den G3-Staaten waren in den vergangenen Jahren ziemlich groß. Schwankungen der relativen preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Märkten in Europa und Asien könnten den Handel des dollarisierten Landes daher einseitig auf die USA ausrichten und würden so einer gleichmäßigen wirtschaftlichen Entwicklung durch Diversifikation der Märkte im Wege stehen. Unter der Annahme, dass die USA weiterhin in einer starken wirtschaftlichen Position sind, stellt dies weniger ein Problem dar. Doch mag heute niemand vorherzusagen, wie sich die wirtschaftlichen Machtzentren in zehn oder zwanzig Jahren verschoben haben werden. Vor diesem Hintergrund könnte sich die Irreversibilität der Dollarisierungsentscheidung als Problem erweisen (Mann, 1999, S. 2).

4.4 Aufgabe der nationalen Geld- und Wechselkurspolitik

Im Gegensatz zu einer Währungsunion, bei der die Geldpolitik sich an den Bedürfnissen aller Mitgliedsstaaten ausrichtet, verlieren dollarisierte Länder mit der Aufgabe der eigenen Währung jeglichen Einfluss auf die Gestaltung ihrer Geldpolitik. Diese wird fortan durch die Federal Reserve bestimmt und orientiert sich nur an den Notwendigkeiten der Vereinigten

¹³ Kritisiert wurde insbesondere, dass Rose (2000) sich vorwiegend auf kleine Volkswirtschaften konzentriert. Zu den Kritikpunkten vgl. genauer Nitsch (2002) oder Persson (2001).

Staaten, nicht jedoch an denen des dollarisierten Landes. Der Verlust der beiden wirtschaftspolitischen Instrumente Geld- und Wechselkurspolitik wird insbesondere dann zu Problemen führen, wenn unterschiedliche Handels- und Wirtschaftsstrukturen die Gefahr asymmetrischer Schocks zwischen den beteiligten Ländern erhöhen.

Ist der reale Wechselkurs in einem dollarisierten Land einmal überbewertet (z. B. aufgrund übermäßiger Lohnerhöhungen oder weil der Dollar gegenüber Drittländern überbewertet ist), so muss der Anpassungsprozess über einen Rückgang der nominalen Löhne und Preise erfolgen. Unter der Annahme, dass die Preise nach unten rigide sind, führt dies zu realwirtschaftlichen Auswirkungen in Form niedriger Wachstumsraten und steigender Arbeitslosigkeit. Hinzu kommt, dass der Dollar vor allem in Krisenzeiten aufwertet, da die Anleger in solchen Zeiten einen sicheren Hafen suchen. Gerade dann bräuchten die Schwellen- und Entwicklungsländer Lateinamerikas aber tendenziell eine Abwertung, um die Produktion zu stabilisieren (Krugman, 2000, S. 1). Der Verlust des Wechselkurses als Schockabsorber bietet damit eine Erklärung, warum Länder mit Festkursregimen eine höhere Volatilität der Wachstumsraten aufweisen.¹⁴

Das Argument, dass einem dollarisierten Land der Wechselkurs als Anpassungsinstrument genommen wird, verliert jedoch an Bedeutung, wenn in der Vergangenheit die inländische Wirtschaftspolitik selbst die Ursache von Schocks war. Befürworter der Dollarisierung verweisen darauf, dass durch die Aufgabe der eigenen Währung eine Wiederholung des stabilitätspolitischen Missmanagements vergangener Jahrzehnte ausgeschlossen sei. Gerade in lateinamerikanischen Ländern bestand in der Vergangenheit eine ausgeprägte Neigung zu expansiver Geldpolitik, um die Wirtschaft anzukurbeln bzw. um Staatsdefizite zu monetarisieren (Frieden/Stein, 2001). In einer solchen Situation lässt die Übertragung der geldpolitischen Verantwortung an eine stabilitätsorientierte und mit hoher geldpolitischer Reputation ausgestattete Notenbank wie die Federal Reserve niedrigere Inflationsraten erwarten. Wie weiter oben bereits erwähnt, bedeutet die Aufgabe der eigenen Geld- und Wechselkurspolitik zudem, dass die Regierung sich nicht mehr über die Notenpresse finanzieren kann. Auch eine Finanzierung über den Kapitalmarkt ist mit größeren Nachteilen verbunden, da so die Zinsen in die Höhe getrieben werden. Die Dollarisierung schafft somit einen stärkeren Anreiz zur Konsolidierung des Staatshaushaltes (Levy-Yeyati/Sturzenegger, 2001, S. 17). Die Kosten der Aufgabe der

¹⁴ Jedoch mag die höhere Volatilität der Wachstumsraten in Festkursregimen auch darauf zurückzuführen sein, dass diese Wechselkurssysteme doch nicht ausreichend glaubwürdig waren. Die geringeren Glaubwürdigkeitsschwankungen bei einer Dollarisierung würden dann dazu führen, dass auch die Volatilität der Wachstumsraten reduziert werden kann (Levy Yeyati/Sturzenegger, 2001).

eigenen Geld- und Währungspolitik scheinen in einem solchen Fall gering. Freilich ist auch hier das umgekehrte Argument denkbar, dass nämlich die Regierung die höhere Glaubwürdigkeit der Dollarisierung ausnützt, um sich übermäßig zu verschulden (Berg et al., 2002, S. 12).

4.5 Verlust an Seigniorage

Weitere Kosten der Dollarisierung entstehen durch den Verlust der Seigniorageeinnahmen. Einnahmen aus Seigniorage entstehen aus der Differenz zwischen dem Herstellwert der Münzen und deren Gebrauchswert. Für viele Länder stellen diese Geldschöpfungsgewinne eine beträchtliche Einnahmequelle dar und ein Wegfall dieser Erlöse mag die Dollarisierungsentscheidung nicht unwesentlich beeinflussen.

Die Verluste aus Seigniorage bei einer Dollarisierung entstehen aus zwei Gründen (Lange/Sauer 2000, S. 9). Erstens müssen die geldpolitischen Behörden bei Einführung des Dollar den Bestand an heimischer umlaufender Geldmenge aufkaufen (statische Seigniorageverluste). Dadurch geben die Behörden die Seigniorage, die sie im Laufe der Zeit verdient haben, an die Wirtschaftssubjekte zurück. Zweitens entstehen Seigniorageverluste dadurch, dass die Notenbank in der Zukunft kein Geld mehr drucken kann, um die wachsende Geldnachfrage zu befriedigen (dynamische Seigniorageverluste).

Die Seigniorageverluste stellen jedoch keinen gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsverlust dar, sondern bedeuten lediglich eine Umverteilung hin zum Ankerwährungsland. In dem Maße wie das dollarisierende Land auf Seigniorageeinnahmen verzichten muss, treten in den USA zusätzliche Geldschöpfungsgewinne auf. Ein dollarisierendes Land könnte daher die USA um Kompensation für die entgangenen Seigniorageeinnahmen bitten. Es ist jedoch zweifelhaft, ob die USA diesem Wunsch entsprechen. Äußerungen aus dem amerikanischen Kongress und von führenden amerikanischen Geldpolitikern sind dahingehend zu interpretieren, dass die USA weitere Dollarisierungsbestrebungen in Lateinamerika zwar nicht unterbinden werden, diese Bemühungen aber auch nicht aktiv unterstützen wollen (von Furstenberg, 2000, S. 113). Während die Auswirkungen der Aufgabe der eigenen Geld- und Wechselkurspolitik weitgehend unbestimmt sein mögen, so lassen sich die Kosten aus entgangenen Seigniorageeinnahmen auch quantitativ gut bestimmen.

4.6 Auswirkungen der Dollarisierung auf die USA

Die Blaupause für eine Dollarisierung lateinamerikanischer Länder sieht grundsätzlich zwei Möglichkeiten vor: Entweder unilateral, das heißt ohne explizite Unterstützung der USA oder bilateral (Hanke/Schuler, 1999, S. 11). Letzteres hätte den Vorteil, dass die USA dem dollarisierten Land gewisse Zugeständnisse machen könnten. Zu denken ist hierbei an eine Erstattung der verlorengegangenen Seigniorageeinnahmen, an eine Kooperation in der Bankenaufsicht oder an eine Übernahme der Lender of last resort-Funktion durch die Federal Reserve.

Die Wahrscheinlichkeit für ein derartiges Abkommen wächst mit dem Nutzen, den die USA aus einer Dollarisierung lateinamerikanischer Länder ziehen. Cohen (2002) nennt drei Punkte, die unter ökonomischen Gesichtspunkten ein Interesse der USA an einer Dollarisierung begründen könnten. Erstens ginge, wie bereits erwähnt, eine zunehmende Verbreitung des Dollar mit steigenden Seigniorageeinnahmen für die USA einher. In dem Maße wie die dollarisierenden Länder zusätzliche Dollarmünzen und -scheine erwerben, erhalten die USA einen zinslosen Kredit aus dem Ausland. Freilich sind für eine Volkswirtschaft von der Größe der USA, die mit einer Dollarisierung verbundenen zusätzlichen Seigniorageeinnahmen vernachlässigbar. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass viele Länder Lateinamerikas ohnehin schon zu weiten Teilen inoffiziell dollarisiert sind.¹⁵ Je stärker ein Land bereits vor der Aufgabe der eigenen Währung dollarisiert ist, umso geringer werden die Seignioragegewinne aus Dollarisierung für die USA ausfallen.

Zweitens profitiert vom Wegfall des Wechselkursrisikos nicht nur das dollarisierende Land, sondern auch die USA. Dadurch, dass der gesamte Handel automatisch in Dollar abläuft, verringern sich die Transaktionskosten für den Außenhandel mit dem betreffenden Land. Informationskosten können gesenkt werden und die Kurssicherungskosten fallen sogar völlig weg. Auch diese Gewinne dürften jedoch marginal sein und sich auf einzelne Sektoren begrenzen, da der Großteil des US-amerikanischen Außenhandels auch jetzt schon in US-Dollar abläuft.

Treten die stabilisierenden Effekte der Dollarisierung wie erwartet ein, so profitiert die USA drittens von der geringeren Krisenanfälligkeit und den verbesserten Investitionsbedingungen in den Ländern Lateinamerikas. Die Folge wären vermehrte

¹⁵ Schätzungsweise befinden sich 55-70 Prozent der gesamten US-Dollar-Geldmenge außerhalb der Vereinigten Staaten. Die gesamten Seigniorageeinnahmen belaufen sich für die USA dadurch auf 25 Mrd. US-Dollar, was umgerechnet 0,3 Prozent des US-amerikanischen BIP entspricht.

ausländische Direktinvestitionen, eine verbesserte Allokation der Ressourcen und Effizienzgewinne sowohl für das dollarisierende Land als auch für die USA.

Schließlich sind noch die politische Implikationen der Dollarisierung zu bedenken. Die Erfahrungen der Europäischen Union lassen vermuten, dass es in den kommenden Jahren zu einer weiteren Abkehr vom Prinzip „Ein Land, eine Währung“ kommen wird (Dornbusch, 2001, S.238; Beddoes, 1999, S.8). Eine Dollarisierung mehrerer lateinamerikanischer Länder würde in diesem Zusammenhang die Stellung des US-Dollar als Leitwährung stärken. Dies könnte sich insbesondere vor dem Hintergrund einer wachsenden Bedeutung des Euro im internationalen Handel als Vorteil erweisen. Gleichzeitig gibt es jedoch auch Bedenken, dass mit wachsender Anzahl der offiziell dollarisierten Länder politischer Druck auf die Federal Reserve ausgeübt werden könnte, eine Geldpolitik durchzuführen, die sich nicht ausschließlich an den Interessen der USA orientiert, sondern auch die Verhältnisse in den dollarisierten Ländern berücksichtigt. Darüber hinaus wird die Befürchtungen geäußert, dass mit wachsender Anzahl dollarisierter Länder die Geldmengensteuerung für die amerikanische Notenbank erschwert werden könnte (Schuler, 2000, S.10). Insbesondere dann, wenn sich Länder entschließen sollten, zu „de-dollarisieren“, könnten plötzlich auftretende Geldnachfrageschocks zu destabilisierenden Effekten auf den Dollar-Wechselkurs führen.

5. Dollarisierung für Argentinien?

5.1 Welche Länder sollten dollarisieren?

Aufbauend auf den bisherigen Überlegungen dürften von einer Dollarisierung vor allem kleinere Länder profitieren, deren Außenhandel zu großen Teilen mit den USA abgewickelt wird und die in der Vergangenheit unter einer schlechten inländischen Wirtschaftspolitik mit hohen Inflationsraten zu leiden hatten (Alesina/Barro, 2000, S. 384). Für diese Länder sind die Kosten einer Aufgabe der eigenen Währung gering, da eine eigenständige Geldpolitik ohnehin nur in sehr begrenztem Maße durchführbar ist. Die Wohlfahrtsgewinne aus niedrigeren Zinssätzen in Folge einer erhöhten Glaubwürdigkeit der nationalen Wirtschaftspolitik und die Verringerung der Transaktionskosten im Außenhandel sind in diesen Ländern dagegen relativ hoch. Salvatore (2001, S.351f.) empfiehlt folglich eine Dollarisierung vorwiegend für die kleineren Länder Lateinamerikas, insbesondere für Zentralamerika und die Karibik.

Schwieriger gestaltet sich eine Kosten-Nutzen-Abwägung der Dollarisierung für die größeren lateinamerikanischen Staaten. Für eine relativ geschlossene Volkswirtschaft von der Größe Brasiliens scheint eine Dollarisierung nicht empfehlenswert. Zudem ist die wirtschaftliche Verflechtung Brasiliens mit den USA eher gering (Belke/Gros, 2002, S. 4). Darüber hinaus gibt es starke politische Bedenken, die gegen eine Aufgabe der geldpolitischen Souveränität sprechen.

Eine Zwischenstellung zwischen Brasilien und den kleinen Volkswirtschaften Lateinamerikas nimmt Argentinien ein. Weder ist das Land so klein und offen, als dass die Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks minimal ist und auf den Wechselkurs als Anpassungsinstrument verzichtet werden könnte, noch ist es groß genug, um sagen zu können, dass die Aufgabe der nationalen Geld- und Währungspolitik zwangsläufig den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum zu stark einschränkt.

5.2 Argentinien vor und während des Currency Board-Systems

Die schwere Wirtschafts- und Finanzkrise in Argentinien hat die Frage nach dem optimalen Wechselkurssystem für Argentinien neu belebt. Galt das 1991 eingeführte Konvertibilitätsgesetz mit der Einführung eines Currency Board Systems und einer Eins-zu-eins Bindung des argentinischen Peso an den US-Dollar in seinen Anfangsjahren noch als Erfolgsbeispiel und Vorbild für andere Emerging Markets, da es half, die hohen Inflationsraten der Vergangenheit zu besiegen, so wurde in den Folgejahren die Stimmen derer lauter, die in eben dieser Fixierung des Peso zum US-Dollar eine wesentliche Ursache für die Schwere der Wirtschafts- und Finanzkrise in Argentinien sahen (Aschinger, 2002, S. 244). Doch auch die Aufgabe des Currency Board Systems und der Übergang zu einem flexiblen Wechselkurs zu Beginn dieses Jahres konnte den Vertrauensverlust in die argentinische Wirtschaft nicht stoppen. Trotz Devisenmarktinterventionen der argentinischen Notenbank zur Stützung des Peso, einer Blockierung der Bankguthaben („corralito“)¹⁶ und Importkontrollen verlor der Peso in den ersten vier Monaten dieses Jahres zwei Drittel seines Werts.

Die Aufgabe der Peso-Dollar-Parität reiht sich damit ein in eine Serie fehlgeschlagener Stabilisierungsversuche Argentiniens während der 70er und 80er Jahre. Anti-Inflationsprogrammen wie der „Tablita“, dem „Plan Austral“, dem „Plan Primavera“ oder dem „Plan Bunge y Born“ war gemein, dass sie die hohen Inflationsraten jeweils nur

¹⁶ Es waren lediglich Abhebungen von maximal 1000 Dollar pro Monat und Person zugelassen. Der oberste Gerichtshof Argentiniens hob diese Beschränkung allerdings im Mai 2002 wieder auf.

kurzfristig senken konnten, mittel- und langfristig pendelte sich die Inflationsrate aber dann sogar auf einem höheren Niveau ein.¹⁷ Das Problem bestand stets darin, dass keiner dieser Stabilisierungsversuche durch eine konsistente Wirtschaftsordnung abgesichert wurde (Diehl/Schweickert, 1997, S.30-34, Mastroberardino, 1994, S.135-201). Demgegenüber unterschied sich der 1991 eingeführte Konvertibilitätsplan von früheren Fehlschlägen dadurch, dass die Fixierung des Wechselkurses von zahlreichen komplementären Reformschritten unterstützt wurde. Kern des Reformprogramms war die Einführung eines unorthodoxen Currency Board-Systems, wodurch die Konvertibilität des argentinischen Peso gesichert war. Gleichzeitig förderten die Liberalisierung des Außenhandels, die Deregulierung der Märkte und umfangreiche Privatisierungen Argentiniens Eingliederung in die Weltwirtschaft, so dass in der ersten Hälfte der 90er Jahre nicht nur das stabilitätspolitische Ziel in Form einer Reduzierung der astronomisch hohen Inflationsraten erreicht wurde,¹⁸ sondern darüber hinaus auch hohe Wachstumsraten erzielt werden konnten. Diese beeindruckenden Erfolge wurden erzielt, obwohl Argentinien und die USA eindeutig keinen optimalen Währungsraum bilden: Weder ist Argentinien eine kleine, offene Volkswirtschaft, noch ist der argentinische Handel besonders stark auf die USA ausgerichtet. Zudem existierten auch keine Alternativen zum Wechselkurs als Anpassungsinstrument bei asymmetrischen Schocks, wie z. B. eine hohe Arbeits- oder Kapitalmobilität oder ein fiskalischer Transfer (Anthony/Hallett, 2000, S. 5-9).

Mit zunehmender Dauer der Dollarbindung wurde aber auch deutlich, dass das Currency Board nicht dazu geeignet war, Argentinien vor den Finanzkrisen der 90er Jahre zu schützen. Die nach wie vor hohen Zinsen auf Peso-Anleihen verweisen darauf, dass das Currency Board-System keine vollständige Eliminierung des Zeitinkonsistenzproblems gewährleistete. Aufgrund der geringen geldpolitischen Reputation der argentinischen Notenbank und den hohen Inflationsraten in der Vergangenheit wurden immer wieder größere Zweifel an der Beibehaltung der Wechselkursbindung und es kam, insbesondere im Gefolge der Finanzkrisen in Asien, Russland und Brasilien, zu massiven Kapitalabflüssen. Unter dem Druck sozialer Unruhen in Form von Massendemonstrationen, Streiks und Plünderungen musste das Currency Board dann Anfang Januar 2002 aufgegeben werden.

¹⁷Charakteristisch ist, dass es Argentinien in keinem der fünfzig Jahre vor Einführung des Currency Board Systems 1991 gelang, eine einstellige Inflationsrate zu erreichen.

¹⁸Die Inflationsrate sank von über 1000 Prozent 1989 und 1990 auf nur noch 2 Prozent 1995.

5.3 Die Gründe der Argentinien-Krise

Zur Bestimmung der zukünftigen monetären Wirtschaftspolitik in Argentinien ist es von Bedeutung, die Ursachen der gegenwärtigen Krise zu verstehen. Vielfach wird die Ansicht vertreten, dass die wirtschaftlichen Probleme Argentiniens vorwiegend auf einen überbewerteten Peso und die damit verbundene Verschlechterung der Wettbewerbsposition gegenüber wichtigen Handelspartnern im Mercosur und in Europa zurückzuführen seien.¹⁹ Die Dollarbindung des Peso beraubte Argentinien der Möglichkeit auf die drastische Abwertung des brasilianischen Real sowie den Wertverlust des Euro mit einer eigenen Abwertung zu reagieren. Als Ausweg schlug Giambiagi (1999) eine gemeinsame Währung der Mercosur-Staaten vor, Fratianni/Hauskrecht (2002) brachten eine „Realization“, also einer Übernahme des brasilianischen Real als offizielles Zahlungsmittel, ins Gespräch. In beiden Fällen wären Wechselkursschwankungen zwischen Argentinien und seinem wichtigsten Handelspartner Brasilien zukünftig ausgeschlossen gewesen. Die chronischen Glaubwürdigkeitsprobleme der argentinischen Geldpolitik wären durch diese Maßnahmen jedoch kaum beseitigt worden.

Die argentinische Regierung entschied sich daher für einen anderen Weg und verzichtete auf eine erneute Wechselkursbindung. Der Peso-Kurs wurde völlig freigegeben. Gleichzeitig versuchte man das Problem, dass eine Abwertung des Peso die Schuldenlast der inländischen Unternehmer und Banken ansteigen lässt, dadurch in den Griff zu bekommen, dass sämtliche Dollarschulden im Verhältnis eins zu eins in Pesoschulden umgewandelt wurden („Pesification“). Banken wurden für die dadurch entstandenen Verluste durch Regierungsanleihen entschädigt. Mit dieser Maßnahme erhoffte man sich eine erhöhte Wettbewerbsfähigkeit argentinischer Produkte auf dem Weltmarkt und eine Beendigung der jahrelangen Rezession.

Bei genauerer Betrachtung bietet die These eines überbewerteten Peso jedoch wenig Erklärungswert für das Ausmaß der Krise. So ließen die Fundamentaldaten keine größere Überbewertung des Peso zu Zeiten des Currency Boards erkennen. Tatsächlich existierten keine größeren Inflationsunterschiede zwischen den USA und Argentinien, die eine Abwertung des Peso erforderlich gemacht hätten.²⁰ Auch die Exporte Argentiniens gingen keineswegs zurück, wie es angesichts der Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zu erwarten gewesen wäre. Im Gegenteil, im Jahr 2001 stiegen die

¹⁹ Vgl. z.B. Feldstein (2002) oder Roubini (2001)

²⁰ Der kumulierte Anstieg der Produzentenpreise, welche für die Exportfähigkeit einer Volkswirtschaft entscheidender sind als Konsumentenpreise, lag im Zeitraum März 1991 bis Dezember 2001 (der Periode des Currency Board-Systems) unter dem in den USA. Seit 1999 waren die Preissteigerungsraten Argentiniens sogar negativ.

argentinischen Exporte trotz der schwachen Weltkonjunktur um 11 Prozent und in keinem Jahr zuvor realisierte Argentinien einen derartig hohen Handelsbilanzüberschuss. Ohnehin gilt es zu berücksichtigen, dass Argentinien trotz der Liberalisierungsbemühungen in den 90er Jahren eine relativ geschlossene Volkswirtschaft geblieben ist: Die Exporte betragen nur 9 Prozent der gesamten Wirtschaftsleistung. Auch ein schwächerer Peso wird daran nichts Wesentliches ändern, da ein Großteil der argentinischen Produkte die qualitativen Anforderungen des Weltmarktes nicht erfüllt (Dornbusch, 2001, S. 241). Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit spielt daher für Argentinien auch nicht die herausragende Rolle wie dies z. B. für die Staaten Südostasiens der Fall ist.

Die wahren Gründe für das Ausmaß der Krise scheinen vielmehr politischer Natur zu sein. Die ordnungspolitische Absicherung, welche wesentlich für den Erfolg des Currency Board Systems in der ersten Hälfte der 90er Jahre verantwortlich war, wurde mit zunehmendem Fortbestand der Dollarbindung zerstört. Anstatt den verkrusteten Arbeitsmarkt zu deregulieren oder den überproportionierten Staatssektor zu begrenzen, erlahmten die Liberalisierungsbemühungen in der zweiten Hälfte der 90er Jahre fast völlig (Becker, 2002). Darüber hinaus konnte die Haushaltsdisziplin der ersten Jahre des Currency Board-Systems nicht mehr eingehalten werden. So stieg die Staatsverschuldung von 30 Prozent des BIP 1996 auf über 50 Prozent 2001 (Financial Times, 2001). Neben einer Ausweitung der Staatsausgaben im Zuge der Präsidentschaftswahlen 1999 und einem Rückgang der Privatisierungserlöse trug dazu wesentlich der rezessionsbedingte Rückgang der Steuereinnahmen bei. Schließlich stellten der schleichende Ausstieg aus dem Currency Board-System²¹, die Verhängung von Kapitalverkehrskontrollen und die Blockierung der Bankguthaben die Dauerhaftigkeit der Wechselkursbindung zunehmend in Frage, so dass sich das Currency Board nur durch starke Zinserhöhungen aufrecht erhalten ließ, die zu niedrigeren Wachstumsraten und stark steigender Arbeitslosigkeit führten.

5.4 Dollarisierung als Ausweg

Folgt man der zuletzt genannten Argumentationslinie, wonach die Ursache der Argentinien-Krise weniger in der Inflexibilität des Wechselkurses als in der Inkonsistenz von Wechselkursregime und nationaler Wirtschaftspolitik begründet liegt, so spricht wenig für eine Beibehaltung des flexiblen Wechselkurses, vieles jedoch für eine Dollarisierung. Der

²¹ Im April 2001 kündigte die argentinische Regierung an, den Peso zukünftig nicht mehr einseitig an den Dollar zu binden, sondern an einen gleichgewichtigen Euro-Dollar-Währungskorb. Diese Regelung sollte gelten, sobald der Euro die Parität zum Dollar erreicht hatte. Für Exporteure wurde der Währungskorb durch Exportsubventionen und Importzölle vorweggenommen.

flexible Wechselkurs hat die wirtschaftliche Lage eher noch verschärft. Politische Verantwortungslosigkeit, persönliche Privilegien und ökonomisches Missmanagement haben das Vertrauen der Bevölkerung in das politische und wirtschaftliche System Argentiniens zutiefst erschüttert. Der „run“ auf den Peso gibt Anlass zur Befürchtung einer drohenden Abwertungs-Inflationsspirale.²² Die Inflation wird auch deshalb steigen, weil die Regierung bereits wieder zu einer expansiven Geldpolitik übergegangen ist. Wie so oft, so scheint auch diesmal wieder die Geldpolitik missbraucht zu werden, um Budgetdefizite über eine Ausweitung der Geldmenge zu finanzieren. Die (neuerliche) Aufgabe der nationalen Geldpolitik bei einer Dollarisierung dürfte somit auch nicht mehr mit gravierenden Kosten verbunden sein. Auch das Risiko, dass die zinspolitischen Entscheidungen der Federal Reserve nicht den geldpolitischen Erfordernissen Argentiniens entsprechen, scheint begrenzt zu sein, wenn man die geringen Zinsbewegungen der Federal Reserve in Form von Viertel oder Halbprozentpunkten betrachtet, und im Gegenzug berücksichtigt, dass die 10- oder 20-prozentigen Zinsanstiege unter denen Argentinien in der Vergangenheit öfters im Zuge von Währungskrisen zu leiden hatte, bei einer vollständigen Dollarisierung beseitigt werden könnten.

Die argentinischen Bürger wissen, dass der Dollar die Funktionen des Geldes als Zahlungsmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel aufgrund der größeren Konvertibilität und der höheren Wertstabilität besser erfüllt als der Peso und halten daher bereits seit Jahrzehnten zu großen Teilen US-Dollar.²³ Die daraus resultierende hohe inoffizielle Dollarisierung hat wichtige Implikationen auf die Wahl des Wechselkurses (Levy-Yeyati/Sturzenegger, 2001, S. 8-13). Erstens gilt, dass der Wechselkurs-pass-through umso größer ist, je stärker ein Land bereits inoffiziell dollarisiert ist. Der Grund ist, dass das Dollarpricing den geldpolitischen Behörden keine Möglichkeit lässt, Preisschwankungen im Zuge starker Wechselkursfluktuationen zu verhindern. Die bei flexiblen Wechselkursen auftretenden Wechselkursschwankungen führen daher schneller zu höheren Inflationsraten.

Zweitens gilt für inoffiziell dollarisierte Länder, dass die Seigniorageeinnahmen geringer als in anderen, weniger dollarisierten Ländern sind, da die Wirtschaftssubjekte ohnehin bereits größere Mengen der inländischen Währung gegen den US-Dollar eingetauscht haben und der Dollar somit einen größeren Teil an der umlaufenden Geldmenge ausmacht. Für Argentinien wären folglich bei einer vollständigen Dollarisierung die Verluste aus entgangenen

²² In der Tat sind die Großhandelspreise allein im Zeitraum Januar bis April 2002 um über 60 Prozent gestiegen. Analysten rechnen mit einer Jahresinflation von 80 Prozent (Handelsblatt 2002).

²³ Die Pesifizierung hat die inoffizielle Dollarisierung in Argentinien zwar verringert, doch zeigt die Vergangenheit, dass staatlich verordnete „Entdollarisierungsstrategien“ mittelfristig wenig Erfolg versprechend sind, solange nicht die Glaubwürdigkeit der nationalen Geldpolitik erhöht wird (Kühnl, 2002, S.482).

Seigniorageeinnahmen entsprechend niedriger. Berg/Borensztein (2000a, S. 9) veranschlagten zu Zeiten des Currency Boards die Kosten für den Aufkauf der inländischen Geldmenge mit 15 Milliarden Dollar, was umgerechnet 4 Prozent des BIP entspricht. Hinzu kommen die Verluste aufgrund des Anstiegs der Geldnachfrage in der Zukunft. Dieser Betrag wird auf eine weitere Milliarde Dollar pro Jahr geschätzt (0,3 Prozent des BIP).²⁴

Auch auf internationaler Ebene ist die Akzeptanz des argentinischen Peso traditionell sehr gering. Hohe Risikoprämien auf Peso-Anleihen selbst zu Zeiten des Currency Board Systems verweisen darauf, dass auch nach der über zehn Jahre praktizierten eins zu eins Bindung des Peso an den Dollar der argentinischen Währung kein Vertrauen entgegengebracht wurde. Dies lässt vermuten, dass der Peso in absehbarer Zeit keine stabile Währung sein wird (Schuler, 2002, S. 16). Die Schwäche des Peso zeigt sich auch daran, dass eine längerfristige Verschuldung in Peso nicht möglich ist. Argentinische Unternehmer oder Privatleute, die sich längerfristig verschulden wollen, stehen somit vor der Wahl, dies entweder in Dollar oder mit kurzer Fristigkeit in heimischen Peso zu tun. Damit unterliegen sie aber entweder einem Währungs- oder einem Fälligkeitsmismatch. Das Bankensystem in einem Schwellenland hat in etwa die Größe einer amerikanischen Regionalbank. Auf derartigen kleinen Finanzmärkten führt eine hohe Kapitalmobilität zu ausgeprägten Wechselkursvolatilitäten. In Zeiten massiver Kapitalzuflüsse kommt es dann zu einer Aufwertung der Währung mit der Folge, dass die internationale Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Industrien abnimmt (Beddoes, 1999, S. 9).

So sind die Krisen, unter denen Argentinien in der Vergangenheit zu leiden hatte, weniger realer Natur, sondern vielmehr auf einen unterentwickelten Finanzmarkt zurückzuführen. Eine Dollarisierung beseitigt diese Gefahr, da sie nicht nur zu einem Wegfall des Wechselkursrisiko führt, sondern auch die Finanzmarktintegration zwischen Argentinien und den USA fördert. Das Problem von Währungs- und Fälligkeitsmismatch besteht dann nicht mehr, die Anfälligkeit gegenüber monetären Schocks dürfte deutlich geringer sein.

Darüber hinaus ist mit steigenden ausländischen Direktinvestitionen die Chance verbunden, die strukturellen Unzulänglichkeiten, die Argentinien's Stabilität langfristig gefährden, abzubauen. Insbesondere besteht die Möglichkeit, dass die um sich greifende Korruption und Vetternwirtschaft verringert werden kann, wenn der Handlungsspielraum politischer Entscheidungsträger eingeschränkt und der Einfluss inländischer Interessengruppen begrenzt wird (Schuler, 2002, S. 19).

²⁴ Die Zahlen beziehen sich auf die Zeit vor Aufgabe des Currency Boards.

Dies muss nicht zu einem Ausverkauf nationaler Interessen führen. Zum einen liegt die Vermutung nahe, dass es in den kommenden Jahren als Folge der zunehmenden Verflechtung der Volkswirtschaften ohnehin zu einer deutlichen Verringerung in der Anzahl nationaler Währungen kommen wird. Der Verlust der nationalen Währung ist nicht nur in Europa relativ problemlos von statten gegangen, sondern lässt sich auch in anderen Bereichen wie z. B. bei Fluggesellschaften beobachten (Hausmann, 1999, S. 78). Vor wenigen Jahren galt eine Fluglinie noch als wichtiges Prestigeobjekt und nationales Symbol, heute sind alle Fluggesellschaften in größere internationale Allianzen eingebunden.²⁵

Schließlich ist eine Dollarisierung auch nicht zwangsläufig mit einer einseitigen Ausrichtung auf die USA verbunden. So ist z. B. denkbar, die Konsumenten der Währung, also die Bürger, selbst entscheiden zu lassen, welche Währung sie bevorzugen. Wollen sie ihre Transaktionen lieber in Euro, Yen oder in brasilianischen Real durchführen, so sollten sie frei sein dies zu tun. Falls der US-Dollar dann zukünftig einmal an Stabilität und Glaubwürdigkeit verliert, würde seine Bedeutung als Zahlungsmittel in Argentinien automatisch abnehmen (Schuler, 2000, S.19).²⁶

Die gegenwärtig schlechte wirtschaftliche Verfassung Argentiniens ist kein Grund, die Dollarisierung zu unterlassen. Wie das Beispiel Ekuador zeigt, ist eine Dollarisierung auch aus einer Position der Schwäche heraus möglich. Keine der oftmals als notwendig erachteten Vorbedingungen für eine Dollarisierung war gegeben: Weder hatte Ekuador eine solide Finanzpolitik, noch ein entwickeltes Bankensystem oder flexible Preisstrukturen (Marconi, 2002, S. 2f.). Dies gibt Anlass zur Hoffnung, dass auch in Argentinien die notwendigen ordnungspolitischen Maßnahmen nach einer Dollarisierung durchgesetzt werden können. Hierzu gehören Deregulierungsmaßnahmen der Sozialversicherung und der Arbeitsmärkte genauso wie eine Konsolidierung des Staatshaushaltes und die Bekämpfung der wuchernden Korruption.

²⁵ In diesem Zusammenhang ließe sich zudem fragen, inwiefern eine Währung, die, wie der argentinische Peso, seit der Gründung einer eigenen Zentralbank 1935 um den Faktor 6.000.000.000.000 gegenüber dem US-Dollar abgewertet hat, noch als nationales Symbol angesehen werden kann.

²⁶ So ungewöhnlich dieser Vorschlag zunächst scheinen mag, so bedeutet er doch nur die Anwendung des Prinzips der Konsumentensouveränität auf die Währungstheorie.

6. Zusammenfassung

Als Antwort auf die Finanzkrisen der 90er Jahre lässt sich in der Wechselkurspolitischen Debatte ein Trend zu Extrem Lösungen feststellen. Während einerseits darauf verwiesen wird, dass auch feste Wechselkurse keinen vollständigen Schutz gegen das Wechselkursrisiko bieten können und zu Moral Hazard sowie übermäßigen kurzfristigen Kapitalzuflüssen führen, wird von anderer Seite argumentiert, dass die Probleme vieler Schwellenländer von unterentwickelten Finanzmärkten herrühren und die Anbindung an eine stabile Ankerwährung Abhilfe schaffe (original sin-Theorie). Der Nutzen der Dollarisierung ergibt sich demzufolge daraus, dass durch die Aufgabe der eigenen Währung das Wechselkursrisiko endgültig beseitigt ist und mit der Übernahme einer international respektierten Währung niedrigere Inflationsraten, sinkende Kapitalkosten, eine höhere Stabilität im Außenhandel sowie eine Stärkung des Finanzsektors zu erwarten sind.

Empfehlenswert erscheint die Dollarisierung insbesondere für die kleinen, offenen Volkswirtschaften Lateinamerikas. Aber auch ein mittelgroßes Land wie Argentinien mit hoher inoffizieller Dollarisierung, geringer Kreditwürdigkeit und einer instabilen Währung kann von einer Dollarisierung profitieren. Die wirtschaftsgeschichtliche Entwicklung Argentiniens zeigt, dass Wechselkurssysteme, bei denen die inländischen Politiker über diskretionären Entscheidungsspielraum in der Geldpolitik verfügten, stets mit einem Anstieg der Zinssätze, hohen Inflationsraten und geringeren Wachstumsraten einher gingen (Frieden/Stein, 2001; Hausmann et al., 1999, S. 4ff). Die theoretische Möglichkeit, über eine eigenständige Geldpolitik verfügen zu können, unterliegt somit in der Praxis starken Einschränkungen. Die Kosten der Dollarisierung, welche vorwiegend in der Aufgabe der nationalen Geldpolitik, entgangener Seigniorageeinnahmen und dem Verlust der Lender of last resort-Funktion zu sehen sind, werden unter derartigen Rahmenbedingungen gering ausfallen; der Nutzen in Form erhöhter Glaubwürdigkeit und dauerhafter Stabilität dagegen sehr hoch.

Literaturverzeichnis

Alesina, A./ Barro, R. J. (2000), "Dollarization", American Economic Review, Papers and Proceedings, 91. Jg., S. 381-385.

Anthony, M. L./ Hallett, A. H. (2000), "Should Argentina adopt the US-Dollar?", CEPR Discussion Paper Nr. 2412, London.

Artus, P. (2002), "Local currency or foreign currency debt?", Artikel für die Konferenz der CEPAL "Towards regional Currency Areas" in Santiago de Chile, 26.-27. März.

Aschinger, G. (2002), „Währungskrise in Argentinien trotz ‚Currency Board‘“, WiST, 31. Jg., Heft 5 (Mai), S. 242-250.

Baliño, T./ Enoch, C. (1997), "Currency Board Arrangements: Issues and Experiences", IMF Occasional Paper Nr. 151, Washington DC.

Becker, G. (2002), „El déficit argentino causó el desastre“, in: Cato Journal, Februar, im Internet verfügbar unter: www.elcato.org/crisisargentina.htm.

Beddoes, Z. M. (1999), "From EMU to AMU?", Foreign Affairs, 78. Jg., Nr. 4/1999, S. 8-13.

Belke, A. (2000), „Wechselkursschwankungen, Außenhandel und Arbeitsmärkte“, Physica-Verlag, Heidelberg.

Belke, A./ Gros, D. (2002), "Monetary Integration in the Southern Cone: Mercosur is not like the EU?", Artikel für die Konferenz "Monetary Unions: Theory, EMU experience and prospects for Latin America", organisiert von der Universität Wien, der österreichischen Zentralbank und der chilenischen Zentralbank.

Belke, A./ Hebler, M. (2002), „Euroisierung der mittel- und osteuropäischen EU-Beitrittskandidaten - ein alternativer Weg in die Währungsunion?“, wird erscheinen in: Diskussionsbeiträge aus dem Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Hohenheim.

Berg, A./ Borensztein, E. (2000a), “Full dollarization: The pros and cons”, IMF Economic Issues Nr. 24, Washington DC.

Berg, A./ Borensztein, E. (2000b), “The Dollarization debate”, Finance & Development, 37.Jg., März 2000, S. 38-41.

Berg, A./ Borensztein, E./ Mauro, P. (2002), “An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America”, Artikel für die Konferenz “Monetary Unions: Theory, EMU experience and prospects for Latin America”, organisiert von der Universität Wien, der österreichischen Zentralbank und der chilenischen Zentralbank.

Bofinger, P./ Wollmershäuser, T. (2001), “Options for the Exchange Rate Policies of the EU Accession Countries (and other Emerging Market Economies)”, CEPR Discussion Paper Nr. 2379, London.

Calvo, G. A. (1999), “Globalización y régimen cambiario: tiene sentido dolarizar?” Desarrollo y Sociedad, 38. Jg., September 1999, S. 29-45.

Calvo, G. A. (2001), “Capital markets and the exchange rate with special reference to the dollarization debate in Latin America”; in: Journal of Money, Credit and Banking; 33. Jg., S. 312-334.

Calvo, G. A./ Guidotti, P. (2000), “Credibility and nominal debt: exploring the role of maturity in managing inflation”, IMF Working Paper Nr. 89/73.

Calvo, G. A./ Reinhart, C. M. (2000), “Fear of Floating”, NBER working Paper Nr. 7993, Cambridge/MA.

Caprio, G./ Dooley, M./ Leipziger, D./ Walsh, C. (1996), “The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board: The Case of Argentina”, Open Economies Review, Nr. 7, S. 625-650.

Chang, R./ Velasco, A. (2000), “Exchange-Rate Policy for Developing Countries”, in: *American Economic Review*, 90. Jg., Mai 2000, S. 71-95.

Cohen, B. (2002), “America’s Interest in Dollarization”, Artikel für die Konferenz „Euro and Dollarization: Forms of Monetary Union in Integrated Regions“, Fordham University and CEPR, New York, 5.-6. April.

Dean, J. W. (2001), “Should Latin America’s common law marriages to the US dollar be legalized? Should Canada’s?”, *Journal of Policy Modeling*, 23.Jg., Nr.3, S.291-300.

Dellas, H./ Tavlas, G. S. (2001), Lessons of the euro for dollarization – Analytical and political economy perspectives”, *Journal of Policy Modeling*, 23. Jg., Nr. 3, S.333-345.

Diehl, M./ Schweickert, R. (1997), „Wechselkurspolitik im Aufholprozess - Erfahrungen lateinamerikanischer, europäischer und asiatischer Länder“, Institut für Weltwirtschaft, Kieler Studien Nr. 286.

Dornbusch, R. (2001), “Fewer Monies, Better Monies - Exchange Rates and the Choice of Monetary-Policy Regimes”, *American Economic Review*, 91.Jg., Nr.2, S. 238-242.

Economist (2002), “Waiting for the IMF to tango”, 362. Jg., 30. März, S. 47f.

Edwards, S. (2001), “Dollarization myths and realities”, *Journal of Policy Modeling*, 23.Jg., Nr.3, S. 249-265.

Eichengreen, B. (2001), “What problems can dollarization solve?”, *Journal of Policy Modeling*, 23. Jg., Nr. 3, S. 267-277.

Escaith, H./ Ghymers, C./ Studart, R. (2002), “Regional Integration and the Issue of Choosing an Appropriate Exchange Rate Regime in Latin America”, Artikel für die Konferenz der CEPAL “Towards regional Currency Areas” in Santiago de Chile, 26.-27. März.

Feldstein, M. (2002), “Argentina’s Fall – Lessons from the Latest Financial Crisis”, *Foreign Affairs*, März/April 2002, S. 8-14.

Financial Times (2001), "The winding path to Argentine crisis", 2. November 2001, S. 6.

Fischer, S. (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", in: *Finance & Development*, 38. Jg., Nr.2/2001, Internetversion erhältlich unter: www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm.

Frankel, J. (1999), "No single currency regime is right for all countries or at all times", *Essays in International Finance* Nr. 215, Princeton University, Princeton, NJ.

Frankel, J./ Rose, A. (1996), „The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria“, NBER working paper, 5700, Cambridge, Mass.

Freytag, A. (1998a), „Geldpolitische Regelbindung als Teil der wirtschaftlichen Gesamtordnung: Der argentinische Currency Board“, *ORDO- Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, 49. Jg., S. 379-399.

Freytag, A. (1998b), „Einige Anmerkungen zur Wahl der Reservewährung eines Currency Boards“, *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 47. Jg., Heft 1, S. 3-19.

Fratianni, M./ Hauskrecht, A. (2002), „A Centralized Monetary Union for Mercosur: Lessons from EMU“, Artikel für die Konferenz „Euro and Dollarization: Forms of Monetary Union in Integrated Regions“, Fordham University and CEPR, New York, 5.-6. April.

Frieden, J./ Stein, E. (2001), "The Currency Game - Exchange Rate Politics in Latin America", Washington/DC.

Giambiagi, F. (1999), "Mercosur -Why does Monetary Union Make Sense in the Long Run?", *Inter-American Development Bank, Integration & Trade*, 3. Jg., Nr. 9/99.

Handelsblatt (2002), „Argentinien gewinnt Zeit für Reformen“, 23. Mai 2002, Nr. 97, S. 7.

Hanke, S. H./ Schuler, K. (1999), “A Dollarization Blueprint for Argentina”, Cato Institute Foreign Policy Briefing, Nr. 52 (11.März 1999), im Internet verfügbar unter: www.cato.org/pubs/fpbriefs/foreignbriefs.html.

Hausmann, R./ Gavin, M./ Pages-Serra, C./ Stein, E. (1999), “Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime”, Inter-American Development Bank, Working Paper Nr. 400.

Hausmann, R. (1999), “Should There Be Five Currencies or One Hundred and Five?”, Foreign policy, 116, S. 65-79.

IWF-Studie (1999), “IMF economic forum. Dollarization: fad or future for Latin America?”, Washington, DC.

Ize, A./ Levy-Yeyati, E. (2000), “Financial Dollarization”, Journal of International Economics (forthcoming), im Internet verfügbar unter: www.utdt.edu/ly.

Kenen, P. (1969), “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic view”, Mundell/Swoboda (Hrsg.), Monetary Problems of the International Economy, Chicago, S. 41-60.

Krugman, P. (2000), “The Shadow of Debt”, Internetversion: veröffentlicht unter <http://www.nytimes.com/2001/11/22/opinion/22krug.html>.

Kühnl, P. (2002), „Dollarisierung“, WISU – Das Wirtschaftsstudium, Nr. 4/02, 31. Jg, S.482-488.

Lange, C./ Sauer, C. (2002), „Static and Dynamic Seigniorage Losses from Dollarization in Latin America“, Artikel für die Konferenz „Euro and Dollarization: Forms of Monetary Union in Integrated Regions“, Fordham University and CEPR, New York, 5.-6. April.

Larraín, F./ Velasco, A. (2000), “Regímenes cambiarios para economías emergentes”, Cuadernos de Economía - Latin American Journal of Economics, 37. Jg., Nr. 110 (April 2000), S. 101-139.

Le Baron, B./ Mc Culloch, R. (2000), “Floating, Fixed, or Super-fixed? Dollarization joins the Menu of Exchange-Rate Options”, *American Economic Review*, 90. Jg., Nr. 2, S. 32-37.

Levy-Yeyati, E. / Sturzenegger, F. (2001), “Dollarization: A Primer“, in: *Dollarization* , MIT Press, Frühjahr 2002, im Internet verfügbar unter: www.utdt.edu/ely.

Mastroberardino, M. G. (1994), „Kapitalflucht: die Erfahrungen Argentiniens 1976-1992“, Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität zu Köln, Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik, Nr. 98, Köln.

Mann, C. L. (1999), “Official Dollarization in Emerging Market Countries”, Institute for International Economics, Hearing at the Senate Housing and Urban Affairs Committee, 22.04.1999, Washington, DC.

Marconi, S. R. (2002), “Ecuador’s dollarization: the good, the bad and the ugly”, Papier für die Konferenz der CEPAL “Towards regional Currency Areas” in Santiago de Chile, 26-27 März.

McKinnon, R. (1963), “Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, 53. Jg., S. 717-725.

Modery, W. (1996), „Internationale währungspolitische Arrangements auf dem Prüfstand ökonomischer Effizienz“, Europäische Hochschulschriften: Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft; Bd. 1876, Frankfurt am Main.

Mundell, R. (1961), “A Theory of Optimum Currency Area”, *American Economic Review*, 53. Jg., S. 657-665.

Nitsch, V. (2002), “Comparing Apples and Oranges: The Effect of Multilateral Currency Unions on Trade is Small”, Artikel für die Konferenz „Euro and Dollarization: Forms of Monetary Union in Integrated Regions“, Fordham University and CEPR, New York, 5.-6. April.

Ohr, R. (1996), „Wechselkurspolitik in Osteuropa“, Diskussionsbeiträge aus dem Institut für Volkswirtschaftslehre Nr. 122, Universität Hohenheim.

Persson, T. (2001), "Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect?" *Economic Policy* 33, S. 433-448.

Rose, A. (2000), "One Money, one Market? The effects of Commun Currencies on International Trade“, NBER Working Paper Nr. 7432, Cambridge, MA.

Rubini, N. (2001), "Should Argentina Dollarize or Float? The Pros and Cons of Alternative Exchange Rate Regimes and Their Implications for Domestic and Foreign Debt Restructuring/Reduction“, im Internet verfügbar unter: www.stern.nyu.edu/globalmacro.

Salvatore, D. (2001), "Which countries in the Americas should dollarize?", *Journal of Policy Modeling* 23, S. 347-355.

Schuler, K. (2000), "Basics of Dollarization“, Joint Economic Committee Staff Report, überarbeitete Version (Januar 2000).

Schuler, K. (2002), „Fixing Argentina“, Cato Institute Working Paper, im Internet verfügbar unter www.cato.org/current/argentina.

Von Furstenberg, G. (2000), "A Case against U.S. Dollarization“, *Challenge*, 43. Jg., Nr. 4/2000, S. 108-120.