FORSCHUNGSINSTITUT
FÜR ÖFFENTLICHE VERWALTUNG
BEI DER HOCHSCHULE
FÜR VERWALTUNGSWISSENSCHAFTEN SPEYER

Thomas Gäckle

STABILISIERUNGSPROGRAMME IN DEN REFORMSTAATEN POLEN, CSFR UND UNGARN

SPEYERER FORSCHUNGSBERICHTE 126

ISSN 0179-2326

Thomas Gäckle

Stabilisierungsprogramme in den Reformstaaten Polen, CSFR und Ungarn

Speyerer Forschungsberichte 126

Thomas Gäckle

STABILISIERUNGSPROGRAMME IN DEN REFORMSTAATEN POLEN, CSFR UND UNGARN

FORSCHUNGSINSTITUT FÜR ÖFFENTLICHE VERWALTUNG
BEI DER HOCHSCHULE FÜR VERWALTUNGSWISSENSCHAFTEN SPEYER

1993

Teilbericht zum Forschungsprojekt

"Wirtschaftliche Integration der Staaten Osteuropas in die EG"

Projektleiter: Univ.-Prof. Dr. Dieter Duwendag

Projektbearbeiter: Dr. Thomas Gäckle

Druck und Verlag:

FORSCHUNGSINSTITUT FÜR ÖFFENTLICHE VERWALTUNG

bei der Hochschule für Verwaltungswissenschaften Speyer

Alle Rechte vorbehalten

INHALTSVERZEICHNIS

1. Einführung 1

2. Ausgangssituation und Reformmaßnahmen 1

3. Der Wechselkurs als monetärer Anker 9

4. Erfahrungen mit wechselkursorientierten Stabilisierungsprogrammen in Israel und Mexiko 21

5. Erfahrungen mit der Inflationsbekämpfung in den Reformländern Polen, CSFR und Ungarn 27

6. Schlußfolgerungen 34

1. Einführung

Die Länder Ost-Mittel-Europas, Polen, die ehemalige CSFR, Ungarn, sahen sich zu Beginn des Transformationsprozesses ihrer Wirtschaftssysteme mit dem Problem konfrontiert, daß die Liberalisierung des Preisbildungssystems das in zentralverwaltungswirtschaftlich organisierten Volkswirtschaften auftretende Phänomen der Kassenhaltungsinflation in eine offene Inflation in Form anhaltender Preisniveausteigerungen verwandelte. Teil des Transformationsprozesses in diesen Ländern war deshalb ein Programm zur Reduktion der Inflationsrate. Hierbei konnten diese Länder auch auf den Erfahrungen mit erfolgreichen Stabilisierungsprogrammen in anderen Ländern, so in Israel oder in Mexiko, aufbauen. Wie viele Länder Lateinamerikas sahen sich auch Israel und Mexiko mit dem Problem der Hyperinflation konfrontiert. Beide Länder implementierten Stabilisierungsprogramme auf der Basis eines festen Wechselkurses oder einer crawling-peg-Regel als nominalem Anker.

Im folgenden sollen die Erfahrungen dieser Länder für die Beurteilung der Ausgestaltung und Verlauf der Stabilisierungsprogramme in den Reformländern ausgewertet werden. Im Mittelpunkt der Betrachtung steht die Ausgestaltung der Wechselkurspolitik und die Entwicklung der Inflationsraten.

2. Ausgangssituation und Reformmaßnahmen

Die Reformländer Polen, CSFR und Ungarn entschieden sich dafür, das bestehende monetäre Ungleichgewicht[1] und die zurückgestaute Inflation nicht durch eine Währungsreform zu beseitigen, sondern durch die sukzessive Freigabe aller Preise in eine offene Inflation umzuwandeln und im Anschluß daran diese durch stabilitätspolitische Maßnah-

1 Das monetäre Ungleichgewicht (monetärer Überhang) bestand in einer übermäßigen Geldversorgung, d.h. über einen langen Zeitraum wuchs das Geldangebot sehr viel schneller als das reale Produktionsergebnis. Zu den Ursachen der monetären Überversorgung in sozialistischen Ländern vgl. *H. J. Thieme* (1990).

men zu bekämpfen.[2] Gleichzeitig wurden in allen wirtschaftspolitischen Bereichen Maßnahmen vorgesehen, die zur Umwandlung der sozialistischen Wirtschaftssysteme in Wirtschaftssysteme marktwirtschaftlicher Prägung erforderlich sind.

Während jedoch der monetäre Überhang als Bestandsgröße nach der Liberalisierung des Preisbildungssystems möglicherweise nur einen einmaligen Preisniveausprung verursachen würde und nicht unbedingt zu dauerhaft hohen Inflationsraten führen mußte, mußten die Reformen auch mögliche Ursachen künftiger monetärer Ungleichgewichte, etwa hohe, durch Notenbankkredite finanzierte Budgetdefizite, beseitigen.

Polen und die CSFR begannen ihr mit dem IWF ausgehandeltes Stabilisierungsprogramm am 1. Januar 1990, bzw. am 1. Januar 1991.

Das wesentliche konstitutive Merkmal und Startpunkt der Reformprogramme in Polen und in der CSFR war dabei die weitgehende Freigabe aller Preise sowie die Vereinheitlichung der Wechselkurse.[3]

Im Gegensatz zu Polen und der CSFR bevorzugte Ungarn[4] in dem 1989 vorgelegten Regierungsprogramm zur Einführung einer marktwirt-

---

2 Das Problem der monetären Überversorgung wurde nach Auffassung von *M. Allen* (1992), S. 38, vor allem in Ländern wie Polen, Bulgarien und Rumänien als gravierend eingeschätzt, während es in der CSFR von quantitativ geringer Bedeutung war und in Ungarn praktisch nicht existierte. In Polen wurde zwar der monetäre Überhang von Zeit zu Zeit durch einmalige Preisanstiege abgebaut bzw. beseitigt. Die sich anschließenden Lohnerhöhungen, Haushaltsdefizite und die ungebremste Kreditvergabe an Unternehmen überkompensierten jedoch in der Folgezeit derartige Maßnahmen. Ende 1989, nach weiteren Lohn-Preis-Runden, Maßnahmen zur Reduzierung der Subventionierung von Nahrungsmitteln und mehreren Abwertungen des Zloty, lag dann die jährliche Preissteigerungsrate bei 740 %.

3 Zu den Einzelheiten des Reformprogramms für Polen vgl. *D. M. Nuti* (1990), S. 197 ff. Zu den Maßnahmen in der CSFR vgl. etwa DIW (1992), IMF (1992), S. 108-111.

4 Zu den Reformmaßnahmen Ungarns vgl. OECD (1991), *A. Boote, J. Somogyi* (1991), *T. Bauer* (1992), S. 287-303. Zu einem Überblick über die wichtigsten Reformmaßnahmen in den Länder Osteuropas vgl. IMF (1991b), S. 237. Während in Bulgarien bis auf die Energiepreise die Preisbildung im Februar 1991 liberali-

schaftlichen Ordnung eine Strategie der schrittweisen Rückführung der Inflationsrate. Ungarn begann den Prozeß der Reformen schon 1988 mit der schrittweisen Liberalisierung der Preisbildung. Der Anteil der sich frei bildenden Preise stieg von 62,5 % zu Beginn des Jahres 1989 auf 77 % zu Beginn von 1990 und seit Januar 1991 sind 90 % der Güterpreise liberalisiert.[5] Schon 1981 wurden die Wechselkurse vereinheitlicht und bis November 1991 auf der Basis eines handelsgewichteten Währungskorbes gebildet.

In einigen Ländern Lateinamerikas, wie Chile, Argentinien und Brasilien, in Mexiko oder auch in Israel wurden in den siebziger und achtziger Jahre ebenfalls wechselkursorientierte Stabilisierungsprogramme zur Reduktion der hohen Inflationsraten durchgeführt. Die Ursache der hohen Inflationsraten bzw. der Hyperinflation waren hier jedoch in der Regel hohe staatliche Budgetdefizite, die vor allem nach dem Ausbruch der Schuldenkrise im Jahre 1982 stark anstiegen und über Notenbankkredite finanziert wurden.[6] Betrachtet seien hier jedoch nur die jüngsten Beispiele wechselkursorientierter Stabilisierungsprogramme in Israel und Mexiko, die im Gegensatz zu vielen gescheiterten Versuchen zur Stabilisierung der Inflationsraten nach allgemeiner Auffassung als erfolgreich eingestuft werden. Das Stabilisierungsprogramm in Argentinien, der Austral-Plan aus dem Jahre 1985, scheiterte schon deshalb, weil die notwendige Bedingung einer budgetpolitischen Konsolidierung nicht erfüllt wurde. In Chile beging man in dem 1977 begonnenen Stabilisierungsprogramm den Fehler, die Nominallöhne an die Inflationsrate der Vorperiode zu indexieren. Dies führte zu einer massiven realen Aufwertung der chilenischen Währung und zur Aufgabe der Politik eines festen Wechselkurses.

---

siert wurde, bestanden 1991 und auch 1992 in Rumänien noch weitestgehend Preiskontrollen. Die Währungen beider Länder sind noch nicht konvertibel und nicht an einen Währungskorb oder eine einzelne Währung gebunden. Zu den Reformmaßnahmen in Bulgarien und Rumänien vgl. *H.-P. Fröhlich* (1992), S. 64 ff., *G. Hughes* (1991) und *J. M. Montias* (1991).

5 Vgl. *A. Boote, J. Somogyi* (1991), S. 12.

6 Vgl. *B. Fischer* (1990).

Die Regierung in Israel kündigte am 2. Juli 1985 ein Stabilisierungsprogramm an, um die Inflationsrate, die in der ersten Hälfte des Jahres 1985 ca. 300 % betrug, zu senken.[7]

Als zweites Beispiel wird das in Mexiko durchgeführte Stabilisierungsprogramm betrachtet. Die mexikanische Regierung verabschiedete im Verbund mit den Tarifpartnern am 15. Dezember 1987 in einer Situation, in der die jährliche Inflationsrate bei 150 % lag, ein Stabilisierungsprogramm (Pact of Economic Solidarity), mit dem Ziel, die Inflationsrate zu senken, ohne jedoch dadurch eine Rezession auszulösen.[8]

Die Stabilisierungsprogramme sowohl für die Reformländer als auch für Israel und Mexiko umfassen Instrumente zur unmittelbaren Stabilisierung des Preisniveaus, wie Lohn- und Preiskontrollen, sowie Maßnahmen zur mittelbaren Stabilisierung des Preisniveaus mit einer restriktiven Geld- und Budgetpolitik.

Als nominaler Anker für die Ausrichtung der Geldpolitik und damit für die Entwicklung der Inflationsrate diente in allen betrachteten Fällen ein fester Wechselkurs gegenüber Währungen mit niedrigen Inflationsraten. Die Elemente der Stabilisierungsprogramme werden im folgenden in Form einer tabellarischen Übersicht dargestellt.

---

7 Zu einer ausführlichen Darstellung und Bewertung des israelischen Stabilisierungsprogramms vgl. *H. Barkai* (1990).

8 Zu einer ausführlichen Beschreibung und Analyse der Stabilisierungsmaßnahmen und der wirtschaftlichen Entwicklung vgl. OECD (1991/92).

Land / Politik-Bereich	Israel	Mexiko	Polen	CSFR	Ungarn
Geld- und Wechselkurspolitik	Nach einer Abwertung um 25 % wurde der Wert des Schekel bei einem Kurs von 1 500 IS/$ fixiert. Ab August 1986 erfolgte die Fixierung des Wechselkurses gegenüber einem Währungskorb der wichtigsten Handelspartner. Mehrmalige Wechselkursanpassungen (Abwertungen) zwischen 1987 und 1989 in Schritten von 4-10 %.	Nach einer Abwertung des offiziellen Wechselkurses um 18 % am 14.12.87 wurde der Wechselkurs im Februar 1988 auf einem Niveau von 2 297,50 Peso/$ fixiert. Am 1.1.1989 erfolgte die Umstellung auf eine crawling-peg-Regel mit einer angekündigten tägl. Abwertung von einem Peso/$ (16 % jährl.) später von 0,4 und ab 10.11.91 von 0,2 Pesos/$.	Nach einer Abwertung von 46 % des offiziellen Zloty-Kurses auf die Höhe des Wertes am freien Markt, wurde der Zloty auf einem Niveau von 9 500 Zl. an den US $ gebunden. Seit dem 17.5.91 wurde nach einer weiteren Abwertung von 16 % ein Währungskorb mit folgenden Anteilen festgelegt: US$ 45 %, DM 35 %, £ 10 %, FF 5 %, Sfr. 5 %. Seit dem 14.10.91 crawling-peg-Regel mit einer tägl. Abwertung von 9 Zl., monatl. max. 1,8 %.	Fester Wechselkurs der Kcs gegenüber einem Währungskorb der wichtigsten Handelspartner mit jährlich angepaßten Anteilen der DM, des öS, Sfr., £ und des US$. Seit dem 3.5.93 besteht der Währungskorb nurmehr aus der DM mit einem Anteil von 65 % und dem US$ mit 35 %.	Seit Dez. 1991 existiert ein fester Wechselkurs des Forint gegenüber einem handelsgewichteter Währungskorb von ECU und US $. Anpassungen des Wechselkurses werden vorgenommen, um eine zu zu starke reale Aufwertung zu vermeiden.
Budgetpolitik	Kürzung der Staatsausgaben (insbesondere Subventionen) Einstellung der Zentralbankkreditfinanzierung von Budgetdefiziten. Reduktion der Budgetdefizite.	Reduktion der Budgetdefizite von 16,9 % in 1982 auf null in 1991. Erst ab 1987 sukzessive Umstellung der Finanzierung der Budgetdefizite von einer Zentralbankkreditfinanzierung auf eine konventionelle Finanzierung durch Kredite zu Marktkonditionen.	Umfassende Reform des Systems der Staatseinnahmen und -ausgaben. Einführung einer Mehrwertsteuer und Einkommenssteuer zum 1.1.92. Weiterhin Finanzierung von Budgetdefiziten durch die Zentralbank.	Umfassende Reform des Systems der Staatseinnahmen und -ausgaben. Einführung einer Mehrwertsteuer zum 1.1.93.	Reformen des Systems der Staatseinnahmen und -ausgaben wurden schon 1968 begonnen. Einführungen einer Einkommens- und Mehrwertsteuer und einer neuen Form der Unternehmensbesteuerung in 1988. Kürzungen der Subventionsausgaben. Weiterhin Finanzierung der Budgetdefizite durch die Zentralbank
Einkommens- und Preispolitik	Löhne und Preise wurden nach Beginn des Stabilisierungsprogramms für drei Monate eingefroren, danach sukzessive Lokkerung der Preiskontrollen. Erst ab Febr. 1989 Vereinbarung zwischen Regierung und Tarifparteien über Nominallohnzuwächse in Höhe von 85 % des Preisanstiegs über einer monatl. Inflationsrate von 0,5 %. Vorherige Verhandlungen scheiterten.	Vereinbarung zwischen Regierung und Tarifpartner, "Pact of Economic Solidarity", über Nominallohnanstiege in Einklang mit einer projektierten Inflationsrate für einen Warenkorb von 75 Gütern. Dieser Pakt wurde fünfmal erneuert in immer größeren zeitlichen Abständen, letztmals bis Januar 1993. Preiskontrollen wurden sukzessive abgebaut.	Festlegung einer Indexierungsregel für die Nominallohnzuwächse mit nur teilweiser Kompensation von Preisniveausteigerungen. Die Einhaltung dieser Regel sollte durch Strafsteuern in Höhe von 100 bis 500 % auf den über das erlaubte Maß hinausgehenden Lohnzuwachs gewährleistet werden. Vollständige Liberalisierung des Preisbildungssystems.	Festlegung von Richtlinien für Mindestlöhne und Nominallohnsteigerungen in einer gemeinsamen Kommission von Regierung und Tarifparteien. Das Überschreiten der Richtlinien wird mit Strafsteuern bis zu 750 % sanktioniert.	Schrittweise Liberalisierung des Preisbildungssystems. Keine explizite Regel für Nominallohnsteigerungen. Statt dessen Vereinbarungen zwischen Unternehmensverbänden, Gewerkschaften und Regierung. Für staatliche Unternehmen existiert eine Lohnregulierung.

Der Erfolg jeglicher Bemühungen um eine Stabilisierung des Preisniveaus setzt als Rahmenbedingungen ein funktionsfähiges zweistufiges Bankensystem, die Existenz funktionsfähiger Geld- und Kapitalmärkte und entsprechender geldpolitischer Instrumente voraus.[9] Die Schaffung eines funktionsfähigen Bankenmarktes und die weitgehende Privatisierung der Unternehmen ist jedoch nach aller Erfahrung mit Privatisierungsmaßnahmen in den westlichen Industrieländern ein Prozeß, der gerade bei nicht voll entwickelten Kapitalmärkten sehr viel Zeit in Anspruch nehmen wird. Die Privatisierung staatlicher Betriebe in monopolistischen und oligopolistischen Märkten in den Reformländern ging deshalb auch in den Reformländern wie Polen, der CSFR und Ungarn, die zur Privatisierung der Betriebe entschlossen sind und auch bereits Maßnahmen getroffen haben, bislang nur schleppend voran.[10]

Die Durchsetzbarkeit geldpolitischer Ziele wird ferner davon abhängen, inwieweit es gelingt, die bislang "weiche" Budgetrestriktion[11] staatlicher Unternehmen zu härten.

Eine "weiche" Budgetrestriktion kann bedeuten, daß eine Quelle des monetären Überhangs in sozialistischen Planwirtschaften, nämlich der

---

9 *Die Reformen im Bankenbereich erfolgten in Ungarn 1987, in der Sowjetunion* 1988, in Polen 1989, und in den Ländern CSFR, Bulgarien und Rumänien 1990. Dabei wurde das staatliche Einheitsbankensystem in eine Staatsbank, die die Befugnisse einer Notenbank behielt, und in Geschäftsbanken in staatlichem Eigentum aufgespalten. Diese Geschäftsbanken bedienen in vielen Fällen nur bestimmte Branchen, so daß der Bankenwettbewerb nur schwach ausgeprägt ist. Zu den Reformen im monetären Sektor vgl. *W. Duchatczek, A. Schubert* (1992), *M. Barz, M. Fricker* (1992), zu den Maßnahmen in Polen vgl. insbesondere OECD (1992), S. 56 ff.

10 Die Privatisierung der ersten polnischen Bank wurde erst im Juli 1992 eingeleitet, vgl. Handelsblatt v. 14.7.92.

11 Zum Begriff der "weichen" Budgetrestriktion vgl. *J. Kornai* (1986). Eine "weiche" Budgetrestriktion für ein Unternehmen zeichnet sich dadurch aus, daß die Gewährung staatlicher Subventionen, die Höhe der Besteuerung des Unternehmens, die Vergabe von Krediten an das Unternehmen sowie die Festsetzung von Güterpreisen nicht nach rein (markt-) wirtschaftlichen Kriterien erfolgt, sondern Ergebnis von politischem Interessenausgleich und Verhandlungsprozessen ist.

Kreditbedarf der Unternehmen im öffentlichen Eigentum, die betriebliche Verluste durch weitere Kredite des sozialistischen Bankensystems abdeckten, fortbesteht. Aufgrund der Tatsache, daß der monetäre Überhang nicht durch eine Währungsreform und damit durch eine Streichung der Altschulden beseitigt wurde, sind die aus dem staatlichen Bankensystem der sozialistischen Länder hervorgegangenen Geschäftsbanken im staatlichen Eigentum und die staatlichen Betriebe überdies mit einer hohen Schuldenlast ausgestattet, die die Gläubigerbanken zu weiterer Kreditvergabe zwingen könnten, um den Konkurs dieser Betriebe und damit hohe Bilanzverluste aufgrund uneinbringlicher Forderungen bei den Gläubigerbanken zu verhindern.[12]

Bleibt den Unternehmen in staatlichem Eigentum die Aussicht, daß auch weiterhin Bilanzverluste und drohender Konkurs durch staatliche Unterstützungsmaßnahmen aufgefangen werden, so wird der Widerstand der Unternehmensleitung gegenüber dem Druck steigender Lohnforderungen nicht sehr ausgeprägt sein. Vielmehr werden diese Unternehmen versuchen, einen dadurch hervorgerufenen Kostenanstieg in die Preise überwälzen.

Die Existenz staatlicher Unternehmen und die monopolistischen bzw. oligopolistischen Marktstrukturen machen diese Wirtschaftssysteme damit anfälliger für inflationäre Tendenzen.

Die Existenz von in staatlichem Eigentum befindlichen Unternehmen und monopolistische bzw. oligopolistische Marktstrukturen werden aber über längere, die Dauer des Anpassungsprogramms überschrei-

---

12 Die polnische Zentralbank spricht von uneinbringlichen Forderungen von bis zu 50 % bei manchen Geschäftsbanken, vgl. Handelsblatt (1992c). Ähnliche Probleme stellen sich auch in der CSFR, vgl. *M. Hrncir* (1992), S. 310 ff., *L. Brainard* (1991), S. 101 f., *D. M. Nuti* (1990), S. 194, weisen auch auf die Erfahrungen in Jugoslawien, Ungarn und Polen hin, wo eine Verschärfung der Kreditpolitik der Zentralbank über steigende Zinssätze zu einer starken Ausweitung der Kredite zwischen Unternehmen in Form von verlängerten Zahlungszielen bzw. der Duldung von Zahlungsrückständen wichtiger Abnehmer führte.

tende Zeit das Gesicht der Wirtschaftsstruktur in den Reformländern prägen.[13]

Die Wirksamkeit einer Wechselkursregel hängt auch entscheidend davon ab, daß der Außenhandel und Währungstransaktionen im Bereich des Außenhandels weitestgehend liberalisiert werden. Während der Außenhandel und die damit zusammenhängenden Finanztransaktionen in allen betrachteten Ländern weitestgehend von Beschränkungen befreit wurden, wurde die Konvertibilität der Währungen der Reformstaaten im Bereich des Kapitalverkehrs starken Beschränkungen unterworfen.[14]

Mit der Freigabe der Preisbildung kam es in allen Reformländern zu einem mehr oder minder starken Anstieg der Inflationsrate. Die Länder Polen, CSFR und Ungarn suchten einen möglichen dauerhaften Anstieg der Inflationsrate durch Stabilisierungsprogramme zu bekämpfen. Diese Stabilisierungsprogramme sind dabei denen in Israel und Mexiko durchgeführten Programmen sehr ähnlich. Im Zentrum steht auch hier die Fixierung des Wechselkurses gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner mit niedrigen Inflationsraten. Im folgenden werden die Rolle des Wechselkurses als nominaler Anker in dem Prozeß der Stabilisierung und die damit verbundenen Probleme erläutert.

---

13 Im August 1992 waren in Polen gerade 20 % der ca. 8000 Staatsbetriebe in eine privatrechtliche Unternehmensform umgewandelt worden. Tatsächlich verkauft wurden jedoch erheblich weniger. Vgl. Handelsblatt (1992b).

14 Eine Währung ist dann voll konvertibel, wenn sie von einem beliebigen Wirtschaftssubjekt für beliebige Zwecke zu einem fixierten oder flexiblen Marktkurs in eine der wichtigsten internationalen Reservewährungen umgetauscht werden kann. Vgl. *J. Greene, P. Isard* (1991), S. 3.

3. Der Wechselkurs als monetärer Anker

Die zahlreichen historischen Beispiele von Stabilisierungsprogrammen[15] zeigen, daß die Fixierung des Wechselkurses als nominaler Anker stets eine Schlüsselrolle im Prozeß der Stabilisierung eingenommen hat.

Ein fester Wechselkurs übt auf die Entwicklung des inländischen Preisniveaus einmal einen direkten Effekt über die Stabilisierung der Importpreise für Vor- und Endprodukte aus und über die Verringerung der Preissetzungsspielräume für den heimischen Export- und Importsubstitutionssektor. Dieses Argument dürfte im Falle Israels, das als kleine offene Volkswirtschaft charakterisiert werden kann, ausschlaggebend gewesen sein für die Wahl des Wechselkurses als nominaler Anker.[16] Aus diesem Grunde empfiehlt sich als Wechselkursanker ein Währungskorb, in dem die Währungen mit einem hohen Handelsgewicht und niedriger Inflationsrate vertreten sind. Diese Feststellung erklärt die Entscheidung der polnischen Regierung, den Zloty nicht mehr an den US-Dollar, sondern an einen Währungskorb zu binden. Dies impliziert allerdings, daß der nominale Wechselkurs zu den einzelnen Währungen des Korbes Schwankungen unterliegen kann, wenn die Wechselkurse der Korbwährungen untereinander variieren. Die nominale Verankerung ist damit für das Publikum nicht so sichtbar und möglicherweise nicht in gleichem Maße glaubwürdig wie die Verankerung an einer einzigen Währung.[17] In den Wechselkurskörben, die die polnische und tschechoslovakische Regierung festgelegt haben, sind jedoch mit der DM, dem FF, dem £, dem öS und dem sFr einige Währungen enthalten,

---

15 Vgl. etwa *C. Végh* (1992).

16 Der Grad der Offenheit der Reformländer gegenüber den Ländern mit konvertiblen Währungen war anfänglich jedoch gering. Die Importquote in konvertibler Währung belief sich im Jahre 1989 für Ungarn auf ca. 19 %, in Polen auf 11,5 % und in der ehemaligen CSFR auf 10 % des BIP. Für Israel lag die entsprechende Quote bei 45 %, vgl. *H. Schmieding* (1992), S. 80. Allerdings ist dieser Grad an Offenheit in den letzten Jahren rapide angestiegen. In Ungarn nahm im Jahre 1993 der Außenhandel mit der EG ca. 50 % des gesamten Außenhandels ein, vgl. Handelsblatt (1993).

17 Vgl. *P. Bofinger* (1991), S. 253.

die untereinander nur relativ geringe nominale Wechselkursschwankungen aufweisen. Aus diesem Grunde könnten um der besseren Anschaulichkeit des nominalen Ankers willen diese Währungen bis auf eine aus dem Währungskorb eliminiert werden. Im Währungskorb würden dann als wichtigste Handelswährungen lediglich der US$ und möglicherweise die DM oder der ECU, die untereinander auch stärkere Veränderungen des realen Wechselkurses aufweisen, verbleiben. Dieser Strategie ist die ungarische Regierung 1991 gefolgt, indem sie den Wert des Forint an einen Währungskorb mit 50 %igen Anteilen des ECU und US$ gebunden hat.

Ein fester Wechselkurs kann insbesondere dann sinnvoll sein, wenn zu vermuten ist, daß der dem Wettbewerb ausgesetzte Sektor handelbarer Güter auf mittlere und längere Frist der Verschlechterung der Konkurrenzfähigkeit aufgrund der realen Aufwertung der heimischen Währung vorhandene Kostensenkungsreserven aufgrund möglicher Produktivitätsfortschritte ausschöpft.[18] Entscheidend ist hier, daß die Regierung dem politischen Druck der Unternehmen, die um ihre Konkurrenzfähigkeit fürchten, widersteht und die Unternehmen dazu zwingt, über Kostensenkungsmaßnahmen die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten.

In den Reformstaaten ist anzunehmen, daß die dortigen Monopol- und Oligopolunternehmen über derartige Effizienzreserven verfügen. Die Bereitschaft, diesem Druck zu widerstehen, kann etwa durch die Kreditvereinbarungen mit dem IWF, die den Reformländern Devisenreserven zur Verteidigung dieser Wechselkursregel zur Verfügung stellen, gestärkt werden. Es muß allerdings festgehalten werden, daß dieser direkt wirkende stabilisierende Effekt eines festen Wechselkurses weitestgehend nur für den Sektor handelbarer Güter gilt und für den Sektor nichthandelbarer Güter nur insoweit, wie Importgüter als Vorprodukte verwendet werden. Ansonsten wirkt ein fester Wechselkurs auf den Sektor nichthandelbarer Güter nur insoweit preisstabilisierend, als handelbare Güter im Zeitablauf preiswerter werden als nicht

---

18 In den von *M. Bruno* (1979), S. 208, präsentierten Untersuchungen, hat das Wachstum der Arbeitsproduktivität einen deutlich dämpfenden Einfluß auf den Anstieg des Preisniveaus.

handelbare Güter und es damit möglicherweise zu Substitutionseffekten zwischen nichthandelbaren und handelbaren Gütern kommt.

Zum zweiten führt das Festhalten an einem bestimmten nominalen Kursverhältnis zu einer realen Aufwertung der heimischen Währung, zu einem Verlust an Währungsreserven und damit zu einem restriktiven geldpolitischen Effekt. Drittens soll mit Hilfe der Fixierung des nominalen Wechselkurses ein nominaler Anker für die Erwartungsbildung der privaten Wirtschaftssubjekte, insbesondere für die Tarifpartner im Bereich der Lohnfindung, über die geldpolitische Linie der Regierung gesetzt werden.

Schlußfolgernd ist festzuhalten, daß ein fester Wechselkurs nur für den Sektor handelbarer Güter unmittelbar preisstabilisierend wirkt und für die gesamte Volkswirtschaft nur auf eine mehr indirekte Weise, indem über eine reale Aufwertung der heimischen Währung ein restriktiver geldpolitischer Effekt entsteht bzw. die Erwartungen des Publikums stabilisiert werden können. Auch modelltheoretische Überlegungen zeigen, daß die Fixierung des Wechselkurses als nominaler Anker einem Geldmengenziel in der Regel vorzuziehen ist.[19]

Abgesehen von diesen theoretischen Überlegungen, sprechen auch einige praktische Gesichtspunkte, so etwa das Problem fehlender Informationen über die Entwicklung der für die Geldpolitik wichtigen Größen, für die Wahl eines Wechselkursziels. So ist es für eine Zentralbank ohne Kenntnisse über die Entwicklung der Geldnachfrage, insbesondere bezüglich der erwarteten Inflationsrate, nur schwer möglich, in einer Phase der Desinflationierung passende geldpolitische Zielwerte festzulegen, die einerseits die notwendige Stabilisierung bewirken, aber anderer-

---

19 *S. Fischer* (1986), S. 247 ff., zeigt für den Fall einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit vollkommener Kapitalmobilität, rationaler Erwartungsbildung und verzögerter Lohnanpassung bei voller Glaubwürdigkeit der stabilisierungspolitischen Maßnahmen, daß für die meisten Parameterkonstellationen eine wechselkursorientierte Stabilisierung die überlegene Variante darstellt. *Fischers* Maßstab ist hierbei das Verhältnis zwischen dem im Zeitraum der Stabilisierung entstehenden Outputverlust und dem Rückgang der Inflationsrate.

seits das Realzinsniveau nicht zu stark ansteigen lassen.[20] Um etwa geeignete Geldmengenziele für den Zeitraum der Anpassung zu quantifizieren, benötigen die Zentralbanken in den Reformstaaten Kenntnisse über die Größenordnung der Geldnachfrageelastizitäten und über die Höhe der erwarteten Inflationsrate im Laufe des Anpassungsprozesses und danach. Derartige Informationen dürften im gegenwärtigen Zeitraum in den Ländern Osteuropas kaum verfügbar sein. Hinzu kommen die im Rahmen des Transformationsprozesses zu erwartenden Strukturbrüche, die die Prognose der Entwicklung relevanter Größen, wie die Umlaufgeschwindigkeit oder das Produktionspotential, erschweren. Demgegenüber kann ein Wechselkursziel als nominaler Anker ohne Kenntnis dieser Größen festgelegt werden. Das Geldangebot kann dann an Veränderungen der Geldnachfrage angepaßt werden.

Die Festlegung eines Wechselkursziels als monetärer Anker ist jedoch keineswegs unproblematisch. Bei der Auswahl eines Wechselkursziels stellen sich prinzipiell zwei Probleme:

1. Welches Niveau ist für den Wechselkurs im Ausgangszeitpunkt zu wählen?
2. Nach welchen Kriterien erfolgen Wechselkursanpassungen?

Die Bestimmung des zu Beginn des Stabilisierungsprozesses festzulegenden Wechselkurses ist aufgrund der sich ändernden realwirtschaft-

---

20 Unter Berücksichtigung von exogenen Störungen zeigt sich in *Fischers* modelltheoretischer Untersuchung, daß ein Stabilisierungsprogramm auf der Basis eines festen Wechselkurses einem geldmengenorientierten Konzept in Bezug auf die Entwicklung der Inflationsrate und des Sozialprodukts vor allem in den Fällen überlegen ist, in denen exogene Störungen vorwiegend die Geldnachfrage betreffen. Eine geldmengenorientierte Stabilisierungspolitik führt hier aufgrund einer überrestriktiv wirkenden Geldpolitik regelmäßig zu höheren Outputverlusten. Andererseits verursachen realwirtschaftliche Störungen im Falle eines wechselkursorientierten Stabilisierungskonzeptes größere Wachstumsverluste zugunsten höherer Preisniveaustabilität. Für beide Strategien problematisch sind allerdings nichtangepaßte Nominallohnsteigerungen, so daß für eine erfolgversprechende Stabilisierung zusätzlich auch Vereinbarungen im Bereich der Einkommenspolitik erforderlich sind.

lichen Strukturen, insbesondere im Außenhandel, und der mangelnden Verwendbarkeit von Informationen über die Kursentwicklung in der Vergangenheit nur schwer möglich. Polen begann den Stabilisierungsprozeß in Erwartung eines massiven Preissprungs nach der Freigabe der Preise mit einer drastischen Abwertung des Zloty von 46 % des offiziellen Kursniveaus auf das Kursniveau am freien Markt.

Für den Anpassungsprozeß mag es vorteilhaft sein, wenn er aus einer Situation einer stark abgewerteten Währung heraus gestartet würde, um die Verzerrung des realen Wechselkurses im Verlaufe des Stabilisierungsprozesses möglichst klein zu halten. Eine stark abgewertete Währung zu Beginn des Anpassungsprozesses verschafft jedoch den exportierenden Unternehmen zusätzliche Preissetzungsspielräume und mindert den Wettbewerbsdruck. Gleichermaßen kann ein sich einstellender Handelsbilanzüberschuß über den Zufluß an Devisenreserven die heimische Geldmenge aufblähen und eine restriktive Geldpolitik konterkarieren.[21]

Für den Verlauf der Stabilisierung wichtiger ist jedoch die Frage, ob die Regierungen eine Politik eines absolut festen oder aber nach noch festzulegenden Regeln anpassungsfähigen Wechselkurses betreiben sollten.

Würde die Fixierung des Wechselkurses zu einer unmittelbaren Anpassung aller Preise und Preiserwartungen in einer Volkswirtschaft an diese neue Wechselkurspolitik führen, so brächte die Politik eines absolut festen Wechselkurses keine reale Aufwertung der heimischen Währung mit sich. Erfolgt diese Anpassung der Preise und Preiserwartungen aber nicht unmittelbar, d.h. ist die Preis- und insbesondere die Lohnanpassung träge, so führt die Politik eines absolut festen Wechselkurses zu einer realen Aufwertung im Zeitablauf und damit zum Verlust der Wett-

---

21 *R. Kokoszczynski, A. Kondratowicz* (1991), S. 18 f., stellen fest, daß die anfängliche Unterbewertung des Zloty über den starken Zufluß an Währungsreserven aufgrund des sich einstellenden Handelsbilanzüberschusses zu einer Aufblähung der heimischen Geldmenge führte. Nach *Schmiedings* (1992), S. 93, Auffassung hat Polen über eine zu starke Unterbewertung der heimischen Währung zu Beginn des Stabilisierungsprogramms nicht Preisstabilität sondern Inflation importiert.

bewerbsfähigkeit des heimischen Export- und Importsubstitutionssektors. Dornbusch[22] plädiert in diesem Fall für die pragmatische Lösung eines crawling-peg. Eine crawling-peg-Regel heißt, daß die Regierung nicht das Wechselkursniveau sondern einen Pfad für die Wechselkursentwicklung fixiert. Es bleibt allerdings die Frage, ob und unter welchen Umständen eine crawling-peg-Regel hinsichtlich der Zielsetzung der Stabilisierung der Inflationsrate und der Vermeidung einer zu starken realen Aufwertung der heimischen Währung die überlegene Variante im Vergleich zu einer Politik eines absolut festen Wechselkurses darstellt. Um dies entscheiden zu können, wäre es erforderlich zu wissen, auf welchen Ursachen diese Trägheit in der Preis- und Lohnanpassung zurückzuführen ist und wie sich diese Trägheit im Zeitablauf entwickelt.

Für den einfachsten Fall der Trägheit aufgrund adaptiver Erwartungsbildung sei die Wirkung einer crawling-peg-Regel auf die Entwicklung der heimischen Inflationsrate in einem einfachen Modell einer kleinen offenen Volkswirtschaft betrachtet. Ausgehend von einer Preissetzungsfunktion für den Sektor handelbarer und nicht handelbarer Güter wird für den Fall adaptiver Erwartungsbildung im Bereich der Nominallohnbildung und einer Wechselkursregel, die nur einen Bruchteil der Inflationsdifferenz zum Ausland kompensiert, die Wirkung einer crawling-peg-Regel dargestellt.

Die Preissetzungsfunktion für nichthandelbare Güter folgt einem mark-up-Preissetzungsverhalten nach der Theorie der kurzfristigen Preisanpassung von Firmen unter monopolistischer Konkurrenz.[23] Unabhängig von der jeweiligen Konjunktur- und Absatzlage fixieren die Unternehmen im Sektor nichthandelbarer Güter ihre Gewinnmarge als Aufschlag auf die Durchschnittskosten. Die Inflationsrate im Sektor

---

22 Vgl. *R. Dornbusch* u.a. (1990), S. 58.

23 Die Preissetzungsfunktion beruht auf einem vereinfachten Ansatz von *M. Bruno* (1978). Zu einer mikroökonomischen Begründung vgl. *M. Bruno* (1979). Verzichtet wird hierbei auf die Darstellung des Einflusses von handelbaren Gütern als Vorprodukte für die Produktion nichthandelbarer Güter und auf den Preiserwartungseffekt im Sektor nicht handelbarer Güter.

handelbarer Güter π_T wird dagegen durch die Preisentwicklung auf den Weltmärkten (bzw. bei den wichtigsten Handelspartnern) bestimmt.

Die Inflationsrate der Periode (t) im Sektor nichthandelbarer Güter $\pi_{NT}(t)$ ergibt sich als Funktion der Lohnentwicklung w(t) und eines Überschußnachfragefaktors u(t)[24]:

$$\pi_{NT}(t) = w(t) + au(t) \qquad (1)$$

Die Überschußnachfrage am Markt nichthandelbarer Güter kann etwa durch nachfragestimulierende Maßnahmen wie hohe, durch die Zentralbank finanzierte, Budgetdefizite bewirkt werden.[25] Im übrigen sei angenommen, daß die Zentralbank zusätzliches Zentralbankgeld m(t) in dem Maße bereitstellt, wie es aufgrund des Preisniveauanstiegs der Lebenshaltung $\pi_C(t)$ erforderlich ist.

$$m(t) = \pi_C(t) \qquad (2)$$

Die Löhne seien an die erwartete Inflationsrate $\pi_C^e(t)$ indexiert mit

$$w(t) = b\pi_C^e(t), b \leq 1 \qquad (3)$$

In einer kleinen offenen Volkswirtschaft ist die Preissteigerungsrate handelbarer Güter $\pi_T(t)$ bestimmt durch die Weltinflationsrate handelbarer Güter $\pi_T^*(t)$ und durch die Änderungsrate des nominalen Wechselkurses e(t).

$$\pi_T(t) = \pi_T^*(t) + e(t) \qquad (4)$$

---

24 *M. Bruno* (1979) S. 202, verweist auf einige ökonometrische Studien zur Preissetzungsfunktion in verschiedenen Ländern. Diese Untersuchungen zeigen, daß unter Einschluß eines Erwartungswertes für die zukünftige Inflationsrate die Summe der Koeffizienten der Kostenvariablen nahe bei eins liegt.

25 Die Variable der Überschußnachfrage wurde in den empirischen Untersuchungen für die Preissetzungsfunktion im Konsumgütersektor für verschiedene OECD-Länder als Änderungsrate des Geldangebots definiert. Ihr Koeffizient lag bei 0,081. Vgl. *M. Bruno* (1979), S. 209. Hier wird zur Vereinfachung ein konstanter Einfluß der Nachfrageseite angenommen.

Die Preissteigerungsrate der Lebenshaltung $\pi_C(t)$ ergibt sich mit α als Gewichtungsfaktor des Anteils nichthandelbarer Güter als

$$\pi_C(t) = \alpha\pi_{NT}(t) + (1-\alpha)\pi_T(t) \qquad (5)$$

Unterstellt werden adaptive Erwartungen mit

$$\pi_C^e(t) = \pi_C(t-1) \qquad (6)$$

Setzt man Gleichung (1), (3), (4) und (6) in Gleichung (5) ein, so ergibt sich für die Preissteigerungsrate der Lebenshaltung:

$$\pi_C(t) = \alpha b\pi_C(t-1) + (1-\alpha)[\pi_T^*(t) + e(t)] + \alpha au(t) \qquad (7)$$

Die Regierung verfolge nun eine crawling-peg-Regel, bei der der Wechselkurs nur um einen Bruchteil l der Inflationsdifferenz der Vorperiode angepaßt wird:[26]

$$e(t) = l(\pi_C(t-1) - \pi_T^*), 0 < l < 1 \qquad (8)$$

Setzt man Gleichung (8) in Gleichung (7) ein, so ergibt sich als Bestimmungsgleichung für die Preissteigerungsrate folgende Differenzengleichung:

$$\pi_C(t) = \beta_1\pi_C(t-1) + \beta_2\pi_T^* + \beta_3 u(t) \qquad (9)$$

mit $\beta_1 = \alpha b + (1-\alpha)l < 1$, $\beta_2 = (1-\alpha)(1-l) < 1$
$\beta_3 = \alpha a < 1$, für $b = 1$ folgt $\beta_1 = 1 - \beta_2$

26 Ähnliche Regeln finden sich bei *Ch. Adams, D. Gros* (1986). Die Autoren weisen darauf hin, daß eine crawling-peg Regel nur dann als Anker für die Entwicklung der Inflationsrate dienen kann, wenn die Abwertungsrate vollständig exogen vorgegeben wird und sich nicht aus der tatsächlichen Entwicklung der Inflationsrate ergibt. Im letzteren Fall besteht das Ziel der Wechselkurspolitik eher in der Sicherung eines bestimmten realen Wechselkurses. Die hier formulierte crawling-peg Regel ist in dieser Hinsicht eher ein Kompromiß, der allerdings der Realität näher kommen dürfte als eine willkürlich festgesetzte Abwertungsrate. Chile etwa wendete diese Form des crawling-peg an. Da der Kapitalverkehr in den Reformstaaten weitgehenden Beschränkungen unterliegt, besteht hier nicht die Gefahr spekulativer Attacken und die Regierungen behalten damit einen Spielraum in der diskretionären Anpassung des Wechselkurses.

Die Entwicklung der heimischen Inflationsrate ist bei Anwendung der oben formulierten crawling-peg-Regel damit dauerhaft bestimmt durch die Inflationsraten der Vorperioden und damit auch den Überschußnachfragefaktoren in den Vorperioden, der Weltinflationsrate für handelbare Güter und durch die in der betrachteten Periode auftretende Überschußnachfrage.

Die Inflationsrate kann zwar auf ein niedrigeres Niveau gebracht werden, allerdings nicht auf ein Niveau, das nur noch durch die Welthandelsinflationsrate und durch die laufende Überschußnachfrage bestimmt ist, also

$$\pi_C(t) = \pi_T^* + \beta_3 u(t) \qquad (10)$$

Schlußfolgernd läßt sich festhalten, daß eine Anpassungsregel von der Form $e(t) = l(\pi_C(t-1) - \pi_T^*)$ ohne Berücksichtigung der Inflationsursache dazu führt, daß die heimische Inflationsrate nicht die unter Berücksichtigung der durch die Nachfrageseite ausgelösten expansiven Effekte günstigste Inflationsrate erreicht.

Solange also die Abwertungsrate eine Funktion der laufenden oder vergangenen Inflationsrate ist, wird Trägheit in der Entwicklung der Inflationsrate alimentiert.

Auch eine reale Aufwertung der heimischen Währung kann durch die Anwendung einer crawling-peg-Regel nicht verhindert werden. Die Veränderung des realen Wechselkurses $e_r(t)$ ergibt sich aus:

$$e_r(t) = \pi_C(t) - \pi_T^* - e(t) \qquad (11)$$

Folgt der crawling-peg der Inflationsdifferenz der Vorperiode, so ergibt sich für die Veränderung des realen Wechselkurses:

$$e_r(t) = \beta_1 (\pi_C(t-1) - \pi_T^*) \qquad (12)$$

Auch bei einer crawling-peg-Regel ergibt sich aufgrund der Tatsache, daß die Inflationsdifferenzen der Vorperiode nicht voll kompensiert werden können, um die Inflationsrate an die Weltinflationsrate anzugleichen, im Zeitablauf eine reale Aufwertung der heimischen Währung.

Damit ergeben sich für eine Stabilisierungspolitik auf der Basis einer crawling-peg-Regel als nominalem Anker folgende Probleme:

1. Auch eine crawling-peg-Regel als nominaler Anker führt bei Trägheit in der Entwicklung der Inflationsrate im Zeitablauf zu einer realen Aufwertung der heimischen Währung.
2. Mit Hilfe einer crawling-peg-Regel, die nicht vollständig exogen vorgegeben wird, in der also etwa die Inflationsdifferenz der Vorperiode nur zu einem Bruchteil kompensiert wird, wird Trägheit in der Entwicklung der Inflationsrate alimentiert.
3. Das Problem der Alimentierung von Trägheit in der Entwicklung der Inflationsrate wird dann verschärft, wenn nachfrageseitige Effekte die heimische Inflationsrate ansteigen lassen. Hier besteht dann das Problem, zu identifizieren, inwieweit die heimische Inflationsrate durch die Überschußnachfrage verursacht wird bzw. durch die Trägheit in der Inflationsrate. Nachfrageseitige Inflationsschübe können etwa aus einer (teilweisen) Monetisierung von Budgetdefiziten resultieren. Gleichermaßen können bei freiem Kapitalverkehr hohe inländische Nominalzinsen und eine im voraus festgelegte Wechselkursänderungsrate kurzfristige Kapitalzuflüsse induzieren. Diese erweitern die inländische Liquidität und verursachen über einen Anstieg der Kreditnachfrage einen expansiven Impuls auf die heimische Inflationsrate.

In den ehemals zentralverwaltungswirtschaftlich organisierten Ländern kann auch mangelnde Kontrolle über die heimische Komponente der Geldmenge und über die Entwicklung der Kreditvergabe sowie über die geldpolitischen Instrumente derartige Nachfrageffekte zulassen. Eine besondere Form der unkontrollierten Ausweitung der Kreditvergabe ist die Gewährung zwischenbetrieblicher Kredite in der Form, daß Rückstände in der Begleichung von Verbindlichkeiten, etwa aus der Lieferung von Waren, über einen längeren Zeitraum akzeptiert werden.

Trägheit in der Entwicklung der Inflationsrate muß aber ihre Ursache nicht unbedingt in adaptiver Erwartungsbildung haben. Diese Trägheit kann im Falle rationaler Erwartungsbildung auch darauf beruhen,

daß die von den geldpolitischen Instanzen angekündigten Maßnahmen und die damit verfolgten Zielsetzungen für das Publikum nicht glaubwürdig sind.

Mangelnde Glaubwürdigkeit kann wiederum auf verschiedene Ursachen zurückgeführt werden[27]. Ein Stabilisierungsprogramm mag für den privaten Sektor dann nicht glaubwürdig erscheinen, wenn eine Regierung eine Politik der Stabilisierung der Inflationsrate auf der Basis eines festen Wechselkurses betreibt, ohne jedoch die notwendige Bedingung einer budgetpolitischen Konsolidierung zu erfüllen. Hier wird dem privaten Sektor der Eindruck vermittelt, daß diese Form der Stabilisierungspolitik längerfristig nicht durchgehalten werden kann.

Fehlende Glaubwürdigkeit kann auch aus der Tatsache herrühren, daß die privaten Wirtschaftssubjekte sich nicht sicher sind, welchem Ziel die Regierung im Rahmen des Zielkonflikts zwischen dem Ziel der Stabilisierung der heimischen Inflationsrate und dem Ziel der Verhinderung einer zu starken realen Aufwertung der heimischen Währung letztlich den Vorzug gibt. Die Erwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte beinhalten dann stets das Risiko, daß ihre Erwartungen durch eine überraschende Abwertung der heimischen Währung getäuscht werden können.[28] Der Grad an Glaubwürdigkeit kann sich aus diesem Grunde im Zeitablauf ändern. Wenn etwa im Rahmen eines Stabilisierungsprogramms die Inflationsrate auf Kosten einer starken realen Aufwertung bereits auf ein niedrigeres Niveau gebracht wurde, steigt bei den Wirtschaftssubjekten möglicherweise die Erwartung, daß das Ziel der Begrenzung der realen Aufwertung mehr Bedeutung in der Durchführung der Wechselkurspolitik gewinnt. Dieser Zielkonflikt weist auch darauf hin, daß das Instrument eines festen Wechselkurses bzw. einer crawling-peg-Regel allein nicht genügt. Andererseits kann die Glaubwürdigkeit einer Wechselkursvereinbarung aufgrund von Lernprozessen im Zeitablauf auch zunehmen.

---

27 Vgl. dazu etwa *P. Agénor, M. Taylor* (1992), S. 547 f.

28 Dies führt zu dem bekannten Dilemma der Zeitinkonsistenz einer optimalen Stabilisierungspolitik. Vgl. hierzu etwa *R. J. Barro* (1986).

Eine weitere Quelle fehlender Glaubwürdigkeit besteht in der Unsicherheit über die Vorhersagbarkeit der Wirkungen stabilisierungspolitischer Maßnahmen. Exogene Schocks, Zufallseinflüsse oder auch mangelnde Kontrolle über die wirtschaftspolitischen Instrumente können die Wirkungen stabilisierungspolitischer Maßnahmen unsicher machen. Letzteres dürfte insbesondere in den Reformstaaten eine große Rolle spielen. Die Wirtschaftssubjekte sind sich dieser mangelnden Präzision und Handhabbarkeit der Instrumente bewußt und messen aus diesem Grunde der Stabilisierungspolitik ein geringeres Maß an Glaubwürdigkeit bei.

Damit ergibt sich aus dieser einfachen theoretischen Perspektive zunächst kein qualitativer Unterschied zwischen einer Politik eines absolut festen Wechselkurses und einer crawling-peg-Regel bezüglich des Zielkonflikts zwischen dem Ziel der Stabilisierung des Preisniveaus und dem Ziel der Vermeidung einer zu starken realen Aufwertung der heimischen Währung. Durch eine crawling-peg-Regel erfolgt hiernach nur eine zeitliche Verschiebung des Problems.[29]

Diese einfache theoretische Perspektive, in der Trägheit in der Entwicklung der Inflationsrate entweder auf adaptiver Erwartungsbildung oder bei rationalen Erwartungen auf verzögerter Lohnbildung und mangelnder Glaubwürdigkeit beruht, schafft zunächst keinen qualitativen Unterschied zwischen einer Politik eines festen Wechselkurses und einer crawling-peg-Regel.[30] Um dennoch zu Aussagen über eine geeignete Wechselkurspolitik im Rahmen des Stabilisierungsprozesses zu kommen, wäre es erforderlich, zu wissen, auf welchen Ursachen diese Trägheit beruht und vor allem wie diese sich im Zeitablauf entwickelt.

---

29 Diese Tatsache hat etwa *Schmieding* (1992), S. 124 ff., zu der Schlußfolgerung veranlaßt, daß sich die Reformländer entweder für eine Politik eines absolut festen oder für eine Politik eines vollkommen flexiblen Wechselkurses entscheiden sollten.

30 Dies liegt vor allem daran, daß aus der Perspektive theoretischer Modelle nicht geklärt ist, wie sich Glaubwürdigkeit im Zeitablauf entwickelt bzw. welche Bedeutung Lernprozessen zukommt. Vgl. dazu *M. Miller, A. Sutherland* (1993).

Weitere Erkenntnisse liefern demgegenüber möglicherweise die in anderen Ländern durchgeführten Stabilisierungsprogramme. Insbesondere können diese Beispiele auch aufzeigen, inwieweit neben der Fixierung des Wechselkurses weitere nominale Anker im Prozeß der Desinflation erforderlich sind und wie diese Instrumente aufeinander abzustimmen sind.

4. Erfahrungen mit wechselkursorientierten Stabilisierungsprogrammen in Israel und Mexiko

Im folgenden wird der Verlauf der Stabilisierungsprogramme in Israel und Mexiko skizziert. Besonderes Augenmerk gilt dabei der Entwicklung der Inflationsraten und der Handhabung der Wechselkurspolitik.

a) Israel

In Israel fiel die Jahresinflationsrate nach Beginn des Stabilisierungsprogramms rapide von 300 % in 1985 auf ca. 48 % im Jahre 1986 und stabilisierte sich im Zeitraum zwischen 1987 bis 1990 auf einem durchschnittlichen Niveau von 20 % (vgl. Abb.1).

Auffallend war jedoch im Stabilisierungsprozeß der israelischen Wirtschaft der starke Anstieg der Nominallöhne, der in den Jahren 1986 und 1987 deutlich über dem Anstieg der Inflationsrate des Konsumgüterpreisindexes lag, sowie der große Unterschied zwischen der Inflationsrate handelbarer und nichthandelbarer Güter, der 1986 und 1987 bei ca 20 % lag und danach langsam abnahm. Die Inflationsrate handelbarer Güter belief sich in den Jahren 1987 bis 1989 auf einem stabilen Niveau von ca. 12 %. *Bruno* und *Meridor*[31] führen dies darauf zurück, daß die sich nur langsam stabilisierenden Inflationserwartungen über die vereinbarten Nominallohnsteigerungen und einem "mark-up"-Preissetzungsverhalten stärker im Sektor nichthandelbarer Güter auswirkten als

---

31 Vgl. *M. Bruno, L. Meridor* (1991), S. 262 f.

im Sektor handelbarer Güter, der durch den festen Wechselkurs dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt war. Im dritten und vierten Quartal des Jahres 1985 kam es zwar zu einem starken Rückgang der Reallöhne um ca. 15 % im Vergleich zum Zeitpunkt des Beginns des Stabilisierungsprogramms. Dieser Rückgang wurde dann aber im darauffolgenden Jahr durch entsprechende Anstiege der Nominallöhne wieder vollständig kompensiert. Die Reallohnentwicklung wies vielfach Sprünge auf, bei denen durch entsprechende Anstiege der Nominallöhne Reallohnverluste in den zurückliegenden Perioden wieder aufgeholt wurden. Am Ende des Jahres 1987 lag das Reallohnniveau deutlich, um 13,7 %, über dem Ausgangsniveau und stieg im Jahre 1988 kontinuierlich an. Erst im Jahre 1989 nach der zwischen Gewerkschaften und Regierung getroffenen Vereinbarung stiegen die Nominallöhne langsamer als die Preise und der Anstieg der Reallöhne konnte gebremst werden. Die israelische Regierung sah zwar in ihrem Stabilisierungsprogramm die Politik eines festen Wechselkurses vor, paßte jedoch abhängig von der Lohnentwicklung den Wechselkurs an, um Verzerrungen des realen Wechselkurses zu vermeiden. Dementsprechend gering fiel dann auch die Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses aus mit maximal 10 % zum Ende des 4. Quartals 1988 im Vergleich zum Beginn des Stabilisierungsprogramms Mitte 1985. Diese Politik minderte aber die Glaubwürdigkeit der crawling-peg-Regel und war deshalb innerhalb der israelischen Regierung auch nicht unumstritten. Die Bank von Israel betonte die Rolle des Wechselkurses als nominaler Anker, während im Finanzministerium die Interessen des Exportsektors Gehör fanden. Im Jahre 1989 erfolgte dann eine Verschiebung der Gewichte in der Zielsetzung der Wechselkurspolitik zugunsten der Sicherung des realen Wechselkurses und machte dann in den ersten Quartalen des Jahres mehrere Abwertungen des Shekel möglich. Die Konsolidierung der Budgetpolitik nach Beginn des Stabilisierungsprogramms und die restriktive Geldpolitik der Regierung der Nationalen Einheit trugen zur Stabilisierung der Inflationserwartungen bei und erlaubten auf deren Basis die Reduktion der jährlichen Inflationsrate auf ein Niveau von ca. 18 % bis 20 % in den Jahren 1989 bis 1991. Eine Reduktion der Inflationsrate auf das Niveau

der westlichen Industrieländer gelang in diesem Zeitraum indessen nicht.

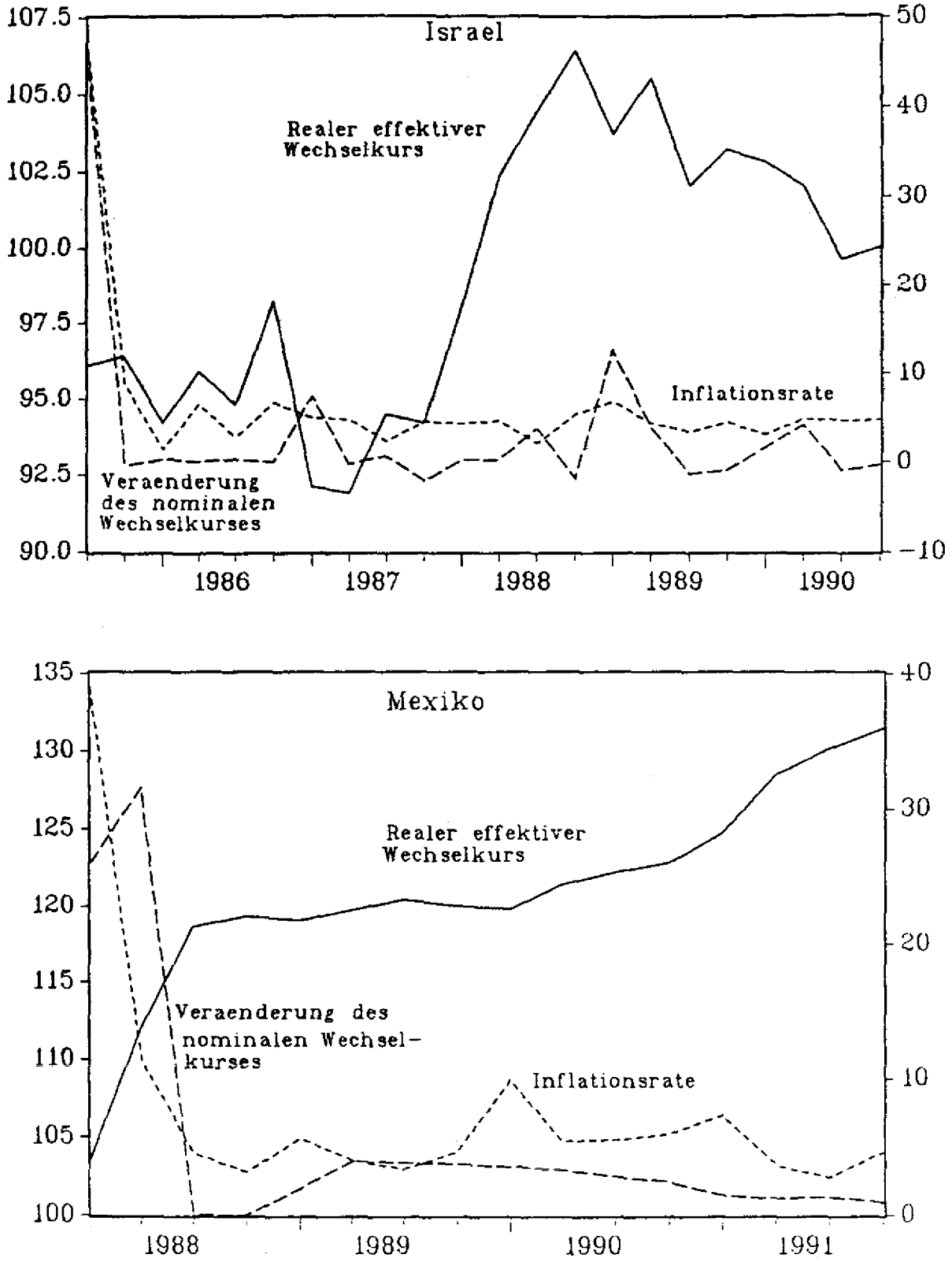
b) Mexiko

In Mexiko gewann das Anpassungsprogramm mit der raschen Reduktion der Inflationsrate im Jahre 1988 auf 51,7 % und den Erfolgen im Bereich der budgetpolitischen Konsolidierung an Vertrauen und die Inflationserwartungen gingen im Laufe des Jahres 1988 zurück. Im Verlaufe des Jahres 1989 sank dann die jährliche Inflationsrate auf 19,7 % (vgl. Abb. 1). Im Jahre 1990 stieg die Inflationsrate aufgrund einer Anpassung der staatlich kontrollierten Preise wieder auf ca. 30 % und fiel dann wiederum auf 18,8 % im Jahre 1991. Die Inflationsrate des stärker handelsgewichteten Produzentenpreisindexes fiel dabei schneller als die Inflationsrate des Konsumgüterpreisindexes.[32] Die Entwicklung der Reallöhne verlief in Mexiko aufgrund der zustande gebrachten Vereinbarungen im Bereich der Einkommenspolitik sehr viel moderater. Da jedoch die Abwertungsrate des Pesos gegenüber dem US$ stets unter der Inflationsdifferenz lag, kam es im Laufe der Zeit zu einer erheblichen realen Aufwertung des Pesos. Im Zeitraum des 1. Quartals 1988 bis zum 4. Quartal 1991 wertete der reale effektive Wechselkurs kontinuierlich um insgesamt 29 % auf. Ein weiteres Problem im Bereich der monetären Politik entstand durch kurzfristige Kapitalzuflüsse aufgrund hoher Nominalzinssätze und einer vorbestimmten Wechselkursänderungsrate, die die inländische Liquidität erhöhten und über eine zunehmende Kreditnachfrage damit die Kontrolle der Inflationsrate erschwerten. Die Regierung ließ darauf hin seit Beginn des Jahres 1992 eine Schwankungsbreite für den Wechselkurs von bis zu 4 Prozentpunkten zu und die daraus resultierende höhere Unsicherheit in der kurzfristigen Entwicklung des nominalen Wechselkurses führte zu einem Rückgang der spekulativen kurzfristigen Kapitalimporte.

---

32 Vgl. *G. Ortiz* (1991), S. 300, OECD (1991/92), S. 64 f.

Abb. 1 Entwicklung der Inflationsraten des Konsumgüterpreisindex und Abwertungsraten des nominalen Wechselkurses gegenüber dem US$ in % des Vorquartals (rechte Skala) und Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses in % des Wertes im Basisjahr (linke Skala)



Quelle: IMF, International Financial Statistics; *C. Végh* (1992).

c) *Gemeinsamkeiten der beiden Stabilisierungsprogramme*

In beiden Fällen, Mexiko und Israel, zeigte die Entwicklung der Inflationsrate das gleiche Verlaufsmuster. In beiden Fällen bewirkten die Maßnahmen zur Lohn- und Preiskontrolle einen rapiden Rückgang der Inflationsrate in den ersten beiden Quartalen. Im weiteren Verlauf stabilisierte sich die Inflationsrate auf dem erreichten Niveau von ca. 20 %.

Dieser Verlauf mag neben den unmittelbaren Wirkungen der Lohn- und Preiskontrollen daraus resultieren, daß in Zeiten sehr hoher Inflationsraten und einer instabilen Wirtschaftslage die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte in die Zukunft gerichtet sind und stabilitätspolitische Maßnahmen, die diesen unhaltbaren Zuständen ein Ende bereiten, glaubwürdig sind. Die Tatsache, daß es keinem der beiden Länder jedoch gelungen ist, in dem hier betrachteten Zeitraum die heimische Inflationsrate an die Inflationsrate in den Industrieländern heranzuführen, ist möglicherweise darauf zurückzuführen, daß sich die Inflationserwartungen auf einem niedrigeren Niveau wieder verfestigen. *Bruno* und *Meridor*[33] führen diese Tatsache im Falle Israels darauf zurück, daß sich die Inflationserwartungen, die auf die Entwicklung der Nominallöhne Einfluß nehmen, nur sehr langsam zurückbilden. In Israel etwa stiegen die Nominallöhne in den Jahren 1986-89 wieder sehr viel stärker an als die Inflationsrate im gleichen Zeitraum. Der nur sehr langsame Abbau der Inflationserwartungen ist nach Auffassung der beiden Autoren wiederum darauf zurückzuführen, daß auch ein fester Wechselkurs oder eine crawling-peg-Regel aufgrund der sich im Laufe des Stabilisierungsprozesses einstellenden realen Aufwertung, die irgendwann korrigiert werden muß, nur bedingt glaubwürdig ist.

Die Politik eines festen Wechselkurses kann zwar über eine mehr oder minder lange Periode aufrecht erhalten werden. Irgendwann jedoch, wenn die reale Aufwertung der heimischen Währung zu stark wird, muß diese durch eine einmalige Abwertung bzw. durch eine Veränderung der Anpassungsregel für Wechselkursänderungen abgebaut werden. Die Wechselkurspolitik ist in beiden Fällen im Prinzip die

---

33 Vgl. *M. Bruno, L. Meridor* (1991), S. 266.

gleiche. Nach einer anfänglichen absoluten Fixierung des Wechselkurses erfolgte der Übergang zu einer Politik des crawling-peg, die jedoch von beiden Ländern unterschiedlich konsequent gehandhabt wurde.

Hier verfolgte Mexiko die wesentlich striktere Politik, d.h. die Wechselkurspolitik wurde hier mehr unter dem Gesichtspunkt des monetären Ankers betrieben, und eine entsprechende Einkommenspolitik sorgte für eine Begrenzung des Reallohnanstiegs. Dennoch konnte die starke reale Aufwertung des Pesos in dem betrachteten Zeitraum nicht verhindert werden. Israel betrieb eine flexiblere Wechselkurspolitik, die den starken Anstieg der Reallöhne durch Wechselkursanpassungen akkommodierte und damit eine allzu starke reale Aufwertung verhinderte.

Möglicherweise sind die Ursachen in beiden Fällen auch unterschiedlich. Im Falle Israels ist zu vermuten, daß durch die teilweise akkommodierende Wechselkurspolitik Trägheit in der Entwicklung der Inflationsrate alimentiert wurde. Im Falle Mexikos könnten eher nachfrageseitige Einflüsse, so die bis 1989 betriebene Monetisierung von Budgetdefiziten oder Liquiditätseffekte kurzfristiger Kapitalzuflüsse, ein weiteres Absinken der Inflationsrate verhindert haben.

Die Erfahrungen für beide Länder zeigen, daß neben den notwendigen budgetpolitischen Konsolidierungsmaßnahmen allein die Fixierung des Wechselkurses bzw. die Festlegung eines crawling-peg als nominaler Anker nicht genügt. Vielmehr bedarf es daneben auch einer Vereinbarung im Bereich der Einkommenspolitik, die dafür sorgt, daß die Entwicklung der Nominallöhne in Einklang steht mit der Wechselkurspolitik. Dies ist vor allem deshalb erforderlich, weil die Politik eines festen Wechselkurses nur auf den Sektor handelbarer Güter unmittelbar preisstabilisierend wirkt und auf den Sektor nichthandelbarer Güter nur indirekt. Vereinbarungen im Bereich der Einkommenspolitik dienen hier als Kompensation für fehlende Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Instanzen. Glaubwürdigkeit kann mit Hilfe dieser Vereinbarungen auch aufgebaut werden. Vereinbarungen im Bereich der Einkommenspolitik müssen offensichtlich so lange getroffen werden, bis die Inflationsrate auf ein akzeptables Niveau gebracht wird oder die Wechselkurspolitik in hohem Maße glaubwürdig ist. Letzteres kommt aber gerade auch da-

durch zum Ausdruck, wie leicht und reibungsfrei Vereinbarungen zwischen Regierung und Tarifparteien zustande kommen. Die Wechselkurspolitik zeigt in beiden Ländern das gleiche Verlaufsmuster. Nach einer Phase der vollständigen Fixierung des Wechselkurses erfolgte der Übergang zu einer Politik des crawling-peg. Beide Länder vermieden jedoch den Fehler, die Abwertungsraten an die Entwicklung der Inflationsdifferenz anzukoppeln. Vielmehr wurden diese Abwertungssätze exogen vorgegeben und im Zeitablauf verringert. Die Ergebnisse in Israel und Mexiko zeigen aber auch, daß trotz einer Kombination von Wechselkurs- und Einkommenspolitik eine reale Aufwertung der heimischen Währung nicht verhindert werden konnte.

5. Erfahrungen mit der Inflationsbekämpfung in den Reformländern Polen, CSFR und Ungarn

a) Polen

In Polen fiel die Inflationsrate nach einem massiven Preissprung im ersten Quartal 1990 nach der Freigabe der Preise auf ein Niveau von 14 bis 16 % des Preisniveaus des Vorquartals in den darauffolgenden Quartalen der Jahre 1990 und 1991. Im ersten Quartal 1992 ist die laufende Inflationsrate noch einmal deutlich auf 6,2 % gesunken und stieg dann allerdings wieder leicht an auf ca. 9 % des Preisniveaus des Vorquartals im 4. Quartal 1992 (vgl. Abb. 2). Die Jahresinflationsrate fiel von 70 % in 1991 auf 43 % im Jahre 1992.

Die Inflationsrate der Exportpreise als Approximation für die Preise handelbarer Güter lag demgegenüber bei durchschnittlich 6 % des Vorquartals, unterlag aber stärkeren Schwankungen als die Inflationsrate des Konsumgüterpreisindexes. Die Entwicklung der Inflationsrate in Polen weist ein ähnliches Verlaufsmuster auf wie die Entwicklung der Inflationsraten in Israel und Mexiko nach Beginn der Anpassungsprogramme. Die Inflationsrate fiel ebenfalls im ersten Quartal nach Beginn der Stabilisierungsmaßnahmen sehr stark ab und verharrte dann auf

einem sehr viel niedrigeren Niveau.[34] Nach den Erfahrungen mit den Stabilisierungsprogrammen der oben angeführten Länder sind für die weitere Entwicklung der Inflationsrate jedoch die Maßnahmen im Bereich der Wechselkurs-, Einkommens- und der Budgetpolitik entscheidend.[35]

In den ersten sechs Monaten lag der Nominallohnzuwachs beträchtlich unter der festgelegten Norm.[36] Im zweiten Halbjahr 1990 jedoch betrug der Anstieg der Löhne 45 % bei einer nach der Lohnnorm zulässigen Zuwachsrate von 24 %. Deshalb mußten viele Betriebe ab August 1990 aufgrund des Lohnanstiegs über die gesetzte Lohnnorm hinaus die dabei fällig werdende Sondersteuer entrichten. Die Regierung sah sich deshalb zu Beginn des Jahres 1991 gezwungen, die Lohnnormen öfters an die tatsächliche Lohnentwicklung anzupassen. Ende März 1991 belief sich der gesamte Lohnanstieg auf 92,7 %, der nach Auffassung von *Blanchard* und *Layard*[37] zu ca. 60 % auf die Lohnindexierung und zu ca. 14 % auf eine Lockerung der Lohnnorm zurückzuführen war. Im zweiten bis vierten Quartal des Jahres 1990 lag die Nominallohnsteigerung auf einem Niveau von ca. 6-7 % im Vergleich zum Vorquartal und damit deutlich unter der Preissteigerungsrate.

---

34 Vgl. *D. Rosati* (1992), S. 249 ff., zu einer Bewertung der ersten Ergebnisse der Stabilisierungsmaßnahmen in Polen.

35 *D. Lipton* und *J. Sachs* (1990), S. 126 f., drückten die Vermutung aus, daß, ähnlich wie in Lateinamerika, nach einer ersten Phase der Stabilisierung sich die Inflationsrate auf einem niedrigeren Niveau stabilisieren wird. Das Verlangen nach einer Anpassung der Nominallöhne wird zunehmen und die daraus resultierende reale Aufwertung der heimischen Währung muß irgendwann korrigiert werden. Die beiden Autoren vertreten die Meinung, daß nur durch das unbedingte Festhalten an einem nominalen Wechselkurs ein erneuter Anstieg der Inflationsrate verhindert werden kann.

36 Der Grad der Lohnindexierung änderte sich im Zeitablauf von 0,2-0,3 zu Beginn des Stabilisierungsprogramms auf 0,6 seit August 1990. Die Strafsteuer betrug 100 % für Lohnzahlungen, die weniger als 2 % über der Lohnnorm lagen, 200 % bei Verstößen in Höhe von 2-5 % und 500 % bei über 5 %. Vgl. *O. Blanchard, R. Layard* (1991), S. 55.

37 Vgl. *O. Blanchard, R. Layard* (1991), S. 57.

Die Politik der Lohnindexierung wurde mit bestimmten Modifikationen auch 1991 unter der Regierung *Bielecki* fortgesetzt. So wurden privatisierte Betriebe je nach dem Anteil des darin enthaltenen Staatseigentums von der Sondersteuer befreit. Es kam zeitweise zu Sprüngen in der Lohnentwicklung, so im ersten Quartal 1991 um 56,5 % und im ersten Quartal 1992 um 23,1 % um den Rückgang des Reallohnes zu kompensieren. Die Regierung erhöhte zweimal die Lohnmindestnormen, um die betroffenen Betriebe steuerlich zu entlasten. Damit wurde jedoch auch die Glaubwürdigkeit des Instruments der Lohnindexierung und damit dessen Wirksamkeit gemindert.[38]

Aufgrund der massiven Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses des Zloty im Zeitraum von 1990 bis ins erste Quartal 1991 von insgesamt ca. 95 % und des Verlustes von Währungsreserven mußte die Politik eines festen Wechselkurses am 17. Mai 1991 aufgegeben und der Zloty gegenüber dem US$ um 16 % von 9500 Zloty auf 11.100 Zloty abgewertet werden. Bis zu diesem Zeitpunkt konnte der Wechselkurs ohne Rückgriff auf die verschiedenen Kreditlinien, die der IWF sowie verschiedene Industrieländer im Rahmen des Stabilisierungsprogramms zur Verfügung stellten, verteidigt werden. Gleichzeitig wurde seit dem 20.5.91 der Wechselkurs des Zloty an einen Währungskorb gebunden. Seit dem 14.10.91 verfolgt die polnische Zentralbank die Strategie eines crawling-peg, bei der der Wechselkurs täglich um 9 Zl., monatlich um maximal 1,8 %, abgewertet wird. Im März 1992 erfolgte dann nochmals eine größere Abwertung von 12 %, um die reale Aufwertung des Zloty zu begrenzen.

Im budgetpolitischen Bereich gelang es der Regierung zwar, den Budgetsaldo des Staates von einem Defizit von 6 % des BIP im Jahre 1989 auf einen Überschuß von 2,7 % im Jahre 1990 zu bringen. Da jedoch die Einnahmen des Staates bis dahin zu ca. einem Drittel auf der Gewinnbesteuerung der Unternehmen beruhten[39], kam es mit dem Rückgang der Unternehmensgewinne staatlicher Betriebe zu erheblichen Einnahmerückgängen. Schon im 4. Quartal 1990 rutschte der Bud-

---

38 Vgl. OECD (1992), S. 40 f.

39 Vgl. *J. Rostowski* (1992), S. 278.

getsaldo wieder ins Defizit, und für das Jahr 1991 wurde ein Budgetdefizit von ca. 3,8 % des BIP geschätzt. Die polnische Regierung prognostizierte für das Jahr 1992, daß sich das mit dem IWF vereinbarte Ziel eines Budgetdefizits von max. 5 % des BIP nicht einhalten lassen würde.[40] Das polnische Finanzministerium sprach vielmehr von einem Budgetdefizit von ca. 8 % des BIP für das Jahr 1992.[41]

b) CSFR

In der CSFR führte die vollständige Freigabe der Preise aufgrund des geringeren monetären Überversorgung nicht zu einem solchen Preissprung wie in Polen. Im ersten Quartal 1991 lag die Inflationsrate bei ca. 35 % im Vergleich zum Vorquartal und fiel danach rapide auf ca. 2 % pro Quartal und stabilisierte sich auf diesem Niveau. Die Jahresinflationsrate lag in der ehemaligen CSFR bei 11 % und 1992 bei 10,3 % im Jahresdurchschnitt.

Dementsprechend kam es auch nach den Abwertungsschritten im Jahre 1990 von 17 Kcs auf 28 Kcs pro US$ im darauffolgenden Jahr zu keinen größeren Abwertungssprüngen gegenüber dem vereinbarten Währungskorb.

Da die Nominallöhne im ersten Halbjahr 1991 nur um etwa 10,7 % bei einem Anstieg des Preisniveaus um ca. 51,4 % stiegen, kam es zu einem starken Rückgang der Reallöhne. Dieser Reallohnrückgang lag damit deutlich über von Regierung und Tarifparteien vereinbarten Reallohnrückgang um 10 %. Das System der Festlegung von Lohnrichtlinien sollte auch im Jahre 1992 beibehalten werden, später jedoch durch Verhandlungen zwischen den Tarifparteien ersetzt werden. Für den nichtstaatlichen Sektor sollten die Lohnkontrollen 1992 abgeschafft werden.[42]

Die Budgetpolitik sah für das Jahr 1991 einen Budgetüberschuß in Höhe von 1 % des BIP vor. Die Ausgaben für Subventionen an staatliche Unternehmen und die Landwirtschaft sollten gekürzt werden und

---

40 Vgl. Handelsblatt (1992a).

41 Vgl. Handelsblatt (1992d).

42 Vgl. OECD (1991), S. 136 f.

die Einnahmen durch die Erhöhung der Preise öffentlicher Leistungen, etwa im öffentlichen Transportwesen, gesteigert werden.

c) *Ungarn*

In Ungarn entwickelte sich die Inflationsrate in den Jahren 1989 bis 1990 aufgrund der schrittweisen Freigabe der Preise und der Anpassung des Wechselkurses sehr viel sprunghafter und wies im Jahre 1990 ein höheres Niveau als 1989 auf.

Für das Jahr 1990 lag die Inflationsrate bei ca. 28,9 %, im Jahr 1991 stieg sie auf 35 % und fiel 1992 auf 23 %. Die Inflationsrate für die Exportpreise lag auch hier deutlich unter der Preissteigerungsrate der Lebenshaltung. Die Aufwertung des realen effektiven Wechselkurses des Forint wurde durch mehrere Abwertungen begrenzt, so im Januar 1991 um ca. 15 % und im November 1991 um ca. 5,8 %. 1992 erfolgten drei Abwertungen in einer Größenordnung von unter 2 % und 1993 bislang Abwertungen von 1,9 und 2,9 %. Seit Mitte 1992 besteht für den Wechselkurs des Forint eine Bandbreite von +-0,25 %. Diese schrittweisen Abwertungen konnten jedoch eine reale Aufwertung des Forint gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner nicht verhindern. Der reale effektive Wechselkurs wertete sich zwischen dem ersten Quartal 1989 und dem zweiten Quartal 1992 um ca. 19 % auf.

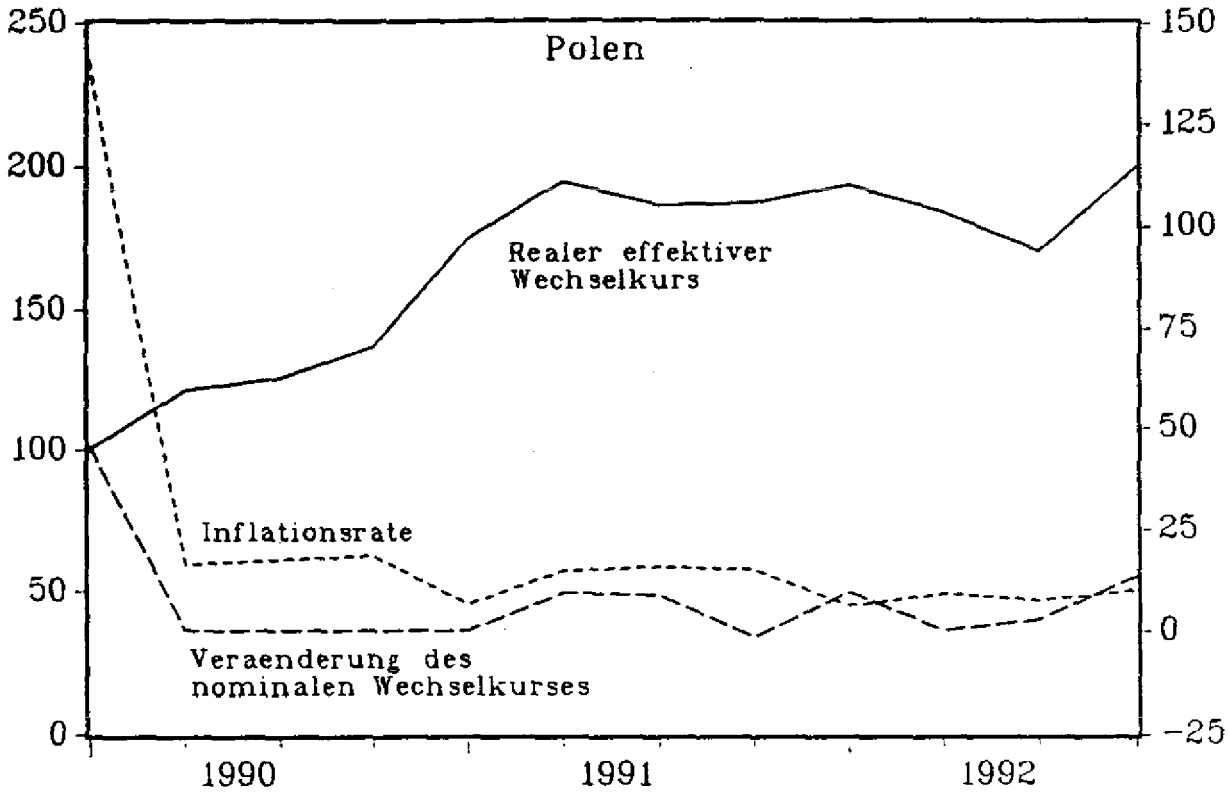
Für das Jahr 1991 sollte das Budgetdefizit auf 1,5 % des BIP begrenzt werden. Geringere Steuereinnahmen als erwartet führten jedoch auch in Ungarn dazu, daß das Budgetdefizit im Jahre 1991 auf ca. 5 % stieg und zu einem großen Teil durch Kredite der Ungarischen Nationalbank abgedeckt werden mußte.[43] Auch für das Jahr 1992 mußten die haushaltspolitischen Prognosen revidiert werden. Das für das Jahr 1992 geplante jährliche Budgetdefizit von 70 Mrd. Forint wurde schon im August mit 123 Mrd. Forint überschritten. Für das gesamte Jahr ent-

---

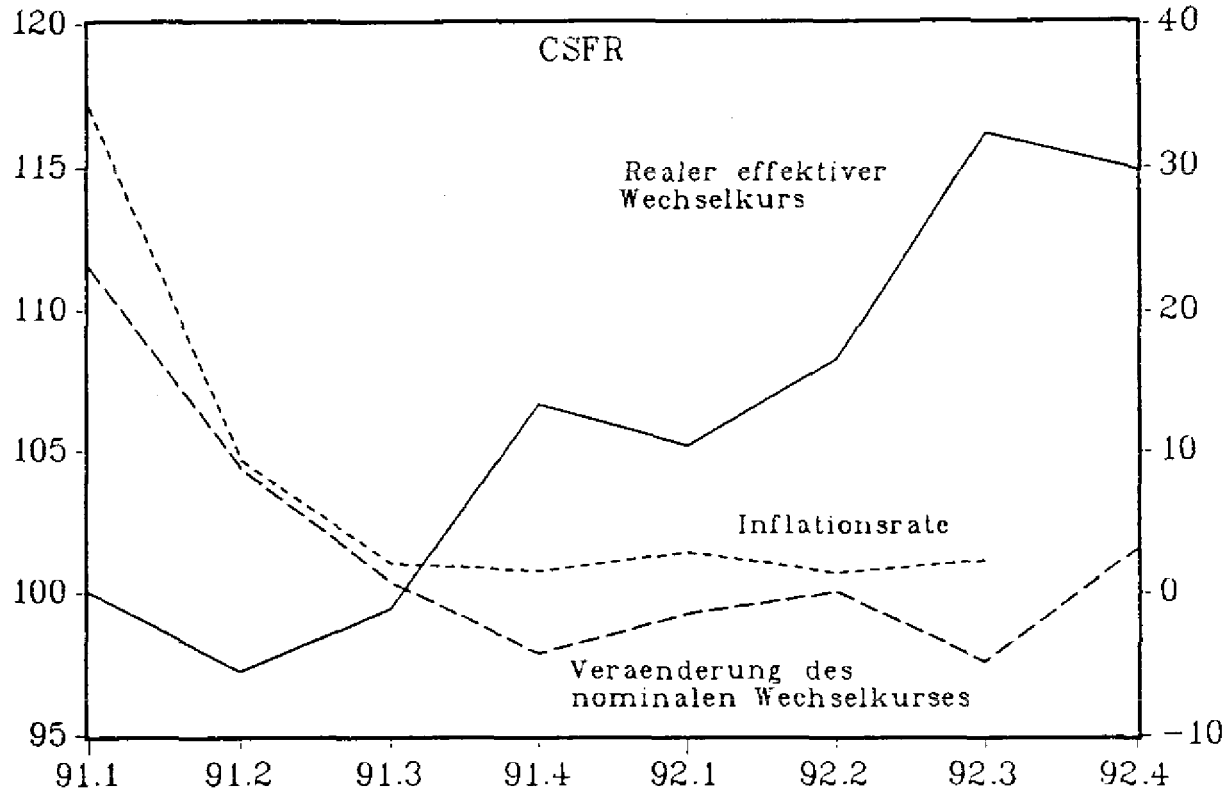
43 Vgl. *H. Gabrisch* (1992), S. 37. Im Jahr 1989 nahm die Regierung über 90 % der gesamten Kreditvergabe der ungarischen Zentralbank in Anspruch, vgl. *M. Tardos*, (1992), S. 277.

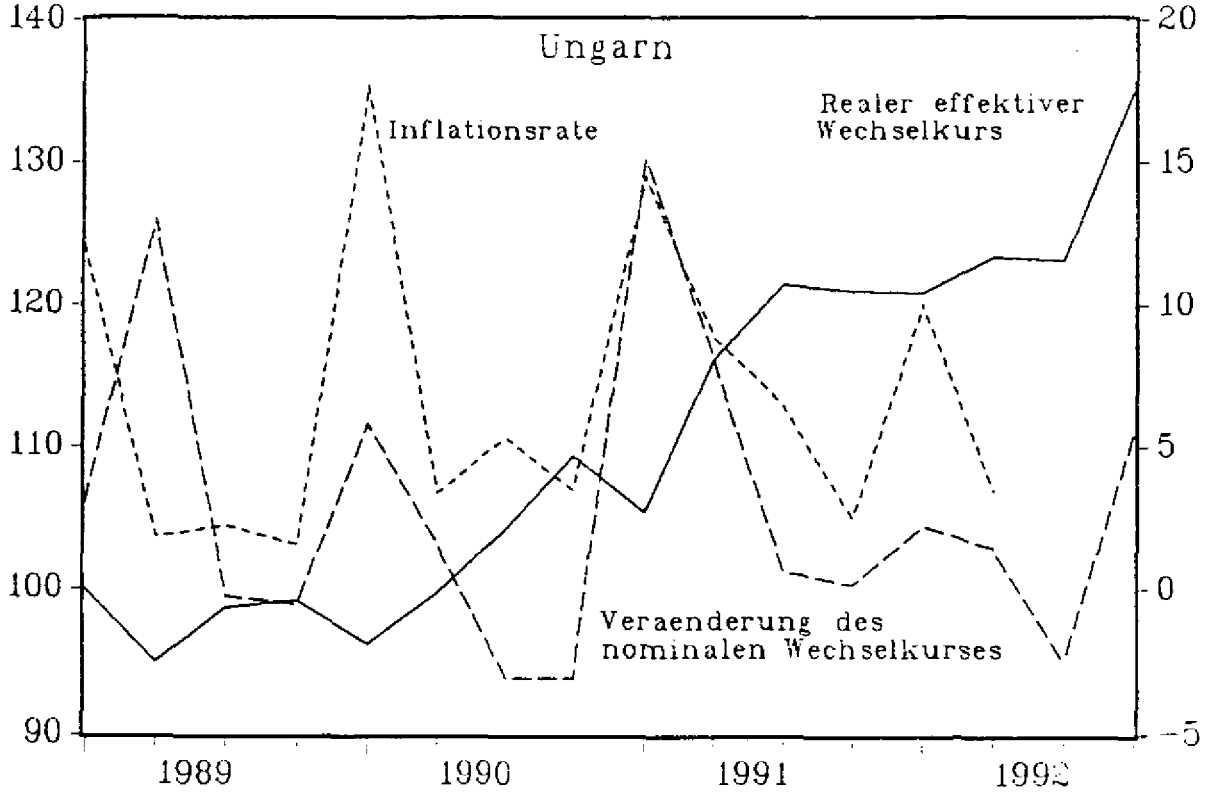
stand ein Budgetdefizit von ca. 180 Mrd. Forint, also etwa 7 % des BIP.[44]

Abb. 2 Entwicklung der Inflationsrate des Konsumgüterpreisindex in % des Vorquartals, Veränderung des nominalen Wechselkurses in % des Vorquartals gegenüber dem US$ (rechte Skala) und Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses (linke Skala)



44 Vgl. Handelsblatt (1992e). Für das Jahr 1993 wird ein Budgetdefizit von ca. 6 % prognostiziert, vgl. *P. Bod*, (1993).





Quelle: IMF, International Financial Statistics, *J. Tosovsky* (1993), Die Politik eines festen, aber anpassungsfähigen Wechselkurses gegenüber einem Währungskorb wird hier repräsentiert durch die Wechselkursentwicklung gegenüber dem US$.

6. Schlußfolgerungen

Die in den Reformstaaten verfolgten Stabilisierungsprogramme weisen viele Gemeinsamkeiten mit den in Israel und Mexiko durchgeführten Programmen auf.

Im Bereich der Wechselkurspolitik sind die Länder Ost-Mitteleuropas dem Beispiel Mexikos und Israels gefolgt und betreiben eine Politik der kleinen Abwertungsschritte, die zu einer schrittweisen Reduktion der Inflationsrate führen soll. Die optimale Wechselkursregel scheint nach den Erfahrungen von Israel und Mexiko so gestaltet zu sein, daß man nach einer anfänglichen Phase des Festhaltens an einem vereinbarten Wechselkurs zu einer Politik des crawling-peg übergeht, bei der der Wechselkurs in kleinen, mehr oder minder konstanten Abwertungsschritten angepaßt wird. Diese Wechselkurspolitik scheint der Tatsache Rechnung zu tragen, daß die Glaubwürdigkeit einer derartigen Wechselkursregel aufgrund von Lernprozessen nur langsam aufgebaut werden kann und sich Trägheit in der Entwicklung der Inflationsrate deshalb nur langsam zurückbildet. So ging man auch in Polen von einer Politik des absolut festen Wechselkurses zu einer crawling-peg-Regel über mit einer maximalen Abwertungsrate von 1,8 % pro Monat.

Diese Stabilisierungspolitik auf der Basis einer crawling-peg-Regel wird in den Reformländern jedoch durch die dort herrschenden speziellen Umstände erschwert.

In den osteuropäischen Reformstaaten liegen die Dinge insofern anders, als die Reformen praktisch alle wirtschaftlichen Bereiche betreffen und ein Stabilisierungsprogramm nicht auf bereits bestehenden marktwirtschaftlichen Strukturen gestützt werden kann (Sequencing-Problem). Im Bereich der Budgetpolitik geht es hier nicht nur um Maßnahmen zur Reduktion der Staatsausgaben und der Budgetdefizite, sondern um grundsätzliche Reformmaßnahmen, die sämtliche Bereiche der Budgetpolitik betreffen. Im Unterschied zu den Ländern Israel und Mexiko erfolgten in den Reformstaaten die budgetpolitischen Konsolidierungsmaßnahmen nicht vor bzw. zu Beginn des eigentlichen Stabilisierungsprogramms.

Budgetpolitische Konsolidierungsmaßnahmen sind hier vielmehr ein Teil eines umfassenden Reformprozesses zur Umgestaltung des gesamten Wirtschaftssystems. Es kann deshalb nicht ausgeschlossen werden, daß die Regierungen auch weiterhin Budgetdefizite durch Zentralbankkredite decken.

Hinzu kommt die Unsicherheit über die Wirkungsweise geld- und kreditpolitischer Instrumente in Zeiten des Umbruchs. Beide Faktoren können die Glaubwürdigkeit der Stabilisierungsprogramme beeinträchtigen.

Die nachfrageseitigen Einflüsse auf die Entwicklung der Inflationsrate aufgrund mangelnder geldpolitischer Kontrolle über die Wirkung geldpolitischer Instrumente und aufgrund budgetpolitischer Einflüsse können eine Politik der kleinen Abwertungsschritte auf Dauer unhaltbar machen und überdies die Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Instanzen beeinträchtigen. Letzteres wiederum kann zu einem Verharren der Inflationsrate auf mittlerem Niveau beitragen.

Aus diesen Gründen und aufgrund der Tatsache, daß noch viele Unternehmen in staatlichem Eigentum stehen, kommt der Einkommenspolitik im Rahmen der Stabilisierungsprogramme in den Reformländern eine größere Bedeutung zu als in den Stabilisierungsprogrammen von Israel oder Mexiko.[45]

Einkommenspolitische Maßnahmen dienen hier zum einen als Instrument zur Schaffung von mehr Glaubwürdigkeit für die Stabilisierungsprogramme und zum anderen als Kompensation für die mangelnde Wirksamkeit geldpolitischer Instrumente und für fehlenden Konkurrenzdruck, vor allem im Sektor nichthandelbarer Güter. Eine wechselkursorientierte Stabilisierungspolitik - auch für eine kleine offene Volkswirtschaft - ist demnach nur dann sinnvoll, wenn sie um einkommenspolitische Maßnahmen ergänzt wird.

---

45 Nach Auffassung von *O. Blanchard*, *R. Layard* (1991), S. 61, garantiert nur die Fortführung dieser Einkommenspolitik eine weitere Rückführung der Inflationsrate.

Eine endgültige Aussage über den Erfolg der Stabilisierungsprogramme in den Reformländern läßt sich damit noch nicht treffen, da im Gegensatz zu den erfolgreichen Stabilisierungsprogrammen in Mexiko oder Israel die notwendigen Bedingungen einer stabilen Budgetpolitik bzw. einer ausreichenden Kontrolle über die geldpolitischen Instrumente und der entsprechenden Geldmengenaggregate noch nicht erfüllt sind. Im günstigsten Fall kann, ähnlich wie in Israel und Mexiko, mit einer graduellen Abschwächung der Inflationsrate gerechnet werden.

ANHANG

Entwicklung der Inflationsraten in % (Jahresdurchschnitte) des Konsumgüterpreisindex nach Beginn der Stabilisierungsprogramme

Jahr	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Israel	300,0	48,0	20,3	15,7	20,4	17,3	18,9	11,8

Jahr	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Mexiko	131,8	114,2	20,0	26,7	22,7	15,5

Jahr	1988	1989	1990	1991	1992
Ungarn	15,5	17,0	28,9	35,0	23,0

Jahr	1990	1991	1992
Polen	585,0	70,3	45,0

Jahr	1991	1992
CSFR	58,0	10,3

Quelle: IMF, International Financial Statistics

LITERATURVERZEICHNIS

Adams, Charles/Gros, Daniel (1986), "The Consequences of Real Exchange Rate Rules for Inflation", in: IMF Staff Papers, Vol. 33, S. 439-76.

Agénor, Pierre-Richard/Taylor, Mark P. (1992), "Testing for Credibility Effects", in: IMF Staff Papers, Vol. 39, Nr. 3, September, S. 545-571.

Allen, Mark (1992), "IMF-Supported Adjustment Programs in Central and Eastern Europe", in: IMF (Hrsg.), Central and Eastern Europe Roads to Growth, Washington.

Barkai, Haim (1990), The Role of Monetary Policy in Israel's 1985 Stabilization Effort, IMF Working Paper Nr. WP/90/29.

Barro, Robert J. (1986), "Recent Developments in the Theory of Rules versus Discretion", in: The Economic Journal, 96, S. 23-27.

Barz, Michael/Fricker, Marion (1992), Banking System and Capital Markets in Eastern Europe, Kiel Advanced Studies Working Paper, Nr. 234, Mai.

Bauer, Tamás (1992), " Building Capitalism in Hungary", in: H. Siebert (Hrsg.), The Transformation of Socialist Economies, Tübingen, S. 287-303.

Blanchard, Olivier Jean/Fischer, Stanley (1989), Lectures on Macroeconomics, The MIT Press Cambridge, Massachusetts.

Blanchard, Olivier Jean/Layard, Richard (1991), "Post-Stabilization Inflation in Poland", in: F. Coricelli/A. Revenga (Hrsg.), Wage Policy during the Transition to a Market Economy: Poland 1990-91, World Bank Discussion Papers, Nr. 158.

Bofinger, Peter (1991), "Options for the payments and exchange-rate system in Eastern Europe", in: Kommission der EG (Hrsg.), European Economy, The path of reform in Central and Eastern Europe, Special edition No. 2, S. 243-261.

Boote, Anthony/Somogyi, Janos (1991), Economic Reform in Hungary Since 1968, IMF Occasional Paper, Nr. 83, Juli.

Bruno, Michael (1978), "Exchange Rates, Import Costs, and Wage-Price Dynamics", in: Journal of Political Economy, Vol. 86, Nr. 3, S. 379-403.

ders., (1979), "Price and Output Adjustment Micro foundations and aggregation", Journal of Monetary Economics 5, S. 187-211.

Bruno, Michael/Meridor, Leora (1991), "The Costly Transition from Stabilization to Sustainable Growth: Israel's Case", in: M. Bruno, u.a. (Hrsg.), Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath, The MIT Press Cambridge Massachusetts, S. 241-275.

Corbo, Vittoria/Solimano, Andrés (1991), "Chile's Experience with Stabilization Revisited", in: M. Bruno, u.a. (Hrsg.), Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath, The MIT Press Cambridge Massachusetts, S. 57-91.

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung DIW (1992), Die CSFR auf dem Weg zur Marktwirtschaft, in: Wochenbericht Nr. 22, S. 279-285.

Dornbusch, Rüdiger/Sturzenegger, Federicio/Wolf, Holger (1990), "Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization", in: Brookings Papers on Economic Activity, Nr. 2, S. 1-64.

Duchatczek, Wolfgang/Schubert, Aurel (1992), Monetary Policy Issues in Selected East European Economies, SUERF Papers on Monetary Policy and Financial Systems Nr. 11, Tilburg.

Fischer, Bernhard (1990), "Causes and Consequences of Inflationary Policies in Latin American Countries in the 1980s", in: Konjunkturpolitik, 36. Jahrg., H. 1, S. 43-62.

Fischer, Stanley (1986), "Exchange Rate versus Money Targets in Disinflation", in: S. Fischer, (Hrsg.), Indexing, Inflation, and Economic Policy, S. 247-262.

Fröhlich, Hans-Peter (1992), Währungspolitische Reformen in Osteuropa, Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik, Institut der deutschen Wirtschaft, Nr. 197.

Gabrisch, Hubert, et al. (1992), Depression and Inflation: Threats to Political and Social Stability - The Current Situation of Former CMEA Countries and Yugoslavia, Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche, Forschungsberichte Nr. 180, Februar.

Greene, Joshua E./Isard, Peter (1991), Currency Convertibility and the Transformation of Centrally Planned Economies, IMF Occasional Paper Nr. 81, Juni.

Handelsblatt (1993), "Das Vertrauen der Unternehmer hat für Budapest einen hohen Stellenwert", 11. Mai.

Handelsblatt (1992a), "Der Außenhandel beschert Warschau bessere Daten", 4. August.

Handelsblatt (1992b), "Warschaus Privatisierungsprogramm hat die gesteckten Ziele bisher verfehlt", 3. August.

Handelsblatt (1992c), "Die Kreditinstitute tragen noch schwer an der Altlast risikoreicher Forderungen", 30. Juli.

Handelsblatt (1992d), "Warschau will den IWF mit Maßnahmen zur Sanierung des Haushalts überzeugen", 3. September.

Handelsblatt (1992e), "Budapest erhofft von Auslandsinvestoren die dringend benötigten Aufbauspritzen", 24. September.

Handelsblatt (1992f), "Rußland dementiert Plan für eine Währungsreform", 1. Oktober.

Heinrich, Ralph (1991), "Gesamtwirtschaftliche Stabilisierungspolitik in Polen, Ungarn und der CSFR", in: Die Weltwirtschaft, S. 146-159.

Heymann, Daniel (1991), "From Sharp Disinflation to Hyperinflation, Twice: The Argentine Experience, 1985-1989, in: M. Bruno u.a. (Hrsg.), Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath, The MIT Press Cambridge Massachusetts, S. 103-135.

Hmcír, Miroslav (1992), "Money and Credit in the Transition of the Czechoslovak Economy", in: H. Siebert (Hrsg.), The Transformation of Socialist Economies, Tübingen, S. 307-325.

Hmcír, Miroslav/Klacek, Jan (1991), "Stabilization policies and currency convertibility in Czechoslovakia", in: Kommission der EG (Hrsg.), European Economy, The path of reform in Central and Eastern Europe, Special edition No. 2, S. 17-39.

Hughes, Gordon (1991), "Foreign exchange, prices and economic activity in Bulgaria", in: Kommission der EG (Hrsg.), European Economy, The path of reform in Central and Eastern Europe, Special edition No. 2, S. 157-175.

IMF (1991a), Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, Annual Report, Washington.

IMF (1991b), "Overview of Reforms", in: IMF Survey, 29. Juli, S. 237.

IMF (1992), "Czechoslovakia Provides Case Study For Economic Transformation", in: IMF Survey, 30. März, S. 108-111.

Kiguel, Miguel A. (1990), "Success and Failure of a Heterodox Shock: The Austral Plan", in: P. Falk (Hrsg.), Inflation: Are We Next?, Hyperinflations and Solutions in Argentina, Brazil, and Israel, London.

Kokoszczynski, Ryszard/Kondratowicz, Andrzej (1991), Monetary and Credit Policy in Polish Transition 1990-91, Polish Policy Research Group, Warsaw University, Discussion Papers Nr. 10, Dezember.

Kornai, Janos (1986), "The Soft Budget Constraint", in: Kyklos, Vol. 39, S. 3-30.

ders., (1992), "The Postsocialist Transition and the State: Reflections in the Light of Hungarian Fiscal Problems", in: The American Economic Review, Papers and Proceedings, May.

Lipton, David/Sachs, Jeffrey (1990), "Creating a Market Economy in Eastern Europe: The Case of Poland", in: Brookings Papers on Economic Activity, Heft 1.

Miller, Marcus/Sutherland, Alan (1993), "Contracts, Credibility, and Common Knowledge", in: IMF Staff Papers, Vol. 40 Nr. 1, März, S. 178-201.

Montias, J. M. (1991), "The Romanian economy: a survey of current problems", in: Kommission der EG, Hrsg, European Economy, The path of reform in Central and Eastern Europe, Special edition No. 2, S. 177-198.

Nuti, D. M. (1900), "Interne und internationale Aspekte des monetären Ungleichgewichts in Polen", in: Kommission der EG (Hrsg.), Europäische Wirtschaft Nr. 43, Wirtschaftlicher Wandel in Ungarn und in Polen, S. 185-200.

OECD (1991), Hungary, Economic Surveys, Paris.

OECD (1991/92), Mexico, Economic Surveys, Paris.

OECD (1992), Polen, Economic Surveys, Paris.

Ortiz, Guillermo (1991), "Mexico Beyond the Debt Crisis: Toward Sustainable Growth with Price Stability", in: M. Bruno u.a. (Hrsg.), Lessons of Economic Stabilization and Its Aftermath, The MIT Press Cambridge Massachusetts, S. 283-313.

Rosati, Dariusz K. (1992), "The Stabilization Program and Institutional Reform in Poland", in: H. Siebert (Hrsg.), The Transformation of Socialist Economies, Tübingen, S. 249-273.

Rostowski, Jacek (1992), "Comment on Dariusz K. Rosati, "The Stabilization Program and Institutional Reform in Poland" ", in: H. Siebert (Hrsg.), The Transformation of Socialist Economies, Tübingen, S. 274-279.

Schmieding, Holger (1992), Lending Stability to Europe's Emerging Market Economies, Kieler Studien Nr. 251, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Tübingen.

Tardos, Marton (1992), "Hungary: Transformation in Progress", in: Ch. Saunders (Hrsg.), Economics and Politics of Transition, Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche und MacMillan Press.

Thieme, H. Jörg (1991), "Reformen des monetären Sektors in sozialistischen Ländern: Ursachen, Transformationsbedingungen und institutionelle Voraussetzungen", in: Kredit und Kapital, Heft 1, S. 15-35.

Tosovsky, Josef (1993), Exchange Rate and the Transition: The Case of the Czech Republic, Prag, unveröffentlichtes Manuskript.

Végh, Carlos (1992), "Stopping High Inflation", in: IMF Staff Papers, Vol. 39 Nr. 3, September, S. 626-695.