

## Währungspolitische Optionen für die ostmitteleuropäischen EU-Beitrittskandidaten\*

Von Heiko Fritz\*\* und Hans-Jürgen Wagener\*\*\*

**Zusammenfassung:** Mit ihrem Beitritt zur Europäischen Union (EU) verpflichten sich die EU-Beitrittskandidaten, an der Europäischen Währungsunion teilzunehmen und den Euro einzuführen, sobald sie die Konvergenzkriterien erfüllen. Bereits als EU-Mitglieder mit eigener Währung müssen sie ihre Wechselkurspolitik als Angelegenheit von gemeinschaftlichem Interesse betrachten, und sie sehen sich der Erwartung gegenübergestellt, am EWS II teilzunehmen. Vor diesem Hintergrund wird in diesem Beitrag untersucht, welche währungspolitischen Optionen für die Beitrittskandidaten prinzipiell bestehen. Besonderes Augenmerk wird darauf gerichtet, (i) dass es sich bei den Beitrittskandidaten im Vergleich zum Euroraum um relativ gering entwickelte Volkswirtschaften im Aufholprozess handelt und (ii) dass der Systemwechsel Finanzdienstleistungssektoren von unterschiedlicher Leistungsfähigkeit und mit länderspezifischen Charakteristika hervorgebracht hat. Dementsprechend differenziert sollten auch die Währungsbeziehungen zum Euroraum ausgestaltet werden.

**Summary:** Joining EU the new members bind themselves to participate in the European Monetary Union and to introduce the Euro as soon as they fulfill the convergence criteria. As members of EU they are obliged already to consider their exchange rate policy a matter of common interest, and they face the expectation to participate in ERM II. In this context our paper investigates which monetary options are generally open to the new members. Special attention will be given to the facts (i) that the candidates are, compared to the Euro group, rather low developed economies in a process of catching-up, and (ii) that system change has produced financial sectors with country specific characteristics and different performance. It leads to the conclusion that monetary relations with the Euro group will have to be differentiated accordingly.

### 1 Einleitung

Mit dem Beitritt zur Europäischen Union (EU) verpflichten sich Neumitglieder, den rechtlichen Besitzstand der EU, den *acquis communautaire*, anzuerkennen und, soweit erforderlich, die nationale Wirtschaftspolitik entsprechend anzupassen. Im Bereich der Währungspolitik bedeutet dies, dass EU-Neumitglieder vom Zeitpunkt ihres Beitritts Mitglieder der Wirtschafts- und Währungsunion sind. Allerdings gilt für sie die Ausnahmeregelung des Art. 122 EGV. Sie behalten ihre nationale Währung bei, verpflichten sich aber, ihre Währungspolitik insbesondere gegenüber dem Euro als Angelegenheit des gemeinsamen Interesses anzusehen. Konkretisiert wurde dies gleichermaßen von der Europäischen Zentralbank (EZB), dem Ministerrat sowie der Europäischen Kommission als die Erwartung, die

\* Wir bedanken uns für wertvolle Anregungen bei anonymen Gutachtern.

\*\* University of Birmingham (UK), E-Mail: h.fritz@bham.ac.uk

\*\*\* Europa-Universität Viadrina, Frankfurt (Oder), E-Mail: wagener@euv-frankfurt-o.de

ationale Währung im Rahmen des Wechselkursmechanismus II (WKM II) mit einer Schwankungsbreite von maximal  $\pm 15\%$  an den Euro anzukoppeln. Im Unterschied dazu warnt die Bundesbank vor einem übereilten Beitritt zum WKM II, indem sie auf die Notwendigkeit weiterer wirtschaftlicher Konvergenz und der Wechselkursstabilisierung hinweist (vgl. Deutsche Bundesbank 2003a: 20).

Die wirtschaftswissenschaftliche Literatur steht Zielzonenarrangements vom Typus des WKM II bisweilen skeptisch gegenüber. Krugman (1991) argumentiert, diese Systeme wirken bereits dadurch wechselkursstabilisierend, dass die Interventionsankündigung der beteiligten Zentralbanken Wechselkursänderungserwartungen bei den Marktteilnehmern dämpft und dadurch spekulative Kapitalströme unterbindet. Ob dies gelingt, hängt allerdings von der Glaubwürdigkeit der Interventionsverpflichtung ab. Gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass neben dem Wechselkurs andere Größen, etwa die Inflationsrate, eine hohe Bedeutung in der Zielfunktion einer Zentralbank haben, können bereits geringe relative Veränderungen dieser Größen destabilisierende Spekulationen auf Leitkursänderungen auslösen (vgl. etwa De Grauwe und Grimaldi 2002). Gemäß dem *bipolar view* (vgl. Fischer 2001) bieten entweder völlig flexible Wechselkurse oder Systeme fixer Wechselkurse mit extrem hohen Ausstiegskosten, z. B. die einseitige Übernahme einer anderen Währung oder ein *currency board*, die Möglichkeit langfristiger Stabilität. Intermediäre Systeme hingegen sind inhärent anfällig gegenüber spekulativen Kapitalströmen und damit instabil.

Vor diesem Hintergrund fragt der vorliegende Beitrag nach geeigneten währungspolitischen Arrangements für die ostmitteleuropäischen Beitrittsländer Estland, Lettland, Litauen, Polen, Tschechien, die Slowakei, Slowenien und Ungarn – im Folgenden Ostmitteleuropa (OME) bezeichnet.<sup>1</sup> Gegenstand des folgenden Abschnitts 2 ist eine Bestandsaufnahme bezüglich der nominalen und realen Konvergenz zwischen OME und dem Euroraum. Darauf aufbauend bietet Abschnitt 3 eine Diskussion verschiedener währungspolitischer Optionen vor der Einführung des Euro. Abschnitt 4 fasst die Ergebnisse mit einigen Empfehlungen zusammen.

## 2 Bestandsaufnahme: Wechselkursregime der ostmitteleuropäischen Beitrittsländer

Das Spektrum der Wechselkurssysteme in OME reicht von Systemen extremer Wechselkursfixierung wie *currency boards* in Estland und Litauen bis hin zu völlig flexiblen Wechselkursen im Falle Polens und der Tschechischen Republik (Tabelle 1). Die Slowakei und Slowenien betreiben ein kontrolliertes *Floating*, bei dem es kein explizites Wechselkursziel gibt, die jeweiligen Zentralbanken aber vergleichsweise häufig als Akteure an den Devisenmärkten auftreten. Lettland entschied sich für eine konventionelle einseitige Währungsanbindung, während das Wechselkursarrangement Ungarns bei einer einseitigen Wechselkursfixierung mit Schwankungsbreiten von  $\pm 15\%$  bereits Züge des WKM II trägt. Die meisten Beitrittskandidaten konzentrieren sich in ihrer Währungspolitik auf den nominalen Wechselkurs der jeweiligen Landeswährung gegenüber dem Euro. Lediglich Lettland wählte die Sonderziehungsrechte (SZR) des Internationalen Währungsfonds als Bezugsgröße.

<sup>1</sup> Während Malta und Zypern zwar ebenfalls im Mai 2004 der EU beitreten werden, stellen sich für sie einige der in diesem Beitrag behandelten Probleme nicht in der gleichen Weise, da sie auf eine vergleichsweise lange Tradition marktwirtschaftlicher Institutionen zurückblicken können. Bulgarien und Rumänien werden erst zu einem späteren Zeitpunkt EU-Mitglieder sein.

Tabelle 1

**Wechselkurssysteme in OME**

Mai 2003

Land	Währung	Währungssystem
Estland	Krone	Currency Board (Euro)
Lettland	Lats	Einseitige Anbindung an SZR [+/-1 %]
Litauen	Litas	Currency Board (Euro)
Polen	Zloty	Flexibler Wechselkurs
Slowakei	Krone	Kontrolliertes Floating
Slowenien	Tolar	Kontrolliertes Floating (Euro)
Tschechien	Krone	Flexibler Wechselkurs
Ungarn	Forint	Einseitige Anbindung an Euro [+/-15 %]

Quelle: EZB (2003a: 131).

Bei der Interpretation von Tabelle 1 ist jedoch zu beachten, dass es sich hierbei um eine Momentaufnahme handelt. Seit Beginn der Systemtransformation bzw. der (Wieder-)Einführung eigener nationaler Währungen in OME hat es eine erhebliche Dynamik bei der Wahl von Wechselkurssystemen gegeben (vgl. etwa Corker et al. 2000). So ist Estland das einzige Land, das seit der Einführung der estnischen Krone im Jahre 1993 ein unverändertes Wechselkurssystem besitzt, sieht man von den Änderungen ab, die sich infolge des Ersetzens der D-Mark als Ankerwährung durch den Euro im Jahre 1999 ergaben. Alle anderen Länder haben seit 1990 mindestens einmal konstituierende Elemente ihres Wechselkurssystems geändert, sei es die Referenzwährung oder sei es den formalen Grad der Wechselkursflexibilität. Auffallend dabei ist, dass es in allen Fällen zu einer tendenziellen Wechselkursflexibilisierung gegenüber dem Euro kam.<sup>2</sup> So ließ Polen nach einer Wechselkursfixierung zu Beginn des Transformationsprozesses zunächst eine enge Schwankungsbreite um den Zloty-Leitkurs zu, bevor über die zwischenzeitliche Einführung eines *crawling peg* des Zloty im Jahre 2000 freigegeben wurde. Einen tendenziell ähnlichen Weg beschritt die Tschechische Republik, wobei die weitgehende Wechselkursflexibilisierung bereits früher im Gefolge der Währungskrise von 1997 eingeführt wurde.

## 2.1 Konvergenz

Relevant für die Einführung des Euro ist die Erfüllung der Maastrichter Konvergenzkriterien, die nach Art. 121 EGV u. a. die Einhaltung der normalen Bandbreite des Wechselkursmechanismus zwei Jahre vor der Einführung des Euro verlangen. Diese Formulierung lässt juristischen Interpretationsspielraum, der keineswegs auf das Erfordernis einer Mitgliedschaft im WKM II hindeutet (vgl. Beutel und Fritz 2003). Mit anderen Worten: Es bestehen selbst dann, wenn die schnellstmögliche Einführung des Euro das Ziel eines Beitrittslandes ist, mehrere Optionen für ein Wechselkurssystem. Für ein Land, das erst zu einem späteren Zeitpunkt die Einführung des Euro anstrebt, steht ein noch größeres Spektrum möglicher Arrangements zur Wahl. Weiterhin sehen die Maastricht-Kriterien nominale Konvergenz vor, die im Wesentlichen sicherstellen soll, dass die Preisniveaustabilität

<sup>2</sup> Die einzige Ausnahme ist Bulgarien, das im Jahre 1997 ein *currency board* einführte.

des Euroraums durch eine Erweiterung nicht gefährdet wird. Neben nominaler Konvergenz sollte reale Konvergenz gegeben sein, wie sie etwa die Theorie des optimalen Währungsraums fordert, da anderenfalls der Verlust einer eigenständigen Währungspolitik in bestimmten Situationen mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden sein kann (vgl. Mundell 1961). Rechtliche Konvergenz bezieht sich vor allem auf die Sicherstellung von Zentralbankunabhängigkeit sowie andere kapitalmarktrelevante Gesetzgebung.

## 2.2 Konvergenz in Bezug auf die Maastricht-Kriterien: Nominale Konvergenz

Bevor die Neumitglieder in der EU den Euro einführen können, müssen sie sich ähnlich wie zuvor die derzeitigen Mitglieder der EWU durch die Erfüllung der Maastrichter Kriterien hierzu qualifizieren. Im Einzelnen sind dies nach Art. 121 EGV:

- eine Inflationsrate (CPI), die den Durchschnitt der drei preisstabilsten Länder des Euro-raums um nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte übersteigt,
- ein langfristiger Zinssatz, der den Durchschnitt der langfristigen Zinssätze der drei preisstabilsten Länder des Euroraums um nicht mehr als 2 Prozentpunkte übersteigt,
- ein Haushaltsdefizit, das 3 % des Bruttoinlandsprodukts nicht übersteigt, sowie ein Staatsschuldenstand, der nicht höher ist als 60 % des Bruttoinlandsprodukts, und
- Wechselkursstabilität, interpretiert als spannungsfreie Mitgliedschaft im Europäischen Währungssystem in einem Zeitraum von mindestens zwei Jahren vor dem Stichtag, an dem die Konvergenzlage überprüft wird.

Tabelle 2 zeigt die Konvergenz der betrachteten EU-Beitrittskandidaten mit Bezug auf die Inflationskriterien sowie die Kriterien der Finanzlage des öffentlichen Sektors.<sup>3</sup>

Der Schuldenstand in OME lag in den letzten Jahren deutlich unter dem Durchschnitt des Euroraums und auch unter dem Referenzwert von 60 %. Lediglich Ungarn kann Gefahr laufen, Letzteren in den kommenden Jahren zu überschreiten. Die Haushaltsdefizite stellen sich in OME sehr unterschiedlich dar. Während Estland Überschüsse aufweist, wird in der Slowakei, in Tschechien und in Ungarn der Referenzwert von 3 % um mindestens das Doppelte überschritten. Betrachtet man die Entwicklung im Zeitraum 2000 bis 2002, so fällt auf, dass sich die öffentlichen Defizite in OME mit Ausnahme der drei baltischen Staaten deutlich erhöht haben. Dies trifft zwar auch auf den Euroraum zu und kann auf ein ungünstiges wirtschaftliches Umfeld zurückgeführt werden. Jedoch weisen die Länder in OME in diesem Zeitraum eine vergleichsweise positive Wachstumsperformance auf, die ein derartiges Ansteigen öffentlicher Defizite kaum rechtfertigt.<sup>4</sup> Eine Ausnahme bildet

<sup>3</sup> Das Wechselkurskriterium wurde oben bereits angesprochen. Das Zinskriterium ist ohnehin redundant: Wenn alle anderen Kriterien erfüllt sind, so liegen auch die langfristigen Zinssätze nahe beieinander, da Zinsdifferenzen vor allem durch unterschiedliche erwartete Inflationsraten, erwartete Wechselkursänderungen sowie unterschiedliche Bonitäten der Schuldner begründet sind. Letztere wiederum sind wesentlich durch die Haushaltslage und den Schuldenstand geprägt.

<sup>4</sup> Allerdings dürfte die Teilnahme an der EWU aufgrund des Verfehlens des Defizitkriteriums kaum scheitern. Die Erfahrungen der jetzigen EWU-Mitglieder legen nahe, dass Finanzminister hinreichende Kreativität besitzen, um das Defizitkriterium zu einem bestimmten Stichtag einzuhalten, sei es durch eine einmalig zu zahlende Eurosteuer oder durch eine entsprechende zeitliche Steuerung von Privatisierungserlösen.

Tabelle 2

### Konvergenzlage OMEs in Bezug auf die Maastricht-Kriterien 2000 bis 2002

In %

Land	Inflation			Defizit/BIP			Schuldenstand/BIP		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002 <sup>1</sup>
Estland	3,9	5,6	2,9	-0,7	0,5	0,7	5,0	4,8	5,8
Lettland	2,6	2,5	1,6	-2,8	-1,6	-1,8	13,9	15,7	15,2
Litauen	0,9	1,3	-0,9	-2,8	-1,9	-1,8	24,0	23,4	22,7
Polen	10,1	5,3	1,0	-2,7	-3,9	-4,4	40,9	37,3	41,8
Slowakei	12,2	7,0	3,1	-3,9	-5,4	-6,0	45,2	48,1	42,6
Slowenien	8,9	8,6	6,9	-1,4	-2,5	-1,8	27,6	27,5	28,3
Tschechien	3,9	4,5	0,1	-4,5	-5,2	-6,4	17,0	23,3	27,1
Ungarn	10,0	9,1	4,8	-3,7	-4,1	-6,9	55,4	53,4	56,3
<b>Euroraum</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>70,1</b>	<b>69,3</b>	<b>k. A.</b>

<sup>1</sup> Vorläufig.

Quellen: EZB (2003a); Europäische Kommission (2002, 2003).

Polen, bei dem der Anstieg des Defizits mit einem deutlichen Einbruch des zuvor außerordentlich hohen BIP-Wachstums einhergeht. Zudem stellen die Kosten der hohen Arbeitslosigkeit in Polen eine Belastung für den polnischen Staatshaushalt dar. Ansonsten sind die Defizite eher mit transformationsspezifischen Einflussfaktoren, wie den Kosten der Restrukturierung des Bankensektors und hohen Ausgaben zur Modernisierung der Infrastruktur, zu erklären (vgl. im Einzelnen Europäische Kommission 2002).

Hinsichtlich der Inflationsentwicklung zeichnete sich in OME in den vergangenen Jahren ebenfalls eine Konvergenz zum Euroraum ab. Lediglich Slowenien und Ungarn liegen deutlich über dem Referenzwert; alle anderen Länder unterschritten ihn im Jahre 2002 bereits oder lagen in seiner Nähe.

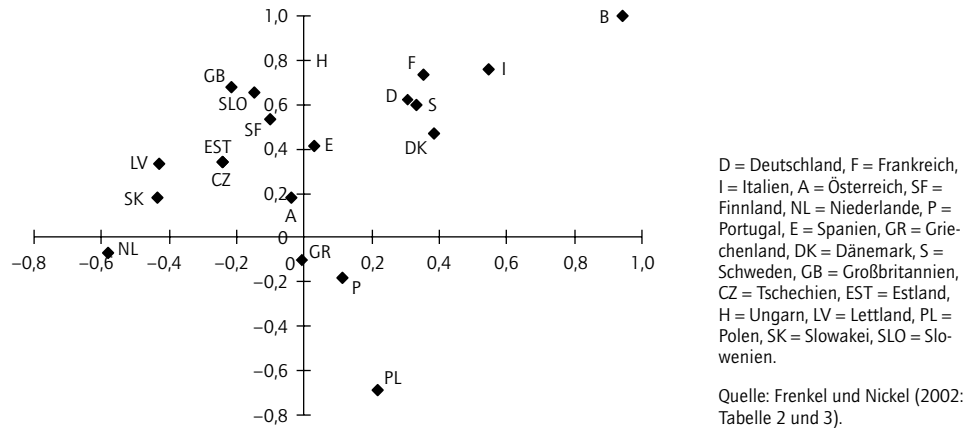
## 2.3 Reale Konvergenz

Die politischen Entscheidungsträger der EU einigten sich bei der Verabschiedung des Maastrichter Vertrags auf die oben genannten Konvergenzkriterien. Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht ist diese Fixierung auf nominale Konvergenz und damit auf die Maastricht-Kriterien mehrfach kritisiert worden (vgl. z. B. de Grauwe 2003). In diesen Arbeiten wird vielfach ein möglichst hohes Maß an realwirtschaftlicher Konvergenz für die Vorteilhaftigkeit einer Währungsunion verlangt.

Die Sichtweise zugunsten realer Konvergenz stützt sich u. a. auf Ansätze der Theorie des optimalen Währungsraums, die sich auf die Kosten des Verzichts einer eigenen Währung konzentrieren. Danach wird die Aufgabe von Währungspolitik vor allem darin gesehen, im Falle eines makroökonomischen Schocks, der zwei Regionen asymmetrisch trifft, durch eine Neubewertung der beteiligten Währungen in beiden Regionen eine Anpassung an ein neues makroökonomisches Gleichgewicht zu den volkswirtschaftlich geringsten Kosten zu erreichen. Auf eine eigene Währung kann demnach verzichtet werden, wenn

Abbildung 1

**Korrelation von Angebots- und Nachfrageschocks zwischen EU-Mitgliedern und Beitrittsländern einerseits und dem Euroraum andererseits 1995 bis 2001**



andere Anpassungsmechanismen, wie die Mobilität von Arbeitskräften oder Lohnflexibilität, in ausreichendem Maße gegeben sind. Aufgrund von hohen Migrationskosten und Arbeitsmarktrigiditäten kann hiervon im Falle von OME und der EU nicht ausgegangen werden.

So bleibt die Frage nach der Wahrscheinlichkeit des Auftretens eines asymmetrischen Schocks, das heißt, inwieweit aufgrund der Produktions- und Handelsstrukturen von Nachfrageverschiebungen zwischen dem Euroraum und den Beitrittsländern im Sinne der Theorie des optimalen Währungsraums ausgegangen werden kann. Die industrielle Restrukturierung und die systematische Ausweitung des Dienstleistungssektors im Transformationsprozess haben zu einer Annäherung der volkswirtschaftlichen Produktionsstruktur in OME an diejenige des Euroraums geführt, was seinen Niederschlag auch in einem steigenden Anteil des intra-industriellen Handels am Gesamthandel findet. Beides spricht dafür, dass eventuelle zukünftige externe Schocks eher symmetrischer als asymmetrischer Natur sind.

Frenkel und Nickel (2002) untersuchen mithilfe von vektor-autoregressiven Modellen die Korrelation von Angebots- und Nachfrageschocks in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten und ausgewählten Beitrittsländern auf der einen Seite und dem Euroraum auf der anderen Seite. Abbildung 1 bietet eine graphische Aufbereitung ihrer Ergebnisse.

Auf der horizontalen Achse ist die Korrelation zwischen Nachfrageschocks abgetragen, auf der vertikalen Achse diejenige für Angebotsschocks. Negative Korrelationen deuten auf die Existenz asymmetrischer Schocks hin, während positive Korrelationen ein Anzeichen dafür sind, dass die Konjunkturzyklen zwischen dem jeweiligen Land und dem Euroraum tendenziell eher synchron verlaufen.

In der Gesamtbetrachtung fällt neben einer relativ großen Streuung<sup>5</sup> auf, dass Angebotschocks stärker korreliert sind als Nachfrageschocks. Nachfrageschocks sind in OME tendenziell schwächer korreliert bzw. stärker negativ als bei den EWU-Mitgliedern. Allerdings sind Länder wie Polen und Ungarn, die ein hohes Maß an realwirtschaftlicher Integration mit dem Euroraum aufweisen, hinsichtlich der Korrelation durchaus mit peripheren Ländern des Euroraums vergleichbar.<sup>6</sup>

### 2.3 Wettbewerb und Wechselkursentwicklung

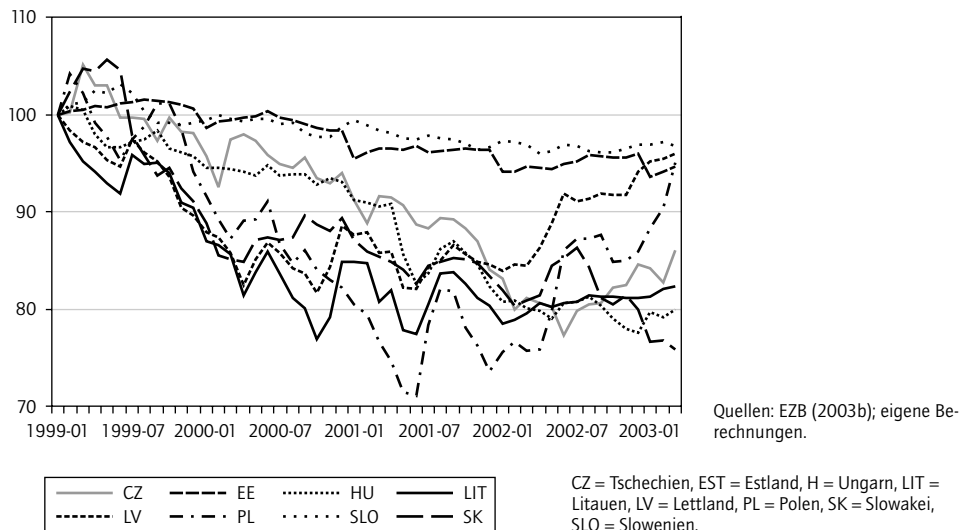
Zur Beurteilung der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit von Produkten aus OME gegenüber dem Euroraum wird in Abbildung 2 die Entwicklung des realen Wechselkurses der OME-Währungen gegenüber dem Euroraum wiedergegeben. Der reale Wechselkurs (REER) ist dabei folgendermaßen definiert:

$$\text{REER} = e [\text{OME-Währung/Euro}] * (P^{\text{Euroraum}} / P^{\text{OME}})$$

Ein Absinken des REER spiegelt demnach eine reale Aufwertung wider und bedeutet einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit des jeweiligen Landes gegenüber dem Euroraum. Bis Juli 2001 kam es bei allen Ländern in OME zu zum Teil deutlichen realen Aufwertungen gegenüber dem Euroraum. In der zweiten Jahreshälfte 2001 und noch deutlicher mit Beginn

Abbildung 2

#### Reale Wechselkurse der Währungen in OME gegenüber dem Euro 1999 = 100



<sup>5</sup> Einzelne Extrema, z. B. die annähernd perfekte Korrelation Belgiens mit dem Euroraum sowohl für Angebots- als auch für Nachfrageschocks oder die hohe negative Korrelation für Nachfrageschocks im Falle der Niederlande, dürften auf Unzulänglichkeiten in der zugrunde liegenden Datenbasis zurückzuführen sein.

<sup>6</sup> Dieses Ergebnis wird durch ähnliche Studien von Fidrmuc und Korhonen (2001; 2003) bestätigt.



des Jahres 2002 kam es in den meisten Ländern zu einer Verlangsamung der realen Aufwertung und in einigen Ländern auch zu einer deutlichen Umkehrung des Trends. Die Ursachen hierfür sind unterschiedlich. Zum einen machen sich in allen Ländern die oben bereits erörterten Erfolge bei der Inflationsbekämpfung positiv bemerkbar. Zum anderen ließen einige Länder, z. B. Polen, eine deutliche nominale Abwertung ihrer Währungen zu, um eine weitere Erosion der Wettbewerbsfähigkeit heimischer Produkte zu stoppen.

Es bleibt festzuhalten, dass die Beitrittsländer mit Blick auf die Maastricht-Kriterien in den letzten Jahren deutliche Konvergenzfortschritte gemacht haben. Weniger deutlich gilt dies hinsichtlich der realen Konvergenz.

### 3 Währungspolitische Optionen und Aspekte ihrer Beurteilung

Das Spektrum der währungspolitischen Optionen, die für OME diskutiert werden, ist breiter als jenes der derzeit in der Region existierenden Systeme. Es reicht vom Übergang zu völlig flexiblen Wechselkursen (vgl. Larraín und Vélasco 2002) bis hin zu einer einseitigen Einführung des Euro in OME (vgl. Bratkowski und Rostowski 2001). Im Einzelnen können hier nicht Kosten und Nutzen jeder Option diskutiert und gegeneinander abgewogen werden (vgl. hierzu etwa Buiter und Graafe 2002). Stattdessen soll auf einzelne Aspekte eingegangen werden, die bei der Diskussion besondere Beachtung verdienen: (i) Implikationen des *catching up*, (ii) die Bedeutung noch andauernder Systemtransformation und (iii) institutionelle Faktoren des WKM II.

Die Integration internationaler Finanzmärkte und ihre Rückwirkungen auf die Effektivität wirtschaftspolitischer Maßnahmen wird auch unter dem Stichwort *impossible trinity* diskutiert. Danach ist es für wirtschaftspolitische Akteure eines Landes, allen voran eine Zentralbank, nicht möglich, gleichzeitig uneingeschränkten Kapitalverkehr mit dem Ausland, Wechselkursstabilität und eine an binnenwirtschaftlichen Zielen – zumeist der Inflationsrate – ausgerichtete Geldpolitik zu gewährleisten. Hierdurch wird das Spannungsfeld deutlich, in dem sich die Länder in OME bei der Wahl ihres Wechselkurssystems bewegen. Durch den Beitritt zur EU gelten die Regeln des gemeinsamen Marktes; Kapitalverkehrsbeschränkungen gegenüber dem Euroraum scheiden dadurch als wirtschaftspolitisches Instrument aus. Es kann sich also ein *trade-off* zwischen Preisniveaustabilität und Wechselkursstabilität ergeben. Dieser tritt insbesondere dann zutage, wenn Gründe für ein systematisches Abweichen der Inflationsrate in OME von derjenigen im Euroraum in den kommenden Jahren vorliegen. In diesem Zusammenhang ist der Balassa-Samuelson-Effekt zu nennen, auf den im Folgenden kurz eingegangen werden soll.

Volkswirtschaften mit einem relativ geringen BIP pro Kopf weisen im ökonomischen Aufholprozess im Vergleich zu weiter entwickelten Ländern aufgrund des Balassa-Samuelson-Effekts eine tendenzielle Neigung zu höherer Inflation auf. Treten in OME der erhoffte Wachstumsschub und ein beschleunigtes *catching up* durch den EU-Beitritt ein, so dürfte auch der Balassa-Samuelson-Effekt umso prononcierter ausfallen. Allgemein liegt ihm die Beobachtung zugrunde, dass Einkommensunterschiede zwischen den Volkswirtschaften ihre Ursache vor allem in Produktivitätsunterschieden haben. Im Zuge des Aufholprozesses kommt es zu Produktivitätssteigerungen, die bei der Produktion handelbarer Güter aufgrund des internationalen Wettbewerbsdrucks sowie sektoral konzentrierter Direktinvestitionen höher ausfallen als bei der Herstellung nicht handelbarer Güter, z. B. lokal begrenzt-



ter Dienstleistungen. Entsprechend den Produktivitätszuwächsen erfolgt im Sektor der handelbaren Güter eine Steigerung des Lohnniveaus. Infolge von Knappheit an Arbeitskräften, von Gewerkschaftsmacht oder von staatlicherseits unerwünschter Lohnspreizung zwischen beiden Sektoren überträgt sich diese Lohnsteigerung zumindest partiell auch auf den Sektor nicht handelbarer Güter. Hier liegt sie jedoch oberhalb des Produktivitätszuwachses, so dass es zu Preissteigerungen kommt, die auch gesamtwirtschaftlich je nach der Bedeutung des Sektors nicht handelbarer Güter zu Preisniveaueuftriebstendenzen führen.<sup>7</sup>

Neben dem Balassa-Samuelson-Effekt, der seinen Ursprung in Entwicklungsunterschieden hat, gibt es transformationsspezifische Gründe für eine abweichende Inflationsrate in OME. So wird in diesen Ländern ein vergleichsweise hoher Anteil der Preise entweder auf administrativem Wege oder auf nichtkompetitiven Märkten gebildet. Im Zuge des Absinkens dieses Anteils sind entsprechende Preisänderungstendenzen zu erwarten. Allerdings ist unklar, in welche Richtung sich daraus eine Abweichung zum Euroraum ergibt. Soweit es sich um administrierte Preise handelt, etwa diejenigen für Energieversorgung privater Haushalte oder für Transportdienstleistungen, ist im Zuge einer Liberalisierung mit Preisanstiegen zu rechnen. Die UN Economic Commission for Europe (2003: 68 f.) weist z. B. im Falle Ungarns und der Slowakei darauf hin, dass die Anhebung „künstlich niedriger“ administrierter Preise die Inflationsentwicklung dieser Länder beeinflusst. Der Anteil administrierter Preise am Warenkorb zur Berechnung des CPI lag im Jahre 2000 lediglich in Polen unter 10 %, in allen anderen Ländern der Region jedoch zum Teil deutlich darüber, so etwa in Estland bei 25 % (vgl. EBRD 2001). Handelt es sich hingegen um Märkte mit monopolistischer Angebotsstruktur ohne administrierte Preise, wie ebenfalls in bestimmten Bereichen des Energiesektors, des Transportwesens und der Telekommunikation, so ist im Zuge einer Öffnung dieser Märkte oder einer effektiveren Regulierung der Anbieter mit Preissenkungen zu rechnen. Welcher dieser Effekte überwiegt, ist von Land zu Land unterschiedlich.

Trotz der erfolgreichen Desinflationierung in den vergangenen Jahren ist aufgrund der voranstehenden Überlegungen von einer mittelfristig weiterhin bestehenden Inflationsdifferenz zwischen OME und dem Euroraum auszugehen. Dies spricht gegen eine Fixierung des nominalen Wechselkurses, die zu weiterer realer Aufwertung und dem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit führen würde.

Weiterhin geht eine strikte Fixierung des Wechselkurses oder eine unilaterale Euro-Einführung damit einher, dass die Zentralbank in der Wahrnehmung der Funktion des *lender of last resort* eingeschränkt ist. Eine Kreditgewährung der Zentralbank an eine Geschäftsbank, die sich in Liquiditätsschwierigkeiten befindet, führt tendenziell zu einer Geldmengenerweiterung, die beachtlich sein kann, wenn es sich um eine große Geschäftsbank handelt oder eine Bankenkrise abgewendet werden soll, in die mehrere Institute involviert sind. Infolge der Geldmengenerweiterung kann auch der Wechselkurs unter Druck geraten. Die Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung setzt folglich sowohl einen soliden, kri-

<sup>7</sup> Halpern und Wyplosz (2001) zeigen, dass in OME die Voraussetzungen für den Balassa-Samuelson-Effekt vorliegen. Im Zeitraum 1992 bis 1999 kam es zu (i) äußerst geringen Veränderungen der Lohnrelation zwischen der Industrie und dem Dienstleistungssektor, (ii) größeren Produktivitätszuwächsen in der Industrie sowie (iii) zu einem Anstieg des relativen Preisverhältnisses von industriellen Erzeugnissen und Dienstleistungen. Aufgrund ökonomischer Berechnungen schreiben dieselben Autoren dem Balassa-Samuelson-Effekt eine jährlich etwa 3-prozentige reale Aufwertung mittel- und osteuropäischer Währungen gegenüber dem Euroraum zu. Bei fixierten nominalen Wechselkursen bedeutet dies eine höhere Inflation in OME als im Euroraum.

Tabelle 3

**Ausgewählte Kennziffern des Bankensektors in OME 2001**

In %

Land	Bankeinlagen/BIP	Notleidende Kredite/ gesamte Bankkredite	Aktiva von Auslandsbanken/ gesamte Bankenaktiva
Estland	38,8	2,2	k. A.
Lettland	22,2	2,8	62,6
Litauen	20,3	8,3	83,9
Polen	40,6	17,6	69,2
Slowakei	62,1	13,1	81,0
Slowenien	64,0	4,8	5,7
Tschechien	66,7	21,6	94,2
Ungarn	45,1	3,3	65,4

Quelle: Europäische Kommission (2002).

sensicheren Bankensektor und einen leistungsfähigen Interbanken-Geldmarkt voraus als auch eine funktionstüchtige und effizient arbeitende Bankenaufsicht zur Früherkennung und Vermeidung von Krisen. Beides kann in Transformationsökonomien nicht ohne weiteres erwartet werden. Tabelle 3 gibt einen Überblick über einige Kennziffern des Bankensektors in der Region.

Gemessen an den Einlagen in Relation zum BIP zeigt sich die relative Rückständigkeit des Bankensektors in OME. Selbst die in dieser Hinsicht am weitesten entwickelten Beitrittsländer Tschechien, Slowenien und die Slowakei bleiben deutlich hinter dem Euroraum zurück, in dem die Bankeneinlagen bei über 80 % des BIP liegen (Deutsche Bundesbank 2003: 41). Auch der Anteil notleidender Kredite an den gesamten Krediten des Bankensektors ist insbesondere in den größeren Ländern nach wie vor hoch. Estland, Lettland und Ungarn hingegen bewegen sich im Bereich des Euroraums, wo im Jahre 2001 knapp 2,8 % der Bankkredite als notleidend galten (EZB 2003: Tabelle 3). Wenngleich die relativ hohe Bedeutung von Auslandsbanken in Transformationsländern als systemstabilisierender Faktor anzusehen ist (vgl. Weltbank 2002: Kapitel 4), hat man es in OME angesichts dieser Kennziffern noch nicht mit einem krisenfesten Bankensektor zu tun. Auch die Bankenaufsicht kann noch nicht für die notwendige Krisenprävention sorgen (vgl. Europäische Kommission 2002). Die Länder können deshalb auf einen *lender of last resort* nicht verzichten. Lediglich Länder mit relativ soliden Bankensystemen sollten daher eine strikte Wechselkursfixierung als Option ansehen. Zuvor ist die Bankenaufsicht hinreichend auszubauen und zu überprüfen, inwieweit etwa das Finanzministerium die Rolle des *lender of last resort* zumindest zeitweise übernehmen kann. Verbesserungen im Bereich der Bankenaufsicht sind durch die Europäische Kommission (2002) vor allem für Slowenien und die Tschechische Republik angemahnt worden. Neben einer notwendigen Klärung der Aufgabenteilung zwischen verschiedenen für die Bankenaufsicht zuständigen Organisationen betrifft dies auch die Behandlung von Querbeteiligungen zwischen Akteuren in verschiedenen Segmenten des Finanzmarktes, insbesondere Banken und Versicherungen. In deutlich abgeschwächter Form gilt diese Kritik auch für Litauen, Polen und die Slowakei.

Eine Bankenkrise kann ihren Ursprung jedoch im Wechselkurssystem selbst haben. Bei integrierten Finanzmärkten enthält die konsolidierte Bilanz des Geschäftsbankensektors stets einen gewissen Anteil an Fremdwährungspositionen. Eine veränderte Bewertung die-

ser Positionen kann eine Bankenkrise auslösen, insbesondere dann, wenn sie infolge einer unerwarteten Änderung eines festen Wechselkurses auftritt. Ein besonderes Risiko geht daher von Systemen mit festen, aber veränderlichen Wechselkursen und gegebenenfalls einer zulässigen Schwankungsbreite um einen Leitkurs aus.

De Grauwe (1997) kritisiert das institutionelle Design des WKM II mit Blick auf seine Anfälligkeit in zweierlei Hinsicht. Erstens führt die Tatsache, dass es von vornherein als transitorisches Arrangement bis zur Übernahme des Euro geplant ist, dazu, dass die Teilnehmer an den Devisenmärkten bereits auf marginale Änderungen von Fundamentalfaktoren mit erheblichen Kapitalbewegungen reagieren, da sie stets mit Blick auf die Qualifikation zur Teilnahme am Euro interpretiert werden. Zweitens ist das *commitment* zur Verteidigung des Leitkurses im WKM II etwa im Vergleich zum WKM des Europäischen Währungssystems relativ schwach, da bei Gefährdung von Preisniveaustabilität im Euroraum kursstützende Interventionen einseitig ausgesetzt werden können.

Ungarn musste entsprechende Erfahrungen mit der WKM-II-ähnlichen Anbindung des Forint an den Euro bereits machen: Im Januar 2003 führten Spekulationen über eine Aufhebung der oberen Schwankungsbreite innerhalb weniger Stunden zu kurzfristigen Kapitalzuflüssen im Umfang von mehreren Prozent des ungarischen BIP. Die Währungshüter konnten dieser massiven Ströme kurzfristig nur durch die Einführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen Herr werden; eine spätere Zinssenkung führte zu einer entsprechenden Beschleunigung des Geldmengenwachstums und des Preisauftriebs (vgl. BIZ 2003: 61).

#### 4 Schlussbemerkungen

In diesem Beitrag ist der Frage nachgegangen worden, welche Wechselkurssysteme den neuen Mitgliedsländern in OME für den Zeitraum nach ihrem Beitritt und bis zur Einführung des Euro empfohlen werden sollten. Im Unterschied zum *one size fits all* der EWU legen unsere Ausführungen eine differenzierte Strategie für die Übergangsphase nahe. Während in jüngerer Zeit beachtliche nominale und in einigen realwirtschaftlich besonders stark mit dem Euroraum integrierten Ländern auch reale Konvergenz erzielt werden konnte, spricht vor allem die Existenz des Balassa-Samuelson-Effekts in den kommenden Jahren für eine systematische Inflationsdifferenz zum Euroraum. Die frühzeitige Fixierung des nominalen Wechselkurses führt in diesem Falle zu einer realen Aufwertung und einem entsprechenden Verlust an Wettbewerbsfähigkeit. Die Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung sinkt als Folge destabilisierender Kapitalströme. Zudem können die Finanzmarktinstitutionen in einzelnen Ländern in OME noch nicht als hinreichend krisenfest angesehen werden, um bedenkenlos die Rolle der Zentralbank als *lender of last resort* zu beschränken. Aber auch ein WKM-II-Arrangement scheint ungeachtet der Schwankungsbreite, die ein Land wählt, aufgrund seiner Ambivalenz zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielen das Problem von Finanzmarktkrisen eher zu verstärken als zu beheben. Insofern muss der Bundesbank zugestimmt werden, wenn sie warnt:

„Die beitretenden Länder befinden sich in einem komplexen Transformations- und Anpassungsprozess, der durch ein hohes Maß an Wechselkursflexibilität möglicherweise leichter bewältigt werden kann.“ (Deutsche Bundesbank 2003a: 19)

## Literaturverzeichnis

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2003): *73. Jahresbericht*. Basel.
- Beutel, Jochen und Heiko Fritz (2003): *Wechselkurspolitik nach der Osterweiterung der Europäischen Union*. Mimeo. Frankfurt/Oder.
- Bratkowski, Andrzej und Jacek Rostowski (2001): Unilateral Adoption of the Euro by the Applicant Countries: The Macroeconomic Aspects. In: Lucjan T. Orlowski (Hrsg.): *Transition and Growth in Post-Communist Countries: The Ten-Year Experience*. Cheltenham, 125–147.
- Buiter, Willem und Clemens Grafe (2002): Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for the Accession Countries. *EIB Papers*, 7 (2), 51–71.
- Corker, Robert, Craig Beaumont, Rachel VanElkan und Dora Iakova (2000): *Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies: Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession*. IMF Policy Discussion Paper.00/03. Washington, D.C.
- De Grauwe, Paul (1997): Exchange Rate Arrangements Between the Ins and the Outs. In: Paul R. Masson, Thomas H. Krueger und Bart G. Turtelboom (Hrsg.): *EMU and the International Monetary System*. Washington, D.C., 97–121.
- De Grauwe, Paul und Marianna Grimaldi (2002): Exchange Rate Regimes and Financial Vulnerability. *EIB Papers*, 7 (2), 33–48.
- De Grauwe, Paul (2003): *Economics of Monetary Union*. 5. Aufl. Oxford.
- Deutsche Bundesbank (2003a): Wirtschafts- und währungspolitische Zusammenarbeit der EU mit den beitretenden Ländern nach Unterzeichnung des Beitrittsvertrages. *Monatsbericht*, 7, 15–20.
- Deutsche Bundesbank (2003b): Die Finanzmärkte in den mittel- und osteuropäischen Ländern vor dem Beitritt zur EU. *Monatsbericht*, 7, 39–56.
- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) (2001): *Transition Report 2001*. London.
- Europäische Kommission (2002): *Update of the Report on Macroeconomic and Financial Sector Stability Developments in Candidate Countries*. Enlargement Paper No. 11. Brüssel.
- Europäische Kommission (2003): *Main Results of the April 2003 Fiscal Notifications Presented by the Candidate Countries*. Enlargement Paper No. 17. Brüssel.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2003a): *Jahresbericht 2002*. Frankfurt a. M.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2003b): Statistics – Exchange Rates. Download unter: [www.ecb.int](http://www.ecb.int) (Stand vom 22.08.2003).
- Europäische Zentralbank (EZB) (2003c): *EU Banking Sector Stability*. Frankfurt a. M.
- Fidrmuc, Jarko und Iikka Korhonen (2001): *Similarity of Supply and Demand Shocks Between the Euro Area and the CEECs*. BOFIT Discussion Paper No. 14. Helsinki.
- Fidrmuc, Jarko und Iikka Korhonen (2003): *The Euro Goes East. Implications of the 2000–2002 Economic Slowdown for Synchronisation of Business Cycles between the Euro Area and CEECs*. BOFIT Discussion Paper No. 6. Helsinki.
- Fischer, Stanley (2001): Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), 3–24.
- Frenkel, Michael und Christiane Nickel (2002): *How Symmetric Are the Shocks and the Shock Adjustment Dynamics Between the Euro Area and Central and Eastern European Countries?* IMF Working Paper No. 222. Washington, D.C.
- Halpern, László und Charles Wyplosz (2001): *Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection*. Genf.

- International Monetary Fund (diverse): *International Financial Statistics*. Washington, D.C.
- Krugman, Paul R. (1991): Target Zones and Exchange Rate Dynamics. *Quarterly Journal of Economics*, 56 (3), 669–882.
- Larraín, Felipe and Andrés Vélasco (2002): How Should Emerging Economies Float Their Currencies? *Economics of Transition*, 10 (2), 365–392.
- Mundell, Robert (1961): A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, 51 (4), 657–665.
- United Nations Economic Commission for Europe (UNECE) (2003): *Economic Survey of Europe*, 1. Genf.
- Weltbank (2002): *World Development Report 2002*. Washington, D.C.