

Schriften des Vereins für Socialpolitik

---

Band 236

# Geld und Kredit im Transformationsprozeß

Von

Karl-Hans Hartwig, Kazimierz Laski, Gijsbertus van Selm,  
Heinz-Dieter Smeets, Hans-Jürgen Wagener,  
Andreas Graf Wass von Czege

Herausgegeben von

H. Jörg Thieme



**Duncker & Humblot · Berlin**

**Schriften des Vereins für Socialpolitik**  
**Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften**  
**Neue Folge Band 236**

**SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK**

**Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften**

**Neue Folge Band 236**

---

**Geld und Kredit  
im Transformationsprozeß**



**Duncker & Humblot · Berlin**

# **Geld und Kredit im Transformationsprozeß**

**Von**

**Karl-Hans Hartwig, Kazimierz Laski, Gijsbertus van Selm,  
Heinz-Dieter Smeets, Hans-Jürgen Wagener,  
Andreas Graf Wass von Czege**

**Herausgegeben von**

**H. Jörg Thieme**



**Duncker & Humblot · Berlin**

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Geld und Kredit im Transformationsprozess** / von Karl-Hans  
Hartwig . . . Hrsg. von H. Jörg Thieme. – Berlin : Duncker und  
Humblot, 1995

(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts-  
und Sozialwissenschaften ; N. F., Bd. 236)

ISBN 3-428-08195-1

NE: Hartwig, Karl-Hans; Thieme, Hans Jörg [Hrsg.]; Gesellschaft für  
Wirtschafts- und Sozialwissenschaften: Schriften des Vereins . . .

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen  
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten

© 1995 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fremddatenübernahme und Druck:

Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0505-2777

ISBN 3-428-08195-1

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
gemäß der ANSI-Norm für Bibliotheken

## Vorwort

Die Umstellung des monetären Sektors auf marktwirtschaftliche Basis bereitet in den Transformationsökonomien besondere Schwierigkeiten und Probleme. Ursache hierfür sind die Erblast der monetären Fehlversorgung im administrativen Plansystem, fehlende institutionelle Rahmenbedingungen einer funktionierenden Geld- und Kreditwirtschaft sowie insbesondere mangelndes Wissen über die monetären Zusammenhänge. Angesichts der Funktionsweise sozialistischer Planwirtschaften ist dies nicht verwunderlich: Administrative Zentralplanung war zwar immer von monetärer Planung begleitet. Wie die Vertreter der sozialistischen Ökonomik immer wieder betonten, diene sie in der Übergangsphase zum Kommunismus aber lediglich der leichteren Planung natürlicher Variablen sowie der leichteren Abwicklung arbeitsteiligen Wirtschaftens bei strikter zentraler Prozeßplanung. In diesem Sinne sollte Geld passiv sein, keinen eigenständigen Einfluß auf ökonomische Prozesse ausüben. Dieser Auffassung folgte auch die institutionelle Ausgestaltung der Zentralplanung monetärer Bestands- und Stromgrößen. Staatliche Festpreise und -löhne, administrativ fixierte Kredit- und Einlagenzinssätze, zentrale Kredit- und Bargeldpläne sollten das Gleichgewicht zwischen monetären und natürlichen Plänen im Zeitablauf sichern, Inflation ausschließen und damit die Überlegenheit des sozialistischen Plansystems für alle Welt sichtbar machen.

Die monetäre Realität im Sozialismus entsprach — wie auch in anderen Bereichen — nicht diesen Vorstellungen: Schon vor dem Mauerfall zeigten viele Indikatoren mehr oder weniger dramatische monetäre Ungleichgewichte in den einzelnen sozialistischen Ländern, existierten Prozesse der Beschleunigung von verdeckter oder versteckter Inflation, nahm die Überversorgung mit heimischen Zahlungsmitteln zu und deren Akzeptanz bei der Bevölkerung ab.

Mit der seit 1989 eingeleiteten Transformation des politischen und ökonomischen Systems zentraler Planung wurde sehr schnell offenkundig, daß die monetäre Überversorgung in den sozialistischen Planwirtschaften zu einem dramatischen Hemmnis des Transformationsprozesses werden würde. Die notwendige Preisfreigabe induzierte scharfe Inflationsakzelerationen, die schwere ökonomische und insbesondere soziale Verwerfungen auslösten, was wiederum den politischen Widerstand gegen marktwirtschaftliche Lösungen stärkte. Erschwerend kam hinzu, daß weder das Zentralbanksystem funktionierte noch nach ökonomischen Kriterien arbeitende Geschäftsbanken existierten. Zugleich war das Wissen über das Funktionieren von Geld- und Kreditmärkten, über die geldpolitischen Steue-

rungsinstrumente und deren Effekte sehr gering, weil es im administrativen System nicht erforderlich war.

Der Bedeutung von Geld und Kredit im Transformationsprozeß zur Marktwirtschaft war die Tagung des Ausschusses zum Vergleich von Wirtschaftssystemen des Vereins für Socialpolitik gewidmet, die vom 26. bis 28. September 1993 in Telgte stattfand. In fünf Referaten und Koreferaten wurden einige theoretische, aber auch länderspezifische Aspekte monetärer Transformationsprozesse diskutiert.

Ein Schwerpunkt der Diskussion lag auf der Geld-, Banken- und Haushaltspolitik bei nicht vorhandenen oder unterentwickelten Geld- und Kapitalmärkten. Dabei wurden die Schwierigkeiten einer stabilitätsorientierten Geldmengensteuerung (Prognose der Geldnachfrage und des Produktionspotentials) in der Transformationsphase ebenso sichtbar wie die enge Verknüpfung zwischen monetärer Stabilisierung und Konsolidierung des Staatshaushalts. Geldpolitik wird damit in der Transformationsphase zu einem besonderen Anwendungsbeispiel der Neuen Politischen Ökonomie (*Hartwig*). Welche Probleme eine graduelle Transformation des monetären Systems schafft, wurde am konkreten Beispiel der Bankenreform in Ungarn diskutiert (*Wass von Czege*): Dominanz weniger (staatlicher) Großbanken, fehlende Bankenaufsicht, zurückhaltendes Kreditangebotsverhalten der Banken, fehlende personelle Ressourcen im Bankensektor, unterentwickelte Geld- und Kapitalmärkte und deshalb eine geringe Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Instrumentariums kennzeichnen die Übergangsphase und behindern das Entstehen von Vertrauen in die Bankenreform. Besondere Bedeutung erlangt die Haushaltspolitik in der Transformationsphase: Die Staatsbudgetdefizite steigen rasant an, weil im Transformationsprozeß die sozialen Mehrausgaben dramatisch steigen bei transformationsbedingten Mindereinnahmen (*Laski*). Kontrovers diskutiert wurde, ob eine Geldmengenfinanzierung dieser Haushaltsdefizite gesamtwirtschaftlich einer raschen Konsolidierung des Staatshaushalts vorzuziehen sei.

Wechselkurs- und Außenwirtschaftsprobleme im Transformationsprozeß wurden in einem zweiten Schwerpunkt diskutiert: Auf der Grundlage des Barro / Gordon-Modells wird deutlich, daß eine Wechselkursbindung allein keine positiven Glaubwürdigkeitseffekte für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik auslöst (*Smeets*). Diese kann nur durch eine konsequente Umgestaltung des Zentralbanksystems erreicht werden, wobei die kurzfristigen negativen Realeffekte einer stabilitätsorientierten Geldpolitik durch entsprechende Abwertungen der heimischen Währung teilweise gemindert werden können.

Die Entwicklung des Außenhandels und der Währungen in den sowjetischen Nachfolgestaaten ist geprägt durch Desintegration, Zerstörung der vormaligen Kooperationsstränge und den Anstieg der Transaktionskosten durch den Aufbau neuer politischer Grenzen und eigenständiger Währungen (*Wagener / van Selm*).

Dabei ist gegenwärtig unsicher, ob Rußland seine dominierende Rolle in der Region nutzen und positive Wohlfahrtseffekte durch Schaffung eines gemeinsamen Marktes und einer Währungsunion bewirken kann.

Auch dieser Tagungsband kann die dramatische Bedeutung der monetären Seite des Transformationsprozesses nur in Einzelaspekten verdeutlichen. Referenten, Koreferenten und Diskutanten haben jedoch zentrale Probleme der monetären Transformation ausgeleuchtet und — aufgrund unterschiedlicher methodischer Neigungen und theoretischer Positionen — verschiedene Facetten des monetären Transformationsprozesses sichtbar gemacht. Dafür danke ich allen Beteiligten. Meinem Mitarbeiter, Herrn Dr. Albrecht Michler, danke ich für die Hilfe bei der Tagungsorganisation sowie für die geduldige Unterstützung bei dem — nicht immer einfachen — Versuch, die Ergebnisse der Tagung zügig zu publizieren. Frau Silvia Menke, M.A., Frau Dipl.-Kff. Anke Schulz, Herrn cand. rer. pol. Karsten Schulz und Herrn Dr. Henning Eckermann danke ich für sorgfältige Korrekturarbeiten.

Düsseldorf, im Sommer 1994

Prof. Dr. *H. Jörg Thieme*





## Inhaltsverzeichnis

Geldpolitik im Transformationsprozeß. Verlauf und Restriktionen Von <i>Karl-Hans Hartwig</i> , Bochum .....	11
Ungarns Erfahrungen mit der Bankenreform — Probleme einer graduellen Transformationsstrategie Von <i>Andreas Graf Wass von Czege</i> , Wolfsburg .....	37
Fiscal Policy and Effective Demand During Transformation Von <i>Kazimierz Laski</i> , Wien .....	61
Preisniveaustabilität durch Wechselkursbindung. Eine erfolgversprechende Strategie für die Länder Mittel- und Osteuropas? Von <i>Heinz-Dieter Smeets</i> , Düsseldorf .....	81
Wohin rollt der Rubel? Außenhandel und Währung in den sowjetischen Nachfolgestaaten Von <i>Hans-Jürgen Wagener</i> , Frankfurt/O., und <i>Gijsbertus van Selm</i> , Groningen	109



# Geldpolitik im Transformationsprozeß Verlauf und Restriktionen

Von *Karl-Hans Hartwig*, Bochum

## A. Vorbemerkung

Als zentrales und vordringliches Element bei der Transformation sozialistischer Wirtschaftssysteme gilt neben der Liberalisierung der Preise und des Außenwirtschaftsverkehrs eine rasche monetäre Stabilisierung mit anschließender stabilitätskonformer Geldpolitik (*Apolte / Cassel* 1991, S. 116 f.; *Gelb / Gray* 1991; *Dornbusch* 1992; *Fischer* 1992, S. 88 f.; *Portes* 1993). Während die Stabilitätspolitik darauf gerichtet ist, den im Sozialismus über Jahrzehnte hinweg akkumulierten Geldüberhang kurzfristig abzubauen und damit zunächst einmal monetäres Gleichgewicht überhaupt herzustellen, soll mit einer darauffolgenden langfristig angelegten Geldpolitik dieses Gleichgewicht dauerhaft gesichert werden. Damit will man inflatorische Prozesse verhindern, die neben Verteilungseffekten erhebliche Fehlallokation bewirken, weil sie die Lenkungsfunktion der Preise nachhaltig beeinträchtigen. Angesichts der notwendigen Bereinigung von administrativen Verzerrungen, denen die Preisstruktur traditionell im Sozialismus unterliegt, ist zwar in der Übergangsphase ein vorübergehender Preisniveaustieg nicht auszuschließen. Ebenso muß bei der transformationsbedingten Freigabe der Preise mit einem Umschlagen von Kassenhaltungs- in Preisinflation gerechnet werden. Je schneller die Preisliberalisierung erfolgt, umso eher dürften diese Anpassungseffekte jedoch abgeschlossen sein. Um die damit verbundene Anpassungsinflation und den durch sie eventuell provozierten Transformationswiderstand in der Bevölkerung so gering wie möglich zu halten, wird daher bereits frühzeitig eine restriktive auf die Begrenzung des Geldmengenwachstums gerichtete Politik gefordert, gilt eine Politik des knappen Geldes als zentraler Bestandteil nahezu jedes Transformationsprogramms (*IMF / World Bank / OECD / EBRD* 1991, S. 389). Institutionell ist diese Politik durch den Aufbau eines zweistufigen Bankensystems mit einer möglichst unabhängigen Notenbank und weitgehend privaten Geschäftsbanken abzusichern, in dem die Notenbank über ein entsprechendes geldpolitisches Instrumentarium verfügt (*Michler / Thieme* 1991, S. 317 ff.; *Hartwig* 1992, S. 146 ff.).

## B. Geldpolitische Ziele

Ein monetäres Stabilisierungsprogramm wird nicht nur von ausländischen Beratern und internationalen Organisationen als notwendig erachtet. Auch die postsozialistischen Staaten selbst teilen diese Einschätzung, meist aus eigenem Antrieb, nicht zuletzt aber auch, um damit den Kreditvergabekriterien des IMF zu genügen (OECD 1992, S. 31). Polen war der erste ehemals sozialistische Staat, der unter seiner neuen nicht-kommunistischen Regierung Ende 1989 in Anlehnung an die Vorstellungen des IMF ein Stabilisierungsprogramm verabschiedete. Vorrangiges Ziel war es dabei, jenes als „shortageflation“ (Kolodko / Mc Mahon 1987) bezeichnete Zusammentreffen von offener und zurückgestauter Inflation zu überwinden, das Ende der achtziger Jahre mit Steigerungsraten von 244 % p. a. der partiell freigegebenen Preise (etwa 50 % gemessen am Umsatz) und einer gleichzeitig rapiden Zunahme der Mengenrationierung für Güter mit staatlich regulierten Preisen ein immer bedrohlicheres Ausmaß annahm. In Verbindung mit einem Quasi-Lohnstopp und festem Wechselkurs als nominalem Anker sollte dies vor allem durch eine restriktive Geld- und Budgetpolitik erreicht werden (Lipton / Sachs 1990; Balcerowicz 1989). Ungarn hatte zwar bereits mit seiner Bankenreform von 1987 versucht, die Grundlage für eine stabilitätskonforme Geldpolitik zu schaffen. Erst die aus demokratischen Wahlen hervorgegangene neue Regierungskoalition machte aber die Geldpolitik 1991 explizit zum zentralen Bestandteil ihres Transformationsprogramms (Estrin / Hare / Surany 1992, S. 795 ff.). Für die erste demokratisch gewählte Regierung der CSFR hatte eine „strikt anti-inflationäre Geldpolitik“ sogar absolute Priorität im makroökonomischen Teil ihres am 1. September 1990 verabschiedeten „Szenarios der ökonomischen Reformen“. Danach war für den Rest des Jahres ein Nullwachstum, für 1991 ein absoluter Rückgang der Geldmenge vorgesehen; nach der Trennung in zwei unabhängige Staaten am 31. Dezember 1992 lagen die Vorgaben für 1993 in der Tschechischen Republik bei 15-20 % Geldmengenwachstum (Dyba / Svenjar 1991, S. 186; Krovak et al 1993). Die russische Regierung schließlich hat mit dem Beginn der eigentlichen Transformation im Januar 1992 eine drastische Verringerung der Inflationsrate durch eine restriktive Geldpolitik angekündigt und in ihrem Regierungsprogramm vom 11.2.1993 die Inflationsbekämpfung sogar zum vorrangigen Ziel ihrer Politik erklärt. Dazu sollte das Geldmengenwachstum auf 7-10 % pro Monat begrenzt werden (Schröder / Kazmin 1992, S. 8; Kieler Diskussionsbeiträge 1993, S. 9).

Zumindest alle mittel- und osteuropäischen Transformationsstaaten haben versucht, die institutionellen Voraussetzungen für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu schaffen (OECD 1992, S. 37). Es wurden zweistufige Bankensysteme etabliert, in denen die Funktion der Geschäftsbanken als Finanzintermediäre getrennt ist von der Funktion der Zentralnotenbank, der die Kontrolle des Geldangebots unterliegt. Die Notenbanken verfügen über ein geldpolitisches Instrumentarium, das Mindestreserven, Refinanzierungsquoten, Refinanzierungssätze, teil-

weise sogar Auktionen zur Zuteilung von Zentralbankgeld umfaßt. Dominierenden Instrument ist angesichts fehlender bzw. unterentwickelter Geld- und Kapitalmärkte allerdings die Festlegung globaler Kontingente für Zentralbankkredite, die dann den einzelnen Geschäftsbanken nach bestimmten Kriterien zugeteilt werden. Das galt zu Beginn der Transformation selbst für Ungarn, das die am weitesten entwickelten Geld- und Kapitalmarktinstitutionen besaß (*Kemme / Masunaga* 1992, S. 3).

Das weitgehende Fehlen von Kapitalmärkten bewirkt eine weitreichende Interdependenz von Geld- und Finanzpolitik. Mangels Alternativen werden Budgetdefizite durch Notenbankkredite finanziert und führen Haushaltsungleichgewichte somit zu expansiven oder kontraktiven Geldmengeneffekten. Die Inflation wird quasi zu einer Funktion der Höhe des Budgetdefizits (*Dornbusch / Fischer* 1986). Um die Geldpolitik in ihrer beabsichtigten Wirkung nicht durch die Finanzpolitik zu unterlaufen, werden daher ein Budgetgleichgewicht bzw. zumindest der nachhaltige Abbau bestehender Defizite als untrennbarer Bestandteil der stabilitätsorientierten Geldpolitik betrachtet. In den bereits genannten Stabilisierungsprogrammen finden sich denn ausnahmslos auch haushaltspolitische Zielsetzungen (*Kieler Diskussionsbeiträge* 1993, S. 7 ff.; *Hrncir* 1993, S. 256; *Kolodko* 1993, S. 217 ff.; *Riecke / Antal* 1993, S. 123). So war etwa in Polen ein drastischer Abbau des Budgetdefizits von 38 % des Bruttoinlandsprodukts im Jahre 1989 auf 14 % in 1990 vorgesehen, gekoppelt mit dem Verbot, über Kassenkredite hinaus langfristige Verbindlichkeiten bei der Notenbank einzugehen und der Erlaubnis, Staatsschuldtitle zu emittieren, die von der Bevölkerung langfristig in Privatisierungsgutscheine umgetauscht werden können. In Rußland wurde – unter dem Einfluß der Kreditvergabe-Kriterien des IMF – zu Beginn des Jahres 1992 für das erste Quartal zunächst eine drastische Verringerung des Budgetdefizits von 17 auf 1 % des Bruttoinlandsprodukts angestrebt, für das Jahresende sogar ein Budgetausgleich. Die neue Regierung der CSFR änderte den für 1990 vorgesehenen Haushaltsplan und verlangte nach einem Budgetdefizit von 9,3 Mrd. Kcs im Jahre 1989 einen Überschuß von 5,6 Mrd. Kcs. Im Jahr 1991 sollten dann die öffentlichen Haushalte einen Überschuß von 8 Mrd. Kcs. aufweisen. In Ungarn, das 1990 überraschenderweise ein ausgeglichenes Budget aufwies, waren für die Folgejahre allenfalls moderate Defizite vorgesehen.

### C. Verlauf der Geldpolitik

Es ist nicht möglich, den Beginn einer Transformation zeitlich genau zu bestimmen, weil der konkreten Einführung der dazu erforderlichen institutionellen Regeln in der „Kernphase“ der Transformation eine „Antizipationsphase“ vorausgeht. In ihr werden bereits Transformationserwartungen gebildet und zu entsprechenden Verhaltensreaktionen führen (von *Delhaes / Fehl* 1991, S. 441 ff.). Berücksichtigt man dies, so dürfte der Transformationsbeginn in Polen etwa auf

die zweite Jahreshälfte 1989 zu datieren sein, als die formale Gleichberechtigung privater Unternehmen mit freier Preisbildung ohne Größenlimit geschaffen wurde, in der CSFR auf den erfolgreichen Abschluß der „samtenen Revolution“ Ende 1989 und in Rußland auf den offensichtlichen Zerfall der traditionellen Institutionen und des Sowjetreiches im letzten Quartal 1991. Ungarn läßt eine solche Datierung nicht zu, weil deutliche institutionelle Veränderungen bereits vor dem Fall des Kommunismus über einen längeren Zeitraum hinweg erfolgt waren. Die durch entsprechende Maßnahmen eingeleitete Kernphase der Transformation setzte dann zeitverzögert ein: in Polen mit Beginn des Jahres 1990, in der CSFR 1991 und in Rußland 1992 (*Havlik* 1993, S. 43 ff.).

Unter stabilitätspolitischen Gesichtspunkten läßt sich dabei feststellen, daß abgesehen von Ungarn mit dem Beginn der Antizipationsphase eine starke monetäre Kontraktion einsetzte. Mit Ausnahme der CSFR im zweiten Halbjahr 1990 und im I. Quartal 1991 war diese Kontraktion allerdings nicht Ergebnis eines verringerten nominalen Geldangebots, das 1990 in Polen und 1992 in Rußland sogar besonders stark expandierte. Verantwortlich war vielmehr ein z. T. schockartiger Anstieg des Preisniveaus. Er führte zu einem Rückgang der realen Geldmenge (siehe Anhang *Tabelle 1*). In Polen fiel dieser Rückgang besonders stark aus. Mit der Freigabe vieler Preise sank die reale Geldmenge in der zweiten Jahreshälfte 1989 um nahezu 50%. Eine ähnliche Entwicklung verzeichnet Rußland, wo die starke Ausdehnung sowohl der nominalen Geldmenge  $M_1$  als auch des Bargeldumlaufs durch die jährliche Inflationsrate von mehr als 2000% überkompensiert wurde, so daß die jeweiligen realen monetären Aggregate vor allem im ersten Halbjahr 1992 knapp 75% zurückging. In der CSFR hielt der auf einem leichten Rückgang des nominalen Geldangebots und steigendem Preisniveau beruhende monetäre Kontraktionsprozeß etwa sechs Quartale an. Beginnend im letzten Quartal 1989 und endend Mitte 1991 verringerte sich die reale Geldmenge um etwa 53%. Selbst in Ungarn war ein Rückgang zu verzeichnen, wenn auch nur kurz zu Anfang 1990 und relativ schwach um 14%.

Der z. T. drastische Rückgang des realen Geldangebots wird vielfach als Ausdruck einer extrem restriktiven Geldpolitik interpretiert, die – begleitet von einem „credit crunch“ – wesentlich zum Einbruch von Produktion und Beschäftigung in den Transformationsstaaten beigetragen habe (*OECD:Hungary* 1991, S. 44; *Calvo / Corricelli* 1992; *Portes* 1993; *Vintrova* 1993, S. 15 ff.). Diese Einschätzung deckt sich zwar mit den üblichen Wirkungshypothesen monetärer Impulse. Für die postsozialistischen Staaten hält sie allerdings einer kritischen Betrachtung nur bedingt stand:

Erstens beruht der Verweis auf die reale Kreditrestriktion auf einer unzulässigen Vermischung von Bestands- und Bestandsänderungseffekten. Ist nämlich der Rückgang des realen Kreditangebots – wie das fast durchweg der Fall war – von Inflation mit negativen Realzinsen begleitet, so kommt es zu einer realen Entwertung des vorhandenen Bestands an Verbindlichkeiten und entlastet somit

die Unternehmen. Die Wirkung ist also expansiv. Nur wenn dieser entlastende Bestandseffekt durch eine Kontraktion bei der Vergabe von neuen Krediten kompensiert bzw. überkompensiert wird, kann die Kreditentwicklung als Indikator für eine restriktive Geldpolitik dienen. Trennt man Bestands- und Bestandsanpassungseffekt, indem man die Entwertung des vorhandenen Kreditbestands innerhalb der laufenden Periode mit dem um die neuen Kredite angewachsenen realen Kreditbestand am Ende der Periode vergleicht, so lassen sich über die Kreditentwicklung eine restriktive Kredit- und Geldpolitik kaum feststellen (*Tabelle 2*, ebenso *Bofinger* 1993, S. 102; *Westphal* 1993, S. 52). Eine Ausnahme bildet lediglich das erste Quartal 1990 in der CSFR.

Zweitens ist die offensichtliche Kontraktion des realen Geldangebots kein eindeutiger Indikator für das Vorliegen einer restriktiven Geldpolitik. In Wirtschaftssystemen mit weitgehend freier Preisbildung bestimmen die geldpolitischen Autoritäten lediglich das nominale Geldvolumen. Die realen Aggregate sind jeweils das Ergebnis individueller Portfolioentscheidungen. Subjektiv empfundene Liquiditätsüberschüsse in heimischer Währung führen zu Anpassungsprozessen, in deren Verlauf es zu entsprechenden Realwerteinbußen kommt. Insofern kann sich ein gegebenes reales Geldangebot aus verschiedenen Kombinationen von nomineller Geldmenge und Preisniveau ergeben und als Indikator jede Art von Geldpolitik anzeigen.

Entscheidend ist vielmehr drittens, ob mit der realen monetären Kontraktion eine Anpassung des vormals bestehenden überschüssigen Geldangebots an die Geldnachfrage erreicht wird und welchen Verlauf die Geldpolitik im Anschluß nimmt; und hier sind zumindest für einige Länder Zweifel angebracht. Zwar wird für Polen mit allen Vorbehalten vermutet, daß der in der sozialistischen Planwirtschaft entstandene Geldüberhang im ersten Quartal 1990 abgebaut war (*OECD: Poland* 1992, S. 39). Für die CSFR und in Ungarn beziehen sich entsprechende Annahmen auf das zweite Halbjahr 1991 bzw. sogar schon auf eine frühere Phase (*Hrncir* 1993, S. 249; *Miszei* 1993, S. 176; *Vintrova* 1993, S. 17.). Das setzt aber voraus – und das wird häufig übersehen –, daß nicht nur die vor Einsetzen der Transformation vermutete überschüssige Geldhaltung über eine entsprechende Preisniveauerhöhung abgebaut war, sondern sich zudem nicht zwischenzeitlich die Geldnachfrage verringert hat. Angesichts hoher und zunächst steigender Inflationsraten und sich damit verschärfender Inflationserwartungen sowie einer starken Kontraktion des realen Outputs, dürfte aber genau das eingetreten sein. Somit wäre selbst der beobachtete starke Rückgang des realen Geldangebots zu gering gewesen, um ein monetäres Gleichgewicht herzustellen. Für diese Interpretation spricht, daß der erste monetäre Kontraktionsprozeß in Polen nach einem expansiven Zwischenspiel im II. und III. Quartal 1990 durch eine weitere Kontraktion ergänzt wurde, die von IV / 1990 bis III / 1992 andauerte. Die Zusammenhänge werden auch deutlich am Beispiel Rußlands: Schätzungen zum Geldüberhang in der ehemaligen Sowjetunion belaufen sich für das Jahr



1990 auf etwa 170 Mrd. Rubel bei den privaten Haushalten und etwa 85 Mrd. Rubel im Unternehmenssektor. Das entsprach ungefähr 55 bzw. 40% der Geldhaltung, wobei aufgrund regionaler Verzerrungen dieser Anteil im Gebiet der späteren russischen Föderation wohl höher lag (*IMF / OECD / World Bank / EBRD* 1991, S. 385 ff., 1991; *Cottarelli / Blejer* 1992, S. 275). 1991 dürfte sich dieses Ungleichgewicht noch verstärkt haben. Zwar sind die Bargeldbestände und das Aggregat M 1 mit einem Zuwachs von knapp 100% genauso stark expandiert wie die Verbraucherpreise, deren Steigerungsrate 1991 bei etwa 95% lag. Erstens sank jedoch gleichzeitig das reale Inlandsprodukt um 9,5%. Zweitens ist nicht auszuschließen, daß die Wirtschaftssubjekte aufgrund bis dahin noch nie dagewesener Preissteigerungen mit einer weiteren Zunahme der Inflation oder einer höheren Varianz der Preissteigerungsrate rechneten und ihre Geldnachfrage verringerten. Bei einem weiteren Rückgang des Outputs um 19% und einer enormen Beschleunigung des Preisauftriebs im Jahr 1992 hat sich daher das monetäre Ungleichgewicht trotz starker Kontraktion des realen Geldangebots eher weiter verschärft. Dagegen spricht auch nicht der zeitweise entstandene Bargeldmangel. Letzterer ist nicht auf ein zu geringes Gesamtgeldangebot zurückzuführen, sondern auf das Zusammenfallen von Hyperinflation mit einer institutionell bedingten Dominanz des baren Zahlungsverkehrs bei den privaten Haushalten.

Viertens schließlich zeigt die Entwicklung, daß nach Beginn der Transformationsphase mit Ausnahme der CSFR wieder zu einer expansiveren bzw. hektischen Geldpolitik übergegangen wurde. Das belegen nicht nur die geldpolitischen Maßnahmen (*Vintrova* 1993, S. 22 f.). Darauf deuteten auch die durchweg negativen Realzinsen sowie die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit hin. Verwendet man z. B. den Diskontsatz als Indikator, so läßt sich in keinem der betrachteten Transformationsstaaten eine restriktive Geldpolitik ausmachen. Zwar wurde der Diskontsatz durchweg deutlich angehoben. Gemessen an den aktuellen Inflationsraten waren die Realzinsen – von wenigen Ausnahmen abgesehen – jedoch negativ (*Tabelle 3*). Auch wenn die aktuelle, d. h. ex post gemessene Inflationsrate anstelle der erwarteten Inflationsrate nur bedingt zur Ermittlung des Realzins herangezogen werden kann, deuten doch die verhältnismäßig niedrigen Diskontsätze auf eine eher expansive Geldpolitik hin. Geben die Geschäftsbanken die negativen Realzinsen an ihre Kreditnehmer weiter – und das legen die vorhandenen Daten nahe (*Bofinger* 1993, S. 97 ff.; *Kolodko et al* 1992, S. 92 ff.) –, so lohnt es sich für diese soviel Kredit wie möglich nachzufragen, weil sich der Realwert ihrer anstehenden Verbindlichkeiten reduziert. Zwar können negative Realzinsen durchaus mit einer restriktiven Geldpolitik vereinbar sein, nämlich dann, wenn das Bankensystem Kredite an Staat, Unternehmen und Bevölkerung rationiert. Dagegen sprechen aber die bisherigen Überlegungen. Dagegen spricht auch die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit: Selbst wenn man die zweifelhafte Annahme eines monetären Gleichgewichts für die oben genannten Zeiträume unterstellt, hätte sich zumindest in der Folgezeit bei stabilitätsgerechter Geldpolitik die Umlaufgeschwindigkeit angesichts stark steigender Preise allenfalls

beschleunigen müssen, nicht aber verringern. Genau letzteres zeigt jedoch die Statistik (*Tabelle 4*). Vor allem in Polen und Ungarn, selbst in der CSFR, ist die Umlaufgeschwindigkeit z. T. deutlich zurückgegangen. Das läßt immer wiederkehrende expansive monetäre Impulse vermuten, die bei den Wirtschaftssubjekten zu Störungen ihres Portfoligleichgewichts führen und dann zeitverzögert über Preissteigerungen abgebaut werden. All dies spricht dafür, die bisherige Geldpolitik im Transformationsprozeß vor allem für Rußland, aber auch für Polen und Ungarn eher skeptisch im Hinblick auf eine stabilitätsgerichtete Orientierung zu beurteilen (ähnlich *Gomulka* 1991, S. 82; *Bofinger* 1993, S. 95 ff.; *Westphal* 1993, S. 54; *Schmieding* 1993, S. 13; *Schmidt* 1993, S. 288).

Allerdings ändert sich der Eindruck zumindest für Polen dann erheblich, wenn der Verlauf der Geldpolitik nicht im Hinblick auf ihre Zwischenzielvariablen, sondern auf die gesamtwirtschaftlichen Ziele interpretiert wird. Da das offizielle Ziel der Geldpolitik gerade in den Transformationsstaaten darauf gerichtet ist, die Inflationsraten zu verringern und damit verbunden die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte zu brechen und abzubauen, sprechen die statistischen Daten eindeutig für einen Erfolg der stabilitätspolitischen Bemühungen in Polen (*Tabelle 3*). Abgesehen von einem kurzen Ausreißer im ersten Halbjahr 1993, ist die Inflationsrate seit Beginn der Transformation kontinuierlich von mehr als 1000 % auf 30,4 % im letzten Quartal 1993 gesunken, wenn auch das Inflationsniveau noch auf einem relativ hohen Niveau liegt. Demgegenüber haben sich etwa in der tschechischen und der slowakischen Republik nach der Trennung Ende 1992 die Inflationsraten wieder beschleunigt.

Der alles in allem etwas diffuse Eindruck von den geldpolitischen Strategien und Bemühungen im Transformationsprozeß wird bestärkt durch eine ebenso diffuse Datenlage sowie durch theoretische Überlegungen und Erfahrungen, wonach eine auf Inflationsvermeidung gerichtete Geldpolitik zumindest im Anfangsstadium der Transformation überhaupt nicht gelingen kann bzw. wenn sie denn gelänge, tunlichst unterbleiben sollte. So differieren die statistischen Angaben für bestimmte Makrovariablen nicht nur zwischen den sie erhebenden und aufbereitenden Organisationen und Institutionen – etwa zur Inflation in Rußland im Jahr 1992 mit Werten zwischen 850 und 3500%. Selbst von den einzelnen Einrichtungen werden z. T. verschiedene Größen für die gleiche Variable angegeben – etwa von der OECD zur Entwicklung der Geldmenge  $M_1$  in Polen im Jahr 1992 (*OECD* 1993: 3/4). Die Argumente und Erfahrungen, die gegen eine stabilitätsorientierte Geldpolitik sprechen, beziehen sich auf eher technisch-allokative Restriktion und auf polit-ökonomische Restriktionen.

## D. Technisch-allokative Restriktionen

Wird die Geldpolitik zinsorientiert betrieben, so hängt ihre Effizienz wesentlich von einigermaßen vorhersehbaren Reaktionen der Marktteilnehmer auf die

zinspolitischen Signale ab. Dies ist in den Transformationsökonomien bislang nicht gegeben. Weder sind die noch vielfach im Staatseigentum befindlichen Geschäftsbanken fähig und bereit, die Kreditwürdigkeit ihrer Kreditnehmer zu beurteilen, noch besteht für die ebenfalls noch immer in großem Umfang vorhandenen Staatsbetriebe ein Anreiz, ihre Kreditnachfrage an der Zinshöhe auszurichten (*Bofinger* 1993, S. 91). Sofern es kein Konkursrecht gibt bzw. Konkurse trotz bestehenden Rechts nicht zugelassen werden, ist eine Verschuldung selbst dann rational, wenn der Zinsdienst nicht geleistet werden kann. Jede Art der Weiterführung des unrentablen Betriebes erhöht nämlich die diskontierten zukünftigen Einkommen von Management und Beschäftigten im Vergleich zur Arbeitslosigkeit (*Westphal* 1993, S. 59).

Die Effizienzprobleme einer zinsorientierten Geldpolitik sowie Erfahrungen der westlichen Industrieländer haben die Transformationsstaaten daher zu einer Politik der Geldmengensteuerung bewogen, die angesichts fehlender Finanzmärkte über Kreditplafondierung betrieben wird. Für diese Politik spricht die konsolidierte Bilanz der Bankensysteme, die einen engen Zusammenhang herstellt zwischen dem Geldangebot (M) und dem Kreditvolumen:

$$M = W + KSU + KPU + KPH + (KS - ES) + (SA-SP).$$

Ein Anstieg der Geldmenge ist dann identisch mit einem Zuwachs an Währungsreserven (W), einer Zunahme der Kredite an staatliche Unternehmen (KSU), private Unternehmen (KPU) und private Haushalte (KPH) sowie einem Anstieg des Saldos aus Krediten an den Staat (KS) und dessen Einlagen beim Bankensystem (ES) und der Differenz zwischen den sonstigen Aktiva und Passiva des Bankensystems (SA-SP). In den sozialistischen Staaten wurde das Wachstum der Geldmenge durch Bankkredite an die staatlichen Betriebe dominiert (*Hartwig* 1987, S. 72 ff.). Daran hat sich im Postsozialismus offensichtlich selbst in Polen und in der CSFR wenig geändert (*Bofinger* 1993, S. 85). Im Gegensatz zu früher erlangten Kredite an den Staat allerdings zunehmende Bedeutung.

Um allerdings eine an der Geldmenge ausgerichtete Politik zu betreiben, ist erstens eine möglichst genaue Kenntnis der langfristigen Geldnachfrage und des Produktionspotentialwachstums erforderlich. Werden sie überschätzt, fällt die Geldpolitik zu expansiv aus. Im Transformationsprozeß sind nun gerade die Trends dieser beiden ökonomischen Variablen nur schwer zu kalkulieren. Vor allem die Umlaufgeschwindigkeit dürfte zunächst starken Schwankungen unterliegen, weil neue Transmissionskanäle monetärer Impulse entstehen und die Wirtschaftssubjekte ihr Verhalten ändern werden. Zweitens muß die Geldpolitik in der Lage sein, das Geldangebot zu kontrollieren. Hier scheinen jedoch offenbar noch immer jene Mechanismen zu wirken, die in den ehemaligen sozialistischen Planwirtschaften bereits das formal durchaus kontrollierbare Geldangebot zu einer faktisch endogenen Variablen haben werden lassen (*Hartwig / Thieme* 1987), wobei sich im Transformationsprozeß die Probleme noch verschärft haben.

Wie in alten Zeiten vergeben die Staatsbanken und die aus ihnen rekrutierten vielfach noch staatlichen Geschäftsbanken weiter Kredite an große Staatsbetriebe, ohne auf eine sinnvolle Verwendung zu achten. Anders als früher unterliegen sie dabei jedoch keiner wirksamen Kontrolle mehr. Die Notenbanken könnten diesem Verhalten zwar über die Plafondierung von Zentralbankkrediten Einhalten gebieten. So gelten denn auch formal strenge Zuteilungskriterien, die sich nach der Eigenkapitalquote und den Reserven des jeweiligen Kreditinstituts richten. Faktisch werden diese Kriterien jedoch nicht nur zu streng, sondern zudem nur in außergewöhnlichen Situationen angewendet, weil man sonst einen Zusammenbruch des erst in seiner Entstehung befindlichen Finanzsystems als Folge von Bankenpleiten sowie ein rapides Anwachsen der zwischenbetrieblichen Verschuldung befürchtet (*IMF / World Bank / OECD / EBRD* 1991, S. 370 f.). Ein Großteil der in die Bilanzen der aus dem alten Monobankensystem hervorgegangenen Geschäftsbanken eingestellten Forderungen an den Unternehmenssektor sind nämlich uneinbringbar und wurden bislang auch nicht wertberichtigt. Außerdem sind die Bankbilanzen nur begrenzt aussagefähig, so daß sich angesichts fehlender Wertberichtigungen die Refinanzierungskredite der Notenbanken an den Kreditportfolios der Geschäftsbanken ausrichten (*Estrin / Hare / Suranyi* 1992, S. 798 f.; *Bofinger* 1993, S. 90). Alles in allem alimentieren somit die Notenbanken das Verhalten der Geschäftsbanken zu negativen Realzinsen. In Polen hat die Notenbank 1993 sogar 49 % der Anteile einer in finanzielle Schwierigkeiten geratenen Geschäftsbank übernommen.

Genau aus dieser Art von Kreditvergabe resultiert nun ein erhebliches allokatives Problem einer restriktiven Geldpolitik: Die Geschäftsbanken mit den größten Kreditportfolios sind nämlich die aus dem traditionellen Monobankensystem hervorgegangenen großen staatlichen Banken, die zudem noch vielfach mehr als 90 % des gesamten Bilanzvolumens absorbieren. Deren Kreditportfolios wiederum bestehen zum größten Teil aus Forderungen gegenüber staatlichen Betrieben, so daß bei einer restriktiven Geldpolitik über Kreditkontingente unter den oben genannten Bedingungen die neu gegründeten privaten Banken und deren Hauptklientel – die privaten Betriebe – benachteiligt werden. Sind letztere effizienter, entstehen allokativer Verzerrungen, die dann noch verstärkt werden, wenn die Geschäftsbanken aus Eigeninteressen unter den staatlichen Betrieben jene vorrangig mit knappen Krediten bedienen, die eigentlich zahlungsunfähig sind. Es kommt zur adversen Selektion, in deren Verlauf unrentabel wirtschaftende Staatsunternehmen bevorzugt, Investitionskredite durch Liquiditätskredite verdrängt und alte Strukturen zementiert werden (*Winięcki* 1991; *Stiglitz* 1992; *Fischer* 1992, S. 90).

Sofern die Geldmenge weiterhin passiv das Budgetdefizit alimentiert, kommt es vor allem im Frühstadium des Transformationsprozesses zu weiteren Beeinträchtigungen der Geldmengenkontrolle. Zunächst führen die unausweichliche Umstrukturierung der Produktion und der Abbau überschüssiger Arbeitskräfte

2\*

zu einem Rückgang des Produktions- und Einkommensniveaus, während neue Aufgaben auf den Staat zukommen. Gleichzeitig ist ein neues Steuersystem mit wirksamen Kontrollen noch nicht errichtet, das die rückläufigen Einnahmen aus den Steuern der in die größere Selbständigkeit entlassenen und mit der Umstrukturierung konfrontierten Staatsunternehmen durch neue direkte und indirekte Steuern zu kompensieren in der Lage ist. Eine restriktive Geldpolitik wird in dieser Phase über eine weitere Verschärfung des wirtschaftlichen Einbruchs zunächst die Budgetdefizite ausweiten und sich damit letztlich selbst konterkarrieren (*Kolodko et al* 1992). Zwar kann der Staat die aus der Geldmengenvermehrung resultierende Inflation mangels vorhandener Alternativen sowohl zur Entschuldung als auch als Besteuerungsinstrument nutzen, wobei das Aufkommen dieser Inflationssteuer umso höher ist, je stärker die Preissteigerungen ausfallen. Dazu muß jedoch die Geldmenge steigen. Sofern zudem Steuertermine und Steuertatbestände zeitlich auseinanderfallen, steht diesen Effekten eine Abnahme des Realwertes der Steuereinnahmen gegenüber, der gerade bei einem noch nicht funktionsfähigen Steuersystem das Budgetdefizit noch vergrößert (*Olivera* 1967; *Tanzi* 1977).

Zu diesen technischen Restriktionen einer wirksamen Geldangebotskontrolle im Transformationsprozeß trat mit dem Zerfall der Sowjetunion noch jene institutionelle Besonderheit hinzu, die sich mit der Ansammlung unabhängiger Staatsbanken und Haushaltspolitiken in einer einheitlichen Rubelzone ergab. Jede republikeneigene Zentralbank konnte unbegrenzt Buchgeldrubel durch Kredite an Staat, Geschäftsbanken und heimische Wirtschaft vergeben, die zunächst nach dem alten Verrechnungssystem des Interbankentransfers auch in die anderen Nachfolgestaaten der Sowjetunion übertragbar waren. Allein die Bargeldemission blieb auf die russische Zentralbank begrenzt, weil sich die beiden einzigen Notenpressen der ehemaligen Sowjetunion zufällig auf russischem Gebiet befanden (*Schmidt* 1993, S. 292 ff.; *IFO Schnelldienst* 1993, S. 9). Da Lohnzahlungen und Transferleistungen institutionell bedingt bar erfolgen – also ein bestimmtes Verhältnis zwischen Bargeld- und Giralgeldmenge erforderlich ist – konnte Rußland zwar die Kreditexpansion der Republiken in gewissem Umfang begrenzen. Faktisch wurden die Mitglieder der Rubelzone jedoch mit Bargeld nicht nach ökonomischen, sondern nach politischen Kriterien versorgt – die Ukraine etwa benachteiligt und Kasachstan bevorzugt – und waren monetäre Restriktionen meist weniger geldpolitisch als durch technische Engpässe bei der Rubelherstellung bedingt. Zudem begannen einige Rubel-Staaten mit der Ausgabe von Ersatzgeld, um dem Bargeldmangel zu entkommen. Erst mit der Errichtung sog. „Korrespondenzkonten“, über die zentral alle zwischenstaatlichen Zahlungen und Kredite abzuwickeln waren, gelang es Rußland, seine geldpolitische Autonomie zu erlangen. Rubeldepósitos aus den anderen Staaten wurden nicht mehr automatisch als echte Rubel anerkannt, so daß nur noch einheitliche Barrubel frei zirkulieren. Damit waren unabhängige Währungen entstanden (*Williamson* 1992).

## E. Politisch-ökonomische Restriktionen

Ein Verzicht auf stabilitätsorientierte geldpolitische Maßnahmen wird nicht nur unter allokativen Gesichtspunkten empfohlen. Da eine restriktive Geldpolitik kurz- und mittelfristig massive Produktions- und Beschäftigungseinbrüche bewirkt, werden auch politische Vorbehalte geltend gemacht. Nicht nur können solche Einbrüche zu massiver Ressourcenvergeudung und erheblichem sozialen wie regionalen Sprengstoff führen, der angesichts fehlender sozialer Absicherung zu befürchten ist. Gleichzeitig schüren sie in bislang von offener Arbeitslosigkeit verschonten Gesellschaften den Unmut und Widerstand großer Bevölkerungsteile gegen die Transformation und ihre Initiatoren (*Pinder*, 1991, S. 94; *Fischer* 1992, S. 91).

Der Hinweis auf Gefährdungen für die Transformation und damit verbunden für die sie tragenden Politiker lenkt den Blick auf eine weitere in der Diskussion nur wenig systematisch betrachtete Restriktion der Geldpolitik. Es handelt sich hierbei um den destabilisierenden Einfluß, den Individuen in ihrer Eigenschaft als Angehörige von Regierung, Parlament, Wählerschaft, Interessengruppen und öffentlichen Verwaltungen bei der Verfolgung ihrer persönlichen Ziele ausüben. Einzelwirtschaftliche und gesamtheitliche Rationalität fallen auseinander mit dem Ergebnis, daß der politische Prozeß und damit die Geldpolitik über die Zeit hinweg Ineffizienzen generiert. Dieser aus etablierten Marktwirtschaften seit langem bekannte Sachverhalt (*Frey* 1984; *Willet* 1988) dürfte in den Transformationsstaaten besonders wirksam sein.

Bereits autoritäre Regierungen, wie sie im traditionellen Sozialismus bestanden, können nicht völlig unabhängig von der Unterstützung seitens der Bevölkerung agieren. Zwar sind die Möglichkeiten zur Unterdrückung des Bürgerwillens größer als in einer Demokratie. Mit zunehmender Unzufriedenheit wächst jedoch für die Regierenden die Gefahr des Umsturzes und müssen immer mehr Ressourcen für Repressionsmaßnahmen eingesetzt werden, die in anderen Verwendungszwecken fehlen. Um ihre Macht zu erhalten, müssen die Regierenden daher zumindest in bestimmten Abständen und bis zu einem gewissen Grad auch die Interessen der Bevölkerung befriedigen. Konkret schlägt sich dies etwa im Investitionsverhalten nieder, das immer dann zugunsten der Konsumgüterversorgung geändert wird, wenn der Unmut in der Bevölkerung ein bestimmtes kritisches Maß erreicht. Stabilisiert sich daraufhin die Situation für die Herrschenden, kommt es wieder zu verstärkten Investitionen. Auf diese Weise entstehen Investitions- und Wachstumszyklen, die den politischen Konjunkturzyklen in demokratischen Systemen ähneln (*Brainard* 1974; *Lafay* 1981, *Thieme* 1989). Mit der zunehmenden Ausdifferenzierung des traditionellen Sozialismus zur sozialistischen Planwirtschaft und der damit verbundenen Übertragung von Planungs- und Kontrollkompetenzen an nachgeordnete Ebenen, wurde aus der bloßen Interaktion zwischen Regierung und Bevölkerung ein komplexes Geflecht von

gegenseitigen Abhängigkeiten, in dem organisierte Interessen, Bürokratien und selbst einzelne Individuen die Entscheidungen in Politik und öffentlichen Verwaltungen zu ihren Gunsten zu beeinflussen suchten. Die Suche nach Renten im Sinne von unproduktiven Einkommen (Tollison 1982) wurde auch für breitere Kreise attraktiv, wobei die mit der Rentensuche, -sicherung und -gewährung verbundene Fehlallokation und Ressourcenverschwendung immer größere Ausmaße annahm und nicht zuletzt zur wirtschaftlichen Degeneration des Systems beigetragen hat (Leipold 1991; Wieniecki 1991; Hartwig 1994).

Im Transformationsprozeß werden sich die Suche nach Renten, ihre Bereitstellung durch die politisch Verantwortlichen und die gezielte Einflußnahme auf wirtschaftspolitische Entscheidungen nicht verringern, sondern allenfalls neue Ausprägungsformen annehmen. Da der politische Bereich zunehmend durch das Entstehen demokratischer Strukturen mit Parteienkonkurrenz geprägt ist, ökonomisch jedoch ein vielfältiges Nebeneinander von überkommenen Institutionen und unausgereiften, unüberschaubaren sowie teilweise inkonsistenten neuen Regelungen besteht, ist sogar mit einer Zunahme solcher Aktivitäten zu rechnen. Damit dürften aber in den Transformationsstaaten Prozesse ablaufen, die ähnlich wie in etablierten Marktwirtschaften bewirken, daß die geldpolitischen Entscheidungsträger – seien es autonome Notenbanken, Regierungen oder Parlamente – restriktive Maßnahmen auch dann unterlassen, wenn sie aus gesamtwirtschaftlichen Gründen notwendig und effizient wären. Begründet ist dieses Verhalten darin, daß eine nichtantizipierte monetäre Restriktion zwar langfristig die Inflationsrate verringert, zwischenzeitlich aber Output und Beschäftigung reduziert und Verteilungseffekte hervorruft. Damit werden die Interessenlagen vieler Menschen beeinträchtigt, von deren Wohlwollen die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger bei der Verfolgung ihrer eigenen Ziele abhängen. Wie sehen diese von der Neuen Politischen Ökonomie für kapitalistische Marktwirtschaften aufgedeckten Zusammenhänge im Transformationsprozeß aus? Welche Interessenlagen bestehen, und wie kommen durch ihr Zusammenwirken bestimmte geldpolitische Entscheidungen zustande?

Da sind zunächst die Interessen der Regierungen. Der fortschreitende Demokratisierungsprozeß zwingt sie dazu, sich immer stärker dem Wählerwillen und dem politischen Wettbewerb zu unterwerfen, so daß ihre Entscheidungen maßgeblich von den damit verbundenen Wahl- und Wiederwahlchancen bestimmt werden. Das gilt auch für die Geldpolitik, sofern sie der Regierungsverantwortung unterstellt ist. Existiert eine autonome Notenbank, wird die Regierung zumindest versuchen, die geldpolitischen Entscheidungen in ihrem Sinne zu beeinflussen. Direkten Einfluß auf die Wahlchancen üben zunächst die Wähler über ihre Stimmabgabe aus. Dabei deuten Erfahrungen in westlichen Demokratien darauf hin, daß der Durchschnittswähler einen kurzen Zeithorizont und wenig Kenntnisse über ökonomische Zusammenhänge besitzt, was sich u. a. mit Informationsbeschaffungskosten und der geringen Wahrscheinlichkeit begründen läßt, mit der

eigenen Stimmabgabe das Wahlergebnis nachhaltig zu beeinflussen. Zudem präferieren offensichtlich die Wähler in ihrer Gesamtheit in einigen Ländern, als Angehörige niedriger Einkommensgruppen durchweg Vollbeschäftigung gegenüber Preisniveaustabilität (*Freyl / Schneider* 1988, S. 239 ff.).

Es spricht wenig dagegen, daß dies in den postsozialistischen Staaten anders sein sollte. Angesichts der dramatischen wirtschaftlichen Umwälzungen, des starken Wirtschaftseinbruchs und unsicherer Zukunft, dürften große Teile der Bevölkerung längerfristige Perspektiven zugunsten einer kurzfristigen Orientierung aufgegeben haben. Ihre Bewertung der politischen Entscheidungsträger, und das sind vor allem die Regierungen, richtet sich dann an der aktuellen Wirtschaftslage aus. Da dieses Verhalten offensichtlich mit einer geringen Kenntnis gesamtwirtschaftlicher Zusammenhänge und einer ausgeprägten Angst vor Arbeitslosigkeit zusammentrifft, werden stimmensuchende Politiker angesichts der kurzfristig negativen Output- und Beschäftigungseffekte kontraktiver monetärer Impulse zumindest vor Wahlterminen darauf hinwirken, daß eine restriktive Geldpolitik unterbleibt. Diese Neigung wird sich in jenen Transformationsstaaten verstärken, in denen politische Stabilität noch nicht erreicht ist und die amtierenden Regierungen mit ihrer kurzfristigen Ablösbarkeit durch rivalisierende politische Gruppierungen rechnen müssen. Dagegen steht auch nicht das von der Public Choice Theorie häufig vorgebrachte Argument, wonach die relative Autonomie der Regierung bei der Formulierung ihrer Wirtschaftspolitik mit abnehmender Informiertheit der Wähler zunimmt (*Brennan / Buchanan* 1984, S. 198; *Beck* 1988, S. 377). Sobald nämlich die Bevölkerung Vollbeschäftigung gegenüber Preisniveaustabilität präferiert und eine nicht antizipierte Geldpolitik Beschäftigungseffekte bewirkt, werden gerade bei Uninformiertheit der Wähler restriktive geldpolitische Maßnahmen unterlassen. Die jüngsten Wahlen in den postsozialistischen Staaten und die selbst von ausgesprochen stabilitätsorientierten Regierungen vollzogenen geldpolitischen Kurswechsel und Wahlversprechen – etwa der russischen Regierung im Sommer 1992 und vor den Parlamentswahlen im Dezember 1993 – bestätigen diesen Eindruck (*Popov* 1991, S. 320 ff.; *Schröder* 1992; *Ziesemer* 1993, S. 2).

Von erheblichem, wenn nicht sogar stärkerem Einfluß auf die Geldpolitik als die Masse der Wähler dürften Interessengruppen sein, die im Transformationsprozeß Renten für ihre Mitglieder zu erlangen und bestehende Renten zu sichern versuchen. Auch wenn ihr Interesse nicht direkt auf eine starke Ausdehnung des Geldangebots gerichtet ist, so wird ihr Kampf um Verteilungspositionen über wachsende Staatsausgaben und Haushaltsdefizite sowie eine entsprechende Kreditpolitik doch auf indirektem Wege beitragen.

Die mittlerweile wohl bedeutendste und sogar im russischen Parlament explizit vertretene Interessengruppe bilden die Manager der großen Staatsunternehmen mit ihren Beschäftigten. Sie dominieren noch immer, selbst dort, wo die Transformation schon recht weit fortgeschritten ist (*Riecke / Antal* 1993). Die Staatsunter-



nehmen sind vor allem daran interessiert, auch bei mangelnder Rentabilität zahlungsfähig zu bleiben. Gleichzeitig profitieren sie von möglichst hohen Preissteigerungen und niedrigen Zinsen, weil sich dadurch ihre reale Verschuldung verringert und ihre Monopolrenten erhöhen. Um ihre Interessen gegenüber den politischen Entscheidungsträgern durchzusetzen, greifen sie offensichtlich nicht nur auf traditionelle Beziehungen, gezielte Informationen, Koalitionenbildung oder indirekte Unterstützung einzelner Politiker sowie das Drohen mit Arbeitsplatzabbau zurück. Als große organisierte Interessengruppe können sie zugleich wirtschaftliche Störungen hervorrufen, die von den Wählern mangels Information der Regierung angelastet werden. Versorgungsengpässe gehören dazu oder Entlassungen. Aber auch die Expansion der Inter-Unternehmensverschuldung kann als Ausdruck eines abgestimmten Verhaltens der Staatsunternehmen gewertet werden, mit dem die Verantwortlichen gezwungen werden sollen, ihre monetäre Restriktionspolitik zu beenden, wollen sie nicht Gefahr laufen, daß das gesamte Finanzsystem zusammenbricht (*Bofinger* 1993, S. 93).

Zur Strategie der Erhaltung selbst unrentabler Unternehmen gehören auch massive Lohnzugeständnisse. Zwar sind an Lohnerhöhungen primär die Arbeiter und Angestellten interessiert. Das Management wird ihren Lohnforderungen jedoch zustimmen, um innerbetriebliche Konflikte, strukturelle Veränderungen und die Abwanderung besonders qualifizierter Arbeiter in die sich neu etablierende Privatwirtschaft zu verhindern und im Zweifelsfalle eher die Investitionen kürzen (*Apolte* 1992). Mit einer großen Zahl an Beschäftigten, die bei einem möglichen Konkurs entlassen werden müßten, können die Staatsunternehmen Druckpotential gegenüber ihren Ministerien und den politisch Verantwortlichen aufbauen und ihre bestehenden Strukturen konservieren. Insofern waren die Unternehmen dann selbst zu jenen exorbitanten Lohnerhöhungen bereit, die unmittelbar mit dem Eintritt jener ersten Anpassungs-inflation von den Beschäftigten gefordert wurden, die eigentlich zum Abbau des Geldüberhangs führen sollte. Zum Teil lagen die Lohnsteigerungen sogar deutlich über den Inflationsraten, und wo rechtliche Vorschriften dies untersagten, wurden von Staatsunternehmen private Scheinfirmer gegründet, die von Lohnbegrenzungen ausgenommen waren (*Fischer* 1992, S. 91).

Die inflationstreibende Allianz zwischen den Managerorganisationsn der Staatsbetriebe und ihren Beschäftigten resultiert aus der äußerst ineffizienten institutionellen Kombination von dezentralen Entscheidungsbefugnissen und mangelndem Kapitalinteresse. Da das Management für die ökonomischen Konsequenzen seiner Handlungen letztlich nicht haftet, rückt an die Stelle des Gewinninteresses das Organisationssicherungsinteresse (für Polen: *Sachs* 1992, S. 44 ff.). Unterstützung findet es bei den um Macht, Ansehen und Stellung fürchtenden Ministerien, Politikern und Banken. Letztere sind aus zwei Gründen an einer möglichst umfangreichen Kreditvergabe interessiert. Erstens befindet sich noch ein großer Teil von ihnen im Staatsbesitz und handelt trotz Umfirmierung daher

wie eine bürokratische Einrichtung mit den wesentlichen Zielen der Budget- d. h. Bilanzsummenmaximierung und der Konfliktvermeidung. Zweitens mußten sie bei ihrer Ausgliederung aus dem alten Monobankensystem die bestehenden Forderungen an den staatlichen Unternehmenssektor in ihre Bilanzen übernehmen. Ein Großteil der Forderungen ist uneinbringbar, Wertberichtigungen sind bisher nicht erfolgt und auch für künftige Wertberichtigungen wurden keine Rückstellungen gebildet, so daß die Banken zur Kreditierung großer unrentabler Betriebe gezwungen sind, wenn sie nicht durch deren Bankrott ihre eigene Existenz gefährden wollen (*Mc Kinnon* 1991; *OECD* 1992, S. 49 f.). Sie handeln dabei in der durchaus berechtigten Erwartung, daß die politisch Verantwortlichen die Betriebe vor einem Zusammenbruch retten oder uneinbringliche Forderungen gegen Staatsschuldtitle eintauschen werden. Die immer noch vorhandene monopolistische Angebotsstruktur und regionale Abhängigkeit von einzelnen Betrieben läßt kein anderes Verhalten zu, wenn eine Welle von Unternehmenspleiten, Produktionseinbrüchen und Arbeitslosigkeit mit all ihren Konsequenzen vermieden werden sollen. Lediglich die CSFR hat auf das Problem der uneinbringbaren Forderungen in den Bankenbilanzen mit der Errichtung einer Konsolidierungsbank reagiert, die 1991 einen Teil der Forderungen übernahm (*Hrncir* 1991).

Neben den großen Staatsbetrieben und ihren Beschäftigten sowie großen Teilen des Geschäftsbankensystems versuchen auch andere Interessengruppen die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger zu Maßnahmen zu bewegen, die letztlich eine restriktive Geldpolitik verhindern, sei es, weil sie von Staatsausgabenerhöhungen und Krediten profitieren oder auch direkt von den Verteilungswirkungen der Inflation. Zu diesen „Nachfragern nach monetärer Expansion“ gehören selbst Reformgegner, weil sie sich von der dauerhaften finanziellen Unterstützung der maroden staatlichen Betriebe und öffentlichen Verwaltungen die Konservierung der alten Strukturen versprechen. Eine besondere Note erhält diese Motivation, wenn die geldpolitische Verantwortung einer Institution zugeordnet wird, deren Repräsentanten der Gruppe der Transformationsgegner angehören, wie das etwa in Rußland der Fall ist. Dort untersteht die Notenbank dem bislang eher transformationsfeindlichen oder zumindest radikalen Veränderungen abgeleiteten Parlament. Konflikte zwischen Parlament und Regierung können dann zu Lasten einer stabilitätsorientierten Politik gehen oder diese erheblich verzögern (*Popov* 1991). Wie die Erfahrungen gerade in Rußland zeigen, scheinen aber selbst reform- und stabilitätsorientierte Regierungen Konflikten über die Strategie der Geldpolitik immer dann nachzugeben, wenn der Druck der Interessengruppen zu stark und der Popularitätsverlust bei den Wählern zu groß wird (*Schröder* 1992; *Schmieding* 1993, S. 13). Begünstigt wird dieses Verhalten noch dadurch, daß umfassende institutionelle Reformen wesentlich schwieriger zu bewerkstelligen sind als eine expansive Geldpolitik. Schwierigkeiten bei der Umsetzung von transformationsfördernden Maßnahmen, instrumentelle Inkonsistenzen oder Abstimmungsprobleme lassen sich durch eine expansive Geldpolitik ohne großen Aufwand zumindest kurzfristig überbrücken.

Die Einrichtung faktisch und nicht nur formal autonomer Notenbanken kann den Druck von Interessengruppen, Wählern, Regierung und Parlament auf die Geldpolitik abschwächen. Letztlich verhindert werden kann dieser Einfluß jedoch auch dadurch nicht. Notenbanken – ob autonom oder abhängig – sind bürokratische Organisationen, die eigene Ziele verfolgen. Bestrebt um eine möglichst weitgehende Sicherung ihrer Macht, ihres Prestiges und eines hohen Einkommens, orientieren sich ihre Mitglieder am Ansehen, das ihre Institution genießt und vor allem an der Erhaltung ihres Status. Bemüht sich das Ansehen der Notenbank nach ihrem Erfolg bei der Inflationsbekämpfung, entstehen dann zwar immer Problemsituationen, wenn stabilitätspolitisch restriktive geldpolitische Maßnahmen erforderlich wären, die für die Statussicherung verantwortliche Regierung oder das Parlament eine solche Politik aber nicht wünschen. In einer solchen Situation wird die Notenbank jedoch Konflikte vor allem mit Regierung und Parlament zu vermeiden suchen. Da es hier um die Selbsterhaltung geht, werden mögliche Prestigeeinbußen in der Öffentlichkeit beinahe unerheblich, so daß es zu einer Anpassung der Geldpolitik an die Präferenzen von Regierung bzw. Parlament kommt. Nur in Nicht-Konfliktfällen wird sie auf das Ziel Preisniveaustabilität ausgerichtet.

Diese für die Notenbanken in etablierten Marktwirtschaften postulierten und teilweise auch bestätigten Verhaltensweisen (Überblick bei *Hartwig 1984; Beck 1988*) dürften in den Transformationsstaaten noch wesentlich ausgeprägter sein. Der Status der Banken und ihrer Mitarbeiter ist weitgehend unsicher, sofern sie nicht sowieso weisungsgebunden sind. Wenn die Bevölkerung die wirtschaftlichen Zusammenhänge nicht durchschaut und die Inflationsbekämpfung nicht explizit dem Aufgabenbereich der Notenbank zuschreibt, entfällt zudem das Prestigeargument als Anker für eine stabilitätsgerechte Geldpolitik. Das gilt auch für die sonst übliche Unterstützung durch den Bankenapparat, den die Notenbanken in etablierten Marktwirtschaften in Konfliktfällen mit der Regierung normalerweise relativ schnell und reibungslos mobilisieren können. Angesichts der spezifischen Interessenlagen der Geschäftsbanken im Transformationsprozeß ist eher das Gegenteil zu erwarten. Da den Angehörigen der Notenbanken in den Transformationsstaaten zudem noch vielfach die Kenntnis fehlt, um Konflikte mit den einflußreichen Gruppen auch nur ansatzweise austragen zu können, werden sie sich auf typisch bürokratisches Verhalten beschränken (*Lindblom 1977*). Sie wenden ihre lang gewohnten-Standardverfahren an, die sie noch aus den alten Systemen kennen und variieren ihr Instrumentarium nur in geringem Umfang und in vielen kleinen Schritten. Dabei versuchen sie, ihre Aktionen für Außenstehende möglichst undurchschaubar zu gestalten, um Kritik an ihren Maßnahmen zu erschweren.

Verlierer in dem letztlich durch Verteilungskonflikte hervorgerufenen und beschleunigten Inflationsprozeß sind all jene, denen es nicht gelingt, die Inflationsentwicklung zutreffend abzuschätzen und vor allem zu antizipieren. In den postso-

zialistischen Staaten gehören insbesondere zu letzteren Gruppen, die außerhalb der Staatsbetriebe stehen und nicht über Organisation und politischen Einfluß verfügen: Rentner, Soldaten, Teile des öffentlichen Dienstes. Verlierer sind aber auch diejenigen, die den monetären Expansionskurs initiieren. Zum einen wird die Möglichkeit, sich durch die Beeinflussung wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger mit Hilfe einer akkomodierenden Geldpolitik Vorteile zu verschaffen, Nachahmer finden. Es kommt zur Forcierung der ressourcenaufwendigen Rentensuche und damit zu Wachstumseinbußen und einer immer schwerer antizipierbaren Inflationsbeschleunigung. Zum anderen verliert die immer wertloser werdende Inlandswährung zunehmend an Bedeutung, so daß letztlich nur noch diejenigen gezwungen sind, mit ihr umzugehen, die sie produzierten. Die mit Hilfe einer akkomodierenden Geldpolitik finanzierten Renten werden schließlich versiegen, wenn das heimische Geld seinen Wert nahezu verloren hat.<sup>1</sup>

## F. Abschließende Bemerkungen

Für den postulierten Einfluß von gruppenspezifischen Interessen auf die Geldpolitik lassen sich eine Vielzahl von empirischen Belegen finden. Die russische Geldpolitik bietet eine Fülle davon, aber auch für Polen und Ungarn existieren Beispiele (*Popov* 1991; *Schmieding* 1993, S. 13; *Rosati* 1993, S. 235; *Miszei* 1993, S. 136; *Gomulka* 1993, S. 191). Allerdings besitzen die Belege eher anekdotischen Charakter. Daher sind genauere empirische und theoretische Analysen erforderlich, die zudem den spezifischen institutionellen Bedingungen und wirtschaftlichen Gegebenheiten der einzelnen Transformationsstaaten genauer Rechnung tragen. So deutet einiges darauf hin, daß jene Staaten, die im Privatisierungsprozeß weit fortgeschritten sind, eine mit Preisniveaustabilität kompatible vorsozialistische Tradition aufweisen oder strenge institutionelle Vorkehrungen getroffen haben, wie etwa Estland durch ein Currency Board, deutliche stabilitätspolitische Erfolge aufweisen. Das schließt allerdings nicht aus, daß sich der Einfluß von Interessengruppen auf die Geldpolitik Transformationsprozeß generell bestätigen wird.

---

<sup>1</sup> Diesen Hinweis verdanke ich dem Korreferat von *Jürgen Backhaus*.

## Tabellenanhang

Tabelle 1  
Entwicklung von Geldmenge (M1) und Preisniveau (PI) in Osteuropa

Periode	Polen		CSFR		Ungarn			UdSSR / Rußland				
	M1 <sup>1)</sup>	PI <sup>3)</sup>	M1 <sup>2)</sup>	PI <sup>3)</sup>	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)4)</sup>	PI <sup>3)</sup>	M <sup>*</sup> /PI	B <sup>2)</sup>	M1 <sup>2)</sup>	PI <sup>5)</sup>	M1/PI
1989/I	6,0	327,4	272,7	101,7	268,1	303,4	150,5	201,5	39,5			
1989/II	8,0	420,4	286,7	101,9	281,3	317,0	153,5	206,5				
1989/III	11,2	703,4	295,9	102,2	289,5	323,6	154,2	209,9				
1989/IV	19,1	1755,5	317,7	102,7	309,3	355,1	158,6	224,0	49,9	287,0		
1990/I	41,8	3963,9	287,7	105,2	273,5	361,2	187,2	192,9				
1990/II	64,5	4943,5	303,3	106,0	286,1	383,0	193,3	198,1				
1990/III	91,9	5809,7	292,9	116,6	251,2	389,0	203,6	191,1				
1990/IV	101,6	6890,8	291,2	121,6	239,5	449,1	910,0	213,2	69,1	372,2	110,4	337,1
1991/I	102,3	7337,1	279,0	161,5	172,7	421,5	908,0					
1991/II	108,4	8423,7	294,3	177,0	166,3	442,4	956,0					
1991/III	119,6	9742,9	324,8	179,8	180,6	1066,0	1062,0		133,0			
1991/IV	127,0	11197,6	371,9	182,7	203,6	1162,0	284,5	408,4	165,9	755,6	288,4	262,0
1992/I	109,5	12619,7	356,7	187,4	190,3	1158,0	318,2	363,9	247,6	1171,5	1782,3	65,7
1992/II	119,0	13768,1	378,2	190,6	198,4	1242,0	324,1	383,2	455,1	1912,7	2869,5	66,7
1992/III	130,3	15174,6	397,4	195,0	203,8	1350,0	339,3	397,9	949,5	4311,6	3888,2	110,9
1992/IV	149,6	16676,4	430,5	205,1	210,0	1510,0	347,8	434,1	1716,0	6945,4	7531,4	92,2
1993/I	147,7	18247,0				1510,0	388,3	388,9	2608,3	10557,0	14189,2	74,4
1993/II	159,2	19433,1				1568,0	394,8	397,2	5138,4	18474,8	23894,7	77,3
1993/III		20696,3				408,3			8581,1	25125,7	45184,9	55,6
1993/IV		21751,8				423,3			14073,0	34673,4	71075,8	48,8

1) in Bio. Zloty

2) in Mrd. heimischer Währung

3) 1985 = 100

4) M1 plus Quasigeld

5) 1989 = 100

\* :

bis 1990/IV Geldmenge M1; dann Geldmenge M2

Quelle: OECD, 1993; Plan Econ Report, 1993; IMF, 1988-1993; Kieler Diskussionsbeiträge, 1994.

Tabelle 2

**Kreditentwicklung in Osteuropa [in Mrd. heimischer Währung]**

Periode	Kreditmenge	Veränderungsrate des Preisindex zum Vorjahres- quartal	Realwert des Vorperioden- bestandes der Kredite	Reales Volumen der Kredite
<b>Polen</b>				
1989/IV	39.911,0			
1990/I	52.077,0	125,80	17.675,38	23.063,33
1990/II	67.722,0	24,71	41.758,48	54.303,58
1990/III	90.720,0	17,52	57.625,94	77.195,37
1990/IV	116.462,0	18,61	76.485,96	98.189,02
1991/I	136.368,0	6,48	109.374,53	128.069,12
1991/II	165.450,0	14,81	118.777,11	144.107,65
1991/III	199.653,0	15,66	143.048,59	172.620,61
<b>CSFR</b>				
1989/IV	586,3			
1990/I	559,5	2,43	572,39	546,22
1990/II	578,1	0,76	555,30	573,57
1990/III	590,4	10,00	525,55	536,73
1990/IV	640,2	4,29	566,11	613,87
1991/I	656,0	32,81	482,04	493,94
1991/II	667,3	9,60	598,54	608,85
1991/III	695,6	1,58	656,92	684,78
<b>Ungarn</b>				
1989/IV	1.527,2			
1990/I	1.546,9	18,03	1.293,91	1.309,75
1990/II	1.584,1	3,26	1.498,06	1.534,09
1990/III	1.624,4	5,33	1.503,94	1.542,20
1990/IV	1.703,6	3,44	1.570,38	1.646,95

Quelle: IMF, 1988-1993.

Tabelle 3

## Inflationsraten und nominale Diskontsätze in Osteuropa

Periode	Polen		CSFR		Ungarn		UDSSR/Rußland	
	g <sub>p</sub>	i	g <sub>p</sub>	i	g <sub>p</sub>	i	g <sub>p</sub>	i
1989/IV	550,0	140						
1990/I	1110,7	120,0	3,4	5,0	24,4	14,0		
1990/II	1075,9	48,0	4,0	5,0	25,9	18,0		
1990/III	725,9	34,0	14,1	5,0	32,0	18,0		
1990/IV	292,5	55,0	18,4	8,5	32,8	22,0	12,1	
1991/I	85,1	72,0	53,5	10,0		22,0	30,0	5,8
1991/II	70,4	59,0	67,0	10,0		22,0	117,7	50,0
1991/III	67,7	40,0	54,2	9,5		22,0	114,1	80,0
1991/IV	62,5	40,0	50,2	9,5	35,1	22,0	161,2	
1992/I	72,0	40,0	16,0	9,0		22,0	1267,8	
1992/II	63,4	40,0	7,7	9,0		22,0	1186,2	
1992/III	55,8	38,0	8,5	8,0		22,0	1608,3	
1992/IV	48,9	38,0	12,3	9,5	22,2	21,0	2511,4	
			<b>TR</b>	<b>SR</b>				
1993/I	44,6	35,0	21,7	19,1	22,0	20,0	696,1	
1993/II	41,1	35,0	21,8	22,0	21,8		732,7	
1993/III	36,4	35,0	21,2	25,7	20,3		1062,1	
1993/IV	30,4	35,0	18,7	25,6	21,7		843,7	

i = Diskontsatz pro Jahr am Quartalsende [OECD]

g<sub>p</sub> = Änderungsrate des Konsumgüterpreisindex im Quartalsdurchschnitt gegenüber dem Vorjahresquartal

TR = Tschechische Republik

SR = Slowakische Republik

Quelle: OECD, 1993; IMF, 1988-1993; eigene Berechnungen.

Tabelle 4  
**Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit <sup>1)</sup>**

Periode	Polen	Ungarn <sup>2)</sup>	CSFR
1989/I	49,6	- 2,6	
1989/II	- 13,5	5,1	- 5,7
1989/III	- 1,1	- 8,4	- 8,9
1989/IV	66,0	3,7	2,6
1990/I	- 7,0	- 2,2	12,2
1990/II	- 30,6	6,0	- 5,9
1990/III	- 22,8	- 8,3	- 1,1
1990/IV	13,4	10,2	21,7
1991/I	- 6,3	4,7	24,3
1991/II	- 12,1	- 8,6	- 10,1
1991/III	- 4,7	- 13,3	- 22,9
1991/IV	46,1	- 3,4	- 6,9
1992/I	n.v. <sup>3)</sup>	n.v. <sup>3)</sup>	
1992/II	- 2,5	- 2,6	
1992/III	0,3	- 7,8	

- 1) relative Änderung gegenüber dem Vorquartal  
 2) bis 1991/II: V = BSP/M1, ab 1991/III: V = BSP/M2  
 3) nicht verfügbar

Quelle: WIIW, 1994.

## Literaturverzeichnis

- Apolte, T.* (1992): Politische Ökonomie der Systemtransformation, Hamburg 1992.
- Apolte, T. / Cassel, D.* (1991): Dezentralisierung durch „kapitalistische Marktwirtschaft“: Radikaler Systembruch, in: Hartwig, K. H. / Thieme, H. J., Hg. (1991), S. 111-152.
- Balcerowicz, L.* (1989): An Initial Statement. Memorandum on the Economic Reform Program in Poland and the Role of Foreign Assistance, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Beck, N.* (1988): Politics and Monetary Policy, in: T. Willet, Hg. (1988), S. 366-397.
- Bofinger, P.* (1993): Erfahrungen mit Geldpolitik bei Existenz starker mikroökonomischer Verzerrungen, in: Herr, H. / Westphal, A., Hg. (1993), S. 83-108.
- Brainard, L. B.* (1974): A Model of Cyclical Fluctuations under Socialism, in: Journal of Economic Issues, 8, S. 67-81.
- Brennan, G. / Buchanan, J.* (1984): The Power to Tax: Analytical Foundations of a Fiscal Constitution, 2. A., New York 1984.



- Calvo, G. / Coricelli, F.* (1992): Stabilizing a Previously Centrally Planned Economy: Poland 1990, in: *Economic Policy*, 14, S. 175-208.
- Cottarelli, C. / Blejer, M. J.* (1992): Forced Saving and Repressed Inflation in the Soviet Union, 1986-90, in: *IMF Staff Papers*, 39, S. 256-286.
- Delhaes, K. von / Fehl, U.* (1991): Der Transformationsprozeß in der Zeit: Konsequenzen von Dauer und Reihung systemverändernder Maßnahmen, in: Hartwig, K.-H. / Thieme, H. J., Hg. (1991), S. 435-463.
- Dornbusch, R.* (1992): A Payments Mechanism for the Soviet Union and Eastern Europe, Centre for European Policy Studies, London 1992.
- Dornbusch, R. / Fischer, S.* (1986): Stopping Hyperinflations Past and Present, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 122, S. 1-47.
- Dyba, K. / Svejnar, J.* (1991): Czechoslovakia: Recent Economic Developments and Prospects, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 81, S. 185-190.
- Estrin, S. / Hare, P. / Suranyi M.* (1992): Banking in Transition: Development and Current Problems in Hungary, in: *Soviet Studies*, 44, S. 785-808.
- Fischer, S.* (1992): Stabilization and Economic Reform in Russia, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, 15, S. 77-111.
- Frey, B. S.* (1984): *Theorie demokratischer Wirtschaftspolitik*, 2. A., München 1984.
- Frey, B. S. / Schneider, F.* (1988): Politico-Economic Modells of Macroeconomic Policy: A Review of Empirical Evidence, in: Willet, T. E., Hg. (1988), S. 239-275.
- Gelb, A. / Gray, C.* (1991): The Transformation of Economies in Central and Eastern Europe: Issues, Progress and Perspectives, World Bank, Washington D.C. 1991.
- Gomulka, S.* (1993), Poland: Glass Half Full, in: Portes, R., Hg. (1993), S. 187-210.
- Hartwig, K.-H.* (1984): Bundesbankautonomie und Inflationsbekämpfung: Politische Ökonomie des Notenbankverhaltens, in: *List Forum*, 12, S. 307-323.
- (1987): Monetäre Steuerungsprobleme in sozialistischen Planwirtschaften, Stuttgart 1987.
- (1992): Transforming a Socialist Economy: Currency Unification, Banking Reform and Capital Markets, in: Welfens, P. J. J., Hg. (1992), S. 143-155.
- (1994): Selbstbindung und Verantwortung von Gruppen und Verbänden, erscheint in: *Marktwirtschaft als Aufgabe: Wirtschaft und Gesellschaft im Übergang vom Plan zum Markt, Grundtexte zur Sozialen Marktwirtschaft Bd. III*, Ludwig-Erhard-Stiftung, München 1994).
- Hartwig, K.-H. / Thieme, H. J.* (1987): Determinanten des Geld- und Kreditangebots in sozialistischen Planwirtschaften, in: Thieme, H. J. , Hg. (1987), S. 217-240.
- Hg. (1991): Transformationsprozesse in sozialistischen Wirtschaftssystemen: Ursachen, Konzepte, Instrumente, Berlin u. a. 1991.
- Havlik, P.* (1993): Osteuropa zwischen Plan und Markt: Die Wirtschaftsentwicklung in der Region von 1989 bis Anfang 1993, Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche, Reprint Serie Nr. 149, Wien 1993.
- Herr, H. / Westphal, A.,* Hg. (1993): Transformation in Mittel- und Osteuropa: makroökonomische Konzepte und Fallstudien, Frankfurt / Main u. a. 1993.
- Hrncir, M.* (1993): Geld- und Fiskalpolitik im Transformationsprozeß der CSFR, in: Herr, H. / Westphal, A., Hg. (1993), S. 234-263.

- ifo Schnelldienst* (1993): Rubelzone löst sich auf, ifo Institut für Wirtschaftsforschung, 46, 23/93, S. 8-16.
- IMF* (1988-1993): International Financial Statistics, Washington, versch. Jahrgänge.
- IMF / World Bank / OECD / EBRD* (1991): A Study of the Soviet Economy, Vol. 1 & 2, Paris 1991.
- Kemme, D. M. / Masunaga, R.* (1991): An Overview of Monetary and Banking Reform, in: Kemme, D. M. / Rudka, A., Hg. (1991), S. 1-5.
- Kemme, D. M. / Rudka, A., Hg.* (1992): Monetary and Banking Reform in Postcommunist Economies, New York 1992.
- Kieler Diskussionsbeiträge (1993): Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Systemtransformation auf dem Rückzug?, Institut für Weltwirtschaft Kiel, Kiel 1993.
- (1994), Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Beschleunigte Talfahrt durch verschleppte Reformen, Institut für Weltwirtschaft Kiel, Kiel 1994.
- Kolodko, G. W.* (1993): Stabilisierung und Transformation in Polen. Zur Notwendigkeit eines wirtschaftspolitischen Strategiewechsels, in: Herr, H. / Westphal, A., Hg. (1993), S. 217-233.
- Kolodko, G. W. / Mc Mahon, W. W.* (1987): Stagflation and Shortageflation. A Comparative Approach, in: *Kyklos*, 40, S. 176-197.
- Kolodko, G. W. et al* (1992): Hyperinflation and Stabilization in Postsocialist Economies, Boston u. a. 1992.
- Krovak, J. et al* (1993): The Czech and Slovak Economies after the Split, Forschungsberichte des Wiener Instituts für internationale Wirtschaftsvergleiche, No. 199, Wien 1993.
- Lafay, J. D.* (1981): Empirical Studies of Politico – Economic Interaction in East European Countries, *Soviet Studies*, 23, S. 386-400.
- Leipold, H.* (1991): Politische Ordnung und wirtschaftliche Umgestaltung: Zu Restriktionen und Reformen in Politik und Verwaltung, in: Hartwig, K.-H. / Thieme, H. J., Hg. (1991), S. 227-252.
- Lindblom, C.* (1977), *Politics and the Market*, 2. A., Englewood Cliffs, N. J. 1977.
- Lipton, D. / Sachs, J.* (1990): Creating a Market Economy in Eastern Europe: The Case of Poland, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, 13, S. 75-147.
- Mc Kinnon, R. I.* (1991): *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition Process*, Baltimore 1991.
- Michler, A. / Thieme, H. J.* (1991): Währungsreformen: Zur institutionellen Absicherung monetärer Prozesse, in: Hartwig, K.-H. / Thieme, H. J., Hg. (1991), S. 305-330.
- Miszei, K.* (1993): Hungary: Gradualism Needs Strategy, in: Portes, R., Hg. (1993), S. 131-186.
- OECD*: Hungary (1991), *OECD Economic Surveys*, Paris 1991.
- Poland (1992), *OECD Economic Surveys*, Paris 1992.
- (1992), *Reforming the Economies of Central and Eastern Europe*, Paris 1992.
- (1993), *Short Term Economic Indicators. Central and Eastern, Europe*, No. 1-4, Paris 1993.

- Olivera, J.* (1967), Money, Prizes and Fiscal Lags: A Note on the Dynamics of Inflation, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 20, S. 258-267.
- Pinder, J.* (1991), The European Community and Eastern Europe, London 1991.
- Plan Econ Report* (1992), Plan Econ. Inc., Vol. VIII, Washington D.C. 1992.
- Popov, V.* (1991): Soviet Economic Reforms: Possible Difficulties in the Application of Public Choice Theory, in: Soviet Studies, 15, S. 304-324.
- Portes, R., Hg.* (1993): Economic Transformation in Central Europe. A Progress Report, Centre for Economic Policy Research, London 1993.
- Riecke, W. / Antal, L.* (1993): Hungary: Sound Money, Fiscal Problems, in: Portes, R., Hg. (1993), S. 107-130.
- Rosati, D. K.* (1993): Poland: Glass Half Empty, in: Portes, R., Hg. (1993), S. 211-275.
- Sachs, J.* (1992): Privatization in Russia: Some Lessons from Eastern Europe, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, 82, S. 43-49.
- Schmidt, H.* (1993): Geld- und fiskalpolitische Aspekte des russischen Transformationsprozesses, in: Herr, H. / Westphal, A., Hg. (1993), S. 284-299.
- Schmieding, H.* (1993): Notgeld im Reich des Rubels, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 27.2.1993, Nr. 49, S. 13.
- Schröder, K.* (1992): Leidensweg des Rubels nicht beendet, in: Handelsblatt vom 2.12.1992, S. 2.
- Schröder, K. / Kazmin, A.* (1992): Priorität für Geldreform in Rußland, Stiftung Wissenschaft und Politik, Ebenhausen 1992.
- Stiglitz, J.* (1992): Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies, in: European Economic Review, 36, S. 269-306.
- Tanzi, V.* (1977): Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue, IMF Staff Papers, 24.
- Thieme, H. J.* (1989): Gesamtwirtschaftliche Instabilitäten und wirtschaftspolitische Steuerung, in: Hamel, H., Hg. (1989), S. 153-200.
- Thieme, H. J., Hg.* (1987): Geldtheorie: Entwicklung, Stand und systemvergleichende Anwendung, 2. A., Baden Baden 1989.
- Tollison, (1982):* Rent-Seeking: A Survey, in: Kyklos, 35, S. 576-602.
- Vintrova, R.* (1993): Macroeconomic Analysis of Transformation in the CSFR, Forschungsberichte des Wiener Instituts für Internationale Wirtschaftsvergleiche Nr. 188, Wien 1993.
- Welfens, P. J. J., Hg.* (1992): Economic Aspects of German Unification, Berlin u. a. 1992.
- Westphal, A.* (1993): Probleme der Geldwertstabilisierung in Transformationsökonomien, in: Herr, H. / Westphal, A., Hg. (1993), S. 48-83.
- WIIW* (1994), Constraints on Growth: Reports on Poland, the Czech Republic and Hungary, Forschungsbericht Nr. 205 des Wiener Instituts für Internationale Wirtschaftsvergleiche, Wien 1994.
- Willet, T. E., Hg.* (1988): Political Business Cycles. The Political Economy of Money, Inflation and Unemployment, Durham, London 1988.

- Williamson, J.* (1992): Trade and Payments After Soviet Disintegration, Institute for International Economics, Policy Analysis in International Economics, No. 37, Washington D.C. 1992.
- Winięcki, J.* (1991): Resistance to Challenge in the Soviet Economic System, London / New York 1993.
- Ziesemer, B.* (1993): Tschernomyrdin gewinnt Einfluß, in: Handelsblatt vom 13. 12. 1993, S. 2.



# Ungarns Erfahrungen mit der Bankenreform – Probleme einer graduellen Transformationsstrategie

Von *Andreas Graf Wass von Czege*, Wolfsburg

## A. Einführung

Am Beispiel der in Ungarn seit Mitte der achtziger Jahre durchgeführten institutionellen Änderungen im Bankensystem versucht der vorliegende Beitrag, generelle Probleme einer graduellen Transformation des monetären Systems aufzuzeigen. Eine solche Fragestellung enthält mehrere Ausgrenzungen und implizit unterstellte Aussagen bzw. Bewertungen, auf die hier hinzuweisen ist:

- (a) Untersuchungsgegenstand ist die Reform des *Bankenwesens*, hier verstanden als die institutionellen Grundlagen, die Instrumente und Verhaltensweisen einer speziellen Teilnehmergruppe auf den Geld-, Kredit- und Kapitalmärkten. Bewußt ausgeklammert wurden hierbei die Kredit- und Kapitalmarktbeziehungen der öffentlichen Haushaltsorgane sowie die gesamte Problematik der Währungskonvertibilität und Wechselkurspolitik.
- (b) Die Konzentration der Ausführungen auf das ungarische Beispiel unterstellt eine – wenn auch beschränkte und noch näher zu spezifizierende – Übertragbarkeit der hier gewonnenen Erkenntnisse auf die anderen ehemals sozialistischen Staaten Osteuropas.
- (c) Beobachtungszeitraum sind die Jahre ab 1986 / 87, d. h. ab dem – noch unter sozialistischen Rahmenbedingungen vollzogenen – Übergang zu einem zweistufigen Bankensystem. Es wird in der Fragestellung davon ausgegangen, daß sich in diesem Zeitraum schon Erfahrungen herauskristallisiert haben und diese auch zuzuordnen sind.
- (d) Weiterhin ist im Thema bereits implizit unterstellt, daß es sich bei Ungarns – im obigen Sinne abgegrenzter – Bankenreform um eine „graduelle Transformationsstrategie“ handelt. Als Transformation sei der Wechsel der in der Ordnungstheorie als systemkonstituierend angesehenen Elemente (Planungskompetenz und Eigentumsordnung) bezeichnet. Eine graduelle oder gradualistische Transformation ist dann der Versuch, durch zeitliche Streckung der Maßnahmen die individuellen Lasten – bedingt durch Wohlfahrtsverluste und Umverteilungen – sowie die Kosten des institutionellen Umbaus zu senken.

Unterstellt wird hierbei, daß es Entscheidungs- und Handlungsalternativen gibt, d. h., daß bestimmte Elemente einer Transformation (z. B. die Preisliberalisierung) sich prinzipiell sowohl in einem Schritt als auch graduell einführen lassen und daß das timing, pacing und sequencing der einzelnen Maßnahmen mit Problemen behaftet sind. Als Grundproblem wird hier gesehen, daß eingeführte Elemente ihre gewünschte Wirkung nicht entfalten können, ohne daß andere Elemente bereits existieren, zu deren Einführung es einer gewissen Zeit bedarf.

Ausgehend von diesen Prämissen, Begriffsmerkmalen und Abgrenzungen der zu behandelnden Fragestellung werden im weiteren schwerpunktmäßig folgende Problembereiche untersucht:

- das Dilemma der Reformpolitiker, die Umgestaltung des Bankenwesens so vorzunehmen, daß einerseits die grundlegenden Aufgaben und Ziele dieses Sektors in einer funktionierenden Marktwirtschaft erfüllt werden können, andererseits den speziellen Anforderungen an das Bankensystem in der Übergangsphase (z. B. Beteiligung an der Privatisierung und Sanierung der Staatsunternehmen) entsprochen werden kann (Kapitel B);
- die Auswirkungen der den Handlungsraum der Reformpolitik stark einengenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auf den Transformationsprozeß des monetären Sektors (Kapitel C);
- der Stand der bisherigen Reformbemühungen im Vergleich zu den entsprechenden Entwicklungen in den anderen ehemals sozialistischen Staaten Osteuropas und die Einordnung der Reformmaßnahmen in das Konzept einer graduellen Transformationsstrategie (Kapitel D);
- das Kreditportfolio, die materielle und personelle Ausstattung sowie die Wettbewerbsintensität der ungarischen Banken als Determinanten ihrer Leistungsfähigkeit (Kapitel E);
- die Interdependenzen einzelner Reformmaßnahmen und -schritte sowie die Glaubwürdigkeit der Reformpolitik als grundlegende Probleme einer graduellen Transformationsstrategie (Kapitel F).

## **B. Die Bankenreform als Teil des Transformationsprozesses zur Marktwirtschaft – Ziele und Einordnung**

In den traditionellen Marktwirtschaften der Industrieländer Westeuropas und Nordamerikas erfüllt das Bankensystem mehrere Funktionen: Es dient der Mobilisierung und Allokation von Ersparnissen, der Finanzierungsvermittlung und nicht zuletzt auch der Bereitstellung monetärer makroökonomischer Steuerungsinstrumente. Diese *Basisziele* eines marktwirtschaftlichen Finanzsystems, durch deren Erfüllung die Banken nicht unerheblich zum Wachstum einer Volkswirtschaft beitragen können (zur Interdependenz von Finanzsystem und Wirtschaftsentwicklung vgl. auch *Calvo / Frenkel* 1991 a und 1991 b), kollidieren z. T. mit den in

der Übergangsphase zur Marktwirtschaft an ein Bankensystem zu stellenden Anforderungen (z. B. Mitwirkung bei der Privatisierung und Sanierung von Staatsunternehmen, Aufbau eines Kapitalmarkts usw.), die sich aus den Besonderheiten eines im Transformationsprozeß befindlichen Wirtschaftssystems ergeben und im weiteren als *Übergangsziele* bezeichnet werden sollen.

In dem Bemühen um eine gleichzeitige Realisierung der fundamentalen und transitorischen Zielvorgaben orientiert sich die Reform des Bankenwesens in Ungarn an dem deutschen Universalbankensystem. Unter den Rahmenbedingungen einer Transformationswirtschaft unterlaufen aber finanzielle Konglomerate dieser Art sehr einfach die an ein solventes Bankensystem zu stellenden Anforderungen, zumal solange noch keine effiziente Bankenaufsicht existent ist. Zudem ist anzuzweifeln, ob finanzielle Konglomerate vom Universalbankentyp, die gleichzeitig die miteinander konfligierenden Basis- und Übergangsziele verfolgen, unter den gegebenen Voraussetzungen ihrer begrenzten personellen und institutionellen Kapazität sowie der hohen Finanzmarktrisiken überlebensfähig sind.

Zur Durchsetzung der reformpolitischen Zielsetzungen im Bankensystem bedarf es daher in der Übergangsphase über den Rahmen einer Marktwirtschaft hinausgehender staatlicher Interventionsmöglichkeiten, zumal zusätzlich auch

- (a) die monetäre wirtschaftspolitische Steuerung durch Zielkonflikte (Inflationsbekämpfung vs. Wachstumsstimulierung und Reduzierung der Zinsaufwendungen der öffentlichen Haushalte usw.) belastet wird,
- (b) die Bedeutung der Bankkredite für die Realsphäre aufgrund fehlender Finanzierungsalternativen noch sehr hoch ist,
- (c) der Interbankenwettbewerb – u. a. aufgrund des langsamen Privatisierungsprozesses – noch unvollkommen ist und die Kontrollfunktion des Marktes daher nicht zur Geltung gebracht werden kann.

Eine Orientierung der Bankenreform an Übergangsziele der genannten Art ist interpretierbar als besondere Form einer *graduellen* Transformationsstrategie, da hier zu einem späteren Zeitpunkt ein Zielwechsel zu den Basiszielen vorgesehen ist.

Hier, wie bei jeder graduellen Transformationsstrategie, stellt sich das Problem des Zeitprofils (timing), der Dosierung (pacing) und der Reihenfolge (sequencing) der einzelnen Reformmaßnahmen. Die Formulierung entsprechender *Harmonisierungsziele* der Bankenreform hat u. a. von nachstehenden Erkenntnissen auszugehen:

- (a) Eine Übertragung der Lehren aus Reformprogrammen in Entwicklungs- und Schwellenländern auf die Systemtransformation in den ehemals sozialistischen Ländern kann angesichts der unterschiedlichen Ausgangsbedingungen in falsche Empfehlungen münden (vgl. *Funke* 1993).



- (b) Ein Vergleich der in der „Transformations-Literatur“ unterbreiteten Vorschläge zeigt, daß große Einigkeit darüber besteht, daß bereits frühzeitig mit grundlegenden institutionellen Reformen begonnen werden muß, wenn der Erfolg einer Systemtransformation nicht künstlich hinausgezögert oder sogar vollständig gefährdet werden soll (vgl. hierzu u. a. *Dornbusch 1991; Fischer / Gelb 1991; Nuti 1991; Rybczynski 1991*).

Stark umstritten ist jedoch in der Literatur der Zeitpunkt der Bankenprivatisierung. So empfiehlt *Hinds (1991)*, die Banken erst zu einem späteren Zeitpunkt zu privatisieren, da sonst die Ineffizienz des alten Systems unmittelbar dokumentiert würde und die entstehende Arbeitslosigkeit den politischen Widerstand gegen die Reformen erhöhen könnte. Umstritten ist vor allem der angemessene Zeitpunkt von Finanzmarktreformen: Während einige Autoren diesem ein vergleichsweise geringes Gewicht beimessen, sprechen sich z. B. *Rybczynski (1991)* sowie *Falk / Funke (1993)* dafür aus, mit Finanzmarktreformen möglichst bereits vor einer gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung zu beginnen. Es wird darauf verwiesen, daß Verzögerungen von Finanzmarktreformen, so u. a. das Fortbestehen der Kreditprivilegien für die Staatsbetriebe, die Glaubwürdigkeit des Transformationsprozesses nachhaltig behindern.

- (c) Das Tempo der Entwicklung von Kredit- und Kapitalmärkten in den Transformationswirtschaften hängt vor allem von den Privatisierungsfortschritten in diesen Ländern ab. So sind die Umsätze der bereits 1990 eröffneten Budapester Wertpapierbörse auch heute noch relativ gering: 1992 lagen die Gesamtumsätze bei rund 33 Milliarden Forint, wobei nur 6 Milliarden Forint (rd. 100 Millionen DM) auf Aktienumsätze entfielen (*Figyelő* vom 28. 1. 1993). Der Grund hierfür liegt in der geringen Zahl von Marktteilnehmern. So waren Ende 1993 nur rund 30 Aktienpapiere im Handel, für 1994 wird im Zuge der Privatisierungsmaßnahmen mit der Börseneinführung von weiteren 10-15 Papieren gerechnet.

Ungarns bisherige Reformpolitik im Bankenwesen ist – wie später noch im Detail zu zeigen sein wird – als eine zeitlich stark gestreckte graduelle Transformationsstrategie zu bezeichnen. Mit dem Übergang zu einem zweistufigen Bankensystem wurde – im Gegensatz zu allen anderen ehemals sozialistischen Staaten – noch vor der eigentlichen Systemtransformation im Jahre 1987 begonnen, die institutionelle Umgestaltung dieses Sektors vollzieht sich dennoch wie in allen anderen Staaten Osteuropas und entgegen den Empfehlungen der Literatur nur sehr langsam, da die Ausarbeitung und parlamentarische Verabschiedung der notwendigen Gesetze sehr viel Zeit in Anspruch nehmen. So bedurfte die Einführung der Bank-, Buchführungs- und Konkursgesetze einer mehr als zweijährigen Vorbereitungszeit. Der Staatsanteil an den Geldinstituten soll erst nach einer fünfjährigen Übergangszeit bis 1997 auf 25 v. H. begrenzt werden.

### C. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen – Ergebnis und Restriktionen der Transformationsstrategie

Ungarns Stabilisierungs- und Transformationspolitik seit 1989 ist von einer tiefgreifenden wirtschaftlichen Rezessionsphase begleitet worden, gekennzeichnet durch einen drastischen Rückgang wichtiger makroökonomischer Outputgrößen, stark expandierende Haushaltsdefizite, steigende Arbeitslosigkeit und eine erst in jüngster Zeit abgebremste Inflation.

Tabelle 1

#### Entwicklung ausgewählter makroökonomischer Kennziffern in Ungarn

Kennziffer	1991	1992	1993 *	1994 **
BIP (Veränderung in %)	-12,0	-5,0	60,0	1,5
Industrieproduktion (Veränderung in %)	-18,1	-9,8	-1,5	1,9
Inflation (in %)	34,8	23,0	23,0	15,0
Arbeitslosenrate (in %)	7,5	13,5	15,0	13,0
Budgetdefizite (in % des BIP)	-4,6	8,0	8,0	7,0
Leistungsbilanzsaldo (in Mio US \$)	267,0	324,0	-400,0	-300,0

\* EIU-Schätzung

\*\* EIU-Prognose

EIU = Economist Intelligence Unit

Quelle: *Ost Wirtschaftsreport*, Nr. 18 vom 3.9.1993, S. 355.

Diese Entwicklung ist auch für die anderen ehemals sozialistischen Staaten Osteuropas kennzeichnend, so daß hier gemeinsamen Ursachen (Transformationskrise, Zusammenbruch ehemaliger Handelsbeziehungen usw.) ein größerer Erklärungswert als Ungarn-spezifischen Entwicklungen beizumessen ist. So lassen die in allen osteuropäischen Staaten zu beobachtenden drastischen Einbrüche im Produktionsbereich und bei der Beschäftigungsentwicklung keinen Zusammenhang mit der Reformgeschwindigkeit in den einzelnen Ländern erkennen.

Auch durch ein graduelles Vorgehen in Ungarn konnten ein Rückgang des Bruttoinlandsprodukts und der Industrieproduktion sowie stark zunehmende Arbeitslosenzahlen nicht verhindert werden.

*Tabelle 2*  
**Entwicklung ausgewählter makroökonomischer Kennziffern  
 in ausgewählten osteuropäischen Ländern 1989-1992**

Kennziffern/Land	1989	1990	1991	1992
<b>Reales BIP (Änderung in %)</b>				
Bulgarien	-0,5	-11,8	-23,3	-8,1
CSFR	4,5	-0,4	-15,9	-8,5
Polen	0,2	-11,6	-7,2	1,0
Rumänien	-5,8	-7,4	-13,7	-10,0
Ungarn	-0,2	-4,3	-10,2	-5,0
<b>Industrieproduktion (Änderung in %)</b>				
Bulgarien	-2,6	-12,5	-21,7	-22,0
CSFR	0,7	-3,5	-24,7	-10,4
Polen	-0,5	-24,2	-11,9	4,2
Rumänien	-2,1	-19,8	-18,7	..
Ungarn	-1,0	-9,2	-21,5	-11,0
<b>Arbeitslosenquote in %</b>				
Bulgarien	0,0	1,4	10,5	14,8
CSFR	0,0	1,0	6,6	5,0
Polen	0,3	6,3	11,8	13,6
Rumänien	..	..	2,5	..
Ungarn	0,5	1,8	7,5	12,2

Quelle: *Schmiëding* 1993, S. 217.

Dennoch gibt es für die ungarische Wirtschaftsentwicklung charakteristische Elemente, die bei der Ausgestaltung einer Transformationsstrategie für den Bankensektor von Bedeutung bzw. teilweise auch auf die bisherige Transformationspolitik zurückzuführen sind:

- (a) Durch das graduelle Vorgehen konnte in Ungarn ein einmaliger Sprung des Preisniveaus vermieden werden. Die durchschnittliche Inflationsrate ist jedoch seit 1992 wieder höher als in der ehemaligen Tschechoslowakei:

Tabelle 3

**Entwicklung der Lebenshaltungskosten in ausgewählten Ländern Osteuropas  
1987-1992 (Vorjahr = 100,0)**

Land	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Bulgarien	2,7	2,4	6,4	26,3	460,4	49,4
CSFR	0,1	0,2	1,4	10,8	58,7	10,2
Polen	25,2	60,2	251,1	585,8	70,3	45,6
Rumänien	1,2	2,6	0,9	4,7	161,1	203,0
Ungarn	8,6	14,8	18,9	33,4	32,2	22,0

Quelle: Calvo / Kumar 1993, S. 5.

- (b) In Polen und der ehemaligen Tschechoslowakei sind durch die schockartige Preisfreigabe die Gewinne der Staatsunternehmen vorübergehend gestiegen und haben so zu einer Einnahmensteigerung im Staatshaushalt beigetragen (Raiser 1992). Dieses temporär zu beobachtende Einhergehen der einschneidenden Stabilisierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen mit Überschüssen im Staatshaushalt trat in Ungarn aufgrund der graduellen Preisfreigabe *nicht* ein. Vielmehr stieg aufgrund von rezessionsbedingten geringeren Steuereinnahmen, einer ineffektiven Arbeitsweise der Steuerbehörden und hohen Belastungen durch die Finanzierung der Arbeitslosigkeit das Defizit von 4,9 v. H. des Bruttoinlandsprodukts in 1991 auf mehr als 8 v. H. im Jahre 1993. Der Anteil der gesamten inländischen Staatsverschuldung am BIP lag 1990 bei 65,3%, 1992 bei 77,5% und 1993 bei rund 85% mit weiter steigender Tendenz (Figyelő vom 12.8.1993, S. 11).
- (c) Mehr als in den anderen Staaten Osteuropas kam es in Ungarn zu beträchtlichen Kapitalzuflüssen aus dem Ausland. In 1991 betrug die ausländischen Direktinvestitionen nach Angaben des IWF 1,5 Mrd. US-\$ in Ungarn, hingegen 586 Mill. US-\$ in der ehemaligen Tchechoslowakei und lediglich 135 Mill. US-\$ in Polen. 1992 flossen nach Ungarn noch immer knapp 1,5 Mrd. US-\$, 1993 rund 1 Mrd. US-\$, auch wenn sich mittlerweile Tschechien zum beliebtesten Anlageland für Auslandskapital in Osteuropa entwickelt hat. Der anhaltende Kapitalzustrom nach Ungarn wird von den Befürwortern einer graduellen Transformationsstrategie mit der erzielten höheren politischen Stabilität und dem hierdurch gestiegenen Vertrauen des Auslandes in den Transformationsprozeß begründet. Doch auch die in Ungarn schon sehr frühzeitig einsetzende Reform des Bankensystems und Liberalisierung des Kapitalverkehrs können zu den relativ hohen Kapitalzuflüssen beigetragen haben.

Tabelle 4  
Entwicklung der Staatsverschuldung 1990-1992

Kennziffer	1990	1991	1992
Haushaltsdefizit in Mrd. Forint	1,4	114,2	197,3
Defizit der konsolidierten Haushalte in Mrd. Forint	2,0	123,1	230,0
Anteil des Defizits der konsolidierten Haushalte am BIP in %	0,0	5,0	8,0
Höhe der inneren Staatsverschuldung in Mio. Forint	1357,2	1835,9	2100,0
Anteil der inneren Staatsverschuldung am BIP in %	65,3	79,8	80,0
Schuldendienst des zentralen Staatshaushalts in Mrd. Forint	70,7	107,1	190,5

Quelle: *Figyelő* vom 15.4.1993, S. 17.

Der unerwartet hohe und lang andauernde Produktionsrückgang im Rahmen der Transformation kann in einer angebotsorientierten Sichtweise mit dem J-kurvenförmigen Verlauf einer Transformation erklärt werden: Nach dieser Argumentation ist aufgrund des veralteten Kapitalstocks und der teilweise immobilen Ressourcen die Offenlegung der alten Ineffizienzen im Zuge der Reformpolitik zunächst mit einem Rückgang der Produktion traditioneller Güter verbunden, und die zeitintensiven Anpassungsvorgänge führen zwangsläufig zu einer vorübergehenden strukturellen Krise (*Siebert 1991*). Die keynesianisch orientierten Erklärungsansätze weisen dagegen auf den Rückgang der aggregierten Nachfrage und auf die Kreditknappheit hin (*Brada / King 1992; Laski 1992; Raiser 1992*).

Die aus Sicht der hier untersuchten Bankenreform besonders interessante Credit-Crunch-Hypothese (*Calvo / Coricelli 1992*) betont die negativen Wirkungen von knappen und relativ teuren kurzfristigen Bankkrediten, wird von manchen Autoren jedoch kritisch hinterfragt. *Schmieding (1993)* sowie *Falk / Funke (1993)* verweisen vielmehr auf institutionelle Reformdefizite – insbesondere im Bankensektor – als wesentliche Ursachen der Transformationskrise: Trotz des frühzeitigen Aufbaus eines zweistufigen Bankensystems in Ungarn sei der Effizienzgewinn dieser Umgestaltung bislang vergleichsweise gering geblieben, was z. T. auf die Problematik der Unternehmens-Altschulden, z. T. auf die nur zögernde Privatisierung der Banken zurückzuführen sei. Solange die Bilanzen der Staatsunternehmen nicht konsolidiert sind, sei es nicht möglich zu unterscheiden, welche

Unternehmen dauerhafte Verluste erwirtschaften und welche nur aufgrund der finanziellen Altlasten Verluste hinnehmen müssen. Zudem sei von im Staatseigentum verbleibenden Banken keine Verhaltensänderung bei der Kreditgewährung zu erwarten, d. h. alte Kreditbeziehungen werden gepflegt, neue aussichtsreiche – aber risikovolle – Aktivitäten diskriminiert.

Der Einfluß einer Liberalisierung der Finanzmärkte auf die gesamtwirtschaftliche Sparquote ist in der Literatur umstritten (*Calvo / Kumar* 1993, S. 6 sowie *Borensztein / Montiel* 1991): Zum einen kann aufgrund des mit der Liberalisierung verbundenen Abbaus der Liquiditätsrestriktionen für die Haushalte und mit den entstehenden Märkten für Konsumentenkredite die Sparquote gesenkt werden, zum anderen kann das erhöhte Angebot an alternativen Sparformen zu einer Erhöhung der Sparquote führen. Das gegenwärtig sehr ausgeprägte Sparverhalten der ungarischen Bevölkerung – die Sparquote betrug 1992 18,5% (1990: 6%; 1991: 14%) mit weiter zunehmender Tendenz – ist z. T. das Ergebnis der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen (Vorsorge für drohende Arbeitslosigkeit usw.), z. T. aber auch eine Folge der Kapitalverkehrsliberalisierung (Zulassung privater Devisenkonto usw.) und des entstehenden Kapitalmarktes (neue Anlageformen).

Die gegenwärtigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Ungarn sind nicht nur teilweise als das Ergebnis der bisherigen Transformationspolitik anzusehen, sie bestimmen auch weitgehend den Handlungsspielraum der Politik für weitere Reformmaßnahmen. Verwiesen sei hier nur auf das wachsende Haushaltsdefizit, das die Möglichkeiten für ausgabenwirksame Finanzmarktrefor-men wie z. B. eine Bilanzkonsolidierung der staatlichen Banken auf ein Minimum einschränkt.

#### **D. Die Entwicklung des ungarischen Bankensystems – Merkmale der Transformationsstrategie und ihrer Durchsetzung**

Im früheren Monobankensystem – gekennzeichnet durch eine dominierende, auch im Kreditgeschäft tätige Zentralbank und einige wenige spezialisierte Geschäftsbanken, durch segmentierte Finanzströme und vor allem eine scharfe Trennung der Bankgeschäfte mit Haushalten und Unternehmen – gab es so gut wie keine geldpolitischen Konjunktursteuerungsinstrumente, und der Zins spielte keine alloкатive Rolle. Ein Interbanken-Wettbewerb, Geld- und Kapitalmärkte waren nicht existent. Die Investitionsfinanzierung und die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft erfolgten in erster Linie über den Staatshaushalt oder im Rahmen staatlicher Planvorgaben und Kreditrichtlinien für die Unternehmen.

Die Konsequenz des oben beschriebenen passiven „Geldversorgungssystems“ waren auf der Nachfrageseite nahezu automatische und in ihrer Höhe unbegrenzte Umlaufmittelkredite für defizitäre Unternehmen im Rahmen sogenannter „weicher Budgetrestriktionen“ (*Kornai* 1980) mit entsprechend negativen Auswirkungen.

gen auf das Geschäftsgebaren der Unternehmen sowie geringe Sparanreize in der Bevölkerung aufgrund nahezu garantierter Lebenszeitbeschäftigung, negativen Realzinsen, fehlenden alternativen Anlagemöglichkeiten und leicht zugänglichen sowie stark zinssubventionierten Wohnungsbaukrediten.

Auf der Anbieterseite führte das beschriebene Finanzsystem zu einer Abkopplung des ungarischen Bankensektors von der technischen und technologischen Entwicklung (Informationsverarbeitungssysteme, neue Zahlungsmodalitäten usw.), zu einer Veralterung der infrastrukturellen und Betriebsmittelausstattung und einem entsprechend niedrigen Ausbildungsstand des Fachpersonals und Bankenmanagements.

Den Übergang zu einem zweistufigen Bankensystem vollzog Ungarn schon 1987 – damals noch unter den Rahmenbedingungen einer sozialistischen Wirtschaft – und damit zwei Jahre vor Polen bzw. drei Jahre vor den meisten anderen osteuropäischen Staaten. Innerhalb des ungarischen Reformprogramms bildet das Bankensystem jedoch das Schlußlicht eines bereits 1967 beschlossenen Maßnahmenkatalogs. Bei den Dezentralisierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen des inländischen Finanzmarktes nahm und nimmt Ungarn innerhalb der Transformationsstaaten eine Vorreiterstellung ein (Zulassung ausländischer Banken seit 1979, Ausgabe von Obligationen seit 1989, Wertpapierbörse seit Juni 1990, Anteilserwerb durch ausländische Banken ab August 1990, Autonomie der Nationalbank seit Dezember 1991 usw.). Fortschritte sind – auch hier zuerst in Ungarn – bei der Institutionalisierung und dem Einsatz von Instrumenten der monetären Kontrolle (Refinanzierungskontingente, Mindestreservesätze usw.) erkennbar, wenn auch die marktorientierten Instrumente wie Offenmarktoperationen und flexibles Zinsmanagement noch von untergeordneter Bedeutung sind. Der unterentwickelte Geldmarkt und ein unzureichendes Portfolio für Offenmarktpolitik machen bislang klassische marktwirtschaftliche Interventionen der Nationalbank nahezu unwirksam.

Trotz der Unterschiede im Zeitprofil und im Tempo – teilweise auch in den Inhalten – der Finanzmarktreformen in den einzelnen ehemals sozialistischen Staaten gibt es doch eine Anzahl von Gemeinsamkeiten, wie z. B.

- die schlechte Qualität der Kreditportfolios der einzelnen Banken (vor allem bedingt durch die übernommenen Altschulden der Staatsbetriebe),
- der nach wie vor bestehende hohe Spezialisierungsgrad einzelner Banken und der – trotz zunehmender Anzahl der Marktteilnehmer – noch immer geringe Wettbewerb zwischen ihnen,
- die Dominanz der Banken auf den – insgesamt unterentwickelten – Kapitalmärkten.

In Kenntnis der bestehenden Schwächen des Bankensystems haben Ungarns Wirtschaftspolitiker 1992/93 einen neuen Reformschub im Finanzmarktsektor initiiert: Noch im November 1991 traten die Gesetze über die Geldinstitute und

die Buchführung in Kraft, die die ungarischen Bestimmungen den internationalen Gepflogenheiten anpassen. Ausgebaut werden jetzt auch in verstärktem Maße Institutionen für eine Zusammenarbeit der Banken: Seit Juli 1992 gibt es einen offiziellen Interbanken-Devisenmarkt, im Dezember 1992 nahm die Kreditgarantie AG ihre Tätigkeit auf, und seit Juli 1993 gibt es einen Einlagenversicherungsfonds, bei dem alle neu getätigten namentlichen Einlagen bis zu einer Höchstgrenze von 1 Million Forint versichert sind. Geplant sind des weiteren eine gemeinsame Schuldner-Datenbank sowie eine Girozentrale.

In Vorbereitung befinden sich ein neuer Devisenkodex, der eine weitgehende Liberalisierung der Devisentransaktionen vorsieht (das gegenwärtige Gesetz ist aus dem Jahre 1974!) sowie weitere Modifizierungen des Gesetzes über die Geldinstitute und des Wertpapiergesetzes, die beide erst Anfang der neunziger Jahre in Kraft traten.

Diese häufigen – sich in kleineren Schritten vollziehenden – Anpassungen der rechtlichen und institutionellen Grundlagen des Finanzmarktes an die sich in einer Übergangsphase befindliche Wirtschaft sind weniger als ein „trial-and-error“-Konzept, sondern vielmehr als bewußte graduelle Transformationsstrategie zu interpretieren. Hierfür sprechen auch die in den Gesetzen im Detail festgelegten Übergangsphasen für die Realisierung einzelner Vorschriften. So wurde der Ungarischen Nationalbank für den Ausstieg aus ihren Geschäftsbankaktivitäten bzw. den Verkauf ihrer Bankbeteiligungen eine zweijährige Frist bis Ende 1993 gewährt. Die im Bankengesetz festgelegte Beschränkung des staatlichen Eigentums an den Banken auf maximal 25% muß bis Ende 1996 durch entsprechende Privatisierungsmaßnahmen realisiert werden.

Die für den Erfolg einer graduellen Transformationsstrategie ausschlaggebende Notwendigkeit der Einhaltung einer vorgegebenen Reihenfolge der Reformschritte ist die Hauptursache für die zu beobachtenden „Verspätungen“ (hier definiert als Nichterfüllung selbstgesetzter Fristen und Termine) bei der Bankenprivatisierung und anderen Reformen des Finanzmarktes. So ist die geringere Wettbewerbsfähigkeit der ungarischen Banken gegenüber ihrer ausländischen Konkurrenz unter anderem bedingt durch ihre im allgemeinen zu geringe Kapitaldecke. Eine Kapitalerhöhung kann nur im Zuge einer Privatisierung erreicht werden, die aber wiederum einer Reduzierung des Bestandes der Banken an uneinbringbaren bzw. zweifelhaften Forderungen und damit auch stabiler Eigentumsverhältnisse bedarf. Voraussetzung hierfür ist eine finanzielle Konsolidierung der Unternehmen, für die aber aufgrund des noch embryonalen Kapitalmarktes Kredite die dominante Finanzierungsquelle bleiben, was wiederum den Verschuldungsgrad der Unternehmen erhöht. Hier entsteht somit ein *circulus vitiosus*: Privatisierung setzt einen funktionierenden Kapitalmarkt voraus, der Kapitalmarkt ist jedoch erst bei einer kritischen Anzahl privater Marktteilnehmer voll funktionsfähig.



### **E. Erste Erfahrungen: Leistungsdefizite und Probleme des Bankensystems in Ungarn**

Obwohl sich Umfang und Tempo der Bankenreformen in den Staaten Osteuropas z. T. erheblich unterscheiden, sind zahlreiche gemeinsame Problemfelder festzustellen, die selbst für das am weitesten fortgeschrittene Transformationsland Ungarn Gültigkeit haben. Hierzu gehören u. a.

- das Erbe der Zentralverwaltungswirtschaft mit erheblichen Verzerrungen und Fehlallokationen sowohl im Finanzsektor als auch auf den Gütermärkten;
- ein sich nur langsam herausbildender Kapitalmarkt;
- der Mangel an hinreichend ausgebildeten Humanressourcen für den Aufbau des Bankensektors;
- der unzureichende Wettbewerb im Bankensektor;
- fehlende bzw. unterentwickelte Buchführungs-, Informations- und Prüfungssysteme, um die Bonität potentieller Kreditnehmer festzustellen;
- der Mangel an modernen Zahlungsformen;
- die qualitativ schlechten Portfolios und die generelle Unterkapitalisierung der Banken.

In den letzten Jahren erhöhte sich in Ungarn die Nettoverschuldung sowohl der öffentlichen Haushalte als auch des Unternehmenssektors in starkem Maße (vgl. Tabelle 5). Einziger Nettosparer sind zur Zeit die Haushalte.

*Tabelle 5*

**Einlagen und Verbindlichkeiten der Nichtbanken bei den Banken 1990-1993  
(Bestand jeweils am 30. Juni in Milliarden Forint)**

	1991	1992	1993
<b>Haushalte bei den Geschäftsbanken</b>			
Einlagen	476,9	693,1	852,1
Kredite	197,3	196,7	221,7
<b>Unternehmen bei den Geschäftsbanken</b>			
Einlagen	323,0	412,4	440,0
Kredite	697,6	753,7	732,0
<b>Staatshaushalt bei der Nationalbank</b>			
Einlagen	98,6	172,4	119,8
Kredite	826,0	859,8	981,6

Quelle: *Heti Világgazdaság* vom 12.9.1992, S. 97 und vom 2.10.1993, S. 129.

Den ungarischen Banken ist es jedoch nicht gelungen, diese stark anwachsenden Bevölkerungersparnisse in den neu entstehenden Privatsektor umzulenken. Statt dessen wird – z. T. aufgrund eigener Risikoscheu, z. T. unter informellem staatlichen Druck – das expandierende öffentliche Haushaltsdefizit kreditiert. Erfolgreiche Privatfirmen müssen sich daher nach anderen Finanzierungsquellen (einbehaltene Gewinne, Auslandskredite usw.) umsehen, während die hochverschuldeten und unrentablen Staatsunternehmen weiterhin mit Krediten versorgt werden. Das Ergebnis dieser Diskriminierung ist eine eklatante Fehlallokation der Kapitalressourcen.

Ein finanzieller Schock, der Ungarns graduelle Transformationsstrategie im Bankensektor eventuell in Frage zu stellen vermag, wurde durch die neuen Bilanzierungsvorschriften ausgelöst, die den Reservesatz auf 8 % der Kapitalsumme erhöhen und die Geschäftsbanken verpflichten, ihre Forderungen zu klassifizieren und für die Klassen „substandard“, „zweifelhaft“ und „schlecht“ jeweils Reserven von 20 %, 50 % bzw. 100 % der jeweiligen Kreditsumme zu bilden. Untersuchungen haben ergeben, daß 10-15 % der Kreditportfolios der großen ungarischen Banken in eine der drei Kategorien fallen. Insgesamt betragen die Außenstände der ungarischen Banken am 31.3.1993 nahezu 1.700 Milliarden Forint. Hiervon wurden 2,3 % als „unterdurchschnittlich“, 4,0 % als „zweifelhaft“ und 5,2 % als „schlecht“ klassifiziert (*Figyelő* vom 11.11.1993, S. 35).

Um die zur Abdeckung der zweifelhaften Forderungen notwendigen Reserven bilden zu können, sind die Banken gezwungen, ihre Zinssätze hoch zu halten, wodurch die Belastung durch die ererbten Schulden der Staatsunternehmen auf den neuen Privatsektor abgewälzt und dessen Entwicklung entsprechend gehemmt wird. Gleichzeitig wurden die Bankengewinne zur Reservenbildung eingesetzt, wodurch die hieraus fließenden Einnahmen des Staatshaushalts (die 1990 bei 8 % der Staatseinnahmen lagen!) drastisch zurückgingen: 1991 führten die Banken noch knapp 45 Milliarden Forint in Form von Steuern und Dividenden an den Staatshaushalt ab, 1992 waren es nicht einmal mehr eine Milliarde Forint (*Figyelő* vom 23.12.1992, S. 43).

Weitere Konsequenzen der schlechten Kreditportfolios ungarischer Banken können sein:

- eine geringe Bereitschaft der Banken zur Klassifizierung von Forderungen als „uneinbringbar“ mit der Konsequenz einer fortdauernden Kreditierung unrentabler Unternehmen und somit Schwächung ihrer Zahlungsdisziplin;
- die Verzögerung der angestrebten Bankenprivatisierung, da potentielle Investoren abgeschreckt werden.

Der im März 1993 – rechtzeitig vor den Jahreshauptversammlungen der großen ungarischen Banken – von der Financial Times veröffentlichte Artikel über die Ergebnisse einer vertraulichen Weltbankstudie, in der – unter Zugrundelegung der internationalen Bilanzierungsregeln – die größten ungarischen Banken für

technisch zahlungsunfähig erklärt wurden, ist jedoch nach ungarischer Darstellung (vgl. Heti Világgazdaság vom 29.5.1993, S. 91-92) als typisches „Transformationsproblem“ zu interpretieren, da der hohe Anteil der zweifelhaften Forderungen im Portfolio der Banken bedingt ist durch

- (a) eine sehr hohe gegenseitige Verschuldung der Staatsunternehmen, die zum Teil innerhalb des Unternehmenssektors aufgerechnet werden könnte;
- (b) eine ungleiche Verteilung der „Altlasten“ auf die neuen Handelsbanken;
- (c) das hohe Risikopotential des neu entstehenden Privatsektors;
- (d) einen für die Gründungs- und Aufbauphase typischen Mangel an Infrastruktur, Management-Erfahrung und Informationsnetzen im Bankensektor.

Zur Bereinigung des Portfolios der Banken hat die ungarische Regierung 1992 ein *Kreditkonsolidierungsprogramm* eingeleitet, in dessen Rahmen rund 40% der als „zweifelhaft“ oder „schlecht“ klassifizierten Forderungen (insgesamt 102 Milliarden von 262 Milliarden Forint) in Staatsanleihen mit 20jähriger Laufzeit zu einem Wert von knapp 100 Milliarden Forint umgetauscht wurden (zum Kreditkonsolidierungsprogramm vgl. auch *Ministry of Finance* 1993 b sowie *Figyelő* Nr. 46 vom 18.11.1993, S. 1 und 14-15). Hierdurch reduzierte sich zwar das Reservesoll der Banken von 170 auf knapp 70 Milliarden Forint, die tatsächliche Reserve lag aber immer noch unter 50 Milliarden Forint.

Die vom Staat übernommenen Forderungen flossen zum größten Teil in die neugegründete ungarische Anlage- und Entwicklungs AG, die zumindest einen Teil der überschuldeten Staatsunternehmen sanieren und anschließend privatisieren soll. 1993 wurden in Weiterführung des Kreditkonsolidierungsprogramms noch einmal uneinbringbare Bankforderungen gegen Staatsanleihen im Gesamtwert von rund 170 Milliarden Forint eingetauscht, um die ungarischen Großbanken vor einer Zahlungsunfähigkeit zu bewahren. Die Regierung muß jedoch aufgrund dieser Maßnahmen in den nächsten Jahren eine zusätzliche Zinslast von mehreren hundert Millionen Dollar tragen, die durch Erhebung einer *Stabilisierungssteuer* aufgebracht werden sollen, mit der die Banken im Gegenzug für die Befreiung von den Forderungen belastet werden. Diese Umtauschaktion ist jedoch nicht ohne Risiken, die den Erfolg des Kreditkonsolidierungsprogramms in Frage stellen könnten: Erstens sind die Banken über die nächsten 20 Jahre durch die Stabilisierungssteuer belastet; zweitens könnte sich der Vorteil des Umtauschs ins Negative umkehren, wenn die Zinsen für die 90-Tage-Schatzscheine, an die die Verzinsung der Staatsanleihen gebunden ist, auf einstellige Werte sinken.

Als weiteres wichtiges Problem des ungarischen Bankensektors hat sich die Unerfahrenheit und Unfähigkeit der Banken zur Bewertung der Kreditwürdigkeit von Unternehmen erwiesen. Dieses ist nicht nur bedingt durch die geringe Anzahl von Bankfachleuten (trotz Verdreifachung innerhalb von drei Jahren) und ihre unzureichende Ausbildung bzw. mangelnde Erfahrung, sondern auch durch das

Fehlen einer transparenten und die notwendigen Informationen enthaltenden Buchführung der Unternehmen. Die Dynamik des Systemwandels und die Unsicherheit der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen erschweren zusätzlich eine Bewertung der Profitabilität von Unternehmen und Investitionsprojekten.

Hieraus ergibt sich aber auch, daß die Konsolidierung der Kreditportfolios der Banken begleitet werden muß von einer Reorganisation der Unternehmen einschließlich einer Bereinigung ihrer Bilanzen bis hin zu einer strikten Anwendung des Konkursgesetzes.

Eng verbunden mit dem Problem der Portfolio-Qualität der Banken sind die noch immer kleine Anzahl von Geldinstituten und der mangelnde Wettbewerb zwischen ihnen: Die Zahl der Banken und Geldinstitute stieg von 14 im Jahre 1986 über 26 im Jahre 1989 auf nunmehr 36 (*Vittas / Neal* 1992, S. 1a sowie *Zelnik* 1993, S. 51), wobei jedoch die sechs Großbanken des Landes nahezu 80% der Bilanzsumme auf sich vereinigen (*Zelnik* 1993, S. 50). Dieser hohe Konzentrationsgrad ist z. T. noch das Erbe des früheren Systems, z. T. aber auch die Folge bestehen gebliebener und neuer Markteintrittsschranken. So scheuen die ausländischen Banken – trotz wachsender Präsenz in Ungarn (14 der 36 Banken sind ganz oder teilweise im ausländischen Eigentum) und höherer Rentabilität als die Inlandsbanken (1992 wurde die Liste der Banken mit den größten Gewinnen von vier ganz oder teilweise im Auslandseigentum befindlichen Geldinstituten angeführt. Vgl. *Zelnik* 1993, S. 51) – den ungarischen Markt aufgrund der unsicheren Wirtschaftslage und nur langsamen Reformfortschritten. Inländische Bankneugründungen können sich nur schwer auf dem von vier Großbanken dominierten Markt durchsetzen. Von der Gesamtbilanzsumme der 36 in Ungarn tätigen Banken entfallen 66% auf die vier größten Banken, davon allein 32,7% auf die Landessparkasse OTP, in der nahezu 75% der Bevölkerungseinlagen konzentriert sind (*Zelnik* 1993). Wettbewerbsverzerrungen bestehen auch zwischen den ungarischen und ausländischen Banken: Letztere haben die Möglichkeit, ihr Geschäft vor allem auf die Vergabe kurzfristiger Kredite an erste Adressen zu konzentrieren, während die ungarischen Großbanken im risikoreicheren und langfristigen Geschäft mit den maroden Staatsunternehmen tätig sind und sein müssen. 1993 waren immerhin 80% der als „zweifelhaft“ oder „schlecht“ klassifizierten Forderungen auf die vier größten ungarischen Banken konzentriert, die sechs Großbanken des Landes wiesen am Ende des ersten Halbjahres 1993 einen aggregierten Bilanzverlust von mehr als 16 Milliarden Forint auf (*Figyelő* vom 25. 11. 1993, S. 7).

Der Bankenwettbewerb konzentriert sich aus den genannten Gründen mehr auf die Einlagenpolitik (und den Bankenpersonalmarkt) als auf die Kreditvergabe und das sonstige Dienstleistungsangebot (d. h. die Banken sind im Passivgeschäft aktiv, im Aktivgeschäft dagegen passiv).

Der Mangel an Wettbewerb zwischen den Banken ist mit mehreren Konsequenzen verbunden:

4\*

- (a) Die Banken haben keinen Anreiz, ihre Effizienz zu erhöhen oder ihr Dienstleistungsangebot auszuweiten.
- (b) Aufgrund ihrer Monopolmacht können die Banken hohe Zinsen fordern, was die Kreditkosten erhöht und potentielle Investoren abschreckt.
- (c) Indirekte Methoden der monetären Steuerung durch die Zentralbank verlieren auf einem wettbewerbsfreien Bankenmarkt an Wirksamkeit.

Um den Bankenwettbewerb zu erhöhen, müßten die gesetzlichen und regulativen Rahmen weiterentwickelt und transparenter gestaltet werden, insbesondere im Hinblick auf eine Erleichterung des Marktzutritts. Hierzu gehören auch eine Verstärkung der Bankenaufsicht sowie klarere Richtlinien für die Rolle der Zentralbank. Ergänzt werden müßten diese institutionellen Maßnahmen jedoch durch eine Erweiterung des Angebots an erfahrenen Bankfachleuten und Kapitalressourcen – z. B. durch eine noch stärkere Einbeziehung von Auslandsbanken in den ungarischen Finanzmarkt.

### **F. Die Bankenreform als Teil des Transformationsprozesses – Interdependenzen der Reformschritte als Problem einer graduellen Transformationsstrategie**

Die langfristigen Kapitalmärkte – einschließlich des Aktien- und Obligationenmarktes – sind in Ungarn trotz sehr frühzeitiger Reformansätze in diesen Bereichen noch immer unterentwickelt. Die Hauptfunktionen eines Kapitalmarktes – Versorgung der Wirtschaft mit langfristigem Risikokapital, Risikostreuung, Kontrolle und Bewertung von Geschäftsoperationen (vgl. *Singh / Hamid* 1992 sowie *Calvo / Kumar* 1993) – kommen daher noch nicht zum Tragen, wodurch die Privatisierung und Sanierung der ungarischen Wirtschaft erheblich verlangsamt, der Bankensektor zur Übernahme dieser Funktionen gezwungen wird.

Unzweifelhaft ist der enge Zusammenhang zwischen Privatisierung und Kapitalmarktentwicklung: Durch Privatisierung wird erst das Angebotspotential für den Kapitalmarkt geschaffen, ein funktionierender Kapitalmarkt wiederum erleichtert bzw. ermöglicht erst eine umfassende Privatisierung, da über ihn das vorhandene Betriebsvermögen bewertet und die nötigen Finanzmittel für seine Restrukturierung bereitgestellt werden können.

Zeitpunkt und Tempo der Einführung von Kapitalmärkten im Rahmen eines Transformationsprozesses sind in der Literatur umstritten. Manche Autoren plädieren dafür, zuerst den Bankensektor zu entwickeln, mit dessen Hilfe dann der Unternehmenssektor restrukturiert werden kann (*Volcker* 1990; *Brainard* 1991). Argumentiert wird mit der Kapitalstärke der Banken im Vergleich zu allen anderen Institutionen in einer Übergangswirtschaft, ihrer Prädestinierung für eine begleitende Unternehmensberatung und der ohnehin engen kapitalmäßigen und z. T. auch personellen Verflechtung mit den Staatsunternehmen. Andere verwei-

sen auf die stark eingeschränkte Möglichkeit der Banken für eine Bereitstellung von Risikokapital (*Calvo / Kumar 1993*):

- (a) Die Banken sind weder in der Lage, die Profitabilität und das Risiko von spezifischen Investitionsprojekten oder gar Unternehmen zu beurteilen (unzureichende Bilanzierungsregeln und Bewertungstechniken in den Banken) noch sind sie gewillt, in der gegebenen Instabilität einer Transformationsphase größere Risiken einzugehen, die ihre ohnehin dünne Kapitaldecke gefährden könnten.
- (b) Die Umstrukturierung und Reorganisation von Unternehmen schließt auch die Schließung vieler dieser mit ein. Banken würden hierbei in einen Interessenkonflikt geraten, da sie gleichzeitig Eigner und Gläubiger wären.
- (c) Als Eigner von Unternehmen hängt die Einkommensentwicklung der Banken auch von der Höhe der realisierten Unternehmensgewinne ab. Die Sprunghaftigkeit in deren Entwicklung könnte die Stabilität der Bankenliquidität gefährden. Aufschlußreich sind hier die in Chile gemachten Erfahrungen mit einer Beteiligung der Banken am Privatisierungsprozeß der Wirtschaft: Als viele Unternehmen Anfang der achtziger Jahre in eine Krise gerieten, kam es zu zahlreichen Bankeninsolvenzen (*Lüders 1991*).

Die Banken sollten daher nicht als Ersatz für Kapitalmärkte gesehen werden und auch keine tragende Rolle im Privatisierungsprozeß übernehmen.

Zwischen der Reform des finanziellen Sektors und der monetären Stabilisierungspolitik besteht in mehrfacher Hinsicht ein enger Zusammenhang, der bei einer graduellen Transformation des Bankensektors zu berücksichtigen ist:

- (a) Eine erfolgreiche Beeinflussung der Zinssätze mit indirekt wirkenden Instrumenten setzt relativ stabile makroökonomische Rahmenbedingungen, einen intensiven Bankenwettbewerb, einen hinreichend handlungsfähigen Bankensektor, einen aktiven und gut funktionierenden Geldmarkt und die Effizienz wirtschaftspolitischer Instrumente zur Beeinflussung der Kosten der Banken voraus. In Ungarn sind diese Bedingungen nur zum Teil erfüllt. Trotzdem wurde in der Vergangenheit eine relativ erfolgreiche Zinsliberalisierungspolitik durchgeführt.
- (b) Die Vorgabe von Geldmengenzielen – auch dieses wird in Ungarn seit einigen Jahren versucht – geht von der Existenz einer relativ stabilen Geldnachfragefunktion aus. Die Finanzmarktreformen können aber zu erheblichen Nachfrageverschiebungen und damit zu einer Instabilität der Geldnachfrage führen (die allerdings in Ungarn in den letzten Jahren geringer als in manchen anderen ehemals sozialistischen Staaten ausgefallen ist). Auf der anderen Seite ist die Geldangebotsfunktion im Zuge der Bankenreform komplexer geworden. Diese reformbedingten quantitativen Änderungen im Verhältnis von Geldangebot und -nachfrage sind bei der monetären Steuerung der Wirtschaft zu berücksichtigen.

Auch der Handlungsraum für eine Stabilisierungsfunktion der Fiskalpolitik wird durch die Bankenreform erheblich tangiert. Auftretende Haushaltsdefizite wurden vor dem Übergang zur Marktwirtschaft nahezu ausschließlich über das Bankensystem finanziert, wobei jedoch die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen einer solchen Finanzierungsform nicht mit denen in einer Marktwirtschaft zu vergleichen sind. Dieses änderte sich jedoch mit dem Beginn der Transformationsphase, da die Größenordnung der jährlichen Budgetdefizite eine andere Dimension erhielt und eine monetäre Expansion jetzt mit ähnlichen inflationären Konsequenzen wie in anderen Marktwirtschaften einhergeht. Zwar wurde mit dem neuen Notenbankgesetz die Finanzierungsmöglichkeit des Staates über das Zentralbankensystem auf maximal 5% der jährlichen Budgeteinnahmen begrenzt, die Wirkung einer solchen Vorschrift wird jedoch, auch wenn sie tatsächlich befolgt werden sollte, erst in einigen Jahren spürbar sein. Die Finanzierung der Defizite der öffentlichen Haushalte erfolgt inzwischen überwiegend über die Ausgabe von staatlichen Schuldverschreibungen und anderen Staatspapieren. Das zunehmend differenzierter ausgestaltete Angebot dieser Staatstitel erhöhte sich in den letzten Jahren erheblich:

*Tabelle 6*  
Bestand an Staatstiteln (Milliarden Forint)

Typ	1993	1994
Mittel- und langfristige Schuldverschreibungen zur Deckung von Haushaltsdefiziten	190,0	230,0
Finanzierungsschätze zur Deckung von Haushaltsdefiziten	23,3	20,0
Staatsanleihen zur Konsolidierung des Bankensystems	115,0	125,0
Staatsanleihen für Sonderzwecke (Weltausstellung usw.)	5,0	18,0
Insgesamt	333,3	393,0

Quelle: *Figyelő*, Nr. 41 vom 14.10.1993, S. 1.

Bereits am Anfang des Jahres 1993 sah die Planung des Finanzministeriums vor, zur Deckung des zu erwartenden Haushaltsdefizits Schuldverschreibungen im Wert von mehr als 100 Milliarden Forint sowie Schatzwechsel und andere Staatspapiere im Wert von mehr als 25 Milliarden Forint neu auszugeben und zusätzlich im Rahmen des Kreditkonsolidierungsprogrammes Staatspapiere im

Wert von über 100 Milliarden Forint auf den Markt zu bringen (*Sebök* 1993, S. 34).

Die neuere Planung sieht bereits eine wesentlich höhere Verschuldung vor:

*Tabelle 7*  
**Entwicklung der Ausgabe von Staatspapieren in den Jahren 1993 / 1994**  
 (Milliarden Forint)

	1991	1992	1993
<b>Haushalte bei den Geschäftsbanken</b>			
Einlagen	476,9	693,1	852,1
Kredite	197,3	196,7	221,7
<b>Unternehmen bei den Geschäftsbanken</b>			
Einlagen	323,0	412,4	440,0
Kredite	697,6	753,7	732,0
<b>Staatshaushalt bei der Nationalbank</b>			
Einlagen	98,6	172,4	119,8
Kredite	826,0	859,8	981,6

Quelle: *Heti Világgazdaság* vom 12.9.1992, S. 97 und vom 2.10.1993, S. 129.

Das erweiterte Angebot an Finanzierungsalternativen für das Staatsbudget hat durchaus positive Seiten: Die Flexibilität und Effizienz staatlicher Budgetpolitik wird erhöht, das Angebot an Staatspapieren wiederum kann zur Marktbelebung beitragen und damit die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems verbessern.

Insgesamt kann konstatiert werden, daß mikroökonomische Liberalisierungs- und makroökonomische Stabilisierungsbemühungen sich gegenseitig bedingen:

- (a) Ohne Stabilisierung und dadurch ermöglichte Remonetarisierung der Wirtschaft läßt sich eine mikroökonomische Liberalisierung nicht durchführen.
- (b) Ohne erfolgreiche mikroökonomische Liberalisierung bleiben die makroökonomischen Stabilisierungsbemühungen unglaubwürdig und brechen in sich zusammen.

Eine besondere Rolle spielt hierbei die *Glaubwürdigkeit* der Wirtschaftspolitik. In Ländern, wo Einkommen und Konsum einen hohen sozialen Wert haben – so auch in Ungarn – determiniert die Entwicklung des Lebensstandards das Verhältnis der Bevölkerung zur Politik und damit auch die politischen und psychologischen Rahmenbedingungen der Transformation. In Ungarn – bei aller Skepsis gegenüber den Statistiken – ist z. Z. die Zahl der Verlierer größer als die Zahl der Gewinner durch die Umstellung des Wirtschaftssystems. Dieses hat eine konfliktsteigernde und destabilisierende Wirkung, die den Transforma-



tionsprozeß hemmt und zu einem allgemeinen Verlust an Glaubwürdigkeit der Wirtschafts- und Reformpolitik führt. Mögliche Wirkungen des Mangels an Glaubwürdigkeit sind aus der Theorie bekannt. Sie reichen von einer Erhöhung der Informationskosten bis zu der Förderung reformhemmender Aktivitäten der verschiedenen Interessengruppen.

Ursächlich für diese erhöhten Transformationskosten aufgrund mangelnder Glaubwürdigkeit und Akzeptanz der Reformen sind die Risiken einer gradualistischen Transformation:

- (a) Bereits eingeführte Elemente können die gewünschte Wirkung nicht entfalten, ohne daß andere Elemente bereits existieren, zu deren Einführung es einer gewissen Zeit bedarf.
- (b) Die in der Übergangszeit nicht kompatiblen Elemente der Wirtschaftsordnung können zu insgesamt größeren Wohlfahrtsverlusten führen.
- (c) Der politische Entscheidungsprozeß mit allen seinen Einflußträgern bleibt in einem institutionellen Schwebezustand – Interessenunterschiede können in der entstehenden institutionellen Unsicherheit zu intensiveren Konflikten führen, da ausgleichende und konfliktvermeidende Mechanismen fehlen.
- (d) Die Restbestände der alten Institutionen werden zur Verschleppung der Transformation eingesetzt, etwa zum Zwecke der Machtsicherung alter Kader.

Hierdurch entstehen Kosten – etwa dadurch, daß im Zuge der Auseinandersetzung der einzelnen Interessengruppen politisch opportune, aber ökonomisch inadäquate Entscheidungen getroffen werden, die man als politische Entscheidungskosten bezeichnen mag, und die bei der gradualistischen Strategie eventuell *höher* sind als bei der sogenannten „Schocktherapie“. Aus Sicht der Evolutionstheorie entstehen dagegen bei einer Transformation Anpassungslasten, die über die üblichen Transaktions- und Informationskosten der Neoklassik oder Institutionentheorie hinausgehen, wobei ein radikalerer und schnellerer Wechsel der ökonomischen Rahmenbedingungen die Lasten nicht verringert, sondern im Gegenteil noch verstärkt. Daher läßt sich mit Hilfe der evolutorischen Ökonomik die Überlegenheit einer graduellen Transformationsstrategie theoretisch durchaus herleiten (Murell 1990 und 1992).

Dagegen kann jedoch angeführt werden, daß mit zunehmender Dauer einer gradualistischen Transformation die erwähnten politischen Konsensfindungskosten ansteigen. Am Ende könnte nicht die Marktwirtschaft entstehen, sondern ein Zustand, in dem sich jede Gruppe ausschließlich damit beschäftigt, Verteilungsvorteile gemäß ihrer jeweiligen Machtposition zu erzielen (collective bargaining). Die Entwicklung eines auf Vertrauen und Stabilität basierenden Bankensystems kann hierdurch behindert wenn nicht gar verhindert werden.

Die Glaubwürdigkeit einer Bankenreform kann somit durch die Beschleunigung des Transformationsprozesses erhöht werden. Soweit dieses aus technischen

Gründen nicht möglich ist – Privatisierung und das Entstehen eines Kapitalmarktes sind erfahrungsgemäß sehr zeitaufwendig – sind ergänzende „vertrauensschaffende Maßnahmen“ von entscheidender Bedeutung. Hierzu gehören:

- (a) die zügige Implementierung der Bankengesetze und Marktregulierungsvorschriften;
- (b) die Etablierung geeigneter Kontroll- und Überwachungsorgane des Bankensystems (solche sind in Ungarn zwar vorhanden, verfügen aber noch über geringe Erfahrungen und sind zudem personell und materiell schlecht ausgestattet);
- (c) die Einrichtung von Einlagenschutz- und Kreditgarantiesystemen (hiermit wurde in Ungarn in den Jahren 1992 / 1993 begonnen) bzw. staatliche Hilfsmaßnahmen für konkursgefährdete Banken (in Ungarn 1992 geschehen).

Die unter (c) aufgeführten Maßnahmenbündel können allerdings auch mit nicht erwünschten Signalwirkungen bzw. Verhaltensreaktionen der Marktteilnehmer (z. B. moral hazard) verbunden sein. Untersuchungen über die Probleme, die entstehen können, wenn ein Versicherungssystem bereits zu einem Zeitpunkt eingeführt wird, zu dem das existierende Finanzsystem noch relativ schwach ist, liegen bereits vor (*Talley / Mas* 1990). Das Ergebnis dieser Studien ist, daß explizite Einlagen- und Kreditversicherungssysteme erst dann in Erwägung gezogen werden sollten, wenn das Bankensystem eine gewisse Stabilität entwickelt hat.

## G. Zusammenfassung und Schlußfolgerungen

- (1) Ungarns Transformationspolitik wird z. Z. von einer tiefgreifenden Rezession begleitet, die z. T. durch das Erbe der Vergangenheit, z. T. durch andere exogene Faktoren (z. B. Zusammenbruch der östlichen Absatzmärkte), z. T. aber auch durch den Transformationsprozeß selbst bedingt ist.
- (2) Mitverantwortlich für die wirtschaftliche Entwicklung ist eine nicht situations- und zieladäquate Kreditversorgung der Wirtschaft, u. a. bedingt durch unerwarteten Preisdruck und unterentwickelte Finanzmärkte.
- (3) Vorbedingung für einen funktionierenden Kapital- und Kreditmarkt ist nicht nur die Schaffung und Implementierung der notwendigen rechtlichen und organisatorischen Institutionen, sondern auch die Umgestaltung der Umwelt, in der diese Institutionen operieren.
- (4) Trotz positiver Entwicklungen im ungarischen Bankensystem bleibt eine Reihe von Schwächen und noch zu lösenden Problemen:
  - (a) Das schlechte Kreditportfolio der Banken und die darin enthaltenen Risiken bedrohen nicht nur die Bankenreform, sondern den Transformationsprozeß in eine Marktwirtschaft insgesamt. Für die Bereinigung der

Portfolios stehen verschiedene Optionen zur Verfügung, wobei der zur Zeit in Ungarn beschrittene Weg bei Beachtung der aufgezeigten Risiken erfolversprechend zu sein scheint.

- (b) Auch nach erfolgter Konsolidierung der Banken wird die Effizienz der Geschäftstätigkeit aufgrund der noch fehlenden Bewertungskriterien für die Bonitätsprüfung von Unternehmen, solange diese noch den sogenannten „weichen Budgetrestriktionen“ unterliegen, stark eingeschränkt bleiben. Daher sollte die Bankenreform durch eine finanzielle Konsolidierung und anschließende Privatisierung des Unternehmenssektors ergänzt werden.
  - (c) Der ungarische Bankensektor ist nach wie vor sehr stark konzentriert, zum einen aufgrund der zumeist noch jungen Marktteilnehmer, die sich z. T. noch in der Aufbauphase befinden und daher keine ernsthafte Konkurrenz für die wenigen etablierten Großbanken darstellen, zum anderen aber auch aufgrund der vom Transformationsprozeß verursachten Unsicherheit, die Absprachen und andere risikomindernde Verhaltensweisen begünstigt. Mangelnder Wettbewerbsdruck führt jedoch zu Ineffizienzen im System: Trotz möglicherweise kurzfristig höherer Gewinne kann sich das Kreditportfolio verschlechtern, wenn die Unternehmen aufgrund der hohen Zinsen zu Investitionseinschränkungen gezwungen werden. Zu empfehlen sind daher Maßnahmen zur Intensivierung des Bankenwettbewerbs, z. B. durch die Beschleunigung der Bankenprivatisierung und weitere Öffnung des Marktzutritts für ausländische Geldinstitute.
- (5) Die – eine Intensivierung des Transformationsprozesses begünstigende – Entwicklung von Kapitalmärkten (insbesondere des Aktienmarktes) kann durch Privatisierungsmaßnahmen beschleunigt werden. Die Rolle der Banken im Privatisierungsprozeß sollte jedoch kontrolliert und eingeschränkt bleiben.
  - (6) Eine Unterstützung der makroökonomischen Stabilisierungspolitik durch traditionelle geldpolitische Maßnahmen kann beim derzeitigen Entwicklungsstand des ungarischen Bankensystems nur in einem begrenzten Umfang erfolgen, zumal die Transmissionsmechanismen aufgrund fehlender Prämissen noch nicht „lehrbuchgerecht“ funktionieren. Aus diesem Grunde birgt eine stark restriktive Geldpolitik die Gefahr einer weiteren Rezessionsverschärfung. Spürbare Entlastungen vermag die weitere Vervollkommnung des Finanzsektors jedoch für die Fiskalpolitik zu bringen, die gegenwärtig aufgrund der expandierenden Haushaltsdefizite in ihrem Handlungsspielraum stark eingeschränkt ist.
  - (7) Eine notwendige Voraussetzung für die Schaffung von Vertrauen in das Bankensystem ist die Institutionalisierung einer glaubwürdigen Einlagensicherung. Kurzfristig sollte jedoch die Reorganisation und ausreichende Kapitalisierung der Banken Vorrang vor der Einführung eines expliziten Einlagenschutzsystems haben.

## Literaturverzeichnis

- Blommestein, H. / Marrese, M., Hg.* (1991): Transformation of Planned Economies, Paris 1991.
- Borensztein, E. / Montiel, P.* (1991): Savings, Investment, and Growth in Eastern Europe, Arbeitspapier des IWF 91 / 61, Washington 1991.
- Brada, J. C. / King, A. E.* (1992): Is there a J-curve for the Economic Transition from Socialism to Capitalism?, in: Economics of Planning, 25, 1992, S. 37-53.
- Brainard, L. J.* (1991): Strategies for Economic Transformation in Central and Eastern Europe: Role of Financial Market Reform, in: Blommestein, H. / Marrese, M., Hg. (1991), S. 95-108.
- Calvo, G. A. / Coricelli, F.* (1992): Stabilizing a Previously Centrally Planned Economy: Poland 1990, in: Economic Policy: A European Forum, 4 / 1992, S. 176-226.
- Calvo, G. A. / Frenkel, J. A.* (1991 a): From Centrally Planned to Market Economy: The Road from CPE to PCPE. Staff Papers des IWF, Bd 38, S. 268-299.
- (1991 b): Obstacles to Transforming Centrally Planned Economies: The Role of Capital Markets. in: Marer, P. / Zecchini S., Hg. (1991).
- Calvo, G. A. / Kumar, M. S.* (1993): Financial Markets and Intermediation in: IMF Occasional Paper No. 102, Washington D.C. 1993.
- Commander, S., Hg.* (1991): Managing Inflation in Socialist Economies, Weltbank, Washington 1991.
- Dornbusch, R.* (1991): Strategies and Priority for Reform, in: Marer, P. / Zecchini, S., Hg. (1991).
- Falk, M. / Funke, N.* (1993): Zur Sequenz von Reformschritten: Erste Erfahrungen aus dem Transformationsprozeß in Mittel- und Osteuropa, in: Die Weltwirtschaft, 2, S. 186-206.
- Federal Reserve Bank of Kansas City* (1990): Central Banking Issues in Emerging Market-oriented Economies: A Symposium, Kansas City 1990.
- Fischer, S. / Gelb, A.* (1991): Issues in Socialist Economic Reform, in: Marer, P. / Zecchini, S., Hg. (1991).
- Funke, N.* (1993): Timing and Sequencing of Reforms: Competing Views and the Role of Credibility, in: Kyklos, 46, Nr. 3.
- Hinds, M.* (1991): Issues in the Introduction of Market Forces in Eastern European Socialist Economies, in: Commander, S., Hg. (1991), S. 121-154.
- Kornai, J.* (1980): Economics of Shortage, Amsterdam 1980.
- Laski, K.* (1992): Transition from Command to Market Economies in Central and Eastern Europe: First Experiences and Questions, in: Vienna Institute for Comparative Economic Studies, Forschungsbericht Nr. 181, Wien 1992.
- Lüders, R. J.* (1991): Massive Divestiture and Privatization: Lessons from Chile, in: Contemporary Policy Issues, S. 1-19.
- Marer, P. / Zecchini, S., Hg.* (1991): The Transition to a Market Economy in Central and Eastern Europe, OECD, Paris 1991.

- Ministry of Finance* (1993 a): External Indebtedness and Debt Management in Hungary, in: Public Finance in Hungary, 117.
- (1993 b): The Hungarian Credit Consolidation, in: Public Finance in Hungary, 118.
- Murrell, P.* (1990): ‚Big Bang‘ versus Evolution: East European Economic Reforms in the Light of Recent Economic History, in: PlanEcon. Report, No. 26, Washington D.C. 1993.
- (1992): Evolutionary and Radical Approaches to Economic Reform, in: Economics of Planning, 25, S. 79-95.
- Nuti, D. M.* (1991): Stabilization and Sequencing in the Reform of Socialist Economies, in: Commander, S., Hg. (1991), S. 155-174.
- Raiser, M.* (1992): Soft Budget Constraints: An Institutional Interpretation of Stylized Facts in Economic Transformation in Eastern Europe, in: Kieler Arbeitspapiere Nr. 549, Kiel 1992.
- Rybczynski, T. M.* (1991): The Sequencing of Reform. Microeconomics of Transition in Eastern Europe, in: Oxford Review of Economic Policy, 7, No. 4, S. 26-34.
- Schmieding, H.* (1992): Gradualismus oder Schocktherapie? Eine Zwischenbilanz der ostmitteleuropäischen Erfahrungen. in: Wirtschaftsreformen in Mittel- und Osteuropa, Beihefte der Konjunkturpolitik, 40, S. 11-27.
- (1993): From Plan to Market: On the Nature of the Transformation Crisis, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 129, H. 2, S. 216-253.
- Scott, D. H.* (1992): Revising Financial Sector Policy in Transitional Socialist Economies, in: The World Bank Working Papers, WPS 1034, Washington D.C. 1992.
- Sebök, E.* (1993): Allampapírok (Staatspapiere), in: Figyelő vom 21.1.1993.
- Siebert, H.* (1991): The Transformation of Eastern Europe. in: Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 193, Kiel 1991.
- Singh, A. / Hamid, J.* (1992): Corporate Financial Structures in Developing Countries, in: IFC Technical Paper No. 1, World Bank, Washington 1992.
- Talley, S. H. / Mas, I.* (1990): Deposit Insurance in Developing Countries, in: Finance and Development, IWF und Weltbank, 27, Dezember, S. 43-45.
- Vittas, D. / Neal, C.* (1992): Competition and Efficiency in Hungarian Banking, in: The World Bank Working Papers, WPS 1010, Washington 1992.
- Volcker, P.* (1990): The Role of Central Banks, in: Federal Reserve Bank of Kansas City (1990).
- Zelnik, P.* (1993): A Magyar Bankok 1992-ben: Túlélni, és utána? (Ungarns Banken 1992: Überleben, und danach?), in: Heti Világgazdaság, 35, 28.8.1993, S. 49-55.

## **Fiscal Policy and Effective Demand During Transformation**

Von *Kazimierz Laski*, Wien

To regain the fiscal balance has been an important element of stabilization programmes in all Economies in Transition (EITs), especially in the leading reform countries Poland, Hungary and Czechoslovakia whose experiences are first of all discussed in this paper. But the stabilization programmes in turn have caused new structural problems for the fiscal balance. As a rule, budget deficits were exploding in the course of the collapse of the command economies. This was due mainly to subsidies which increased substantially with rising costs and prices held artificially at a constant (or at least too low) level. Rising deficits were related also to the loss by the government of control over nominal wage development. In most countries thus the final stage of the command economy was characterized by huge budget deficits. Under these circumstances it was clear that every stabilization plan stipulated an improvement of the budget balance.

At the beginning the implementation of the stabilization plans produced a rather unexpected improvement of the state budgets in most EITs. These improvements, however, were caused by mostly transitory factors and vanished after a few months. First, the surge of so-called “corrective” inflation (fuelled mostly by an abrupt withdrawal of most subsidies) registered at the beginning of the shock therapy caused capital gains for enterprises, derived from the new assessment of inventories piled up at old prices (*Lane* 1992, p. 12). Second, a sharp devaluation of national currency increased the profitability of exports; and – additionally – firms disposing of foreign exchange assets reaped important capital gains in terms of national currency. Third, the dramatic decline of real wages – often stronger than the decline of labour productivity – additionally improved the profitability of firms. As most taxes were related to firms’ incomes, the budget revenues soared at the beginning of the stabilization programme. Because the great majority of firms at that time were state-owned, the increased profitability and the capital gains of the state sector were the main source of increasing budgetary revenues. At the same time subsidies and defence outlays were sharply cut, leading very often not only to declining budget deficits, but even to budgetary surpluses.

As already mentioned, the factors which influenced the improvement of the budgetary situation were rather short-lived. The slowing down of inflation has

closed the gap between input and output prices, the nominally fixed exchange rate under inflation higher at home than abroad meant a revaluation of national currency and lowered the competitiveness of exports; real wages, increasing after the first shock but remaining far behind their initial level, were confronted with low, and very often further declining, labour productivity, leading to increasing labour costs; the latter suffered also because of exploding costs of credits (very high interest rates) and because of the higher weight of fixed and semi-fixed costs during a recession. All these factors provoked a sharp decline of profitability, and consequently of profit-based taxes, mainly of state-owned firms, and also reduced their ability to pay other taxes. While increased profitability proved to be a short-run phenomenon, the decline of output has become a longer-run feature of stabilization. As the level of economic activity is the main factor influencing budgetary revenues, the deep recession caused a sharp decline of budgetary revenues. This was the main cause of budget deficits reappearing in most countries about half a year after the start of the stabilization plans, and persisting since then (*Bruno* 1992, p. 19). Another reason was the declining tax discipline of state enterprises faced by serious liquidity problems.

The budget deficits were also related to the increasing share of private firms in the economy. First, tax exemptions were granted to private, national and foreign, firms in order to create stimuli for their creation and expansion. Second, under an inexperienced fiscal administration tax collection was inefficient and tax evasion of private firms has become a serious problem. Thus the increased share of the private sector in the economy was not paralleled by an adequate increase of their share in taxation.<sup>1</sup> The expected budget revenues from privatization did not materialize either.

With declining revenues, increasing budgetary deficits could be avoided only by cuts in budgetary expenditures. This has been done, especially with respect to investment in infrastructure, but also to current services in health, education and culture and lastly in public administration (including defence and internal security). However, these cuts could not go too far or else they would have endangered the very base of social existence and order. On the other hand, increasing unemployment resulting from recession has exerted additional pressure on budgetary expenditures on a social safety net. In some sense direct subsidies to unemployed persons replaced indirect subsidies on goods. All taken together,

---

<sup>1</sup> The share of the private sector (outside agriculture), including foreign firms, joint ventures etc., in the revenues of the state budget in Poland declined from 2.5 % in 1988 to 1.9 % in 1990, whereas its share in the *GDP* increased. An opposite development was registered in the shares of the state sector (*Bolkowiak* 1992). The share of the private sector (outside agriculture) in budget revenues in Poland in 1991 was 3 %, while the corresponding share of employment was 26 %. In the first half of 1991 the profitability of dynamically expanding private firms, officially reported to fiscal authorities, was 0.4 %, while that of state firms, quickly losing ground, was still 4.4 % (*Bugaj* 1992).

expenditures could not be cut *pari passu* with declining revenues, leading to budgetary deficits very often larger than before stabilization had been started.

Thus most EITs are confronted with a critical situation of their fiscal system. On the one hand, even with existing commitments, quite large budget deficits exist. They will prevail – given the efficiency of the tax system and administration – as long as the level of economic activity is low and sometimes declining.<sup>2</sup>

On the other hand, there are a lot of budgetary expenditures which should be undertaken in order to revive and restructure the economy. Under existing conditions these additional expenditures can be made only if still larger budget deficits are admissible. The question of admissibility of budget deficits, of their volume as well as of their financing, thus becomes one of the crucial problems of the economics of transition.

### A. Budget deficit and aggregate demand

In a closed economy disregarding government the *GDP* is used mostly for consumption but partly for investment also. Investment (especially fixed capital investment) of a given period because of the gestation period depends as a rule on decisions made in the past, thus to be treated during a given period as an exogenous variable, independent of present investment decisions. The latter would of course determine future investment, and so on. On the other hand, the *GDP* is distributed among private households as their income and then used mostly for consumption, but partly not spent, i. e., saved. Savings of private households are supplemented by retained profit in enterprises. Their sum, private and business savings, will briefly be designated as “savings”. The share of savings in *GDP* will be called the saving ratio. It depends mostly on three factors: First, on the share of taxes in value added, second, on distribution of value added between wages and profits, and third, on the propensity to save out of wages (assumed to be relatively low) and profits (assumed to be relatively high).

It is evident that *ex post* investment and savings must be equal because both are defined as the difference between *GDP* and consumption. It is not evident, however, how this identity comes about. Does investment determine savings or do rather savings determine investment? This is one of the most important questions in economic theorizing, going back to the famous *Say's Law of Markets*. There are good reasons for assuming that only the first proposition can be true.

---

<sup>2</sup> *Bolkowiak* says in her already quoted paper that the fall of indirect taxes (in the end burdening private households) was the second cause – after the fall of direct taxes of the state sector – of the collapse of budget revenues in Poland. As indirect taxes depend heavily on the level of consumption, *Bolkowiak* rightly concludes that the increase of revenues from indirect taxation would first of all require a higher level of economic activity (*Bolkowiak* 1992).



We can explain how present investment determines present savings, while it is quite difficult to explain how present savings can determine present investment, if the latter has already been determined by investment decisions made in the past. What was said does not mean that present savings do not influence present investment decisions and thus future investment, but this is a different although quite relevant topic.

If the economy is not closed and government is taken account of, then savings are equal to investment plus budget deficit plus (foreign) trade (with goods and non-factor services) balance. Indeed we have both

$$GDP = W + R$$

and

$$GDP = C + I + G + E ,$$

where  $W$  and  $R$  denote wages and profits, both before taxation, two types of income into which value added is divided, and where  $C$ ,  $I$ ,  $G$  and  $E$  denote consumption, (gross, business) investment, government expenditures (for goods and services) and trade balance, respectively. Thus we get

$$(1) \quad W + R = C + I + G + E$$

By subtracting on both sides taxes (including social security payment and net of government transfers)  $T$  and consumption  $C$  we get

$$[(W + R) - T] - C = I + (G - T) + E$$

or

$$(2) \quad S = I + D + E$$

where the left side represents saving (incomes net of taxation minus consumption), as defined previously, and  $D = G - T$  denotes the budget deficit. In other words: What can be saved in a given period is determined by investment plus budget deficit plus trade balance. We shall further also refer to the sum  $I + D + E$  as “investment plus”.

We denote additionally by  $s$  the saving ratio, i. e.

$$s = S / GDP$$

hence

$$(3) \quad GDP = (1/s)S .$$

If  $s$  is constant, the change in  $GDP$  can be obtained from (3)

$$(4) \quad \Delta GDP = (1/s) \Delta S = (1/s) \Delta(I + D + E).$$

In equation (3) the term  $(1/s)$  denotes the multiplier measuring the impact of changes in “investment plus” upon  $GDP$ . If neither  $S$  nor  $s$  are constant, we get from (3)

$$1 + gGDP = (1 + gS) / (1 + gs)$$

where  $gGDP$ ,  $gS$  and  $gs$  denote the rate of growth of  $GDP$ , of  $S$  and of  $s$ , respectively. Rearranging, we obtain

$$(5) \quad \Delta GDP = GDP(gS - gs) / (1 + gs),$$

the formula which can be used when yearly changes of  $S$  and  $s$  are large. When these changes are not large, the equation can be approximated by

$$(6) \quad \Delta GDP = GDP(gS - gs).$$

The way in which investment, budget deficit and trade balance determine savings and, via the saving ratio, the  $GDP$ , may be quite complicated. There are, however, two extreme cases. The first one can be called the pure quantity adjustment and the second the pure price adjustment. (*Bhaduri* 1986, pp. 36-54) In the first case prices remain in more or less constant relation to costs, especially labour costs, thus the distribution of value added between wages and profits (and taxes) remains more or less constant. This results in a more or less stable savings ratio. Thus the volume of the  $GDP$  increases more or less *pari passu* with savings, while prices remain constant, if costs remain constant too. This case is called pure quantity adjustment because prices, given costs, do not change. In the second case prices in relation to costs, especially labour costs, increase, thus the value added is shifted from wages to profits. This results in an increased savings ratio, which is being adjusted to increased savings while the volume of the  $GDP$  remains constant. The expansion of investment, budget deficit and trade balance leads in the second case to inflation only. This case is called pure price adjustment because quantities do not change.

Which case prevails in a given situation depends mostly on the level of utilization of capacity and is strongly related to factors determining prices. As far as the latter are concerned, it is very important to differentiate between demand-determined and cost-determined prices. Prices of raw materials, energy and agricultural prices are demand-determined. If demand increases (decreases), these prices increase (decrease) too, while the quantities of goods are given in the period under consideration. Most prices, however, namely prices of industrial goods and services, do not belong to this group, they are cost-determined. If

demand increases (decreases), these prices remain constant (in relation to costs) while the quantities increase (decrease). The cost-determined prices are also called mark-up prices because they are fixed on the level covering direct unit costs plus a mark-up, the latter being more or less constant (or at least predictable). As long as capacity is not fully utilized, the direct unit costs remain constant and so do prices.<sup>3</sup> Only when output approaches full capacity output the direct unit costs start to increase and so do prices.

Thus quantity adjustment would prevail if capacity utilization is low, and price adjustment would be the rule if utilization of capacity is high. Of course mixed cases cannot be excluded either. If quantity adjustment prevails, the savings ratio is constant, and increases in “investment plus” are passed directly to the volume of *GDP*. If price adjustment prevails, the savings ratio increases (because profits increase in relation to wages), and the volume of *GDP* remains constant although “investment plus” increases. In mixed cases both changes (of the savings ratio and of the volume of *GDP*) may take place.<sup>4</sup>

## B. Deficit spending and inflation

Deficit spending has been criticized, lately very explicitly in Eastern Europe, for two reasons. First, deficit spending, especially financed by the central bank (money-financed deficits), causes inflation. Second, deficit spending, especially financed by borrowing from commercial banks or from the private sector (debt-financed deficits), crowds out private investment. From basic macroeconomic relations, which have been just discussed, it follows, however, that an increase in deficit spending may provoke or not provoke an inflation exactly as is the case with an increase in business investment (or in the trade balance). Whether quantity adjustment or inflation would dominate depends not upon the initial stimulus but upon the conditions prevailing on the supply side of the economy. If capacity is fully utilized and/or full employment exists, then an increase of private savings (whatever the reason behind it: increasing budget deficits or business investment or trade balances) and thus given the savings ratio of total effective demand would provoke only inflation. If, however, there are free capa-

---

<sup>3</sup> This constancy implies int. al. that money wages remain constant given labour productivity or change *pari passu* with labour productivity.

<sup>4</sup> There is some difficulty in understanding this mechanism. On the one hand private savings determine *GDP*, on the other they seem to depend on decisions of private households and business firms. If e. g. private households decide to save a greater part of their income (given the propensity to save of business firms) they cannot increase their aggregate savings if the sum of investment, export surplus and budget deficit does not increase simultaneously. Their intention to save more is realized under these conditions in the perverse way that they consume less, that the *GDP* is smaller and, as the final result, the share of a given volume of private savings in decreasing *GDP* (i. e. the savings ratio) increases.

city and labour force, the quantity adjustment should prevail. Assuming that most prices are cost-determined, no changes in the price-cost relation, that is, no demand inflation should occur either. We conclude that there is no necessary link between deficit spending and inflation. This conclusion does not depend on the method by which budget deficits are financed.

Let us imagine at the beginning a situation in which the problem of financing the budget deficit does not arise at all because the government disposes of some bank deposits from previous budget surpluses enabling it to finance additional government expenditures  $dG > 0$  without increasing taxes<sup>5</sup>; as a result an increase of the budget deficit by  $dD = dG > 0$  occurs. We also assume that free capacities and unemployment exist, making possible an increase of *GDP* *pari passu* with effective demand. Given investment *I*, which is anyway determined by past decisions, (and disregarding for a while foreign trade for the sake of simplicity) savings would increase by  $dS = dG$ . Thus the budget deficit is financed by savings created by this deficit. They do not precede the deficit, they follow it. These savings would not come into existence if the budget deficit had not taken place. After the year is over, the deposits of the government in the bank sector is smaller by  $dG$  and the deposits of the public are larger by  $dS$ , and  $dS = dG$ . Now the government can issue and sell to the public bonds and indebt itself by the amount  $dG$ . The deposits of the government and of the public return to the initial level and the only difference is the debt of the government and its equivalent: the bonds of the government in the hands of the public.

Of course, in the following year the question of debt service by the government arises. This problem cannot be discussed here, but several remarks seem necessary. Under certain (quite plausible) conditions the debt service problem can be solved and is being solved currently quite successfully in many countries. Of course the share of debt service in *GDP* cannot increase indefinitely, given some basic parameters (concerning first of all the rate of growth of *GDP*, the interest rate, and the inflation rate). If, however, this share is adjusted to the parameters and remains constant, public debt and *GDP* can increase *pari passu* indefinitely. The main problem with debt servicing is the redistribution of income from those who pay taxes, necessary to finance interest, to those who own government bonds. The other is the necessity to increase taxes when the share of debt service in *GDP* is raised. These are the reasons why basically deficit spending may be opposed and not the inflation danger. If, however, the only alternative is a deep recession and large unemployment, deficit spending, as by far a lesser evil, should not be opposed.

So far we have not discussed the problem of the quantity of money (if it can be clearly defined at all). Of course, if an increase of *GDP*, caused by – and higher than – the increase of the budget deficit, takes place, the number and

---

<sup>5</sup> This would be the case if taxes were income independent.

value of transactions increase also. Hence, the quantity of money or the velocity of circulation has to increase too. Let us assume that the (short-run) rate of interest increases to such a degree that the velocity of circulation rises enough to serve the increased transaction volume. (The long-run rate of interest does not necessarily increase at the same time and therefore the propensity to invest may rather rise under the influence of increased savings, especially profits.) The other possibility would be an increase of the quantity of money which would make the increase of the (short-run) rate of interest superfluous. This can and should be done, e. g. by open market operations of the central bank, adjusting the quantity of money to liquidity requirements of the economy.

The situation would not basically change if we were to assume that the government did not dispose in the first place of free deposits. In this case in order to spend more by  $dG$  it must indebt itself in the bank sector. Let us assume that this happens. The further development is the same as in the first case. The public gets additional savings  $dS$  and its deposits increase by this amount. Now it can buy bonds issued by the government, and if this happens, the government would be indebted to it by the amount of  $dG$  exactly as in the first case. However, there is one problem we have not discussed so far. The government can take credits from commercial banks or from the central bank. The only difference is that in the second case high-powered money is created while in the first case the amount of high-powered money does not change. Whether the quantity of money would change is a different story. It may happen that the quantity of money would change if the government indebts itself in commercial banks. This will be the case if the commercial banks are liquid and the private demand for credits is insufficient to mobilize their excessive reserves. On the other hand, if the government indebts itself in the central bank and the monetary base increases, a possibility of credit expansion occurs but demand for private credits may be not big enough to provoke an increase in the quantity of money that would otherwise be available. Of course other possibilities exist too. Anyway, no savings preceding deficit spending are necessary. There is also no necessary link between deficit spending and inflation or between money-financed deficits and inflation. Money has no legs, therefore a link must be shown between the quantity of money, and incomes and expenditures of the public. If this link is taken account of, then inflation would result if an increase of incomes and expenditures is confronted with more or less full utilization of resources. Otherwise an increase in the quantity of money, and of incomes and expenditures would result – at a given price-cost ratio – in an increase of output, not of prices.

It should be underlined that printing of high-powered money is the main task of the central bank and that the direct financing of the budget deficits by the central bank represents only one aspect of this function. Without any budget deficits the central bank has to increase the amount of high-powered money to satisfy the needs of the economy for higher liquidity caused by the nominal

growth of the *GNP* (i. e. the sum of growth of the real *GNP* and of the price level) as well as by other factors. This is done mainly by open market operations when the central bank buys bonds from the public against high-powered money.

If the central bank finances the budget deficit directly, it should take this into account in its policy of providing the economy with high-powered money. More specifically the direct financing of the budget deficit does necessarily not mean that the amount of high-powered money that the central bank considers as adequate under the conditions, should be exceeded.

In some countries the direct financing of budget deficits by the central bank is forbidden (e. g. in Austria). In these countries the financing of budget deficits goes through debt-financing. But even in this case the result consists in “printing” high-powered money. This is the case when the government indebts itself abroad and forces the central bank to print money when it sells foreign currency. If the government indebts itself at home, the bonds held by the public are then bought by the central bank as part of its open market policy. This results, at least to a great part, in indirect printing of money for budget deficits as well. The only advantage of a formal ban on direct financing of budget deficits by the central bank seems to be rather psychological. It may be that in practice pressure on the central bank by the government would deprive it of any independence if the government is formally entitled to indebt itself in the central bank. On the other hand it is quite difficult to imagine a situation in which the president of the central bank, who is nominated by the government, basically and permanently opposes the policy of the government.

It seems that arguments against direct financing of budget deficits by the central bank are related, at least implicitly, to experiences of hyperinflation. It is true that hyperinflation is always caused (or at least accompanied) by huge budget deficits. During a hyperinflation money-financed deficits as well as the amount of high-powered money increase without any control, and prices in this situation increase more or less *pari passu* with the quantity of money. This is so because the velocity of money under these conditions increases endlessly. Indeed during a hyperinflation every economic agent treats money as a means of transaction only and tries to get rid of it as quickly as possible. However, the real cause of hyperinflation is not the printing of money, but the conditions which lead to a situation in which the government and central bank lose control over the budget deficits and the printing of money. These were in the past mostly wars and postwar periods or conditions of social upheavals. The recent outburst of hyperinflation (or rather high inflation) in some Eastern European countries was caused by the collapse of the system of command economy.

However, the experiences of hyperinflation cannot be simply transmitted to other conditions, including that of a normal inflation, especially cost-push inflation. In a normal situation a direct link between a money-financed deficit and the price level cannot be empirically proven. Theoretically the link between

money-financed deficits and inflation is rather complicated. The increase of high-powered money related to direct financing of the budget deficit must lead to a parallel increase of the monetary basis. Further, the relation of the monetary basis to the quantity of money must remain constant and the velocity of circulation of money must not change. Lastly and this is the most important assumption the volume of goods and services produced must be given. Only under these extreme neoclassical-monetarist assumptions is it permissible to pinpoint the money-financed deficits as the cause of inflation (*Ökonomische Problematik der Notenbankfinanzierung* 1985, p. 164). Besides, under these conditions any increase of high-powered money must lead to inflation even if it is not related to budget deficits. More specifically, this would be the case if e. g. an export surplus occurs. However, the objections against an export expansion, as leading to inflation contrary to conventional objections against deficit spending are never formulated. To the contrary some economists seem ready to accept higher budget deficits if at the same time increased exports and decreased imports, i. e. an additional trade surplus, can be achieved (*Hume*, 1992). If, however, a link between deficit spending and inflation is accepted – as is the case in conventional stabilization programmes – then an increase in the export surplus leads to an additional increase in the quantity of money by forcing the central bank to create high-powered money necessary to increase foreign currency reserves. To require an increase of the foreign currency reserves in addition to an increase of the budget deficit amounts under these conditions to putting oil on the flames.

Under the conditions prevailing now in some EITs, even increased budget deficits seem admissible without increasing the danger of inflation. This should be the case in countries where inflation turned out to be cost-pushed rather than demand-pulled and where, and this is the most important precondition, there exists both free capacity and unemployment, including disguised unemployment in factories. It is true that capacity in some sectors (e. g. in the oversized defence industry) cannot be utilized more fully, but this does apply to all sectors (e. g. food, textile and generally many consumer good industries, and first of all residential building as well as the whole investment goods industry). Of course, the best solution under these conditions would be an increase of investment and export surplus and not of deficit spending. However, as the propensity to invest in the business sector during a depression is low and an increase of the trade surplus is difficult to achieve, an increase in budget deficits, especially linked with investment in infrastructure and other measures reviving the economic activity (such as residential building), may play an important role in arresting the decline of production and the reversal of the trend. The most important problem, related to increased budgetary deficits, under the conditions now prevailing in some EITs is, not inflation but availability of foreign exchange reserves (*Lipinski* 1991, pp. 8-10). If deficit spending is increasing and consequently output increases, also imports must rise because imports are an increasing function of output (the same can be expected because of bottlenecks caused by rising

output). Thus *Lipinski* rightly concludes that free capacities and redundant labour force, although necessary for deficit spending to provoke an increase in output, must be supported under conditions prevailing at least in some EITs, by foreign reserves (or international help) necessary to finance additional imports.

### C. Deficit spending and crowding out

Another standard argument against deficit spending is the so-called crowding out of business expenditures, mainly investment. The term “crowding out” is used to describe at least three different phenomena (*Ackley* 1978, pp. 373-376): First it may mean that there is *shortage of productive resources*, which are already fully utilized. In this case any increase of deficit spending would crowd out other elements of final demand (business investment or trade surplus or consumption) whatever way the budget deficits are financed. This crowding out is a real problem, but it does not apply to those EITs where productive resources are not fully utilized.

Second, “crowding out” may mean that there is *shortage of private savings*. In this case private savings are treated as given. Government bonds and business bonds allegedly compete with each other for a part of this savings, and if the government gets more, less remains for business investment. This is quite a strange concept. If indeed private savings were given, then not only deficit spending would crowd out business investment, but any increase of business investment would be impossible. Indeed every single investment project realized would be crowding out another investment project. The solution of this alleged paradox is quite simple. With unemployed resources the flow of private savings is evidently not given; we stressed already that it increases *pari passu* with the sum of business investment, budget deficits and trade surplus.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> The relation between investment and savings is discussed with rare clarity by *Flassbeck* (1992, p. 388): “Die Bundesbank argumentiert generell, daß sich Kreditfinanzierung im Rahmen der inländischen Ersparnis halten müsse, wenn es nicht zu inflationären Entwicklungen kommen soll. Das ist in mehrerer Hinsicht falsch . . . (Die) zusätzlichen Investitionen werden in der Regel von der Geldpolitik vorfinanziert, und ex post wird die Identität von Ersparnis und Investitionen auf erhöhtem Einkommensniveau erfüllt, weil im Zuge des Investitionsprozesses Gewinne – die “Ersparnis” der Unternehmen – entstanden sind. Es ist eine statische Sichtweise zu glauben, Investitionen könnten erst dann vorgenommen werden, wenn zuvor die entsprechende Ersparnis gebildet worden sei. Das Wirtschaftswunder in Deutschland in den 50er Jahren wäre nicht möglich gewesen, wenn Investitionen nur im Zuge der inländischen Ersparnisbildung anderer Sektoren von den Unternehmen geplant und durchgeführt worden wären. Vielmehr haben damals eine Geldpolitik mit niedrigen Zinsen bei hohem Geldmengenwachstum und eine moderate Lohnpolitik einen Investitionsprozeß initiiert, der erst im nachhinein gesehen weitgehend aus der Ersparnis der Unternehmen, den Gewinnen also, finanziert worden ist.” (see also *Pohl* 1992)



Third, “crowding out” may mean that although resources are not fully utilized, there is *shortage of money*. It seems that this interpretation is what the supporters of conventional stabilization policy have in mind when they oppose deficit spending. They use it when budget deficits are debt-financed. In this case the rate of interest would increase because, given the volume of money, the demand for money increases. The latter increases, because with higher incomes and increased wealth the public would prefer to keep part of the increased savings in money instead of bond form (i. a. for transaction purposes). If this turns out to be impossible because of a given volume of money, the rate of interest would increase and crowd out part of business investment.<sup>7</sup>

As can be seen, “crowding out” in the analysed case is caused not by deficit spending but by a non-accommodating money policy. In order to get the full effect of deficit spending, the monetary policy must be accommodating, i. e. budget deficits should be financed mostly by new money. The banking system as a whole must meet the increased government demand for credits without increasing the rate of interest too much. If the rate of interest increases to such an extent that business investment is curtailed by exactly the amount of government borrowing, then obviously no additional purchasing power would be created and only a shift in its structure would take place. (*Kalecki* 1935, p. 194) The same conclusion applies, however, to an increased demand of the business sector for investment credits. Under normal conditions this demand must be met by creating additional purchasing power, also if the rate of interest is not to increase too much.

#### **D. Budget balance as a destabilizing factor**

It is well known that the government budget may function as a automatic stabilizer of the economy. Indeed if the expenditures of the budget are not currently adjusted to the revenues of the budget, then a budget surplus materializes when the level of economic activity is high (because of high taxes) and a budget deficit occurs when this level is low (because of low taxes). A budget surplus slows down the increase of effective demand in a boom, and a budget deficit slows down the decrease of effective demand during a depression. If, however, the government tries to balance the budget all the time, the stabilizing role of

---

<sup>7</sup> This would happen if investments are elastic with respect to the rate of interest. This is not obvious. Even if this is the case there are other factors which influence business investment, e. g. utilization of resources, and profitability. If deficit spending provokes an increase in output and thus a higher degree of capacity utilization then investment, although interest-elastic, can nevertheless increase because the influence of the “accelerator” factor can be stronger than that of the “rate of interest” factor. This is sometimes called “crowding-in” and it is possible that “crowding-in” of deficit spending might more than compensate the “crowding-out” phenomena (*Baumol / Blinder* 1979, pp. 335-337).

the budget and income dependent taxation is gone. Even worse, this policy becomes itself a destabilizing factor because the ups and downs of economic activity are being additionally magnified.

Although a normal business cycle does not yet exist in the EITs, there is a strong decline of the level of economic activity resulting in a loss of budget revenues. Under these conditions drastic cuts in budget expenditures are often required and introduced in order to compensate declining budget revenues. It therefore seems important to show the dangers implied in this policy.

We come back to our model in section 1 and make some additional assumptions: the economy is closed, no part of wages is saved and no part of profits is spent on consumption. We assume also, for the sake of simplicity, that only profits are taxed at the proportional rate  $t$ , hence the profits tax is  $T = tR$  and profits after taxation (i. e. savings  $S$ ) are  $R - T = (1 - t)R$ .<sup>8</sup> With these additional assumptions we obtain from (1)

$$(7) \quad R = I + G$$

because  $W = C$  and  $E = 0$ . Hence profits are determined by the sum of investment and government expenditures (for goods and services). We assume further that the share of profit in  $GDP$  (further: profit ratio) is  $r = R/GDP$ . Hence we have

$$(8) \quad GDP = (1/r) (R) = (1/r) (I + G)$$

Given the profit ratio,  $GDP$  is determined directly by profits and indirectly by the sum of investment and government expenditures. By subtracting taxes  $T$  from both sides of (7) we get

$$R - T = I + G - T = I + D$$

and

$$(9) \quad S = I + D$$

because savings equal profits minus taxes and the budget deficit is denoted as before by  $D$ . According to (9) savings are determined by the sum of investment and budget deficit. Because

$$S = (1 - t)R$$

we get

$$s = \frac{S}{GDP} = (1 - t) \frac{R}{GDP} = (1 - t)r.$$

---

<sup>8</sup> Besides, in some of the former socialist countries direct taxation of wages did not exist.

Let us now assume that investment changes by  $\Delta I < 0$  and the government does not adjust its expenditures to decreased budget revenues. Thus profits according to (7) change by  $R = I$  and *GDP* according to (8) changes by

$$(10) \quad \Delta GDP = (1/r) \Delta I < \Delta I, \\ \Delta I < 0 \text{ and } 0 < r < 1.$$

Indeed *GDP* decreases by more than investment, because employment and wages decline not only in branches producing investment goods but also in those which produce consumer goods for the former. Thus consumption suffers from decline in investment too. Profits after taxation, i. e. savings, change by less than profits before taxation. Indeed, because taxes change by  $T = tR = tI$  the change in savings according to (9) is

$$\Delta S = \Delta I + \Delta D = \Delta I - t \Delta I = (1 - t) \Delta I > \Delta I, \\ \Delta I < 0 \text{ and } 0 < t < 1.$$

Savings fall less than investment because they are supported according to (9) by an increasing budget deficit  $\Delta D = -t\Delta R = -t\Delta I > 0$ .

Let us now assume that the government adjusts its expenditures to decreased budget revenues, avoiding in this way a deficit. We have thus  $\Delta I < 0$  and additionally a change of government expenditures by  $\Delta G = \Delta T = tR$ . Under these conditions profits would change according to (7) by

$$\Delta R = \Delta I + \Delta G = \Delta I + t\Delta R$$

hence

$$\Delta R = \Delta I / (1 - t) < \Delta I, \\ \Delta I < 0 \text{ and } 0 < t < 1.$$

Profits fall more strongly than investment because they suffer additionally from reduced government expenditures. *GDP* changes by

$$(11) \quad \Delta GDP = (1/r) \Delta R = (1/r) \Delta I / (1 - t)$$

The decline of *GDP* (as well as of consumption) is now stronger than in the first case. Indeed the multiplier increased from  $(1/r)$  in (10) to  $(1/r)/(1 - t)$  in (11).<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> The multiplier  $(1/r)/(1 - t)$  is higher than 1, because  $r$  and  $t$  are both positive and smaller than 1. This might seem to contradict the well known *Haavelmo* theorem, but

Profits after taxation, i. e. savings  $S$ , change by  $\Delta S = \Delta I$  because according to assumption the budget deficit does not change. Thus also savings in the second case fall more strongly than in the first one. We compare now both cases:

	$\Delta I < 0; \Delta G = 0$	$\Delta I < 0; \Delta G = \Delta T$
$\Delta GDP$	$(1/r) \Delta I$	$((1/r)/(1-t)) \Delta I$
$\Delta C$	$(1-t)(1/r) \Delta I$	$(1-t)((1/r)/(1-t)) \Delta I$
$\Delta R$	$\Delta I$	$\Delta I/(1-t)$
$\Delta S$	$\Delta I + \Delta D$	$\Delta I$
$\Delta D$	$-t \Delta I > 0$	0

It can be seen that when government expenditures do not shrink and a budget deficit is tolerated, not only  $GDP$  and consumption decline less, but this applies to profits and savings also. The recession provoked by the decline of investment is multiplied by the policy of cutting government expenditures *pari passu* with government revenues. This policy harms not only workers but firms as well and thus worsens conditions necessary for reversing the direction of economic events. This conclusion does not mean that expenditures cannot – or should not – be adjusted to budget revenues if this is required or necessary. This goal should not, however, be achieved at any price. The cutting of government expenditures should take into account aggregate effective demand and be totally or partly deferred to the time when the level of economic activity is secured by corresponding increases of investment or export surplus. The cutting of government expenditures when budget deficits are caused by declining budget revenues and levels of economic activity, as the case is presently in EITs, cannot but deepen the recession in these countries.

So far we have discussed the consequences of the decline of investment upon the economy when keeping the budget in permanent balance is intended. Similar problems would arise if e. g. imports surge and export surplus declines. The resulting fall of profits, savings and  $GDP$  would be magnified, as in the previous case, by efforts to balance the budget by additionally cutting government expenditures. Our analysis is relevant, however, in some cases when investment or export surplus do not decline. It is well known that the share of taxes and government expenditures in the  $GDP$  in former communist countries was rather high. In any case it was higher than the average in the OECD countries and especially higher than in countries at a similar level of economic development.<sup>10</sup>

---

this is not the case. Our result is due only to the assumed different tax rates in respect to wages and profits. The proof is given in the Appendix.

Thus lowering of this share is often required and formulated in an especially extreme way by those, who basically oppose any important economic role for the state. Let us assume that the policy of cutting expenditures and revenues *pari passu* is realized. Total effective demand would be negatively affected by this policy. Indeed, if government expenditures are changed by  $\Delta G < 0$ , profits would change given  $I$  accordingly by  $\Delta R = \Delta G$  and  $GDP$  by

$$\Delta GDP = (1/r) \Delta G < \Delta G,$$

$$\Delta G < 0 \text{ and } 0 < r < 1.$$

Hence aggregate effective demand would decrease by more than the decline of government expenditures, because consumption would suffer also. In order to balance the budget the profit taxes should be changed by  $\Delta T = \Delta G$ . Because profits change by  $\Delta R = \Delta G$  and taxes by  $t\Delta R = t\Delta G < 0$ , the budget would not be balanced under the old proportional tax system. Thus an extra change of the profit tax must take place by  $(1 - t) \Delta G < 0$  leading to the desired change of government revenues by  $\Delta T = t\Delta G + (1 - t) \Delta G = \Delta G$ . The reduction of profit taxes equal to the reduction of government expenditures would leave the profits after taxation, i. e. savings  $S$ , constant. Indeed given  $I$  the budget deficit as assumed would not change either. The total result is the decline of  $GDP$  and consumption as well as of profits before taxation while profits after taxation, i. e. savings, would not change.

The basic assumption here is of course the constancy of investment. It is justified by the fact that present investments are determined by past decisions. If, however, they do not increase during the same time in which the government expenditures and profit taxes are cut, they should not increase later either. Indeed, profits before taxation fall and those after taxation remain the same. Thus gross profitability deteriorates while the net (of taxes) profitability does not improve. At the same time the utilization of capacity worsens<sup>11</sup> (*Kalecki 1937*, pp. 322-324).

<sup>10</sup> Eastern European "... countries have been raising levels of tax revenues that have exceeded those of most industrial countries ... It is unlikely that they will be able to maintain these levels over the longer run. The fragility of the revenue system ... makes imperative a substantial rapid reduction in the level of public spending accompanied by the restructuring of the tax system." (*Tanzi 1992*, p. 17).

<sup>11</sup> This conclusion depends on the behaviour of entrepreneurs in respect to price fixing also. We assume that the price wage relation is not affected by the reduction of profit taxes. If this is the case, i. e., if entrepreneurs lower the profit ratio instantaneously when profit taxes are cut, then an increase in consumption takes place and counteracts the decline of consumption provoked by cuts in government spending. Hence consumption may change in each direction. However, conclusions concerning falling profits before taxation and unchanged profits after taxation are still valid. Only the capacity utilization must not worsen. The assumption that entrepreneurs reduce the profit ratio when profits before taxation decrease does not seem very realistic.

The parallel cutting of government expenditures and revenues makes sense if a decline of aggregate effective demand is envisaged. This was so at the beginning of the stabilization programmes as the initial level of aggregate effective demand in collapsing command economies was obviously too high. If, however, the shortage economy is a thing of the past, as is the case at least in the leading reform countries, the lowering of the share of government expenditures and revenues in the *GDP* must be effected quite carefully if unnecessary and costly losses in output and employment are to be avoided. A possible policy scenario could, e. g., consist in cutting profits taxes at the start without simultaneously cutting government expenditures. If profits taxes change by  $dT < 0$  given  $I$  and  $G$ , then profits before taxation, *GDP* and consumption do not change. The budget deficit on the other side increases by  $\Delta D = -\Delta T > 0$  and so do profits after taxation, i. e. savings  $S$  ( $\Delta S = \Delta D = -\Delta T$ ). This means that net profitability increases and at a constant level of capacity utilization the propensity to invest should increase. When in the next period investment as expected increases, the government expenditures could slowly decrease if the share of those expenditures has to be reduced in line with budget revenues. This factor would somehow weaken the expansion initiated by the increase of investment, but would not provoke a decline of the *GDP*. We conclude that the requirement to balance the budget all the times when a recession takes place and even without a recession, when only the lowering of the share of government expenditures and revenues in the *GDP* is intended, does not represent a sound policy. A more sophisticated approach along the lines sketched above may be preferable.

## References

- Ackley, G.* (1978): *Macroeconomics. Theory and Policy*, New York 1978.
- Baumol, W. J. / Blinder, A. S.* (1979): *Economics. Principles and policy. Macroeconomics*, 4. ed., San Diego 1988.
- Bhaduri, A.* (1986): *Macroeconomics. The Dynamics of Commodity Production*, 2. ed., Basingstoke, Hampshire 1990.
- Bolkowiak, I.* (1992): *Przyczyny zalamania systemu dochodow panstwa (The Causes of the Collapse of the System of State Revenues)*, in: *Weekly Zycie gospodarcze*, No. 22 (2718), 31 May 1992.
- Bruno, M.* (1992): *Stabilization and Reform in Eastern Europe: A preliminary evaluation*, International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/92/30, Washington D.C. 1992.
- Bugaj, R.* (1992): *Budzet dochodami stoi (The Basis of the Budget)*, in: *Weekly Zycie gospodarcze*, No. 229, 29 October 1992.
- Flassbeck, H.* (1992): *Verfehlt Geldpolitik*, in: *DIW-Wochenbericht*, 59, No. 31/32, pp. 385-389.
- Hume, I.* (1992): *Statement of the Chief of the World Bank Mission to Poland*, as quoted in *Gazeta wyborcza*, No. 158 (930), 7 July 1992.

- Ökonomische Problematik der Notenbankfinanzierung (1985): Finanzmärkte, Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen, Wien 1985.
- Kalecki, M.* (1935): The Essence of the Business Upswing, in: Osiatynski, J., ed. (1991), pp. 188 - 194.
- (1937): A Theory of Commodity, Income, and Capital Taxation, in: Osiatynski, J., ed. (1991), p. 319 - 325.
- Lane, T. D.* (1992): Die Umgestaltung der polnischen Wirtschaft, in: Finanzierung & Entwicklung, Vierteljahresschrift des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank in Zusammenarbeit mit dem HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.
- Lipinski, J.* (1991): Warunki wyjścia z recesji (The Conditions of coming out of the Recession), in: Gospodarka narodowa, No. 11 - 12.
- Osiatynski, J.* (1991): Collected Works of Michal Kalecki, Vol. 1, Capitalism, Oxford 1991.
- Pohl, R.* (1992): Geld- und Kreditexpansion gegenwärtig kein Inflationssignal, in: DIW-Wochenbericht, 59, No. 36, pp. 429 - 436.
- Tanzi, V.* (1992): Financial Markets and public Finance in the Transformation Process, International Monetary Fund, IMF Working Papers WP / 92 / 29, Washington D.C. 1992.
- United Nations Economic Commission for Europe* (1992): Economic Survey of Europe in 1991 - 1992, New York 1992.

## Annex

### Multipliers of balanced budgets with differentiated profit and wage taxes

We assume for the sake of simplicity (without any loss of generality) a lump tax on profits  $TR$  and on wages  $TW$ . Using (1) we obtain

$$R + W - TW = C + I + G - TW$$

$$R = I + G - TW$$

and

$$(a) \quad R = I + D + TR$$

because wages net of taxes ( $W - TW$ ) equal consumption  $C$  and government expenditures minus tax on wages ( $G - TW$ ) equal budget deficit plus tax on profits ( $D + TR$ ). Indeed we have assumed that no part of wages is saved and no part of profits consumed. According to (a) profits are determined by investment and budget deficit *plus* profits tax.

Assume now that only the profits tax is increased by  $\Delta TR$  and government expenditures by  $\Delta G$  with  $\Delta G = \Delta TR$ , hence the budget deficit  $D$  does not change. According to (a) the increase in profits is  $\Delta R = \Delta TR$  and the increase in  $GDP$

is  $\Delta GDP = (1/r) \Delta TR$ , with  $(1/r) > 1$ , as  $r$  is positive and smaller than 1. The multiplier of a balanced budget with a profits tax is thus greater than 1. The logic of this result was already explained in section *D*.

Assume now that only the wage tax is increased by  $\Delta TW$  and government expenditures by  $\Delta G$  with  $\Delta G = \Delta TW$ , i. e. the budget deficit  $D$  does not change in this case either. According to (a) profits do not change, hence  $GDP$  does also not change. The multiplier of a balanced budget with a wage tax is zero. The economic logic behind this result is quite simple. Indeed,  $GDP$  does not change because an increase in government expenditures by  $\Delta G = \Delta TR$  (e. g. for guns) is compensated by a decrease in workers' consumption (e. g. of butter) by  $\Delta C = \Delta TR$ . There is a redistribution of given employment from production of consumer goods to production of arms and a reduction of wages after taxation.

Assume now that both types of taxes are increased by  $\Delta T = \Delta TR + \Delta TW$  and government expenditures by  $\Delta G = \Delta T$ . This means that the budget deficit does not change. Let us denote the relation between wage tax and profits tax by  $b$ : thus  $\Delta TW = b \Delta TR$ . The tax change is thus  $\Delta T = \Delta TR + b \Delta TR = (1 + b) \Delta TR$ . On the other hand, because the budget deficit does not change,

$$\Delta G - \Delta T = \Delta G - (1 + b) \Delta TR = 0$$

wherefrom we get

$$\Delta TR = \Delta G / (1 + b).$$

The increase of profits can now be calculated as

$$\Delta R = \Delta TR = \Delta G / (1 + b)$$

and the increase in  $GDP$  as

$$\Delta GDP = (1/r) \Delta R = (1/r) \Delta TR = (1/r) \Delta G / (1 + b).$$

We would now like to find the relation  $b$ , which assures a balanced budget multiplier of 1. Thus we look for the solution of the equation

$$(1/r) / (1 + b) = 1$$

and get  $b = (1 - r)/r$ . This is, however, nothing but the relation of wages to profits. Thus the relation of wage tax to profits tax, at which the multiplier of the balanced budget is one, must be the same as between wages and profits. The *Haavelmo* theorem assumes a uniform tax for wages and profits, hence this condition is fulfilled.





# Preisniveaustabilität durch Wechselkursbindung\*

## Eine erfolgversprechende Strategie für die Länder Mittel- und Osteuropas?

Von *Heinz-Dieter Smeets*, Düsseldorf

Die hohen Inflationsraten in den mittel- und osteuropäischen Reformstaaten werden als ernste Bedrohung des Transformationsprozesses betrachtet. Eine Marktwirtschaft ist nämlich insbesondere auf das Funktionieren des Preissystems angewiesen. Veränderungen in der realen Wirtschaft werden den Wirtschaftssubjekten über die relativen Preise signalisiert. Die relativen Preise wiederum liefern den Wirtschaftssubjekten die notwendige Information, um entscheiden zu können, was und wie produziert werden soll – wie also die Ressourcen am effizientesten eingesetzt werden können. Die relativen Preise werden jedoch nicht unmittelbar signalisiert, sondern müssen aus den absoluten Preisen abgeleitet werden. Dies ist in einem preisniveaustabilen Umfeld unproblematisch. Ist die Inflationsrate hingegen hoch und variabel, wird das Auswerten von Preisveränderungen erschwert und zieht bei einer falschen Interpretation Fehlentscheidungen nach sich (*Friedman 1977, S. 67*).

Daher wird dem Ziel, die Inflation auf ein vertretbares Maß zurückzuführen, eine hohe Priorität eingeräumt. Die Erfahrungen zeigen allerdings, daß eine Inflationsbekämpfung in der Regel zu erheblichen gesellschaftlichen Kosten – gemessen in Outputverlusten und Arbeitslosigkeit – führt. Diese können allerdings reduziert wenn nicht sogar ganz vermieden werden, wenn die Wirtschaftssubjekte den angekündigten Politikmaßnahmen vertrauen und ihre Entscheidungen an der neuen Situation ausrichten. Eine Möglichkeit, sowohl Preisniveaustabilität als auch Vertrauen und Glaubwürdigkeit in eine solche Politik zu realisieren, sieht man in der nachfolgend zu diskutierenden Wechselkursbindung. Die vorliegende Arbeit hat sich dabei insbesondere zum Ziel gesetzt zu zeigen, daß eine solche Wechselkursbindung allein bei weitem keine hinreichende Bedingung für Preisniveaustabilität darstellt. Dies belegt zum Beispiel die DM-Bindung Jugoslawiens im Jahre 1990. Am 18. Dezember 1989 wurde der Dinar im Verhältnis 1 : 7 an die DM gebunden. Dieser Wechselkurs ließ sich allerdings nur bis zum Dezember 1990 verteidigen, da die jugoslawische Inflationsrate (CPI) in diesem Zeitraum um rund 120% gestiegen war (*Zizmond 1992, S. 108*). *Eichengreen*

---

\* Dieser Beitrag entstand im Rahmen eines Forschungsprojektes, das von der Volkswagen-Stiftung finanziell unterstützt wurde.

(1993, S. 28) stellt in diesem Zusammenhang fest: „Neither is it clear what enables some governments but not others to credibly commit to an exchange rate rule.“ Im Mittelpunkt der weiteren Überlegungen stehen daher die institutionellen Voraussetzungen für eine erfolgreiche Wechselkursbindung durch die Länder Mittel- und Osteuropas sowie die mit einer solchen Politik verbundenen Kosten und Nutzen.

### A. Das Ziel

Wechselkursbindungen sind in der Vergangenheit von Entwicklungsländern häufig eingesetzt worden, um die dort herrschende Inflation zu bekämpfen (*Schweickert / Nunnenkamp / Hiemenz* 1992, S. 14 ff.). Neuerlichen Auftrieb erhielt diese Strategie aber durch die Diskussion um das Europäische Währungssystem. Der dort während der achtziger Jahre in Gang gekommene Antiinflationprozeß wurde dem System (grundsätzlich) fester Wechselkurse zugeschrieben. Einen weiteren positiven Effekt dieses Systems sah man darin, daß über feste Wechselkurse nicht nur das Inflationsniveau gesenkt, sondern zugleich auch die Inflationserwartungen angepaßt und damit eine Stabilisierungskrise vermieden oder doch zumindest gemildert werden kann. Feste Wechselkurse erlauben es demnach, Stabilität und Vertrauen in eine solche Politik aus dem Ausland zu importieren (*Smeets* 1993).

Das Prinzip der Inflationsbekämpfung bei gleichzeitiger Vertrauensbildung durch eine Wechselkursfixierung läßt sich als eine Selbstentmachtung der nationalen wirtschaftspolitischen Instanzen („tying one’s hands“) verstehen, die sich mit Hilfe der Kaufkraftparität veranschaulichen läßt. Die langfristige Änderungsrate des Wechselkurses ( $\hat{\epsilon}$ ) ergibt sich demnach aus der Differenz zwischen der heimischen ( $\hat{P}$ ) und der ausländischen Inflationsrate ( $\hat{P}^*$ ). Fixiert man nun den Wechselkurs ( $\hat{\epsilon} = 0$ ), so ergibt sich daraus unzweideutig, daß zumindest längerfristig automatisch ein Inflationsgleichschritt zwischen dem In- und Ausland erfolgen muß.

$$(1) \quad \hat{\epsilon} = \hat{P} - \hat{P}^*$$

$$(2) \quad \hat{\epsilon} = 0 \rightarrow \hat{P} = \hat{P}^* = ?$$

Damit steht aber nicht zugleich auch fest, auf welchem Inflationsniveau dieser Gleichschritt erfolgt. Im Rahmen des EWS hat der (asymmetrische) Anpassungsmechanismus weitgehend dafür gesorgt, daß die DM zur Ankerwährung wurde und die anderen Mitgliedsländer sich an der deutschen Geldpolitik und damit auch an der deutschen Inflationsrate orientieren mußten. Bei einer freiwilligen Bindung mittel- und osteuropäischer Länder wird die einseitige Anpassung an das ausländische Inflations- bzw. Stabilitätsniveau hingegen aufgrund der Annahme erwartet, bei diesen Ländern handele es sich um kleine offene Volkswirtschaften, die sich als „price-taker“ verhalten. Dies führt letztlich dazu, daß bei uneinge-

schränktem Wirken der Anpassungsmechanismen die nationale Inflationsrate automatisch auf das Niveau des Ankerwährungslandes sinken muß und – wenn die Wirtschaftssubjekte ihre Inflationserwartungen auf dieser Grundlage bilden – zugleich das nötige Vertrauen in eine solche Politik erzeugt wird.

Die besondere Bedeutung der Vertrauenseffekte soll im folgenden mit Hilfe eines Modells von *Barro / Gordon* (1983) veranschaulicht werden, das *Abbildung 1* wiedergibt. Die kurzfristigen – negativ geneigten – Phillipskurven spiegeln dabei unterschiedliche Inflationserwartungen ( $\hat{p}^e$ ) wider. Nach Abschluß aller Anpassungsprozesse wird die langfristige Phillips-Kurve dann zur Vertikalen über der natürlichen Rate der Unterbeschäftigung ( $u_N$ ). Es herrscht ein Erwartungsgleichgewicht ( $\hat{p}^e = \hat{p}$ ). Dem stehen Indifferenzkurven (*J*) der wirtschaftspolitischen Instanzen gegenüber, die deren Vorliebe für Inflation und Beschäftigung zum Ausdruck bringen. Der hier gewählte konkave Verlauf impliziert, daß die wirtschaftspolitischen Instanzen mit abnehmender Inflationsrate dem Ziel der Vollbeschäftigung ein höheres Gewicht beimessen und umgekehrt. Die Steigung der Indifferenzkurven zeigt an, welche relative Bedeutung man der Anti-Inflationspolitik und der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit beimißt. Flache Indifferenzkurven entsprechen dabei stabilitätsorientierten Regierungen, die zur Bekämpfung der Inflation eine vergleichsweise hohe Arbeitslosigkeit in Kauf nehmen. Beschäftigungsorientierte Regierungen werden hingegen durch steile Indifferenzkurven repräsentiert. Zur Bekämpfung von Arbeitslosigkeit sind sie gewillt, auch hohe Inflationsraten zu akzeptieren. Je näher die Indifferenzkurven zum Ursprung hin verlaufen, desto geringer sind die mit ihnen verbundenen Wohlfahrtsverluste und umgekehrt.

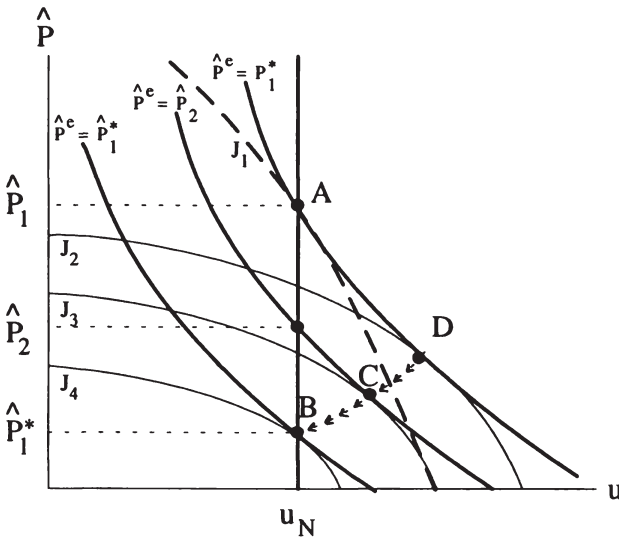


Abbildung 1

Ausgehend von einem nationalen Gleichgewicht in Punkt A mögen die wirtschaftspolitischen Instanzen nun eine Antiinflationpolitik ankündigen, die zu einer Senkung der inländischen Inflationsrate von  $\hat{P}_1$  auf  $\hat{P}_1^*$  führen soll (Ein  $\hat{\cdot}$  über einer Variablen bedeutet deren relative Veränderung in der Zeit). Schenken die Wirtschaftssubjekte dieser Ankündigung allerdings keinen Glauben, bleibt also die erwartete Inflationsrate im Extremfall unverändert, führt die Anti-Inflationspolitik nur zu einem Teilerfolg, der zudem mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit einhergeht – es kommt zur Stabilisierungskrise. In dem Maße, wie sich die Zentralbank im Laufe der Zeit das nötige Vertrauen für ihre stabilitätsorientierte Geldpolitik verschafft, werden sich die Inflationserwartungen anpassen und letztlich zum Gleichgewicht im Punkt B führen (*Backus / Driffill 1985*). Die so entstandene temporäre Stabilisierungskrise ließe sich dann vermeiden, wenn die Erwartungen unmittelbar auf das angestrebte Stabilitätsniveau ( $\hat{P}_1^*$ ) sinken. Die Anpassung würde in diesem Idealfall entlang des Pfades A  $\rightarrow$  B erfolgen und jegliche Stabilisierungskrise ausschließen.

Doch selbst wenn man der Phillips-Kurve und damit den Erwartungseffekten im Zusammenhang mit den Transformationsländern Mittel- und Osteuropas lediglich eine untergeordnete Bedeutung beimißt, so bleibt in diesem Zusammenhang immer noch die Antiinflationspolitik selbst, die man mit Hilfe einer Wechselkursbindung anstrebt.

## B. Problembereiche einer Wechselkursbindung

Im Mittelpunkt der Voraussetzungen für eine erfolgreiche Wechselkursbindung steht die Unumkehrbarkeit und damit verbunden die Glaubwürdigkeit einer solchen Politik. Dies wiederum hängt ab von den potentiell auftretenden Spannungen sowie von den Anreizen und Möglichkeiten, trotz der angekündigten Fixierung des Wechselkurses eine eigenständige (inflationäre) Geldpolitik betreiben zu können.

### I. Potentielle Spannungsursachen

#### 1. Monetäre Datenänderungen

Monetäre Datenänderungen, die eine Wechselkursbindung durch nationale Inflationierung unmittelbar unterlaufen, können immer dann auftreten, wenn die interventionsbedingten Impulse der außenwirtschaftlichen Komponente der Geldbasis durch entgegengerichtete Entwicklungen bei der nationalen Komponente der Geldbasis konterkariert werden. Hierzu zählen zum einen bewußte geldpolitische Aktionen der Zentralbank (Refinanzierungskomponente) und zum anderen die Möglichkeit einer endogenen Geldschaffung durch den Staat. Anreize für eine an nationalen Zielen und Präferenzen orientierte Geldpolitik können in erster

Linie eine kurzfristig ausgerichtete Beschäftigungspolitik sowie eine notenbankfinanzierte Haushaltspolitik des Staates (Inflationssteuer) bilden. Im ersten Fall handelt es sich um eine sogenannte zeitinkonsistente Geldpolitik, bei der die wirtschaftspolitischen Instanzen kurzfristige Beschäftigungseffekte durch ein bewußtes Unterlaufen der angekündigten Stabilitätspolitik erkaufen. Erkennen die Wirtschaftssubjekte diesen Anreiz, stellt sich das neue Inflationsgleichgewicht aufgrund des mangelnden Vertrauens bei einem suboptimal hohen Niveau ein. Diese Argumentationskette erscheint jedoch für die Transformationsländer Mittel- und Osteuropas von vergleichsweise geringer Relevanz. Größere Bedeutung besitzt dort wohl der Fall eines notenbankfinanzierten Staatsbudgetdefizits. Besteht nämlich die Möglichkeit, daß der Staat ein Budgetdefizit über eine Verschuldung bei der Notenbank finanziert, dann erhöht dies die Geldbasis und eine stabilitätsorientierte Geldpolitik der Notenbank kann unterlaufen werden.

Geht man von einem exogen gegebenen ausländischen Preisniveau aus ( $P^* = \bar{P}^*$ ), dann lassen sich die zuvor angestellten Überlegungen mit Hilfe von *Abbildung 2* weiter verdeutlichen. *PPP* zeigt all diejenigen Kombinationen von inländischem Preisniveau und Wechselkurs, die der Kaufkraftparität entsprechen. Die Steigung der Funktion hängt dabei ab von der Höhe des Auslandspreisniveaus ( $P^*$ ). Punkte links von der *PPP*-Geraden entsprechen einer Überbewertung der heimischen Währung, Punkte rechts von der *PPP*-Geraden einer Unterbewertung. Die daraus resultierenden Rückwirkungen auf die internationale (Preis-)Wettbewerbsfähigkeit und – bei festen Wechselkursen – auf den Bestand an Devisenreserven läßt sich aus *Abbildung 2* ablesen.

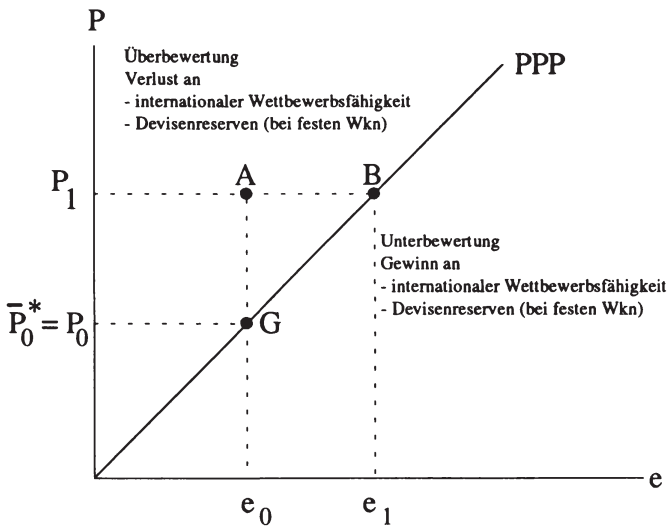


Abbildung 2

Gelingt es nun dem Inland trotz der Wechselkursbindung ( $e_0$ ) nicht, den Anstieg des Preisniveaus auf das Auslandsniveau zu begrenzen ( $P_1 > P_0^*$ ), so kommt es zu einer Überbewertung der heimischen Währung (siehe etwa Punkt A). Sind die wirtschaftspolitischen Instanzen nicht zu einer Umkehr dieses Kurses gewillt (das Gleichgewicht würde sich dann in Punkt G einstellen), so wird der Abfluß von Devisenreserven über kurz oder lang zu einer Aufgabe des fixierten Wechselkurses führen. Ein neues Gleichgewicht im Sinne der Kaufkraftparität führt zu einem Anstieg des Wechselkurses von  $e_0$  auf  $e_1$ , was einer Abwertung der heimischen Währung entspricht.

Ermöglicht wird eine solche eigenständige Geldpolitik insbesondere durch eine begrenzte Konvertibilität der Inlandswährung. Herrscht zum Beispiel aufgrund umfassender Kapitalverkehrsbeschränkungen vollkommene Kapitalimmobilität, so ergibt sich – wie etwa anhand des bekannten Mundell-Flemming Modells abgeleitet werden kann – ein beträchtlicher Spielraum für die nationale Geldpolitik, da der verbleibende güterwirtschaftliche Anpassungskanal in Form der Leistungsbilanz in aller Regel wesentlich langsamer reagiert als die Finanzmärkte. Die Abwesenheit internationaler Kapitalbewegungen erleichtert es darüber hinaus, den außenwirtschaftlichen Anpassungsdruck durch eine entsprechende Sterilisationspolitik längere Zeit zu mildern oder ganz aufzuheben.

## 2. Reale Datenänderungen

Neben monetären Faktoren können aber auch reale Faktoren die Wechselkursbindung in Frage stellen. Diese haben zwar keine unmittelbare Wirkung auf die Inflationsrate, lösen aber einen allgemeinen Anpassungsdruck aus, der im wesentlichen von der Häufigkeit und der Wirkungsrichtung der realen Störungen abhängt. Im Zusammenhang mit den Ländern Mittel- und Osteuropas sind die Wirkungen der Integration in die Weltwirtschaft sowie unterschiedlicher Wachstumsraten von besonderem Interesse.

Berücksichtigt man den Einfluß realer Faktoren ( $R$ ) und insbesondere den Integrationsgrad einer Volkswirtschaft ( $\pi$ ) auf den Wechselkurs, so erweitert sich Gleichung (1) wie folgt (vgl. hierzu ausführlich etwa *Schäfer* 1990):

$$(3) \quad \dot{e} = \hat{P} - \hat{P}^* + \hat{R}$$

$$(4) \quad \hat{R} = a(\hat{P}_T - \hat{P}_N) - a^*(\hat{P}_T^* - \hat{P}_N^*) - \pi$$

$$(5) \quad \pi = (1 + t)$$

$a$  = Größe des Binnengütersektors

$P_T$  = Preis der Außenhandelsgüter

$P_N$  = Preis der Binnengüter

$t$  = Protektionsrate

$*$  = Auslandsvariable

$$(6) \quad \hat{e} = \hat{P} - \hat{P}^* + a\hat{P}_T - a\hat{P}_N - a^*\hat{P}_T^* + a^*\hat{P}_N^* - \pi$$

Geht man zunächst davon aus, daß die Auslandsvariablen – hierzu zählt auch  $t^*$  – exogen gegeben sind ( $\hat{P}^* = \hat{P}_T^* = \hat{P}_N^* = 0$ ), dann gelangt man zu:

$$(7) \quad \hat{e} = \hat{P} + a\hat{P}_T - a\hat{P}_N - \pi$$

Nimmt man ferner an, daß es sich bei dem betrachteten Land um eine kleine offene Volkswirtschaft handelt, so geht der Anteil des Binnengütersektors gegen Null ( $a = 0$ ) und Ausdruck (7) vereinfacht sich weiter zu

$$(8) \quad \pi = \hat{P} - \hat{e}$$

Veränderungen realer Einflußfaktoren, die sich hier auf die Variable – den Integrationsgrad der Volkswirtschaft – reduziert haben, erfordern somit Reaktionen des allgemeinen Preisniveaus und / oder des nominalen Wechselkurses. Ist der nominale Wechselkurs fixiert ( $\hat{e} = 0$ ), dann bleibt als kompensierender Faktor lediglich das Preisniveau.

$$(9) \quad \hat{e} = 0 \rightarrow \pi = \hat{P}$$

Diese Beziehungen lassen sich wiederum mit Hilfe des aus *Abbildung 2* bereits bekannten Diagramms erläutern:

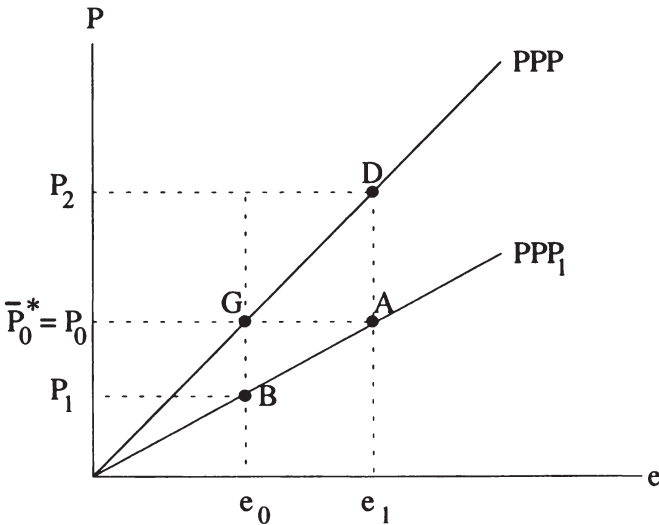


Abbildung 3

Nimmt zum Beispiel der Integrationsgrad der Volkswirtschaft zu ( $t$  sinkt  $\rightarrow \pi$  sinkt), womit gerade im Rahmen der Öffnung und Weltmarktintegration in sy-



stemtransformierenden Volkswirtschaften zu rechnen ist, dann dreht sich die Funktion  $PPP$  nach rechts unten auf  $PPP_1$ . Der hier betrachtete reale Einflußfaktor führt bei der Möglichkeit von Wechselkursanpassungen zu einer Abwertung der heimischen Währung. In *Abbildung 3* stellt sich unter diesen Bedingungen ein neues Gleichgewicht im Punkt A ein, dem der gestiegene Wechselkurs  $e_1$  entspricht. Ist der Wechselkurs hingegen beim Niveau  $e_0$  fixiert, so erfordert der hier wirksame reale Einfluß, daß das inländische Preisniveau hinter dem ausländischen Preisniveau zurückbleibt ( $P_1 < P_0^*$ ). In einer inflationären Welt bedeutet dies, daß die inländische Inflationsrate niedriger ausfallen muß als die ausländische Inflationsrate. Herrscht im Ausland allerdings Preisniveaustabilität, dann erfordert das neue Gleichgewicht einen deflationären Prozeß im Inland.

Anpassungen im Inland werden allerdings immer nur dann zum Problem, wenn Preise sowie Löhne nach unten nicht entsprechend flexibel reagieren und darüber hinaus der Faktor Arbeit nicht mobil genug ist, um ein Gleichgewicht beim herrschenden Reallohn zu gewährleisten. Liegen diese Voraussetzungen hingegen nicht vor, kommt es zu einer Anpassung der Mengen, also zur Arbeitslosigkeit. Nationale oder supra-nationale Transfers können in einem solchen Fall zu zusätzlicher staatlicher Nachfrage oder zur sozialen Abfederung der Arbeitslosigkeit führen. Diese Zusammenhänge verdeutlicht *Abbildung 4* (Smeets 1993, S. 124).

Mit Blick auf unterschiedliche Wachstumsraten sind die Wirkungen auf den realen Wechselkurs weniger eindeutig. Stärker in keynesianischer Tradition stehende Ökonomen rechnen für den Fall schnell wachsender Länder – womit man nach einer Übergangszeit auch in den Transformationsländern rechnet – eher mit einem Abwertungsbedarf und damit einer Drehung der  $PPP$ -Funktion nach unten. Dies leiten sie aus einem einkommensbedingten Anstieg der Importe bei – für ein kleines Land – konstanten Exporten ab. Dieser Ansicht ist *Krugman* (1989) entgegengetreten, indem er nachwies, daß die Einkommenselastizität der Exporte für schnell wachsende Industrieländer durchweg höher ausfällt als die Einkommenselastizität ihrer Importe. Er gelangt sogar zu dem Ergebnis, daß das Verhältnis der Wachstumsraten im In- ( $w_Y$ ) und Ausland ( $w_Y^*$ ) in etwa dem reziproken Verhältnis der Einkommenselastizitäten von Exporten ( $\eta_{Ex,Y}^*$ ) und Importen ( $\eta_{Im,Y}$ ) entspricht:

$$\frac{w_Y}{w_Y^*} = \frac{\eta_{Ex,Y}}{\eta_{Im,Y}}$$

Dieses Ergebnis erklärt er mit angebotsorientierten Faktoren. So geht er davon aus, daß Wachstum durch Produkt- und Verfahrensinnovationen hervorgerufen wird, die dann zu einer entsprechend hohen Auslandsnachfrage führen und umgekehrt. Da sich unter der oben genannten Bedingung kein realer Wechselkursänderungsbedarf einstellt,  $PPP$  sich also weder nach oben noch nach unten dreht, spricht *Krugman* von einer „45-Regel“ bei unterschiedlichen Wachstumsraten.

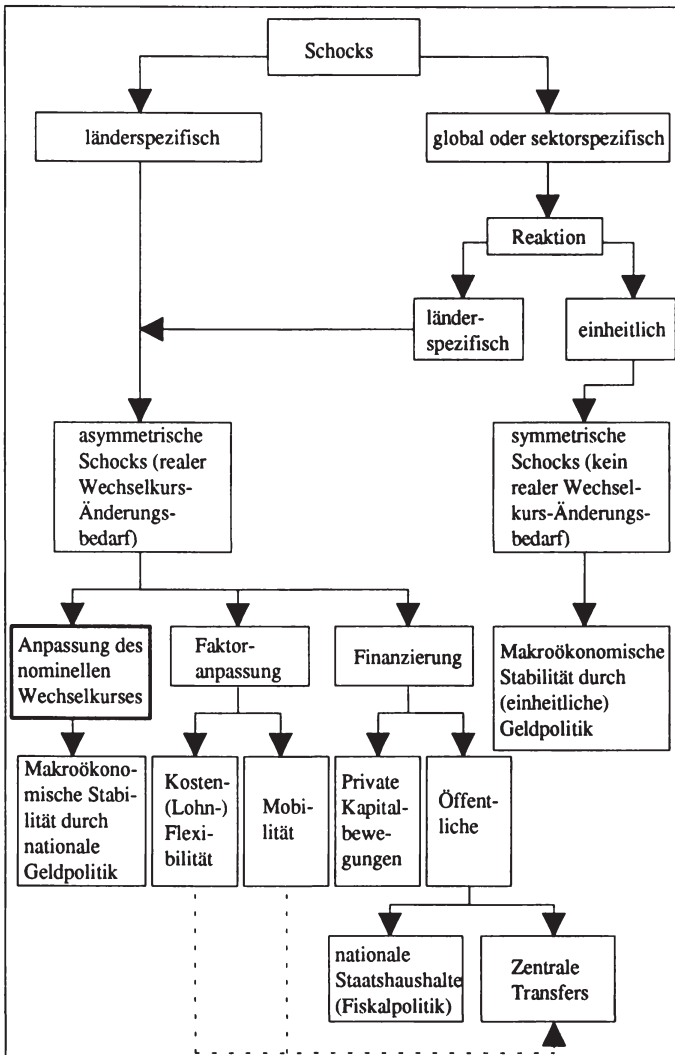


Abbildung 4

Überträgt man diese Überlegungen auf die systemtransformierenden Länder Mittel- und Osteuropas, so ist allerdings doch eher mit dem umgekehrten Bild zu rechnen. Während zum Aufbau und zur Modernisierung des Kapitalstocks erhebliche Importe aus den Industrieländern erforderlich sein werden, wird die Nachfrage nach ihren Exporten eher dahinter zurückfallen. Dies würde dann allerdings zu einem erheblichen realen Wechselkursänderungsbedarf in diesen

Ländern führen – PPP würde sich auch in diesem Fall nach unten drehen und die vorher bereits erläuterten Anpassungserfordernisse auslösen.

Damit bleibt aber die Frage, ob sich diese Anpassungserfordernisse und die damit möglicherweise verbundenen Kosten durch den Einsatz des Wechselkursinstruments ausschließen oder doch zumindest senken lassen. Die Frage nach dem Nutzen einer Wechselkursanpassung bei realen Störungen läßt sich wiederum mit Hilfe von *Abbildung 3* beantworten. Die bisherige Analyse ging stets davon aus, daß der Wechselkurs bei  $e_0$  fixiert ist und die Anpassung somit ausschließlich über eine Verminderung der heimischen Inflationsrate unter das Auslandsniveau zustandekommen kann ( $G \rightarrow B$ ). Steht jedoch statt dessen (auch) der Wechselkurs als Anpassungskanal offen, so läßt sich der reale Abwertungsbedarf alternativ durch eine Abwertung des nominalen Wechselkurses von  $e_0$  auf  $e_1$  befriedigen. Dies – so die Kritiker – impliziert allerdings Preissteigerungen, deren Ausmaß von der Größe des betrachteten Landes abhängt. In einem kleinen offenen Land, in dem ausschließlich handelsfähige Güter produziert und konsumiert werden, erwartet man einen Anstieg des Preisniveaus von A auf D und damit die Reduktion des realen Wechselkurses auf das ursprüngliche Niveau. Die Anpassung an den Gleichgewichtspunkt A ließe sich dann nur über eine nachfolgende kontraktive Inlandspolitik realisieren. Gegenüber einer Wechselkursfixierung wäre letztlich keinerlei Vorteil zu erkennen.

Der hier skizzierte Anpassungspfad setzt aber zunächst einmal voraus, daß der Preisniveaustieg von  $P_0$  auf  $P_2$  monetär alimentiert wurde. Damit wird der Schritt von A nach D aber unmittelbar einsichtig; hat doch schon der monetäre Ansatz der Zahlungsbilanztheorie neuerlich darauf hingewiesen, daß eine Abwertung dann ihre Wirkung verliert, wenn sie von einer expansiven Geldpolitik begleitet wird (*Smeets 1982*). Doch selbst – oder gerade – wenn die monetären Instanzen das allgemeine Preisniveau bei  $P_0$  stabilisieren, kann es zu einem Anpassungsbedarf bei im Inland produzierten und dort auch konsumierten Gütern kommen. Dieser Anpassungsbedarf ist um so größer, je umfassender sich eine Abwertung in Preissteigerungen der Importgüter niederschlägt. Während in diesem Fall die reale Geldmenge temporär vermindert wird, erfordert eine Wechselkursfixierung die vorübergehende Reduktion der nominalen Geldmenge. Nur für den Fall einer kleinen offenen Volkswirtschaft, die ausschließlich durch handelsfähige Güter charakterisiert ist, stimmen daher beide Ergebnisse überein. Mit abnehmendem Offenheitsgrad steigen die Vorteile einer Anpassung über den Wechselkurs, da die notwendige Absorptionsverminderung im Inland entsprechend kleiner ausfällt. Der temporäre Vorteil einer Wechselkursanpassung in Form eines unveränderten Outputniveaus tritt allerdings nur dann auf, wenn es (zunächst) zu einer monetären Alimentierung kommt. Geschieht dies nicht, setzt auch bei Wechselkursanpassungen die Reaktion im Inland unmittelbar ein.

Diese Überlegungen lassen sich durch *Abbildung 5* weiter vertiefen (*Claassen 1978, S. 12 ff.*). Im Mittelpunkt steht das Geldmarktgleichgewicht, das durch die

monetäre Budgetgerade  $M$  widergespiegelt wird. Sie repräsentiert solche Punkte, wo das Geldangebot ( $M$ ) der Geldnachfrage ( $L$ ) entspricht. Die Geldnachfrage ihrerseits hängt ab vom Kassenhaltungskoeffizienten ( $k$ ), dem Preisniveau ( $P$ ) und dem Realeinkommen ( $y$ ), das als gegeben angenommen wird.

$$(13) \quad M = kP\bar{y}$$

Das Preisniveau ergibt sich aus den gewichteten Preisen für handelsfähige und nicht-handelsfähige Güter.

$$(14) \quad P = bP_N + (1 - b)P_T$$

$$(15) \quad M = k[bP_N + (1 - b)P_T]\bar{y}$$

Die Gerade des Geldmarktgleichgewichts zeigt, daß sich der Geldmarkt für ein gegebenes Geldangebot und ein gegebenes Realeinkommen nur bei einem bestimmten Preisniveau im Gleichgewicht befindet, das sich allerdings bei verschiedenen Kombinationen von  $P_N$  und  $P_T$  einstellen kann. Die Steigung der  $M$ -Kurve wird durch den Anteil der nicht-handelsfähigen Güter am Gesamtgüterkorb ( $b$ ) determiniert. Je größer dieser Anteil ist, desto flacher verläuft die  $M$ -Kurve.

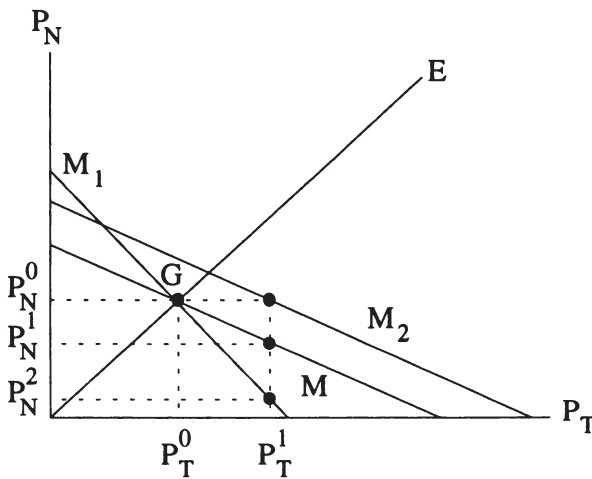


Abbildung 5

Das bei gegebener Geldmenge durch den Punkt  $G$  gekennzeichnete gleichgewichtige Preisverhältnis im Ausgangszustand ( $P_{N^0}$ ;  $P_{T^0}$ ) werde durch eine abwertungsbedingte Preissteigerung der handelsfähigen Güter ( $P_T = eP_T^*$ ) von  $P_{T^0}$  auf  $P_{T^1}$  gestört. Eine Anpassung der Preise nicht-handelsfähiger Güter ( $P_{N^1}$ ) läßt sich nur dann vermeiden, wenn die Geldmenge in dem Ausmaß steigt, wie es die

monetäre Budgetgerade  $M_2$  zeigt. Diese monetäre Alimentierung der Abwertung führt dazu, daß das ursprüngliche Konsumniveau aufrechterhalten werden kann und damit eine Reduktion des Output entfällt. Eine solche Reduktion tritt erst dann ein, wenn man die notwendige Anpassung über eine kontraktive Politik im Inland ( $M_2 \rightarrow M$ ) herbeiführt. Daher ist der Vorteil einer Wechselkursanpassung im Falle eines kleinen Landes bestenfalls darin zu sehen, daß die Outputreduktion temporär aufgeschoben werden kann. Langfristig bedarf es aber in beiden Fällen der nationalen Anpassung.

Diese Anpassung kommt in *Abbildung 5* bei gegebener Geldmenge durch eine abwertungsbedingte Preissenkung bei den nicht-handelsfähigen Gütern ( $P_{N^0} \rightarrow P_{N^1}$ ) zum Ausdruck. Zugleich wird deutlich, daß dieser Anpassungsdruck mit zunehmendem Offenheitsgrad – hier repräsentiert durch die steiler verlaufende monetäre Budgetgerade  $M_1$  – und gegebener Abwertungsrate ( $P_{T^1} - P_{T^0}$ ) zunimmt ( $P_{N^0} \rightarrow P_{N^2}$ ). Im Grenzfall einer kleinen offenen Volkswirtschaft, in der der Anteil nicht-handelsfähiger Güter ( $b$ ) gegen Null geht, fallen das allgemeine Preisniveau ( $P$ ) und die Preise der handelsfähigen Güter zusammen. Unter dieser Voraussetzung steigt das Preisniveau und die Abwertung erbringt längerfristig keinen Anpassungsvorteil gegenüber festen Wechselkursen. In allen anderen Fällen, in denen die nicht-handelsfähigen Güter also einen signifikanten Anteil am Preisniveau ausmachen, führt eine Wechselkursanpassung aber zu einer Reduktion der Anpassungslasten im Inneren im Verhältnis zur Wechselkursfixierung. Da die systemtransformierenden Länder Mittel- und Osteuropas sich erst auf dem Weg von ehemals (weitgehend) geschlossenen zu offenen Volkswirtschaften befinden, ist folglich damit zu rechnen, daß für einen erheblichen Übergangszeitraum der Wechselkurs für sie ein wirksames Politikinstrument darstellen wird, um interne Anpassungskosten zu mindern.

Die vorausgegangen Überlegungen zeigen ferner, daß mit zunehmender Häufigkeit des Auftretens realer Einflußfaktoren und abnehmender Eindeutigkeit ihrer Wirkungsrichtung der Wechselkurs eine immer größere Bedeutung als wirtschaftspolitisches (Anpassungs-)Instrument erlangt. Schließt man gleichwohl entsprechende Anpassungen über den Wechselkurs durch dessen Fixierung aus, müssen die Geldpolitik und damit die nationale Inflationsrate und / oder die Beschäftigung im Inland als Anpassungsalternativen „einspringen“. Da den realen Einflußfaktoren gerade in systemtransformierenden Ländern aufgrund der Öffnung und Weltmarktintegration sowie aufgrund des mit der Anpassung der relativen Preise verbundenen Strukturwandels eine besondere Bedeutung zukommt, kann ein Verzicht auf das Wechselkursinstrument mit erheblichen Kosten für die nationale Volkswirtschaft einhergehen.

### 3. Handelsanteil

Schwankt der Kurs der Ankerwährung gegenüber anderen Währungen, muß notwendigerweise auch die an die Ankerwährung gekoppelte inländische Wäh-

rung diese Schwankungen nachvollziehen. Dies beeinträchtigt zwar nicht unmittelbar die Konvergenz der Inflationsraten, der davon ausgehende Einfluß auf den effektiven Wechselkurs des Inlandes kann allerdings zu Spannungen führen. Je geringer der Anteil derjenigen Länder ist, zu denen das Inland direkt oder indirekt einen festen Wechselkurs unterhält, desto stärker werden die Schwankungen des effektiven Wechselkurses ausfallen. Da diese Schwankungen wiederum die allgemeine Wirtschaftspolitik des Ankerlandes widerspiegeln, kann es zu negativen Rückwirkungen auf das Inland – etwa in Form von Beschäftigungseinbußen – kommen, die dann einen Druck auf die Wechselkursfixierung ausüben. *Williamson* (1990, S. 395 f.) hat daher vorgeschlagen, daß ein Land nur dann seinen Wechselkurs binden soll, wenn der Handelsanteil mit dem Ankerland mindestens 50 Prozent beträgt. Dieser Grenzwert entbehrt jedoch – wie er selbst zugibt – nicht einer gewissen Willkür.

#### 4. Ausgangssituation

Ein Grundproblem einer Wechselkursbindung bildet die Ermittlung desjenigen administrativ zu fixierenden Wechselkurses (= Parität), der einen (weitgehenden) Ausgleich der Devisenbilanz garantiert. Theoretische Ansätze hierfür liefern etwa die Kaufkraftparitätentheorie oder hierauf aufbauende Konzepte. Gleichwohl erscheint es angesichts mangelnder oder doch zumindest administrativ aufs äußerste verfälschter Preisreihen unmöglich, aus den vergangenen Verhältnissen auf einen „Gleichgewichts“-Wechselkurs zurückzuschließen. Hinzu kommt, daß der in aller Regel geringe Umfang an Devisenreserven in den entsprechenden Ländern kaum schwerwiegende Fehleinschätzungen erlaubt. Die Einführung und insbesondere das Festverhalten an einem überbewerteten Wechselkurs würde dann nämlich sehr schnell dazu führen, daß die Konvertibilität wieder eingeschränkt, wenn nicht gar aufgehoben würde (*Gröner / Smeets* 1991, S. 373). Auch die finanzielle Hilfe internationaler Institutionen kann hier bestenfalls einen vorübergehenden Aufschub der Probleme bewirken. Im Zusammenhang mit der Kreditvergabe durch den Internationalen Währungsfonds (IWF) oder die Weltbank findet man ferner den Hinweis, über entsprechende Konditionen ließe sich möglicherweise positiv auf den gesamten Transformationsprozeß einwirken. Doch hiermit ist kaum zu rechnen. So steht insbesondere beim IWF seit Jahren die Kreditexpansion im Vordergrund. Hinzu kommt, daß sich die Auflagen des IWF an „institutionellen Besonderheiten und Umständen der Mitgliedsländer“ zu orientieren haben, was zum Teil als Verbot einer Einmischung in die „inneren Angelegenheiten“ der Schuldnerländer interpretiert wird (*Schüller* 1991).

Devisenreserven sind allerdings keine notwendige Voraussetzung für eine erfolgreiche Wechselkursbindung. Besteht uneingeschränktes Vertrauen in die Politik der Wechselkursbindung, so werden Interventionen und damit auch Devisenreserven überflüssig. Ein Beispiel hierfür bildet etwa Österreich, das trotz massiver Turbulenzen im Europäischen Währungssystem während der Jahre 1992

und 1993 ohne nachhaltige Interventionen die Wechselkursbindung des Schilling an die DM aufrechterhalten konnte. Es erscheint allerdings zweifelhaft, ob den geld- und währungspolitischen Aktionen systemtransformierender Länder von vornherein ein vergleichbares Vertrauen entgegengebracht wird. Dies wird nicht zuletzt von den institutionellen Rahmenbedingungen abhängen, die im Transformationsprozeß selbst geschaffen werden.

Um das Problem der Ausgangs-Parität bei begrenzten Währungsreserven zu mindern, nimmt man häufig (bewußt) eine anfängliche Unterbewertung der Währung in Kauf. Dies fördert zwar auf der einen Seite die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Inlandes, auf der anderen Seite entsteht auf diese Art aber auch ein Spielraum für Preisniveausteigerungen, der dem Ziel der Wechselkursbindung entgegenläuft. In den Anfangsjahren der Bundesrepublik Deutschland hat man hingegen eine Überbewertungsstrategie verfolgt, die durchaus positiv auf die Volkswirtschaft gewirkt hat. Durch sie wurden nämlich die zum Aufbau leistungsfähiger Produktionsstätten benötigten Importe billiger. Darüber hinaus führte der Preisdruck im Bereich der handelsfähigen Güter zu Rationalisierungsanstrengungen in den betroffenen Sektoren (*Meyer 1958, S. 153 ff.*). Die importanregende und exportbremsende Wirkung eines solchen Wechselkurses kann also dem Ankurbelungsbedürfnis der heimischen Produktion und der Inflationsbekämpfung durchaus entgegenkommen (*Erhard 1954, S. 82 ff.*).

Zur Ausgangssituation zählt aber möglicherweise die Situation einer zurückgestauten (Kassenhaltungs-)Inflation. Entscheidet man sich im Transformationsprozeß, den nominalen Geldüberhang durch eine weitgehende Preisfreigabe abzubauen, so ist ein solches Vorgehen auf keinen Fall mit einer Wechselkursbindung vereinbar, da es unmittelbar zu einer Überbewertung der heimischen Währung käme.

## II. Stabilität des monetären Sektors

Die einer Wechselkursbindung zugeschriebenen Wirkungen auf die Inflationsrate können immer nur dann durchschlagen, wenn sich die von der außenwirtschaftlichen Komponente der Geldbasis ausgehenden interventionsbedingten Impulse ungehindert in den realen Sektor der Volkswirtschaft fortpflanzen können. Notwendige Voraussetzungen hierfür bilden insbesondere ein stabiles Geldangebot und eine stabile Geldnachfrage. Anderenfalls würden die außenwirtschaftlich bedingten Geldbasisimpulse im monetären Sektor versickern und keine oder nur bedingte Stabilitätseffekte nach sich ziehen.

### 1. Stabilität des Geldangebots

Betrachtet man den Geldangebotsprozeß als einen multiplikativen Prozeß, der sich aus dem Zusammenspiel von monetären Autoritäten, Geschäftsbanken und

Publikum ergibt, so läßt sich Stabilität als dominierender Einfluß der Notenbank auf die Geldmengenentwicklung interpretieren. In Marktwirtschaften entspricht dies einem stabilen Geldschöpfungsmultiplikator, was nicht zugleich auch dessen Konstanz bedeutet. In systemtransformierenden Ländern herrscht hingegen häufig (immer noch) ein einstufiges (Mono-)Bankensystem vor, bei dem die „Geschäftsbanken“ lediglich Filialen der Zentralbank darstellen. In einem solchen System nimmt der Geldschöpfungsmultiplikator jedoch den Wert eins an, so daß stets auch die Stabilität des Geldangebotsprozesses gewährleistet ist. Probleme für die Geldmengensteuerung resultieren in diesem Zusammenhang vielmehr aus einer erweiterten Endogenität des Geldangebotsprozesses, die nicht nur – wie auch in Marktwirtschaften – vom Staat ausgehen kann, sondern in erheblichem Maße zusätzlich von den (staatlichen) Betrieben. Aus diesem Grunde lassen sich diese Faktoren zugleich auch als – zuvor erläuterte – monetäre Datenänderungen auffassen, von denen Spannungen auf eine Wechselkursbindung ausgehen. Im Mittelpunkt steht dabei die Konkurrenzunfähigkeit der Betriebe. Überschuldete und zahlungsunfähige Betriebe werden stets mit Hilfe außerplanmäßiger Schuldenerlasse „saniert“, was letztlich eine stabilitätsgerechte Geldangebotssteuerung gefährdet (Thieme, 1990). „Solange die Betriebe zur Zahlung von Löhnen und Prämien gesetzlich verpflichtet sind, besteht für das Bankensystem der Zwang zu einer monetären Alimentierung nichtleistungsfähiger Betriebe“ (Michler / Thieme 1991, S. 312). Insgesamt läßt sich unter diesen Voraussetzungen eine systeminhärente Tendenz zur endogenen monetären Überversorgung beobachten, die nur durch ordnungspolitische Reformen des monetären Sektors beseitigt werden kann (Thieme 1977 / 78; Hartwig 1987). Hierbei muß insbesondere der Einfluß von Betrieben und privaten Wirtschaftssubjekten auf das nominale Geldangebot eingeschränkt werden. „Die Geldmengenentwicklung muß hinreichend steuerbar sein durch – autonom handelnde – monetäre Autoritäten“ (Michler / Thieme 1991, S. 316). Somit stehen im Mittelpunkt der notwendigen ordnungspolitischen Reformen:

- der Aufbau eines zweistufigen Bankensystems, in dem die Notenbank streng von dem privatwirtschaftlich organisierten Geschäftsbankensystem getrennt ist, sowie
- eine grundlegende Reform der Unternehmens-, Eigentums- und Konkursgesetzgebung.

## 2. Stabilität der Geldnachfrage

Von der Existenz eines inhärent stabilen privaten Sektors, der sich durch ein stetiges Geldnachfrageverhalten auszeichnet, kann in den hier betrachteten Ländern Mittel- und Osteuropas nicht von vornherein ausgegangen werden, da in der Phase einer umfassenden Systemtransformation Risikoaspekte als Determinanten der gewünschten Kassenhaltung eine dominante Rolle spielen. „Das tiefe Mißtrauen der Menschen gegenüber den politischen Entscheidungsträgern und



damit auch gegenüber ihren währungspolitischen Maßnahmen kann das gesamte [ursprüngliche] Geldsystem in Frage stellen. Im Ergebnis sind dauerhafte, erratische, erwartungsinduzierte Schwankungen der Geldnachfrage, insbesondere Phasen mit starker Beschleunigung der Umlaufgeschwindigkeit und damit verbundene hyperinflationäre Effekte, die bis zu einem gesamtwirtschaftlichen Kollaps führen, nicht auszuschließen“ (*Michler / Thieme 1991, S. 315*). Diese Überlegungen verdeutlichen aber auch, daß die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zugleich über ihre Funktionsfähigkeit mitentscheidet. Vertrauen in die angekündigte Geldpolitik bildet somit eine notwendige Voraussetzung, um während der Systemtransformation mit einer stabilen Geldnachfragefunktion rechnen zu können.

Die zuvor angestellten Überlegungen haben verdeutlicht, daß es zumindest während einer mehr oder weniger langen Übergangsphase des Transformationsprozesses zu Instabilitäten des monetären Sektors kommen kann, die die außenwirtschaftlich induzierten Geldmengenimpulse unterbinden können. Hierdurch würden die angestrebten Wirkungen einer Wechselkursbindung unterlaufen. Es konnte zudem gezeigt werden, daß die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik selbst eine wichtige Rolle für das Funktionieren der Anpassungsprozesse spielt.

### III. Glaubwürdigkeit der Geldpolitik

Das höchste Maß an Glaubwürdigkeit wird zweifelsfrei dann erreicht, wenn das Inland die Währung des Auslands übernimmt. Damit ist eine einheitliche Inflationsrate im gesamten Währungsgebiet gewährleistet. Zugleich stimmen dann die Zielfunktionen im In- und Ausland überein, da die monetären Instanzen des Auslands nun auch die Verantwortung für das Inland übernommen haben. Diese Situation soll im folgenden als Referenzmaßstab dienen.

Diese extreme Lösung des Glaubwürdigkeitsproblems wird jedoch in aller Regel nicht realisierbar sein. Zunächst einmal wird durch die Übernahme einer ausländischen Währung als offizielles Zahlungsmittel die wirtschaftliche und politische Abhängigkeit überdeutlich sichtbar. Für die mittel- und osteuropäischen Staaten, die gerade aus der sowjetischen „Zwangsjacke“ in die „Unabhängigkeit“ entlassen wurden, ist eine eigene Währung zur Identitätsfindung sicherlich von Bedeutung. Besonders die Übernahme der DM – die sich neben dem ECU als Ankerwährung (*Schmieding 1992, S. 104 ff.*) anbieten würde – wäre wegen der historisch belasteten Beziehungen zu Deutschland politisch schwer durchsetzbar. Aus diesem Grunde gilt es folglich, institutionelle Rahmenbedingungen zu finden, die eine gleich oder doch zumindest ähnlich hohe Glaubwürdigkeit versprechen. Dabei lassen sich die nachfolgend diskutierten Strategien sowohl allein als auch in kombinierter Form einsetzen.

## 1. Externe Reformen

Werden geldpolitische Alleingänge insbesondere durch Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs ermöglicht, so liegt es nahe, Vertrauen in die eigene Wirtschaftspolitik zu schaffen, indem man dieses „Schlupfloch“ schließt. Bei vollkommener Kapitalmobilität unterliegen die wirtschaftspolitischen Instanzen des Inlands nämlich der „Aufsicht“ durch internationale Kapitalströme und Abweichungen von der Geldpolitik des Auslands – an das man sich über den Wechselkurs gebunden hat – sind nun kaum mehr möglich. Hier wird die Aufgabe einer eigenständigen Geldpolitik durch internationale Kapitalströme erzwungen – und zwar unabhängig davon, in welchem Umfang sich nationale geldpolitische Präferenzen zunächst einmal durchsetzen lassen. Internationale Kapitalmobilität hat zudem den Vorteil, daß Anpassungen an reale Datenänderungen nur dann unmittelbar eingeleitet werden müssen, wenn keine Kapitalzuflüsse in das Inland auftreten. Jeder Glaubwürdigkeitsverlust beinhaltet hingegen die Gefahr, daß spekulative Kapitalbewegungen nicht nur die Anpassung – auf Kosten der Devisenreserven – erzwingen, sondern die Wechselkursbindung sprengen. Ein solcher Glaubwürdigkeitsverlust kann zum Beispiel durch eine nationale Geldpolitik hervorgerufen werden, die trotz einer externen Bindung nachhaltig versucht, eigene Präferenzen durchzusetzen. Soweit die Konvertibilität jedoch nicht durch die geldpolitisch Handelnden selbst wieder aufgehoben werden kann, erscheint es unwahrscheinlich, daß dieses Spannungsverhältnis entsteht. Entweder wird die Geldpolitik sich in ihr „Schicksal“ ergeben oder man ergänzt die Konvertibilität des Kapitalverkehrs durch eine gleichzeitige Umgestaltung der Notenbankverfassung.

Im Rahmen von Sequencing-Überlegungen (*Sell 1989; Edwards 1990*), die sich der zeitlichen Reihenfolge von Handels- und Kapitalliberalisierung widmen, wird der ungehinderte internationale Kapitalverkehr häufig erst als der krönende Abschluß des Transformationsprozesses betrachtet. Für eine möglichst frühe Liberalisierung des Kapitalverkehrs spricht in diesem Zusammenhang zwar, daß der davon erwartete Kapitalzufluß die mit der Reform des internationalen Handels einhergehenden Anpassungskosten mildern hilft und damit zugleich auch die politische Akzeptanz erhöht. Voraussetzung hierfür ist aber wiederum, daß die nationalen Geld- und Kapitalmärkte vorher bereits erfolgreich reformiert wurden. Läßt sich vor diesem Hintergrund eine externe Reform nicht realisieren, bleibt als Alternative der Weg über eine Revision der nationalen Notenbankverfassung.

## 2. Interne Reformen

### a) Geldpolitische Regeln (Currency Board System)

Die weitestgehende Art interner Reform stellt das sogenannte Currency Board dar. Im Extremfall entspricht dies einer Abschaffung der Zentralbank. Hierbei

verkürzt sich die Geldbasis auf deren internationale Komponente, so daß den nationalen wirtschaftspolitischen Instanzen keine Möglichkeit für eine eigenständige Geldpolitik verbleibt (*Bennett* 1993, S. 456 ff.). Dies ist besonders deshalb wichtig, weil auch die häufig dominierenden monetären Spannungsursachen in Form von Notenbankkrediten an den Staat (fiskalische Komponente der Geldbasis) sowie an (staatliche) Betriebe auf diese Weise ausgeschlossen wird. Eine ungewollte endogene Geldschaffung entfällt damit. Die sogenannte doppelte Konvertibilität (d. h. sowohl die unlimitierte Konvertibilität des inländischen Bargeldes in Fremdwährungen zu einem vorbestimmten Kurs als auch die unlimitierte Konvertibilität von inländischen Depositen in Bargeld) bedingt, daß der externe Sektor der Volkswirtschaft das Geldangebot determiniert (*Jao* 1989, S. 47). Damit läßt sich das Currency Board als besondere Form einer geldpolitischen Regel auffassen, die sich – vergleichbar dem Goldstandard – an den internationalen Währungsreserven orientiert (*Moreno* 1986, S. 19 ff.; *Schwartz* 1987).

Die Konvertibilität zu einem festen Wechselkurs und die Koppelung des Geldangebotes an die Zahlungsbilanz implizieren einen systemimmanenten automatischen Korrekturmechanismus. Im Unterschied zu einer Zentralbank interveniert das Currency Board aber nicht aktiv auf den Devisenmärkten, um die Wechselkursparität zu der Ankerwährung aufrecht zu erhalten. Statt dessen sorgt Arbitrage dafür, daß die Abweichungen des Marktkurses von dem offiziellen Wechselkurs die Transaktionskosten nicht übersteigen. Steigt der Wechselkurs zum Beispiel über den offiziellen Kurs, so kaufen Arbitrageure die Reservewährung vom Currency Board, um sie anschließend wieder auf dem offenen Markt mit Gewinn zu verkaufen. Fällt dagegen der Wechselkurs unter den offiziellen Kurs, werden sie die Reservewährung am offenen Markt kaufen und sie zu dem höheren, offiziellen Kurs beim Currency Board gegen inländisches Bargeld tauschen. Arbitrage sorgt somit für ein Konvergieren vom offiziellen Wechselkurs und dem Marktkurs (*Jao* 1989, S. 46 f).

Die Erfahrungen mit existierenden Currency Boards ermöglichen weitere Einsichten. Ein besonders interessantes Beispiel in diesem Zusammenhang ist Hongkong. Ausgelöst durch die politische Unsicherheit, erfuhr Hongkong Anfang der achtziger Jahre eine bedrohliche Währungs- und Bankenkrise, die die Kronkolonie in den finanziellen Ruin und ökonomischen Kollaps zu treiben schien. Als sich die Situation zuspitzte, weigerten sich die Unternehmen, den Hongkong-Dollar als offizielles Zahlungsmittel zu akzeptieren. Die Verantwortlichen erklärten daraufhin die uneingeschränkte Konvertibilität des Hongkong-Dollars zum US-Dollar zu einem festen Wechselkurs. Die Lage beruhigte sich umgehend. Das verlorengegangene Vertrauen wurde zurückgewonnen, der finanzielle Sektor stabilisierte sich wieder, was die Basis für die Erholung der realen Wirtschaft darstellte. Das System hat auch den mit dem Massaker auf dem „Platz des Himmlischen Friedens“ verbundenen drastischen Fall von Aktienkursen und

Grundstückspreisen – also eine erneute Belastungsprobe des finanziellen Sektors – gut überstanden (*Jao* 1990, S. 34 ff).

Kann ein solches System aber auch in den Staaten Mittel- und Osteuropas realisiert werden? Um eine Antwort darauf zu finden, bedarf es zunächst eines Vergleichs der Bedingungen, die heute in den Reformstaaten anzutreffen sind, mit denjenigen in den ehemaligen Kolonien. Die Funktionsfähigkeit eines Currency Board-Systems hängt im wesentlichen vom Vertrauen in die doppelte Konvertibilität ab: die Konvertibilität des inländischen Bargelds in die Ankerwährung zu einem vorgegebenen Wechselkurs und die Konvertibilität von Depositionen in inländisches Bargeld. Der erste Teilaspekt kann durch eine möglichst vollständige Deckung der Bargeldbestände durch ausländische Währungsreserven erreicht werden. Je höher die Deckung, desto höher dürfte das Vertrauen in die Konvertibilität sein und desto gesicherter ist auch die Funktionsfähigkeit des ganzen Systems. In den britischen Kolonien nahmen die Siedler ihre Währung, das Pfund Sterling, mit in die Kolonien, wo es als offizielles Zahlungsmittel und stabiles Wertaufbewahrungsmittel diente. Bei der Errichtung der Currency Boards mußten lediglich die im Umlauf befindlichen Bargeldbestände eingesammelt und gegen die neue inländische Währung eingetauscht werden. Für die osteuropäischen Staaten stellt sich dagegen das Problem der Beschaffung von ausreichenden Währungsreserven. Wenn allerdings die neue Währungsordnung Vertrauen genießt, dürfte es kein allzu großes Problem sein, Währungsreserven auf den internationalen Finanzmärkten zu leihen, zumal der Großteil der Reserven wieder auf diesen Märkten angelegt würde. Dennoch darf nicht verkannt werden, daß das Land reale Ressourcen aufwenden müßte. Insbesondere bei knappen Währungsreserven können hohe Opportunitätskosten entstehen.

Länder, die heute ein Currency Board-System betreiben, sind kleine, offene Volkswirtschaften, die als Steueroasen gelten und weitgehend über deregulierte Finanzmärkte verfügen, was Kapital anzieht. Zudem wird die Akkumulation von Währungsreserven durch Leistungsbilanzüberschüsse unterstützt. Daher wird in diesen Ländern – entgegen mancher Befürchtung – auch nicht das Wirtschaftswachstum und die Entwicklung durch eine zu restriktive Versorgung der Volkswirtschaft mit Geld und Krediten behindert. Ganz im Gegenteil – Hongkong und Singapur ragen durch überdurchschnittliche Wachstumsraten hervor (*Jao* 1974; *MAS* 1989; *Fieleke* 1992, S. 22 f.). Dieser Flexibilität beraubt man sich von Seiten der mittel- und osteuropäischen Transformationsländer jedoch freiwillig, wenn für einen längeren Übergangszeitraum die Konvertibilität für Kapitalbewegungen nicht eingeführt wird.

Das Versprechen, die inländische Währung unlimitiert gegen die Ankerwährung einzutauschen, bezieht sich nicht auf Depositionen in inländischer Währung. Vielmehr ist es die Aufgabe der Banken, die Auszahlung von Depositionen zu gewährleisten. Ein Currency Board-System kann daher ohne ein solides und gut funktionierendes Bankensystem nicht auskommen. Bei den historisch gewachse-

nen Currency Board-Systemen stand nie ernsthaft in Zweifel, daß Banken ihren Auszahlungsverpflichtungen nachkommen konnten; garantierten doch die Mutterbanken in den Kolonialländern die Liquiditätsversorgung ihrer Töchter in den Kolonien (*Walters* 1987, S. 112).

Für das im Aufbau befindliche Bankensystem in Osteuropa, das nicht auf die Unterstützung ausländischer Mutterbanken hoffen kann, sind Solvenz- und Liquiditätsprobleme wahrscheinlicher, zumal angenommen wird, daß Currency Board-Systeme die Gefahr von „Banken-Runs“ erhöhen, denn bei einer Vertrauenskrise in die Währungsordnung werden Wirtschaftssubjekte umgehend versuchen, von ihrem Recht der unbeschränkten Konvertibilität Gebrauch zu machen. Dies würde das Bankensystem auf eine schwere Belastungsprobe stellen. Die osteuropäischen Reformstaaten müssen daher versuchen, das Vertrauen in ihr Bankensystem zu stärken, was in der gegenwärtigen Umbruchphase sicherlich eine schwierige Aufgabe ist (*Osband / Villanueva* 1993, S. 211).

Darüber hinaus gelten aber auch Currency Boards nicht als vollständig immun gegenüber politischer Einflußnahme. *Dowd* (1992, S. 5) schlägt deshalb zusätzliche Sicherungsmaßnahmen vor:

- Die Währungsreserven sollten offen ausgewiesen werden.
- Die rechtliche Unabhängigkeit des Currency Boards sollte gewährleistet sein.
- Das Currency Board sollte seinen Sitz im Ausland haben und dort die Währungsreserven solange halten, wie das Currency Board existiert.
- Die Mitglieder des Direktoriums sollten weisungsungebunden, evtl. Ausländer, sein.

Diese Maßnahmen sollen in erster Linie dazu dienen, eine heimliche Lockerung der Devisendeckung zu verhindern. Dies würde nämlich nichts anderes bedeuten, als eine Umgehung der Regel mit der Möglichkeit, eine eigenständige Geldpolitik zu betreiben. Über kurz oder lang hätte dies eine Aufgabe des fixierten Wechselkurses zur Folge. Lassen sich diese Freiräume hingegen wirkungsvoll ausschließen, dann sorgt ein Currency Board automatisch dafür, daß eine interne Anpassung sowohl an monetäre als auch an reale Datenänderungen erfolgt. Wird der Anpassungsdruck etwa in Form von Unterbeschäftigung allerdings zu groß, besteht auch hier die Gefahr, daß die Fixierung des Wechselkurses und damit letztlich das gesamte Currency Board-System zerbricht.

Ihre volle Wirksamkeit entfaltet auch diese geldpolitische Regelbindung lediglich erst dann, „wenn sie selbst jeder Diskretionarität enthoben ist und damit eine vollkommen glaubwürdige Basis privater Politikerwartungen bildet.“ Dies ist am besten gewährleistet, wenn der geldpolitischen Regelbindung verfassungsmäßiger Rang eingeräumt wird (*Loef* 1993, S. 150). Der Ausschluß eines jeglichen diskretionären Einflusses kann aber auch – so wirkungsvoll er für die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte sein mag – zum entscheidenden

Nachteil einer derart fixierten Regel werden. Während umfangreiche Untersuchungen gezeigt haben, daß sich an nationalen Variablen orientierte Regeln nicht eignen, um in ein Gesetz oder gar in die Verfassung eingebaut zu werden (Loef 1993), hängt das Ergebnis bei den Currency Boards insbesondere ab von der Bewertung des Wechselkurses als Anpassungsmöglichkeit bei realen Datenänderungen. Nach den früher angestellten Überlegungen erscheint es aber bestenfalls dann sinnvoll, daß die einmal fixierte Parität Gesetzes- oder gar Verfassungsrang erlangt, wenn es sich bei dem fraglichen Land um eine kleine und sehr offene Volkswirtschaft handelt.

#### b) Unabhängigkeit der Notenbank

Als weitere Möglichkeit zur Vertrauensbildung soll nachfolgend auf das Statut einer politisch unabhängigen Notenbank eingegangen werden. Dabei geht es nicht nur um die Frage, „wie der Einfluß des politischen Prozesses auf die laufende Geldemission minimiert werden kann. Sondern es ist auch zu klären, ob und wie die Mitglieder des Leitungsgremiums der Zentralnotenbank darauf ausgerichtet werden können, von dem Ziel der Geldwertstabilität nicht abzuweichen“ (Neumann 1992, S. 63). Es geht folglich um eine für die Wirtschaftssubjekte glaubwürdige Bindung des Staates und der Zentralbankorgane selbst.

Die (Selbst-)Bindung des Staates kann insbesondere durch die folgenden Regelungen gewährleistet werden:

- Vorgabe des Ziels Preisniveaustabilität,
- Weisungsunabhängigkeit der Zentralbank,
- Verbot des Ankaufs staatlicher Schuldtitel und
- Unabhängigkeit des Leitungsgremiums vom politischen Prozeß.

Auf die Umsetzung dieser Regelungen soll hier im einzelnen nicht weiter eingegangen werden. Es ist jedoch wichtig zu betonen, daß die damit eingegangene Bindung der Regierung nur dann glaubwürdig ist, wenn sie nicht durch dieses Organ selbst wieder aufgehoben werden kann. Das oben erläuterte Zentralbankstatut muß demnach entweder Verfassungsrang besitzen oder zumindest nur durch eine qualifizierte Mehrheit des Parlaments geändert werden können. Doch selbst unter diesen Bedingungen ist keineswegs gewährleistet, daß die Zentralbankorgane das Ziel der Preisniveaustabilität auch wirklich verfolgen. Zum Teil wird befürchtet, daß gerade eine unabhängige Zentralbank den ihr übertragenen Gestaltungsspielraum „nutzt“, um nicht dem Interesse der Allgemeinheit zu dienen, sondern ihren eigenen Interessen. „Wer so unabhängig ist, daß er alles darf, der tut, was er will, und nicht unbedingt das, was er soll“ (Vaubel 1992, S. 13).

Aus diesem Grunde erscheint es unerlässlich, mit Hilfe positiver oder negativer Sanktionen eine Anreizstruktur zu schaffen, die nicht nur eine glaubwürdige Realisierung der Preisniveaustabilität gewährleistet, sondern ferner auch auf reale

Störungen entsprechend reagiert. Auch hierzu hat es zahlreiche Vorschläge gegeben, die ebenfalls nicht weiter diskutiert werden sollen. Die vorangehenden Überlegungen haben allerdings deutlich gemacht, daß es erheblicher Umgestaltungen des Notenbankstatuts bedarf, um Vertrauen in eine längerfristig erfolgreiche Wechselkursbindung zu schaffen. Daher erscheint es auch wenig verwunderlich, daß die meisten Länder, die – nach der politischen Unabhängigkeit – von einem Currency Board zu einer eigenen Zentralbank und damit auch zur monetären Unabhängigkeit übergangen, an Stabilität eingebüßt haben. Selbst in Neuseeland, wo der Direktor der Notenbank bei Nichterreichen von Preisniveaustabilität mit erheblichen negativen Sanktionen zu rechnen hat, wurden hierdurch kurzfristig nur begrenzte Glaubwürdigkeitseffekte ausgelöst (*Blundell-Wignall / Gregory 1990*). Selbst bei einem Ausschluß von Notenbankkrediten an den Staat und der Ankündigung von Geldmengenzielen ist folglich damit zu rechnen, daß es zunächst eines gewissen Erfolgsbeweises bedarf, um eine entsprechende Reputation der Notenbank aufzubauen.

Zugleich muß allerdings gesehen werden, daß immer dann, wenn Geldangebot und Geldnachfrage nicht die notwendige Stabilität aufweisen, um eine Wechselkursbindung sinnvoll erscheinen zu lassen, auch die potentialorientierte Geldpolitik einer unabhängigen Notenbank unmöglich wird. In diesem Fall gilt es, alternative geldpolitische Strategien zu verfolgen, auf die an dieser Stelle jedoch nicht weiter eingegangen werden soll.

Alle hier vorgestellten Beispiele machen gleichwohl deutlich, daß der beste Weg zur Erlangung von Glaubwürdigkeit im Transformationsprozeß die Schaffung entsprechender Institutionen darstellt, die dem Staat eine plötzliche Umkehr auf dem Reformweg zumindest stark erschweren (*Edwards 1990, S. 12*).

### C. Schlußfolgerungen

Aus der vorangegangenen Analyse lassen sich folgende Ergebnisse ableiten:

- Eine Wechselkursbindung allein stellt in den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern keine hinreichende Bedingung für eine erfolgreiche Antiinflationpolitik dar.
- Von der monetären Seite her werden die interventionsbedingten kontraktiven Effekte auf die internationale Komponente der Geldbasis insbesondere durch endogene Geldschöpfungsmöglichkeiten im Bereich der nationalen Komponente der Geldbasis unterlaufen. Dies geschieht in erster Linie durch notenbankfinanzierte Budgetdefizite und / oder durch Kredite an konkursunfähige (staatliche) Betriebe. Ermöglicht werden solche geldpolitischen Alleingänge in aller Regel durch eine begrenzte Konvertibilität der heimischen Währung in Form von Kapitalverkehrsbeschränkungen.

- Daneben ist mit erheblichen realen Datenänderungen zu rechnen, die allerdings nicht unmittelbar die Antiinflationpolitik unterlaufen, sondern zunächst einmal „nur“ Anpassungserfordernisse auslösen. Mit zunehmendem Anpassungsdruck und gleichzeitiger Preisrigidität sowie fehlender Mobilität der Arbeitskräfte besteht jedoch die Gefahr, daß die Wechselkursbindung zerbricht oder doch zumindest mit erheblichen Kosten einhergeht.
- Eine Wechselkursbindung sollten nur solche kleinen und offenen Länder vornehmen, die einen erheblichen Teil ihres Handels mit dem Ankerwährungsland durchführen und deren Arbeitsmärkte flexibel genug reagieren, um die interne Anpassung ohne größere Friktionen zu bewerkstelligen.
- Die interventionsbedingten Effekte auf die internationale Komponente der Geldbasis können sich nur dann ungehindert in den realen Bereich fortpflanzen, wenn ein stabiles Geldangebot und eine stabile Geldnachfrage vorliegen. Soweit in den relevanten Ländern (noch) einstufige Bankensysteme herrschen, ist die Bedingung eines stabilen Geldangebots auf jeden Fall erfüllt. Die Stabilität der Geldnachfrage hängt in erster Linie ab vom Vertrauen der Wirtschaftssubjekte in die angekündigte Antiinflationpolitik.
- Läßt man internationale Kapitalbewegungen zu, so gewinnt die Wechselkursbindung an Strenge und Vertrauen. Häufig schließt man diesen Anpassungskanal allerdings aus, weil die nationalen Geld- und Kapitalmärkte noch nicht reformiert wurden oder weil man zum Beispiel aus einer falsch verstandenen Furcht vor „Überfremdung“ die bisherigen Beschränkungen durch neue, nun im nationalen Bereich errichtete Beschränkungen ersetzt.
- Ein Currency Board System stellt im Idealfall die vollständige „Entmachtung“ der nationalen wirtschaftspolitischen Instanzen im Bereich der Geldpolitik dar. Der Anpassungsdruck an die Stabilitätspolitik des Auslands kann nur dann umgangen werden, wenn die zugrundeliegende geldpolitische Regel – das Deckungsverhältnis – nicht eingehalten wird. Ein Currency Board hat den Vorteil, daß weitreichende ordnungspolitische Umgestaltungen des monetären Sektors erzwungen werden. Es führt aber auch stets zu einer – zumindest längerfristig – automatischen Anpassung an reale Datenänderungen und kann damit erhebliche Kosten verursachen.
- Durch eine unabhängige Notenbank lassen sich ähnliche Effekte erzielen wie bei einem Currency Board. Da die institutionelle Bindung bei einer unabhängigen Notenbank weniger stark ausfällt als bei einem Currency Board, ist jedoch damit zu rechnen, daß sich eine unabhängige Notenbank zunächst ein entsprechendes Vertrauenspotential erarbeiten muß.
- Insgesamt ist nur in Ausnahmefällen damit zu rechnen, daß die Bedingungen für eine erfolgreiche Wechselkursbindung in den mittel- und osteuropäischen Ländern vorliegen oder kurzfristig realisiert werden können. Preisniveaustabilität sollte daher mit Hilfe alternativer Strategien verfolgt werden.



- Als Alternative zur Wechselkursbindung steht die „Stabilisierung aus eigener Kraft“ bei flexiblen Wechselkursen zur Verfügung. Glaubwürdigkeit müßte in diesem Fall durch eine angemessene Umgestaltung der inländischen Notenbankverfassung erzielt werden. Der Vorteil dieser Strategie liegt darin, daß reale Schocks nicht durch eine „übermäßig“ restriktive Geldpolitik aufgefangen werden müssen. Statt dessen stehen jetzt Wechselkursänderungen als Anpassungskanal zur Verfügung. Hierdurch kann die nationale Geldpolitik zusätzliches Vertrauen erlangen – allerdings nur dann, wenn sie auch im Gefolge von Abwertungen ihre grundsätzlich stabilitätsorientierte Politik durchhält. Unter den Voraussetzungen verspricht eine „Stabilisierung aus eigener Kraft“ mit der Möglichkeit von Wechselkursanpassungen auf längere Sicht den größeren Erfolg.
- Erzielt man im Inland keine Einigkeit über das Ziel der Preisniveaustabilität, dann sollte sich die daraus ergebende eigenständige Geldpolitik durch möglichst flexible Wechselkurse gegenüber dem Ausland abgesichert werden.

### Literaturverzeichnis

- Albeck, H., Hg. (1992): Wirtschaftsordnung und Geldverfassung, Göttingen 1992.*
- Argy, V. (1990): Choice of Exchange Rate Regime for a Smaller Economy – A Survey of some Key Issues, in: Argy, V. / de Grauwe, P., Hg. (1990), S. 6-85.*
- Argy, V. / de Grauwe, P., Hg. (1990): Choosing an Exchange Rate Regime, Washington 1990.*
- Backus, D. / Driffil, J. (1985): Inflation and Reputation, in: American Economic Review, 75, S. 530-538.*
- Barro, R. / Gordon, D. (1983): Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, in: Journal of Monetary Economics, 12, S. 101-121.*
- Bennett, A. (1993): The Operation of the Estonian Currency Board, in: IMF Staff Papers, S. 451-470.*
- Blundell-Wignall, A. / Gregory, R. (1990): Exchange Rate Policy in Advanced Commodity Exporting Countries – Australia and New Zealand, in: Argy, V. / de Grauwe, P., Hg. (1990), S. 224-284.*
- Claassen, E.-M. (1978): Weltinflation, München 1978.*
- (1990): Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries – An Overview, in: Claassen, E.-M., Hg. (1990), S. 3-20.
  - Hg. (1990): Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries, San Francisco 1990.
- Dowd, K. (1992): Money and the Market – What Role for Government? Vortrag bei der 10th Annual Conference, Cato Institute, Money in Transition: From Plan to Market, Washington D.C. 1992.*
- Duwendag, D. / Siebke, J., Hg. (1993): Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion, Berlin 1993.*

- Eatwell, J. / Milgate, M. / Newman, P.,* Hg. (1987): *The New Palgrave: Money*. London 1987.
- Edwards, S.* (1990): *The Sequencing of Economic Reform – Analytical Issues and Lessons from Latin American Experiences*, in: *The World Economy*, 13, S. 1-14.
- Eichengreen, B.* (1993): *The Endogeneity of Exchange Rate Regimes*, CEPR Discussion Paper No. 812, London 1993.
- Erhard, L.* (1954): *Deutschlands Rückkehr zum Weltmarkt*, Düsseldorf 1954.
- Fieleke, N.* (1992): *The Quest for Sound Money – Currency Boards to the Rescue*, in: *New England Economic Review*, Nov./Dec. 1992.
- Friedman, M.* (1977): *Inflation and Unemployment*, in: *Journal of Political Economy*, 85, S. 451-472.
- Gröner, H. / Schüller, A.,* Hg. (1993): *Die europäische Integration als ordnungspolitische Aufgabe*, Stuttgart 1991.
- Gröner, H. / Smeets, H.-D.* (1991): *Transformation der Außenwirtschaft – Zur Öffnung und Weltmarktintegration geschlossener Volkswirtschaften*, in: *Hartwig, K.-H. / Thieme, H. J.,* Hg. (1991), S. 357-405.
- Hartwig, K.-H.* (1987): *Monetäre Steuerungsprobleme in sozialistischen Planwirtschaften*, Stuttgart, New York 1987.
- Hartwig, K.-H. / Thieme, H. J.,* Hg. (1991): *Transformationsprozeß im sozialistischen Wirtschaftssystem*, Berlin 1991.
- Hasse, R. / Schäfer, W.,* Hg. (1990): *Europäische Zentralbank*, Göttingen 1990.
- Ho, H. C. Y. / Chau, L. C.,* Hg. (1989): *The Economic System of Hong Kong*, Asian Research Service, Hong Kong 1989.
- Issing, O.* (1993): *Unabhängigkeit der Notenbank und Geldwertstabilität*, Stuttgart 1993.
- Jao, Y. C.* (1974): *Banking and Currency in Hong Kong – A Study of Postwar Financial Development*, London 1974.
- (1989): *Monetary system and banking structure*, in: *Ho, H. C. Y. / Chau, L. C.,* Hg. (1989), S. 43-85.
- (1990): *From Sterling Exchange Standard to Dollar Exchange Standard – The Evolution of Hong Kong's Contemporary Monetary System, 1967-19*, mimeo, University of Hong Kong.
- Jao, Y. C. / King, F. H. H.,* Hg. (1990): *Money in Hong Kong: Historical Perspective and Contemporary Analysis*, Hong Kong 1990.
- Krugman, P.* (1989): *Differences in Income Elasticities and Trends in Real Exchange Rates*, in: *European Economic Review*, 33, S. 1031-1047.
- Kydland, F. / Prescott, E.* (1977): *Rules rather than Discretion – The Inconsistency of Optimal Plans*, in: *Journal of Political Economy*, 85, S. 473-491.
- Loef, H.-E.* (1993): *Zwei Geldbasisregeln im Vergleich – Möglichkeiten für eine regelgebundene Geldpolitik in Europa?*, in: *Duwendag, D. / Siebke, J.,* Hg. (1993), S. 97-158.
- MAS – Monetary Authority of Singapore* (1989): *The Financial Structure of Singapore*, Singapore 1989.
- Meltzer, A.* (1990): *Commentary: Monetary Policy and the Control of Inflation*, in: *Federal Reserve Bank of Kansas City, Central Banking Issues in Emerging Market-Oriented Economies*, S. 105-111.

- Meyer, F. W.* (1958): Das Problem der Deutschen Zahlungsbilanz, in: *ORDO*, 10, S. 149-166.
- Michler, A. / Thieme, H. J.* (1991): Währungsreformen – Zur institutionellen Absicherung monetärer Prozesse, in: *Hartwig, K.-H. / Thieme, H. J., Hg.* (1991), S. 305-330.
- Moreno, R.* (1986): Monetary Control without a Central Bank – The Case of Hong Kong, in: *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, Spring 1986, S. 17-33.
- Neumann, M. J. M.* (1992): Bindung durch Zentralbankunabhängigkeit, in: *Albeck, H., Hg.* (1992), S. 62-73.
- (1993): Die Deutsche Bundesbank als Modell für eine Europäische Zentralbank?, in: *Duwendag, D. / Siebke, J., Hg.* (1993), S. 81-95.
- Osband, K. / Villanueva, D.* (1993): Independent Currency Authorities – An Analytic Primer, in: *IMF Staff Papers*, 40, S. 202-216.
- Polak, J.* (1990): Summary, in: *Argy, V. / de Grauwe, P., Hg.* (1990), S. 378-388.
- Schäfer, W.* (1990): Integration, Währungsunion und Wechselkurs, in: *Hasse, R. / Schäfer, W., Hg.* (1990), S. 59-73.
- Schmieding, H.* (1992): Lending Stability to Europe's emerging Market Economies, Tübingen 1992.
- Schüller, A.* (1991): Nationale Reformen und internationale Ordnung – zur außenwirtschaftlichen Neuorientierung der RGW-Länder, in: *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie*, Bd. 10, S. 167-198.
- Schwartz, A. J.* (1987): Banking School, Currency School, Free Banking School, in: *Eatwell, J. / Milgate, M. / Newman, P., Hg.* (1987), S. 41-49.
- Schweickert, R. / Nunnenkamp, P. / Hiemenz, U.* (1992): Stabilisierung durch feste Wechselkurse: Fehlschlag in Entwicklungsländern – Erfolgsrezept für Osteuropa?, *Kieler Diskussionsbeiträge* 181, Kiel 1992.
- Sell, F. L.* (1989): Die Rolle ökonomischer Verhaltensweisen für „Timing“ und „Sequences“ handelspolitischer Liberalisierungsprogramme, in: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 109, S. 449-466.
- Smeets, H.-D.* (1982): Der monetäre Ansatz der Zahlungsbilanztheorie, Frankfurt / M. 1982.
- (1993): Monetäre Integration – Vom EWS zur Währungsunion, in: *Gröner, H. / Schüller, A., Hg.* (1993), S. 97-145.
- Thieme, H. J.* (1977 / 78): Inflation in westlichen Marktwirtschaften und östlichen Planwirtschaften, in: *List Forum*, 9, S. 290-309.
- (1990): Geldangebotssteuerung bei unterschiedlicher Unternehmens- und Marktverfassung, in: *Wagener, H., Hg.* (1990), S. 77-96.
- Vaubel, R.* (1992): Das Ende der Preisstabilität, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 28.3.1992, S. 13.
- Wagener, H., Hg.* (1990): Probleme monetärer Steuerungen im alternativen Wirtschaftssystemen, Berlin 1990.
- Walters, A.* (1987): Currency Boards, in: *Eatwell, J. / Milgate, M. / Newman, P., Hg.* (1987), S. 109-114.

- Williamson, J.* (1990): Advice on the Choice of an Exchange Rate Policy, in: Claassen, Emil-Maria, Hg. (1990), S. 395-407.
- Zizmond, E.* (1991): Inflation und Price Stabilisation Policy in Yugoslavia, in: Communist Economies and Economic Transformation, 3, S. 187-200.
- (1992): The Collapse of the Yugoslav Economy, in: Soviet Studies, 44, S. 101-112.



# Wohin rollt der Rubel?

## Außenhandel und Währung in den sowjetischen Nachfolgestaaten

Von *Hans-Jürgen Wagener*, Frankfurt / O. und  
*Gijsbertus van Selm*, Groningen<sup>1</sup>

### A. Einführung

Die Herausbildung internationaler Märkte hängt zu einem bedeutenden Grad von der Gestaltung und Verwirklichung eines stabilen internationalen Währungssystems ab. Als Endziel wird häufig eine einheitliche internationale Währung oder zumindest ein System absolut fester Wechselkurse gesehen, wie z. B. im Rahmen des Europäischen Währungssystems. Die Auflösung bestehender Währungsräume muß vor diesem Hintergrund als ein Schritt zurück erscheinen. Und trotzdem fand gerade dies im Osteuropa der nach-kommunistischen Periode statt: zusammen mit der Auflösung der multinationalen Staaten, Sowjetunion, Jugoslawien, Tschechoslowakei, haben die einheitlichen Währungen, Rubel, Dinar, Krone, rasch an Bedeutung verloren oder sie wurden ganz durch neue ersetzt.

Die einzelnen Regionen dieser Staaten waren Teile eines einheitlichen Wirtschaftsraums, und das brachte ein hohes Maß an Integration mit sich. Die Zugehörigkeit zu einem einheitlichen Wirtschaftssystem führt normalerweise dazu, daß die internen Beziehungen quantitativ und qualitativ intensiver sind als die Verbindungen nach außen. Es waren jedoch nicht die wirtschaftlichen Vorteile, die an der Wiege dieser multinationalen Staaten standen. Es wäre deshalb voreilig zu erwarten, daß die mehr oder minder erzwungene Integration zu einer vergleichsweise optimalen Situation geführt hätte. Das erreichte Integrationsmuster muß aber als Ausgangspunkt eines Transformationsprozesses akzeptiert werden.

Struktur und Niveau der wechselseitigen Wirtschaftsbeziehungen geraten im Prozeß der politischen Trennung in Gefahr. Vor allem sehen sich die neuen selbständigen Staaten mit der Aufgabe konfrontiert, ein internationales Zahlungssystem zu installieren, das es ihnen erlaubt, kurzfristig so viel wie möglich von

---

<sup>1</sup> Die Autoren danken dem *International Centre for Economic Research*, Turin und der *Stichting Economisch Onderzoek* (NWO) für finanzielle Unterstützung. Kommentare von P. Sgro und von den Teilnehmern eines Seminars am Österreichischen Institut für Wirtschaftsforschung und der Sitzung des Ausschusses zum Vergleich von Wirtschaftssystemen haben zu wesentlichen Verbesserungen des Textes geführt.

den bisherigen Handelsströmen aufrecht zu erhalten, die für ihr Entwicklungsniveau und für ihre Wirtschaftsstruktur konstitutiv waren. Beides, Handel und Spezialisierung, brauchen, wie gesagt, nicht optimal gewesen zu sein. Es ist durchaus möglich, daß mittelfristig Raum für eine wohlfahrtssteigernde Handelsneuorientierung und Umstrukturierung der Produktion besteht. Doch erfordern die damit verbundenen Prozesse Zeit, so daß jede abrupte Unterbrechung lang etablierter Beziehungen Instabilität und Wohlfahrtsverluste verursacht. Diese Geschichte ist nicht völlig neu, wie *Dornbusch* (1992b) gezeigt hat: das Auseinanderfallen des Habsburgerreiches kann in mancher Hinsicht mit der augenblicklichen post-sowjetischen Situation verglichen werden.

In diesem Referat versuchen wir, den Prozeß der Desintegration der ehemaligen Sowjetunion und einer möglichen Reintegration ihrer Nachfolgestaaten zu untersuchen. Der zweite Abschnitt dokumentiert die relative Offenheit der vormaligen Sowjetrepubliken. Desintegration hat besonders nachteilige Folgen in einer Mangelwirtschaft. Das hat die Sowjetunion bereits einmal unter *Chruschtschow* erfahren (Abschnitt C). Die resultierende merkantilistische Handelspolitik kann nur durch Liberalisierung überwunden werden, was jedoch eine funktionsfähige Geldordnung voraussetzt (Abschnitt D).

Selbst wenn es den neuen unabhängigen Staaten gelänge, intern eine solche Geldordnung einzurichten, ständen sie noch immer vor dem Problem einer internationalen Währungsordnung – ein Problem, das sie vom sozialistischen System des internationalen Handels geerbt haben. Eine befriedigende Lösung setzt internationale Abstimmung voraus. Abschnitt E macht kurz einige Bemerkungen zur politischen Ökonomie einer internationalen Währungsordnung. Grundsätzlich haben die neuen Staaten die Option, in einer Rubelzone zu bleiben. Dazu bedarf es einer gemeinsam vereinbarten Geldverfassung (Abschnitt F). Alternativ können die einzelnen Staaten eigene Währungen einführen und müssen dann ein internationales Zahlungssystem und die dazu passende internationale Währungsordnung institutionalisieren (Abschnitt G). Am Ende stehen einige Schlußfolgerungen.

## B. Offenheit

Sehen wir vom Eigenverbrauch ab, dann ist jede einzelne Wirtschaftseinheit vollkommen offen. Erst die Aggregierung von Wirtschaftseinheiten auf geographischer (oder anderer) Basis ruft das Phänomen des internen Handels und damit der unvollkommenen Offenheit hervor. Nehmen wir eine gleiche Produktivität aller Wirtschaftseinheiten und das Fehlen jeglicher Handelsbeschränkungen an – was auch das Fehlen von Transportkosten impliziert –, dann ist der Grad der Offenheit ausschließlich von der Größe des Aggregats abhängig: die Wahrscheinlichkeiten, daß ein Produzent einen externen oder internen Konsumenten beliefert,

reflektieren das numerische Verhältnis von externen und internen Einheiten. Es sollte unter diesen Bedingungen also eine lineare Beziehung zwischen dem Grad der Offenheit und dem Umfang des Aggregats bestehen.

Entfernung oder positive Transportkosten sind ein erstes Handelshemmnis. Zwei Aggregate gleicher Größe sind wahrscheinlich weniger offen, wenn sie in größerer Entfernung voneinander (bzw. von ihren potentiellen Absatzgebieten) gelegen sind. Das ist die Logik der Gravitationsmodelle des internationalen Handels. Die Einführung weiterer Handelsbeschränkungen reduziert den Grad der Offenheit. Natürlich stellen Grenzen ganz offensichtlich Handelsschranken dar. Die von ihnen verursachten institutionellen Transaktionskosten können auf verschiedene Ursachen zurückgeführt werden: nicht übereinstimmende Koordinationsmechanismen (Planungssystem, Währungssystem), Zölle, nicht-tarifäre Handelshemmnisse. Doch auch andere als institutionelle Einflüsse spielen hier eine Rolle, wie z. B. Kultur und Geschmack. Die Wirkung der beiden genannten Faktoren wird wahrscheinlich in großen Wirtschaften stärker sein als in kleinen. Das erlaubt die Hypothese, daß erstere vergleichsweise weniger offen sind, als es sonst der Fall wäre.

Jede Abweichung vom hypothetischen Zustand des Fehlens jeglicher Handelshemmnisse bringt Wohlfahrtskosten mit sich, denn sie reduziert den Grad der Spezialisierung, die Skalenerträge und den Wettbewerb. Dieses liberale Credo ist unwidersprochen auf lange Sicht zutreffend, wenn alle Märkte mehr oder minder vollkommen sind und sich im Gleichgewicht befinden. Auf mittlere Sicht braucht dies nicht der Fall zu sein, und die Aussage kann in Zweifel gezogen werden. Darüber hinaus sind einzelne Aggregate in der Lage, die Last eines Ungleichgewichts auf andere abzuwälzen.

Wenden wir uns nun den drei Mengen geographischer Aggregate zu, die in dieser Hinsicht ein unterschiedliches Verhalten aufweisen, der Europäischen Gemeinschaft (EG), dem Rat für gegenseitige Wirtschaftshilfe (RgW) und der Sowjetunion (SU). Es lassen sich vier Hypothesen formulieren:

1. Abgesehen von ideologischen Allergien gegen den Außenhandel ist nationale Zentralplanung auf Mengengrundlage ein größeres Handelshemmnis als der Markt-Preis Mechanismus mit konvertiblen Währungen. Wir erwarten also, daß der RgW weniger offen war als die EG.
2. Innerhalb eines geplanten Wirtschaftssystems trifft eine derartige Aussage nicht zu. Wir erwarten, daß die Sowjetrepubliken deutlich offener waren als die RgW-Mitgliedsländer. Darüber hinaus kann man vermuten, daß sie dem hypothetischen Zustand relativ nahe gekommen sind, da nur noch die Entfernung sich der vollständigen Integration hemmend entgegenstellte.
3. Dementsprechend müßte der Fit der EG-Daten erheblich weniger eng sein. Denn historische und institutionelle Unterschiede sind dort stärker entwickelt und effektiver, als es die Planer innerhalb der SU zugelassen haben.



4. Vergleichen wir den Grad der Offenheit zwischen der SU und der EG, so läßt sich keine deutliche Erwartung formulieren. Denn die interne und externe Integration der Sowjetrepubliken werden sich in unterschiedlicher Richtung ausgewirkt haben. Man kann zumindest vermuten, daß sich der Größenfaktor in der EG deutlicher spürbar macht. Denn innerhalb eines zentralisierten geplanten Systems können sich Unterschiede von Kultur und Geschmack sehr viel schlechter geltend machen als bei dezentralen Entscheidungen.

Diese Hypothesen lassen sich testen mit Hilfe von Daten für die Bevölkerung, den Handel und das BNP<sup>2</sup> der einzelnen Aggregate. Wir schätzen die einfache Gleichung

$$O = a + b \ln P$$

wobei O den Grad der Offenheit [(Import + Export) : 2/BNP] und P die Größe (Bevölkerungsumfang) wiedergeben. Die Ergebnisse der Schätzung sind in der folgenden Tabelle wiedergegeben:

*Tabelle 1*

Region	a	b	R <sup>2</sup> adj.
SU	108,5 (11,1)	- 7,15 (- 6,6)	0,75
RgW	72,6 (2,8)	- 5,54 (- 2,2)	0,38
EG	119,8 (3,1)	- 9,13 (- 2,3)	0,30

Alle Daten für das Jahr 1988.

Quellen: Für die EG und die SU *Selm / Wagener (1993)*, für den RgW *Collins / Rodrik (1991)*. Die Daten für die SU und den RgW sind bekanntermaßen offen für Kritik auf Grund des Bewertungsproblems der Handelsströme und des BNP (NMP).

Die Daten widerlegen unsere Hypothesen nicht.<sup>3</sup> Es wäre nun allerdings voreilig, daraus zu schließen, daß der Handel der vormaligen Sowjetrepubliken mehr

<sup>2</sup> Im Falle des RgW und der Unionsrepubliken mußten BNP-Daten aus NMP-Daten geschätzt werden, wobei erstere nicht offiziell publiziert sind.

<sup>3</sup> Unsere Ergebnisse geben die allgemein akzeptierte Auffassung wieder, daß die Handelsoffenheit der RgW-Mitgliedsstaaten relativ gering war. Dem entspricht auch das Ergebnis von *Rosati (1992, S. 18)* nicht, der gezeigt hat, daß die Handelsströme (1989-90) der RgW-Staaten untereinander, vor allem aber in ihrem Handel mit der SU, nicht

oder weniger rational geplant gewesen wäre. Zwei Umstände sind hierbei zu berücksichtigen:

- Die externe Offenheit der Unionsrepubliken, d. h. ihr Handel mit der nicht-sowjetischen Umwelt, zeigt ein eher merkwürdiges Bild „planmäßiger“ Konstanz, unabhängig von ihrem Umfang. Die RSFSR tätigte bevorzugt den Außenhandel. Die eigentlich günstig gelegenen westlichen Republiken waren nur geringfügig offener nach außen als die südlichen Republiken.<sup>4</sup> Es bleibt unklar, welch eigenartiger Gleichheitsgedanke es den Planern eingab, den Unionsrepubliken unabhängig von Umfang und Lage einen so gleichmäßigen Zugang zu fremden Märkten einzuräumen.
- Die enge interne Übereinstimmung mit der hypothetischen Situation ohne jegliche Handelshemmnisse scheint der Entfernung einen geringen Einfluß auf die Handelsströme zuzubilligen.<sup>5</sup> Wir können somit nicht die weitverbreitete Hypothese ausschließen, daß die Planer die Skalenvorteile überschätzt und die Transportkosten unterschätzt haben und so die gesamte Union überintegriert haben.

### C. Regionale Desintegration

Die Konstituierung gemeinsamer Märkte ist eine Geschichte ökonomischer Einheiten, die unterschiedlichen institutionellen Regulierungen mit entsprechendem Einfluß auf ihre Produktions- und Handelsstruktur ausgesetzt waren. Die institutionelle Vereinheitlichung hat Struktureffekte und, über eine Verringerung

unter dem modellhypothetisch zu erwartenden Niveau lagen. Ein allgemein niedriger Grad der Offenheit kann durchaus zusammen mit intensiven oder überintensiven bilateralen Handelsbeziehungen auftreten.

<sup>4</sup> Im Jahr 1988 betrug die externe Offenheit der Unionsrepubliken:

RSFSR	9,37	Georgien	5,90
Ukraine	7,14	Armenien	5,84
Weißrußland	7,38	Azerbajdjan	5,95
Estland	8,79	Uzbekistan	5,62
Lettland	7,21	Kirgisien	5,98
Litauen	7,21	Tadschikistan	5,76
Moldavien	6,36	Turkmenien	4,60
		Kazachstan	4,69

Quelle: *Selm / Wagener* 1993.

<sup>5</sup> Schätzen wir die Gleichung nur für den Grad der internen Offenheit, so ergibt sich, wie aus der Fußnote 4 zu erwarten war, ein noch besseres Resultat:

a	b	R <sup>2</sup> adj.
104,6	- 7,43	0,81
(12,2)	(- 7,8)	

Wie Schätzungen von Gravitationsmodellen durch *Gros / Dautrebande* (1992) und durch die Autoren zeigen, ist der Entfernungsparameter signifikant für den Handel zwischen den Republiken. Allerdings ist er mit ungefähr 0,4 verhältnismäßig niedrig – sicher, wenn man die Transport-Infrastruktur der SU in Rechnung stellt.

8 Schriften d. Vereins f. Socialpolitik 236

der Transaktionskosten, Skaleneffekte zur Folge. Die augenblickliche Entwicklung in der ehemaligen Sowjetunion zeigt einen gegenläufigen Trend. Sie führt in allererster Instanz zur Auflösung der zentralstaatlichen Eigentumsrechte und zur Regionalisierung der wirtschaftlichen Entscheidungsmacht. Erst in zweiter Instanz kommt dann die Transformation von einer Planwirtschaft in eine Wettbewerbswirtschaft, die ebenfalls Auswirkungen auf den Handel haben wird, vor allem wenn man annimmt, daß die Planwirtschaft Umfang und Struktur des Handels beeinflußt hat. Beide Prozesse sollten nicht miteinander verwechselt werden. Die Auflösung der Sowjetunion ist eine Tatsache. Die Transformation der Wirtschaftsordnung ist in diesem Raum weit weniger sicher und in ihrem Ergebnis bestimmt.

Es wird allgemein erwartet, daß die Handelsströme der neuen unabhängigen Staaten sich nach Umfang, Zusammensetzung und Richtung im Vergleich zu den externen Beziehungen der alten Unionsrepubliken ändern werden (vgl. z. B. *Nuti / Pisani-Ferry* 1992; *Pisani-Ferry / Sapir* 1992; *Senik-Leygonie / Hughes* 1992; *Havrylyshyn* 1992). Folgende Faktoren machen sich vor allem geltend:

- Profitprinzip: der Handel wird vom erwarteten Gewinn gelenkt. Das war, so sagt man, unter dem alten System nicht der Fall. Deshalb werden nicht-profitable Handelsströme gekappt.
- Preisänderungen: das alte Preissystem war in sich irrational und es war von Weltmarkteinflüssen isoliert. Preis- und Handelsliberalisierung haben ein vollständig verändertes Preissystem zur Folge und damit andere internationale Austauschverhältnisse.
- Nachfrageverschiebungen: die Zusammensetzung der Nachfrage wird sich ändern. Denn nach der Marktliberalisierung entscheiden die Individuen und nicht mehr der Zentralplaner darüber. Durch die Handelsliberalisierung wird dieser Effekt verstärkt.
- Zahlungsbilanzbeschränkung: Unionsrepubliken hatten keine Zahlungsbilanzbeschränkung, nur die Union war damit konfrontiert. Zusätzlich dazu gab es erhebliche interregionale Kapitaltransfers. Effektive Zahlungsbilanzbeschränkungen und die Erwartung weniger großzügiger Transfers werden den Handel der neuen Staaten einschränken, bzw. in den Geberländern (vor allem Rußland) Handelsmöglichkeiten schaffen.
- Währungssystem: unter der alten Ordnung spielte Geld eine zweitrangige Rolle, ganz sicher im Warenverkehr zwischen den einzelnen Unionsrepubliken. Unabhängig von einer ordnungspolitischen Transformation erfordert die neue Situation ein Tauschmedium. Mangel an internationaler Liquidität, Inkonvertibilität und Unsicherheit werden die Außenwirtschaftsbeziehungen der neuen souveränen Staaten nachteilig beeinflussen.

Die Liste ließe sich verlängern. Zweifellos gehen von allen diesen Faktoren gravierende Einflüsse auf den Handel aus. Aber nur die letzten beiden sind

unmittelbar mit der regionalen Desintegration verbunden, auf die wir uns im weiteren konzentrieren wollen.

Schon einmal hat die Sowjetunion eine Übertragung der zentralen Entscheidungsgewalt auf die Regionen erlebt. Als Teil seiner politischen und ökonomischen Reformstrategie hatte *Chruschtschow* das Planungssystem vom Branchenprinzip auf das Territorialprinzip umgestellt. Da die heutige Regionalisierung nicht unmittelbar mit Liberalisierung und Privatisierung verbunden ist, d. h. da die neuen unabhängigen Staaten das sowjetische Staatseigentum geerbt haben – und damit die alte Wirtschaftsordnung, können die Erfahrungen der Chruschtschow-Periode Hinweise auf die Folgen für den interregionalen Handel geben.

Die Sowjetwirtschaft war eine Mangelwirtschaft und das ist auch die gegenwärtige Sachlage in den neuen Staaten. Die Handelsströme wurden nicht von Gewinnerwartungen gelenkt. Der Markt-Preis Mechanismus war nicht in Kraft. Unter dem Branchenprinzip der Zentralplanung wurde der Handel mit einer starken Ressortsverzerrung (*vedomstvinnost*) geplant, um Mangelgüter im Zuständigkeitsbereich des jeweiligen Branchenministeriums zu halten. Unter dem Territorialprinzip wurde der Handel kooperativ von zentralen und regionalen Autoritäten mit einer starken regionalen Verzerrung (*mestnicesvo*) geplant, um Mangelgüter innerhalb der regionalen Grenzen zu halten. Allem Anschein nach waren die Folgen des regionalen Bias für den Warenaustausch besonders gravierend. Denn die Möglichkeiten der zentralen Koordination sind bei territorialer Dezentralisierung geringer, allein schon wegen der höheren Kommunikationskosten.

Wo der Markt-Preis Mechanismus nicht in Kraft ist, tritt das Phänomen des Mangels auf, und merkantilistische Handelspraktiken sind darauf eine normale Antwort der Politik. Wenn regionale Autoritäten die Möglichkeiten haben, Handelsströme von Mangelgütern in ihre eigenen Regionen zu lenken, dann werden sie das tun. Wenn Unternehmen die Möglichkeit haben, sich der staatlichen Lenkung von Mangelgütern zu entziehen und auf (sekundäre) Märkte auszuweichen, dann werden auch sie dies tun. Die Wirtschaftspolitik der vorliberalen Periode war durch dieses Problem gekennzeichnet. *Laissez faire, laissez passer* war die Lösung der Ökonomen. Eine ähnliche Entwicklung konnte man auch am Ende des Habsburgerreiches beobachten, als Wien 1916-17 die Kontrolle über die wirtschaftliche Integration verlor (*Dornbusch* 1992b, S. 396).

Die Gemeinschaft unabhängiger Staaten (GUS) hat keine staatliche Autorität. Aber auch bilaterale Handelsabkommen zwischen einzelnen Mitgliedsländern sind kaum das Papier wert, auf dem sie stehen (vgl. *Clement* 1992). So können einerseits die nationalen Regierungen Mangelgüter ihren Regionen vorbehalten. Andererseits sind die Unternehmen nicht bereit, Mangelgüter zu Planpreisen abzugeben, für die sie Marktpreise erzielen könnten, und der Staat besitzt nicht mehr die Autorität, sie dazu zu zwingen. Auch hier wäre *laissez faire* wieder die adäquate Lösung.

Interregionale Handelsströme wurden innerhalb des sowjetischen Planungssystems zentral nach bestimmten Wohlfahrtskriterien festgelegt. Vor allem die institutionellen Handelsschranken waren dabei besonders niedrig. Wir haben bereits gesehen, daß diese zwischen geplanten Wirtschaften eher hoch sind und Handel bevorzugt auf bilateraler Basis organisiert wird, so wie es im RgW der Fall war. Solange die neuen unabhängigen Staaten ihre Wirtschaftsordnung nicht entstaatlicht und liberalisiert haben, werden die Handelsströme untereinander den Regeln des geplanten internationalen Handels folgen. Die Wirtschaften der sowjetischen Nachfolgestaaten sind sehr stark aufeinander angewiesen. Denn die Integration in der Vergangenheit hat sie zu wechselseitigen Lieferanten und Abnehmern gemacht. Daraus folgt, daß sie auf kurze und mittlere Sicht unter der neuen Situation in der Form von Handels- und damit auch Produktionsausfall erheblich zu leiden haben werden. Das scheint der Preis der Unabhängigkeit zu sein, selbst wenn wir einmal von den interregionalen Kapitaltransfers absehen.<sup>6</sup>

#### D. Das Währungsproblem

Sollte sie sich überhaupt herausbilden, so wird eine funktionsfähige Marktwirtschaft in den neuen unabhängigen Staaten der ehemaligen Sowjetunion das Ergebnis eines langwierigen Transformationsprozesses sein (vgl. *Wagener* 1993). Das augenblickliche Problem ist es also, in einem transitorischen Stadium auf dem Wege dorthin eine zweit- oder drittbeste Lösung zu finden, die es erlaubt, die alten Handelsverflechtungen so weit wie möglich aufrecht zu erhalten. Es ist jedoch zu berücksichtigen, daß Handelsströme, die von einem idealen Referenzsystem aus gesehen wohlfahrtssteigernd sind, unter den Bedingungen des Mangels anders eingeschätzt werden. Die Frage, wer die Mangelgüter erhalten sollte, findet bei den lokalen Entscheidungsträgern eine einfache Antwort: die Einwohner ihrer Region. Das ist die Logik merkantilistischer Exportkontrollen und Getreidepolitik.

Eine unzweideutige Antwort auf die Frage ist nur unter der idealen Bedingung des allgemeinen Marktgleichgewichts, bzw. *mutatis mutandis* perfekter Planung möglich, d. h. wenn kein Mangel vorliegt: die zahlungsfähige und zahlungsbereite Nachfrage. Die Tatsache des Mangels, d. h. eines Ungleichgewichts, deutet auf überschüssige Nachfrage, auf einen Geldüberhang und auf kontrollierte Preise hin. Rationierung ist die notwendige und, so heißt es (*s. Havrylyshyn* 1992),

---

<sup>6</sup> Umverteilung von den reichen zu den armen Republiken wurde in der Sowjetperiode lange Zeit praktiziert. Erst in den 80er Jahren scheint die Politik Wachstum statt Gleichheit als Hauptziel bevorzugt zu haben (vgl. *Selm / Dölle* 1993). Im Endstadium der Sowjetunion bedeutete Umverteilung einen Kapitaltransfer von Rußland in alle übrigen Republiken. Die interregionalen Handelsbilanzen waren in den späten 80er Jahren mit Ausnahme der russischen alle negativ, gemessen an den Weltmarktpreisen. Vgl. *Selm / Wagener* (1993) sowie *Senik-Leygonie / Hughes* (1992), die auf Grund anderer Berechnungen zu einem gleichen Ergebnis kommen.

kurzfristig angemessene Reaktion. Der Export erhält dann gemäß den Importbedürfnissen seinen Anteil. Das ist ganz offensichtlich die altüberlieferte Zentralplanung des Außenhandels, nun von den einzelnen neuen Staaten praktiziert.

Preisliberalisierung ist, wie wir bereits sahen, der beste Weg, um Exportkontrollen und Rationierung los zu werden. In diesem Sinne ist *Dornbusch* (1992a, S. 33) zu verstehen, wenn er feststellt: „price reform is the only absolute prerequisite for ensuring that trade not vanish“. Was ihm vor Augen steht, ist der mehr oder minder nahtlose Übergang von einer funktionierenden Planwirtschaft zu einer funktionsfähigen Marktwirtschaft. Es darf bezweifelt werden, daß dies kurzfristig zu erreichen ist. Und auf längere Sicht ist der Handel verschwunden, wenn die Mangelwirtschaft bestehen bleibt.

Die nach-sowjetische Situation hat ein Regime eigener Art geschaffen. Die Bereitschaft zu zahlen ist auf jeden Fall noch kein Indikator dafür, wer ein Gut erhalten sollte. Die Handel treibenden Regierungen und auch die Handel treibenden Staatsunternehmen haben weiche Budgetbeschränkungen. Sie können jeden beliebigen Preis bieten.<sup>7</sup> Nach der staatlichen Absonderung entstand ein wenig effizientes Währungssystem (vgl. auch *Nuti / Pisani-Ferry* 1992). Soweit die neuen Staaten keine eigenen Währungen einführten, blieben sie Mitglieder einer eigenartigen Rubelzone. Jeder Staat besitzt eine Zentralbank mit dem Recht, Defizite des Staatshaushalts zu finanzieren und die Handelsbanken zu refinanzieren.<sup>8</sup>

Sobald man nun versucht, den internen Markt zu liberalisieren, wird ein solches Regime zu extra inflationären Impulsen führen. Und in der Tat: die Inflation im post-sowjetischen Raum ist enorm. Natürlich versuchen die einzelnen GUS-Länder sich gegen das Überschwappen der Inflation aus den Nachbarländern zu schützen. Soweit es um Bargeld geht, wäre das nur durch Stempeln der Geldscheine möglich.<sup>9</sup> Bargeld macht in diesen Wirtschaften noch immer einen sehr bedeutenden Anteil der Geldmenge aus. Man kann deshalb nicht ausschließen, daß das allgemein beklagte mangelhafte Bargeldangebot der Russischen Zentral-

<sup>7</sup> Die Staatsunternehmen waren zeitweise in der Lage, ihr eigenes Geld zu „schöpfen“. Nachdem Bankkredite gewissen Kontrollen unterworfen und mit Kosten verbunden worden waren, hatten Lieferantenkredite ein ungekanntes Ausmaß angenommen. Diese Finanzierungsquelle scheint im Laufe des Jahres 1993 wieder einigermaßen trockengelegt worden zu sein – allerdings auf Kosten einer Lockerung der Kreditrestriktionen. Soweit russische Unternehmen nach Kazachstan oder in die Ukraine auf Kredit liefern, schaffen sie auch ihr eigenes „internationales Geld“.

<sup>8</sup> Rußland hat nur das Privileg, über die einzige Notenpresse zu verfügen. Das Bargeldangebot unterliegt damit der russischen Kontrolle. Bei hoher Inflation und niedriger Produktivität der Notenpresse wird dieses Angebot zu Zeiten knapp. Einige der neuen Staaten haben deshalb Kupons als Rubelersatz eingeführt, die sich rasch zur Parallelwährung und damit zum ersten Schritt in Richtung auf eine eigene Währung entwickelt haben.

<sup>9</sup> Das in den Nachfolgestaaten der Tschechoslowakei nach der Trennung zum 1. Januar 1993 geschehen. Damit hat man natürlich trotz der beabsichtigten Währungsunion den ersten Schritt zu eigenen Währungen getan.

bank auch strategische Motive hat. Wo Bargeld im Vergleich zum Buchgeld knapper ist, kann man erwarten, daß sie nicht zu par getauscht werden. Das ist auch der Fall. Damit taucht die Trennung von Konsumgeldkreislauf und Produzentengeldkreislauf, wie sie in der Sowjetwirtschaft bestand, in neuer Gestalt wieder auf.

Seit Juli 1992 muß der bargeldlose Zahlungsverkehr zwischen den GUS-Staaten über entsprechende Konten bei den Zentralbanken der einzelnen Staaten abgewickelt werden (*IMF* 1992, S. 9 und *Clement* 1992, S. 44). Das erlaubt, diesen Teil der Zahlungsbilanz zu kontrollieren.<sup>10</sup> Damit hörte aber auch zumindest der Buchgeld-Rubel auf, als einheitliches Zahlungsmittel zu existieren (vgl. *Dabrowski* 1993, S. 7). Seit August 1992 notiert z. B. die Bank von Lettland unterschiedliche Wechselkurse für nationale Rubel mit dem höchsten Kurs für russische und litauische Rubel und dem niedrigsten für ukrainische und kazachische Rubel (*Lainela / Sutela* 1993, S. 18; *Clement* 1992, S. 45).

Trotz gegenteiliger Bemühungen und Beteuerungen, einen gemeinsamen Markt aufrecht zu erhalten, haben die neuen unabhängigen Staaten Handelsschranken errichtet mit den Ziel, den Export von Mangelgütern zu verhindern, und sie sind auf das bewährte Verfahren des bilateralen Naturalaustausches zurückgekommen.<sup>11</sup> Das ist das sicherste Mittel, einen intensiven Gütertausch zu unterbinden. Man mag die Wirksamkeit der Maßnahmen für einzelne Güter in Zweifel ziehen. Doch andere, leichter zu kontrollierende Lieferungen, wie z. B. Energieträger, sind zu Druckmitteln in der zwischenstaatlichen Wirtschafts- und Handelspolitik geworden.

Ganz offensichtlich liegt hier ein Gefangenen-Dilemma vor: alle sowjetischen Nachfolgestaaten würden von einer Liberalisierung und monetären Stabilisierung profitieren, aber jeder einzelne ist versucht, durch die unbegrenzte Ausgabe von Geld mehr Güter auf sich zu ziehen. Mögliche Lösungen wiederholter Gefangenen-Dilemmaspiele sind entweder gegenseitiges Vertrauen oder Vergeltungsstrategien wie „Wie du mir, so ich dir“ (*tit for tat*). Gegenseitiges Vertrauen ist in der nach-sowjetischen Situation ein sehr unwahrscheinliches Verhalten. Wir werden weiter unten noch untersuchen, ob für eine Rubelzone geeignete Strategien

<sup>10</sup> Von Januar bis Juli 1992 war der Aktivsaldo Rußlands gegenüber den restlichen Nachfolgestaaten von Null auf 390 Mrd. Rubel emporgeschwollen (*Lupinovich / Malinka* 1992, S. 3), wovon allein 200 Mrd. Rubel im Handel mit der Ukraine entstanden waren. Die Ukraine bestritt diese Zahlen, und auf Grund der zwischenbetrieblichen Lieferantenkredite war eine genaue Übersicht auch gar nicht möglich (vgl. *Clement* 1992, S. 43).

<sup>11</sup> Schon im Februar 1992 waren von den möglichen 55 bilateralen Handelsabkommen der 11 GUS-Staaten 35 geschlossen (*Economic Commission for Europe* 1992, S. 118). Darüber hinaus gibt es noch zwischenbetriebliche Tauschabkommen. Auch wenn dies zusammen mit dem bilateralen *clearing* dem traditionellen RgW-Handelssystem recht ähnlich sieht, besteht doch ein wesentlicher Unterschied: die neuen Staaten kontrollieren ihre Wirtschaften nicht wirklich, so daß zwischenstaatliche Handelsabkommen nicht erfüllt werden und direkter Tauschhandel die einzig mögliche Alternative ist (vgl. *Lupinovich / Malinka* 1992).

für kooperatives Verhalten gefunden werden könnten. Hier genügt es festzustellen, daß es im Augenblick von den Hartwährungen abgesehen kein internationales Währungssystem für die sowjetischen Nachfolgestaaten gibt. Die übriggebliebenen Handelsströme werden ansonsten in der Form von Schmuggel und Naturaltausch abgewickelt.

### **E. Ein Exkurs zur politischen Ökonomie internationaler Währungssysteme**

Die Schaffung einer stabilen Währung und harter Budgetbeschränkungen muß mit der Marktliberalisierung einhergehen (oder sogar ihr vorausgehen), sollen die Preise knappe Ressourcen effektiv zuweisen und die Märkte räumen, um so das Phänomen des Mangels zu beseitigen. Das war auch die Erfahrung im West-Europa der Nachkriegsjahre. Eine stabile Währung bedeutet nicht unbedingt absolute Preisstabilität. Relative Preisstabilität, d. h. eine mehr oder minder konstante Inflationsrate oder stabile Inflationserwartungen sind schon ausreichend. Ebenso wenig bedeutet es Konvertibilität, die erst das Ergebnis fortgeschrittener Liberalisierung ist.

Konvertibilität erleichtert jedoch nicht nur die Abwicklung des internationalen Zahlungsverkehrs. Sie ist auch eine Vorbedingung für die Liberalisierung von Handel und Güterpreisen auf internationalem Niveau. Deshalb ist zumindest freie Konvertierbarkeit im Warenverkehr notwendig, um die Handelsströme zwischen den einzelnen Wirtschaften unvermindert aufrecht zu erhalten. In der Literatur finden sich eher restriktive Bedingungen für eine erfolgreiche Einführung der Konvertibilität im Waren- und Dienstleistungsverkehr (vgl. *Greene / Isard 1991; Fry / Nuti 1992; Ellman 1992*):

- angemessene Wechselkurse,
- ausreichende internationale Liquidität oder ein Stabilisierungsfonds,
- volle Monetarisierung der Wirtschaft,
- flexible, markträumende Preise,
- keine oder nur geringe Subventionen von Wettbewerbsgütern,
- ein arbeitsfähiges Bankensystem,
- eine stabile Geld- und Fiskalpolitik,
- Wirtschaftssubjekte, die auf Marktsignale reagieren, d. h. eine signifikante Preiselastizität der Nachfrage und des Angebots, was harte Budgetbeschränkungen impliziert.

Andere Autoren, wie z. B. *Bofinger (1991)*, scheinen der gegenteiligen Ansicht zu sein und sehen in freier Konvertierbarkeit im Warenverkehr eine Vorbedingung für unverzerrte Preise und harte Budgetbeschränkungen.



Alle Autoren denken in diesem Zusammenhang an ein System mit festen Wechselkursen. Bei freien Wechselkursen ist Konvertibilität zu wesentlich bescheideneren Bedingungen zu haben. Ohne eine der genannten Bedingungen zu erfüllen, hat Rußland erste Schritte in Richtung auf Konvertibilität im Warenverkehr unternommen.<sup>12</sup> Da die genannten Bedingungen auch nicht annähernd erfüllt werden, ist der Valutamarkt aber äußerst dünn auf Grund eines mangelnden Angebots und der Preis des Dollars folglich extrem hoch und beweglich.

Wenn die neuen unabhängigen Staaten einen vollständigen Rückfall in den bilateralen Tauschhandel vermeiden wollen, müssen sie sich auf eine internationale Währungsordnung einigen, nach deren Regeln sie den Handel untereinander abwickeln. Eine internationale Währungsordnung besteht aus Konventionen und Regeln, die einen Zahlungsverkehr über Grenzen hinweg erlauben. Die Ausgestaltungsmöglichkeiten reichen vom einfachen clearing über komplexe Systeme mit voller Konvertierbarkeit und festen Wechselkursen bis zur Währungsunion. Je komplexer eine internationale Währungsordnung ausgestaltet ist, desto niedriger sind die Handelsschranken. Das Problem der höher entwickelten Ordnungen liegt darin, daß die Partner freiwillig das internationale öffentliche Gut Stabilität bereitstellen und ebenso freiwillig auf die Ausbeutung kurzfristiger Vorteile verzichten müssen, um nicht die längerfristigen gemeinsamen Vorteile zu verlieren. Dieses Problem hat einige politisch-ökonomischen Implikationen.

Ein Teilnehmer wird wenig motiviert sein, den Erwartungen der Ordnung zu entsprechen, wenn die gemeinsamen Gewinne nicht fair verteilt werden. Wo öffentliche Güter im Spiel sind, stimmen individuelle und soziale Rationalität nicht mehr überein – das bekannte Gefangenen-Dilemma und Trittbrettfahrerproblem. In Abwesenheit einer supra-nationalen Autorität kann opportunistisches Verhalten nur durch Vergeltung oder ihre Androhung bestraft werden. Es kann natürlich auch durch wechselseitiges Vertrauen darauf vermieden werden, daß kooperatives Verhalten dauerhaft ist und der längerfristige gemeinsame Gewinn sich realisiert. Die Stabilität dieses Vertrauens beruht auf der Bereitschaft der Teilnehmer, dazu beizutragen. *Dornbusch* (1992b) führt ein Beispiel für supra-nationale Autorität an: Der Völkerbund koppelte nach dem ersten Weltkrieg seine Stabilisierungskredite an eine direkte Kontrolle der österreichischen und ungarischen Wirtschaftspolitik. Damit wurde die Stabilisierung in diesen Ländern positiv beeinflusst.

Androhung von Vergeltung und Vertrauen sind eine eher fragile Basis für Stabilität. So kam es zu der Vorstellung, daß die Abwesenheit einer supra-nationalen Autorität weitgehend dadurch kompensiert werden kann, daß einer

---

<sup>12</sup> Volle Konvertibilität im Warenverkehr impliziert einen einheitlichen Wechselkurs und keine quantitativen Importbeschränkungen. Russische Exporteure sind noch immer verpflichtet, Exporterlöse zu vorgegebenen Wechselkursen abzuliefern, und Russische Importeure sind mit Lizenzen konfrontiert. Die Schwäche des Staates läßt aber beide Beschränkungen nicht voll zur Wirkung kommen.

der Teilnehmer die Rolle des wohlwollenden Diktators übernimmt. Das ist Keohanes Theorie der hegemonialen Stabilität: „hegemonic structures of power dominated by a single country are most conducive to the development of strong international regimes whose rules are relatively precise and well obeyed“ (Keohane 1980, S. 132). Häufig angeführte Beispiele für eine stabile hegemoniale internationale Währungsordnung sind das klassische Goldstandard-System unter britischer Führung und das Bretton Woods-System unter amerikanischer Führung (zur Analyse und Kritik siehe Eichengreen 1989).<sup>13</sup>

Es bietet sich nun geradezu an, Rußland als „natürliche“ Führungsmacht des GUS-Raumes zu betrachten. Trotzdem ist es im Augenblick eher unwahrscheinlich, daß Rußland eine Rolle übernehmen könnte, die der der USA nach dem zweiten Weltkrieg vergleichbar wäre. Rußland steht vor den gleichen, wenn nicht größeren Transformationsproblemen wie seine kleineren Partner. Natürlich verfügt Rußland über ökonomische Hebel, die ähnlich wie der Marshall-Plan einer Übereinkunft und ihrer Aufrechterhaltung Nachdruck verleihen könnten. Schon jetzt haben die Partner, wie wir sahen, hohe Handelsbilanzdefizite gegenüber Rußland, und die meisten GUS-Staaten sind von russischen Erdöl-, Gas- und Kohlelieferungen abhängig. Hegemoniale Führung muß jedoch, um stabil zu sein, von den Geführten akzeptiert werden. Es ist nicht sehr wahrscheinlich, daß Länder, die sich nach zum Teil jahrhundertelanger russischer Vorherrschaft gerade selbständig gemacht haben, freiwillig unter die russische Führung zurückkehren, es sei denn die Vorteile wären extrem hoch. Die Tatsache, daß Rußland bislang einen gemeinsamen Markt und eine Währungsunion favorisierte, zeigt seine Bereitschaft, die Führungsrolle zu übernehmen und den Preis dafür zu bezahlen. Doch zur Zeit driften viele der kleineren Staaten in eine andere Richtung.

## F. Die Option einer Rubelzone

Nach der politischen Trennung von einem vollintegrierten Wirtschaftsraum, der Sowjetunion, haben die neuen unabhängigen Staaten die Möglichkeit, eine internationale Währungsordnung zu errichten, die im Prinzip hoch entwickelt ist, nämlich einen gemeinsamen Markt und eine Währungsunion. Das sieht allerdings leichter aus, als es in Wirklichkeit ist. Denn die Sowjetunion war weder ein gemeinsamer *Markt*, noch besaß sie eine voll entfaltete *Geldwirtschaft*. Eine integrierte Marktwirtschaft zu schaffen, erfordert deshalb die koordinierte Trans-

---

<sup>13</sup> Die Regeln des Goldstandards, so wie sie von McKinnon (1993) formuliert wurden, sind symmetrisch. Eine hegemoniale Position der *Bank of England* ist deshalb sehr umstritten. Bei asymmetrischen Ordnungen ist die Rolle der Führungsmacht evident, auch wenn der Herrschaftsaspekt in Frage gestellt werden kann. Die Bedeutung der Hegemonialmacht liegt vor allem in der Phase der Entstehung einer Ordnung. Hier ist z. B. der Einfluß der USA nach dem zweiten Weltkrieg unbestritten.

formation des Wirtschaftssystems. Das wäre mit hohen Transformationskosten verbunden, und das Ergebnis wäre noch unsicherer, als es das bereits im kleineren Rahmen ist.

Die nächste Option besteht in einer reinen Währungsunion: der Rubel bleibt die gemeinsame Währung für die Teilnehmerstaaten. Das setzt die Übertragung von Souveränitätsrechten im Bereich der Geld- und Wechselkurspolitik auf eine gemeinsame zentrale Entscheidungsinstanz voraus. Diese Instanz kann entweder durch eine föderative Übereinkunft konstituiert werden, oder man akzeptiert einfach die Führungsrolle der russischen Zentralbank. Wenn wir die zweite Möglichkeit aus politischen Gründen ausschließen, bleibt die föderative Lösung als einzige gangbar. Das bedeutet, daß durch einen zwischenstaatlichen Vertrag der gemeinsamen Koordinierungsinstanz oder Zentralbank die geld- und wechselkurspolitischen Entscheidungsbefugnisse zuerkannt werden. Implizit setzt das auch eine Koordinierung der Fiskalpolitik voraus. Die Verteilung der Kosten und der Zentralbankgewinne muß in diesem Gründungsvertrag ebenfalls festgelegt werden. Nach der Auflösung von *Gosbank* im Dezember 1991 haben sich die GUS-Staaten grundsätzlich auf eine solche Währungsunion geeinigt. Sie wurde jedoch bis heute nicht implementiert. Warum?

Eine Antwort hierauf, die man häufig antrifft, lautet, daß die GUS kein optimaler Währungsraum sei und eine Rubelzone deshalb eine suboptimale Lösung darstelle. Hätte *Machlup* (1977, S. 71) mit seiner süffisanten Definition recht: „Pragmatically, therefore, an optimum currency area is a region no part of which insists on creating money and having a monetary policy of its own“, dann wäre das nur eine Tautologie. Tatsächlich gibt die Theorie des optimalen Währungsraums jedoch an, unter welchen Bedingungen ein Verzicht auf wirtschaftspolitische Autonomie sinnvoll erscheint. Interne Offenheit, regionale Lohn- und Preisflexibilität, beziehungsweise interregionale Faktormobilität und die Zusicherung eines Finanzausgleichs spielen hier eine wichtige Rolle. Es ist nicht von vornherein auszumachen, daß diese Bedingungen in einer Rubelzone, die die ehemalige Sowjetunion oder wesentliche Teilregionen umfaßt, nicht erfüllt werden können.

Was die Präferenz für eine eigene Geldpolitik betrifft, so werden sich die kleineren Partnerländer Erwartungen hinsichtlich der relativen Geldwertstabilität in Rußland und hinsichtlich des Erfolgs der Transformationspolitik im allgemeinen bilden. Erwarten sie, es autonom besser machen zu können als Rußland, dann werden sie die Rubelzone verlassen. Allerdings dürfte es zur Zeit kaum möglich sein, in dieser Hinsicht nur annähernd rationale Erwartungen zu haben. Eine andere Überlegung betrifft die Wechselkursflexibilität. Kleine und häufig hochspezialisierte Wirtschaften sind eher vehementen Schocks ausgesetzt als große, diversifizierte Länder. Der Wechselkurs wird dann als geeignetes Anpassungsinstrument gesehen. Allerdings dürfte die Faktormobilität zwischen den nationalen Nachfolgestaaten der Sowjetunion nicht sehr groß sein, so daß Lohn- und Preisflexibilität die Wechselkursflexibilität ersetzen können.

Das politische Problem des russischen Übergewichts in einer Rubelzone liegt darin, daß die übrigen Partner die Möglichkeit einer fairen Verteilung von Bargeld, Zentralbankkredit, Zugang zu Devisen und der Zentralbankgewinne in Zweifel ziehen. Hier liegt der Schatten der Vergangenheit schwer auf den Beziehungen zwischen den neuen Staaten. Wo man Konflikte im nicht-ökonomischen Bereich erwartet, wird man sich davor hüten, anderen ökonomische Hebel an die Hand zu geben. Doch ganz ohne solche Hebel kommt Rußland nicht aus. Angenommen es gelingt, die russische Wirtschaft halbwegs zu stabilisieren – das ist eine Vorbedingung für eine arbeitsfähige Rubelzone. Dann kann Rußland es nicht zulassen, daß die kleineren Länder sich eine Freifahrt genehmigen und in der gemeinsamen Koordinierungsinstanz eine ungesunde Geld- und Kreditpolitik beschließen.

Zu guter Letzt ist noch die Frage zu stellen, was das russische Interesse an einem Regime sein könnte, das seiner ohnehin schwachen Wirtschaft eine erhebliche Belastung auferlegen würde. Man hat die Vermutung geäußert, daß die Kosten des Sowjetreiches ein Grund für seinen Zusammenbruch gewesen seien. Innerhalb einer Währungsunion könnte Rußland sehr viel schwieriger als in jeder anderen Währungsordnung die Forderung nach Finanzausgleich und Kapitaltransfers – sei es in der Form von Energiepreissubventionen, sei es in anderer Form – zugunsten der weniger entwickelten Regionen abschlagen. Man wird die Antwort auf die Frage wohl im politischen Bereich suchen müssen und sollte nicht ausschließen, daß Rußland es sich einmal anders überlegt.

## G. Die Option eigener Währungen

Die Kapitaltransfers zu den weniger entwickelten Regionen können eines Tages ein politisches Problem für Rußland werden. Eigene Währungen, so wird nun argumentiert, ermöglichen es, auf Umverteilungsmaßnahmen zu verzichten, ohne die weitere Entwicklung dieser Regionen zu gefährden. Die Wettbewerbsfähigkeit der jeweiligen Industrien kann mit Hilfe der Wechselkurspolitik sichergestellt werden. Natürlich läßt sich der gleiche Effekt auch über Lohndifferenzierungen erzielen, die in einem so weiten, ethnisch und kulturell differenzierten Raum wie der vormaligen Sowjetunion kaum Schwierigkeiten aufwerfen. Schließlich sollte man die Entwicklungsunterschiede zwischen den Regionen nicht mit den Produktivitätsunterschieden im Bereich der Wettbewerbsgüter verwechseln, die zumindest in der ehemaligen Sowjetunion erheblich geringer waren.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Der Verleich der Arbeitsproduktivität im Bereich der Wettbewerbsgüter mit dem Pro-Kopf Sozialprodukt zeigt für erstere eine sehr viel geringere Streuung (Daten für 1988):

Ein solides ökonomisches Argument für eigene Währungen ist, wie wir bereits sahen, die Erwartung, bei der Stabilisierung und Transformation der Wirtschaft erfolgreicher als der Durchschnitt (d. h. konkret als Rußland) zu sein. Der erwartete Vorteil muß gegen die nicht unerheblichen Kosten abgewogen werden. Neben einer Verschlechterung der Austauschverhältnisse auf Grund der zu erwartenden Streichung russischer Energiepreissubventionen sind das vor allem die Kosten, die mit der Errichtung einer Zentralbank und der Ausgabe von eigenem Geld verbunden sind. Mit einiger Wahrscheinlichkeit werden die Kosten für internationale Transaktionen ebenfalls höher sein.

In der Erwartung eines langwierigen Stabilisierungs- und Transformationsprozesses haben einige der neuen unabhängigen Staaten transitorische Währungen eingeführt. Sie sollten durch die definitive neue Währung ersetzt werden, wenn die Verhältnisse stabiler sind. Damit hoffte man, die Kosten der Währungstransformation zu beschränken. Beispiele sind der lettische *rublis*, der bereits durch *lats* (200 rublis = 1 lat) ersetzt wurde, der litauische *talona*, an dessen Stelle der traditionelle *litas* (100 talonas = 1 lita) getreten ist, und die ukrainischen Kupons beziehungsweise die Buchgeldwährung *karbovanec*, die als Übergang zum *hryvna* gedacht sind, der, in Kanada gedruckt, in den Kellern der ukrainischen Zentralbank auf seinen Einsatz harrt. Die Parallelwährungen in anderen ehemaligen Sowjetrepubliken kann man ebenfalls als transitorische Währungen ansehen, auch wenn die Entscheidung für eine eigene Währung noch nicht definitiv gefallen war. Zwei Staaten hatten direkt ihre neue Währung eingeführt: Estland die *Krone* und Kirgisien den *som*.

Außer Rußland verwendeten nur noch Armenien, Georgien, Usbekistan, Tadschikistan, Turkmenien und Kasachstan den Rubel als alleiniges Zahlungsmittel. Die russische Währungsreform vom Juli 1993 trug dann zur Nationalisierung des Rubels bei. Für Georgien, Turkmenien, Aserbajdschan und Moldau war dies der Anlaß, die Rubelzone zu verlassen oder die Austrittsbemühungen zu beschleunigen. Am 7. September 1993 haben dann Rußland, Weißrußland, Kasachstan,

	Arbeitsproduktivität	Pro-Kopf BNP
RSFSR	100,0	100,0
Estland	92,7	99,9
Litauen	76,4	92,3
Ukraine	100,3	75,8
Moldavien	88,1	67,9
Armenien	84,9	67,5
Azerbajdschan	123,2	59,2
Turkmenien	109,5	50,9
Kirgisien	73,4	44,6
Tadschikistan	83,5	36,8

*Quelle: World Bank 1992; Selm / Wagener 1993, Tabelle 5. Um die Daten vergleichbar zu machen, mußte die Bauwirtschaft zu den Wettbewerbsgütern gerechnet werden. Für die fehlenden Republiken ließen sich keine vergleichbare Daten finden.*

Usbekistan, Tadschikistan und Armenien einen Vertrag über eine neue Rubelzone unterzeichnet. Ob sie sich realisieren läßt, muß noch abgewartet werden.

Im Sommer 1993 hatten fünf Republiken ihr Währungssystem vollständig vom Rubel getrennt: Estland (20.6.1992), Lettland (20.7.1992), Litauen (1.10.1992), Ukraine (13.11.1992) und Kirgisien (Mai 1993). Diese fünf Republiken waren also in der Lage, ihre Währung effektiver als Rußland zu stabilisieren. Inwieweit das gelungen ist, läßt sich an der Entwicklung des Wechselkurses zum Dollar ablesen:

Tabelle 2  
Dollarwechselkurse 1992-93

	Estland (Krone)	Lettland (Rublis)	Litauen (Talona)	Ukraine (Kupon)	Rußland (Rubel)
Jul 92	11,87	145,0	145,0	-	130,0
Aug 92	11,83	142,0	160,0	-	161,0
Sep 92	11,16	186,0	220,0	-	208,0
Okt 92	11,37	180,0	247,0	-	342,0
Nov 92	12,86	174,0	264,0	608,0	448,0
Dez 92	12,58	169,0	313,0	635,0	418,0
Jan 93	12,94	171,0	392,0	651,0	474,0
Feb 93	13,19	170,0	408,0	931,0	572,0
Mär 93	13,39	152,0	472,0	1233,0	650,0
Apr 93	-	-	490,0	2200,0	685,0
Mai 93	-	130,0	559,0	3000,0	840,0
Jun 93	-	-	-	3100,0	1200,0
Aug 93	-	-	-	6000,0	1000,0
Sep 93	13,10	123,6	425,0	6944,0	1016,0

Quelle: ECE 1993:3-102; RFE/RL Report; EBRD, East European Markets, 1. Okt. 1993.

Über den kirgisischen *som* haben wir wenig Information. Offiziell ist er an den US-Dollar gebunden, mit welchem Erfolg, ist nicht ganz deutlich. Wir sehen also, daß zumindest in den baltischen Republiken die Trennung vom Rubel erhebliche Stabilisierungsvorteile gegenüber dem russischen Rubel ermöglicht hat, während in der Ukraine das Gegenteil der Fall war.

Eine eigene Währung kann unter verschiedenen Regimen operieren. In jüngster Zeit wurden vor allem Währungsamt-Lösungen (*currency boards*) eingehend besprochen. Dies ist eine Art Goldstandard-System, bei dem die Fremdwährung, an die die eigene Währung gebunden wird, die Rolle des Goldes übernimmt. Das Währungsamt tauscht die eigene Währung zu einem garantierten Wechselkurs gegen die Fremdwährung. Die Deckungsrate beträgt mindestens 100%. Das

Geldangebot ist in einem solchen System nur über die Kreditgeldschöpfung der Banken flexibel. Eine monetäre Finanzierung des Staatshaushalts ist ausgeschlossen (vgl. *Walters / Hanke* 1992). Dieses System impliziert Stabilität und volle Konvertibilität und fördert somit den Handel. Was häufig als Vorteil einer eigenen Währung gesehen wird, die Autonomie in der Geld-, Wechselkurs- und Fiskalpolitik, geht damit allerdings weitgehend verloren.

Die Währungsamt-Lösung schafft wie jede andere Lösung mit langfristig festen Wechselkursen einen nominalen Stabilisierungsanker. Sie wird deshalb von externen Transformationsberatern ins Gespräch gebracht, die in der Stabilisierung die erste Aufgabe der Transformationspolitik sehen. Ein solcher Anker erlaubt den auf Wachstum angewiesenen Transformationswirtschaften möglicherweise zu wenig Spielraum und Flexibilität, die für die Umstrukturierung erforderlich sind. Das ist zumindest die Befürchtung keynesianisch orientierter Ökonomen (vgl. *Fry / Nuti* 1992, S. 40). Im Gegensatz zu internen Alternativen, dem Nominallohn und der Geldmenge, wird dem Wechselkurs jedoch ein leicht kontrollierbarer, objektiver Charakter zugesprochen. Um glaubhaft zu sein, verlangt er interne Disziplin. Als einziges Land in Mittel- und Osteuropa hat Estland ein dem Währungsamt sehr ähnliches Regime gewählt, indem es den Wechselkurs der Krone an die DM gebunden hat. Bislang scheint diese Operation erfolgreich gewesen zu sein (vgl. *Lainela / Sutela* 1993).

Wo interne und externe Inflation jedoch nicht Schritt miteinander halten, führt ein fester Wechselkurs bald zu einer Überbewertung der eigenen Währung, wie das polnische Beispiel zeigt. Der Zwang zur Umstrukturierung erscheint damit größer, als er in Wirklichkeit ist. Eine gleitende Paritätsanpassung (*crawling peg*) kann dieses Problem beheben, ohne die Ankerfunktion ganz aufzugeben. Allerdings erfordert eine glaubhafte *ex ante* Fixierung der Kursanpassungen stabile Inflationserwartungen. In der Periode, die sich unmittelbar an die Einführung einer eigenen Währung anschließt, sind frei bewegliche Wechselkurse wohl das unkomplizierteste und kostengünstigste Regime: der Devisenbedarf zur Stabilisierung ist gering, und negative Wachstumseffekte sind nicht zu erwarten.

Eigene Währungen werfen das Problem der Zahlungsabwicklung im internationalen Handelsverkehr auf. Das setzt natürlich erst einmal einen funktionsfähigen internen Zahlungsverkehr voraus, der im Transformationsprozeß noch geschaffen werden muß. Die Lösung mit den geringsten Transaktionskosten, freie Konvertierbarkeit im Warenverkehr, ist kurzfristig möglicherweise für die neuen unabhängigen Staaten nicht realisierbar. Grenzüberschreitende Zahlungen erfordern dann ein clearing auf zentralem Niveau. Das kann bilateral, aber auch multilateral eingerichtet werden.

Die externen Berater haben sich zumeist zugunsten einer multilateralen Zahlungsunion für die ehemaligen RgW-Mitglieder wie für die sowjetischen Nachfolgestaaten ausgesprochen (s. z. B. *Bofinger* 1991; *Dornbusch* 1992a). Theoretisch erlaubt dies eine höhere Handelsintensität als bilaterale Lösungen. Trotzdem gibt

es unter den möglichen Mitgliedern einer solchen Zahlungsunion erhebliche Widerstände. Das mag mit den Erfahrungen im RgW zu erklären sein, der als multilaterale Zahlungsinstitution völlig versagt hat. Die kleineren RgW-Länder haben deshalb immer die Konvertibilität favorisiert, und sie befürchten jetzt, daß eine Zahlungsunion ihre Einführung verzögern könnte. Die Erfahrung mit der Europäischen Zahlungsunion (EZU) nach dem zweiten Weltkrieg zeigt, daß dies nicht der Fall zu sein braucht.

Das Beispiel der EZU wird häufig als unzutreffend zurückgewiesen mit dem Argument, daß die EZU-Mitglieder den größten Teil ihres Außenhandels untereinander abwickelten. Demgegenüber haben oder suchen die ehemaligen RgW-Mitglieder ihre neuen Handelspartner vornehmlich außerhalb des RgW-Raums. Damit würde der Nutzen einer Zahlungsunion geringer. Ein solches Argument trifft, wie wir sahen, auf die sowjetischen Nachfolgestaaten sehr viel weniger zu. Wenn sie eigene Währungen wählen, dann könnte eine Zahlungsunion ihnen beträchtlichen wechselseitigen Nutzen bringen.

Eine Zahlungsunion benötigt internationale Liquidität, um kurzfristige Ungleichgewichte in der Handelsbilanz aufzufangen. Das müßte im vorliegenden Fall ein Fonds konvertibler Währungen sein, der vom Westen zur Verfügung gestellt wird. Auch hier haben die ehemaligen RgW-Länder die Befürchtung, der Westen könnte ihnen einen solchen Liquiditätsfonds zur Verfügung stellen und sie im übrigen auf sich gestellt sein lassen. Sie suchen finanzielle Unterstützung für den Strukturwandel und nicht nur für die Aufrechterhaltung des laufenden Handels, was tatsächlich zu vergleichsweise niedrigen Kosten möglich ist (vgl. *Rosati* 1992, S. 42). Auch in Rußland scheint es ähnliche Vorbehalte zu geben (vgl. *IMF* 1992, S. 19 f.). Die Beispiele der EZU und des Marshall-Plans machen deutlich, daß es keine notwendige negative Verbindung zwischen der Kapitalausstattung einer Zahlungsunion und direkten Auslandsinvestitionen, bzw. Kapitalhilfen gibt.

Einigen RgW-Ländern ist es relativ rasch gelungen, Konvertibilität im Warenverkehr einzuführen. Wir erwarten nicht, daß dies auch bei vielen der sowjetischen Nachfolgestaaten kurzfristig der Fall sein wird. Ein multilaterales *clearing* Regime würde deshalb dem Handel förderlich sein. Natürlich benötigt man auch im *clearing* einen Wechselkurs. Das könnte sich als größter Hemmschuh für ein Zahlungssystem herausstellen, das auf nationalen Währungen basiert und harte Währungen nur zum Ausgleich der Salden verwendet. Gelingt es den Wirtschaften mit eigenen neuen Währungen nicht, ihr monetäres System zu stabilisieren und ihr Preissystem zu liberalisieren, dann wird es schwierig, sich auf einen Wechselkurs zu einigen. Die einzige Möglichkeit, Handel zu treiben, sind dann Naturaltausch und Verrechnung gegen harte Währungen. Das ist das Regime mit der geringsten Handelsintensität. In einer Situation ökonomischer und politischer Unsicherheit ist es allerdings auch das Regime mit der höchsten Wahrscheinlichkeit verwirklicht zu werden. Die Nachfolgestaaten der Sowjetunion sind schon ein gutes Stück auf dem Wege zu dieser Minimallösung vorangekommen.



## H. Schlußfolgerungen

Die Sowjetunion war ein stark integrierter Wirtschaftsraum. Die einzelnen Regionen wiesen einen hohen Grad der Offenheit auf und kooperierten vor allem untereinander. Ein einheitliches zentralisiertes Planungssystem hat die Aufgabe, die Wirtschaftsaktivitäten zu koordinieren und die Handelsströme zu lenken, offensichtlich mit einigem Erfolg gelöst. Die politische Auflösung der Sowjetunion und die Transformation der Wirtschaftsordnung bringen für die bestehende Wirtschaftsintegration eine doppelte Bedrohung mit sich:

- Politische Grenzen erhöhen in den meisten Fällen die Transaktionskosten und verringern damit den Raum für wohlfahrtssteigernden Handel.
- Der plötzliche Zusammenbruch des Zentralplanungssystems und die nur langsame Herausbildung eines Markt-Preismechanismus verursachen ein Übergangsstadium, in dem Unsicherheit und Koordinationsmangel (um nicht Chaos zu sagen) vorherrschen und in dem deshalb die Zusammenarbeit auf ein Minimum reduziert ist. Wirtschaftliche Strukturen, die auf der Kooperation basierten, werden so zerstört.

Die regionale Desintegration der Sowjetunion erfolgte auf ungeplante, spontane Weise, was nicht immer der effektive Weg ist. Statt sorgfältig das bestehende Kooperationsmuster mit Hilfe von Konstruktionen zu bewahren, die einen gemeinsamen Markt und eine Währungsunion ermöglichen, fallen die neuen Staaten auf merkantilistische Praktiken zurück und lassen den Abbruch traditioneller Beziehungen zu. Die Wohlfahrtskosten dieser Entwicklung müssen erheblich sein. Wir haben einige Gründe gesehen, warum die weitgehende wirtschaftliche Desintegration unvermeidlich erscheint.

Die künftige wirtschaftliche Zusammenarbeit im Raum der ehemaligen Sowjetunion wird von einem sehr niedrigen Ausgangsniveau aus wieder aufgebaut werden müssen. Sie wird mit großer Wahrscheinlichkeit nicht mehr die gleiche Struktur und auch nicht mehr die gleiche Intensität wie früher haben. Natürlich hängt hier viel von den politischen Beziehungen zwischen den neuen unabhängigen Staaten ab. Die Verhandlungen über eine wirtschaftliche (Re-)Integration sind besonders dort schwierig, wo die Aufgabenverteilung zwischen Staat und Wirtschaft noch nicht eindeutig geregelt ist. Nicht auszuschließen ist es, daß erst einige Handelsschranken errichtet werden, um die Verhandlungsposition zu verbessern. Das kann erheblichen Schaden verursachen, wenn sich der Verhandlungsprozeß über einen längeren Zeitraum hinzieht. Daraus ergibt sich die Gefahr einer abwärts gerichteten Vergeltungsspirale.

Allein durch seine Größe hat Rußland eine vorherrschende Stellung in der Region. Schon einmal, Anfang der zwanziger Jahre nach dem Bürgerkrieg, wurden unter Führung Moskaus eine wirtschaftliche Desintegration umgekehrt und der Rubel gegen rund 200 regionale und lokale Währungen als Einheitswährung

wieder durchgesetzt. Die politischen Bedingungen, unter denen dies möglich war, sind bekannt. Heute ist es fraglich, ob Rußland seine Position ausnutzen kann, um eine rasche und langfristig handelsfördernde Lösung zu stimulieren. Anders als die Vereinigten Staaten nach dem zweiten Weltkrieg ist Rußland zur Zeit schwach – politisch, wirtschaftlich und moralisch. Das macht es schwierig, als Führungsmacht akzeptiert zu werden. Das ändert aber nichts daran, daß die kleineren Staaten stark von der russischen Wirtschaft abhängen. Es ist deshalb nicht unwahrscheinlich, daß die Instrumente der amerikanischen Außenhandelspolitik, vor allem Koppelung (*linkage*) und Hebeldruck (*leverage*), in russischer Verkleidung wieder auftauchen werden.

Die Einführung eigener Währungen wird offenbar in allen Teilen der ehemaligen Sowjetunion diskutiert. Die Aussichten auf Erfolg und einigen Nutzen für die eigene Wirtschaft sind jedoch in den südlichen Republiken geringer als in den westlichen. Die Unterschiede in der externen Handelsintensität waren zwischen den Sowjetrepubliken zwar äußerst gering. Doch haben die westlichen Staaten eine bessere geographische Ausgangsposition für intensiven Außenhandel und eine autonome Entwicklung. Diese Gruppierung spiegelt auch die Rollenverteilung in Geber und Empfänger des innersowjetischen Kapitaltransfers wider. Eine völlige Loslösung von der Rubelzone könnte für die zentralasiatischen Staaten mit hohen Verlusten verbunden sein. Zum Verlust der direkten Kapitaltransfers käme auch eine erhebliche Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse. Anders gesehen könnte das bedeuten, daß die Russische Föderation mit den schwächsten Partnern eine Rubelzone bilden muß.<sup>15</sup>

Solange der Übergang zu einer Marktwirtschaft in den neuen Staaten keine signifikanten Fortschritte macht, werden Naturaltausch und Verrechnung in Hartwährungen das vorherrschende Handelsregime sein. Das gilt sowohl für eine Rubelzone wie für die Staaten mit eigenen Währungen. Denn auch in einer Rubelzone wird der russische Handelskredit für nicht-russische Partner, der zur Zeit noch erheblich sein soll, mehr und mehr eingeschränkt werden. Für die Wiederaufnahme der traditionellen Handelsbeziehungen ist der Transformationsprozeß deshalb von größter Bedeutung.

Wirtschaftliche Kooperation benötigt einen gut geölten Koordinationsmechanismus und sie benötigt ein politisches Klima gegenseitigen Vertrauens. Nur in diesem Kontext kann Geld seine integrative Kraft entfalten, auf dem nationalen wie auf dem internationalen Niveau. Auch wenn der Westen einiges tun kann, um den Prozeß der Transformation zu fördern, müssen diese beiden Elemente von den neuen Staaten selbst geschaffen werden.

---

<sup>15</sup> Kirgisien ist, wie wir sahen, bereits aus der Rubelzone ausgeschert und hat eine eigene Währung etabliert. Die übrigen zentralasiatischen Staaten haben sich noch nicht definitiv für den Verbleib in der Rubelzone ausgesprochen.

## Literaturverzeichnis

- Bofinger, P.* (1991): Options for Payments and Exchange-Rate Systems, in Eastern Europe, in: *European Economy, Special Edition No. 2*, S. 243-261.
- Clement, H.* (1992): Die Neugestaltung der wirtschaftlichen Beziehungen zwischen den Republiken der GUS, Osteuropa-Institut München, Working Paper Nr. 157, München 1992.
- Collins, S. M. / Rodrik, D.* (1991): Eastern Europe and the Soviet Union in the World Economy, Institute for International Economic Policy Analysis, No. 32., Washington D.C. 1991.
- Dabrowski, M.* (1993): From Soviet Ruble to National Rubles and Independent Currencies, Paper for the third EACES Trento Workshop, Trento 1993.
- Dornbusch, R.* (1992a): A Payments Mechanism for the Soviet Union and Eastern Europe, in: Gros, D. / Pisani-Ferry, J. / Sapir, A. (1992), S. 31-40.
- (1992b): Monetary Problems of Post-Communism: Lessons from the End of the Austro-Hungarian Empire, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, 128, S. 391-424.
- Economic Commission for Europe* (1992): *Economic Survey of Europe in 1991-1992*, New York 1992.
- (1993): *Economic Survey of Europe in 1992-1993*, New York 1993.
- Eichengreen, B.* (1989): Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System, in: Cooper, R. N., et al. (1989), *Can Nations Agree?*, Issues in International Economic Cooperation, Washington (Brookings), S. 255-298.
- Ellman, M.* (1992): *Internal Convertibility of the Rouble*, ms., Amsterdam 1992.
- Fry, M. J. / Nuti D. M.* (1992): Monetary and Exchange-rate Policies during Eastern Europe's transition: Some lessons from further East, in: *Oxford Review of Economic Policy*, 8, No. 1, S. 27-43.
- Grauwe, P. de* (1992): *The Economics of Monetary Integration*, Oxford 1992.
- Greene, J. E. / Isard, P.* (1991): *Currency Convertibility and the Transformation of centrally planned Economies*, IMF Occasional Paper No. 81, Washington D.C. 1991.
- Gros, D. / Dautrebande, B.* (1992): *International Trade of former Republics in the long Run: An Analysis based on the 'gravity' Approach*, CEPS Working Document No. 71, Brüssel 1992.
- Gros, D. / Pisani-Ferry, J. / Sapir, A., Hg.* (1992): *Inter-state Economic Relations in the former Soviet Union*, CEPS Working Document No. 63, Brüssel 1992.
- Havrylyshyn, O.* (1992): When and how new currencies?, in: Gros, D. / Pisani-Ferry, J. / Sapir, A., Hg. (1992), S. 72-77.
- Holsti, O. R. / Siverson, R. M. / George, A. L., Hg.* (1980): *Change in the International System*, Boulder 1980.
- IMF* (1992): *Economic Review. Common Issues and Interpublic Relations in the former U.S.S.R.*, Washington D.C. 1992.
- Keohane, R. O.* (1980): The Theory of Hegemonic Stability and Changes in International Economic Regimes, 1967-1977, in: Holsti, O. R. / Siverson, R. M. / George, A. L., Hg. (1980), S. 131-162.

- Lainela, S. / Sutela, P.* (1993): Escaping from the Rouble: Estonia and Latvia compared, Paper for the third EACES Trento Workshop, Trento 1993.
- Lupinovich, E. / Malinka, V.* (1992): Economic Relations of Russia and the former USSR Republics, paper for the 2nd EACES conference, Groningen 1992.
- Machlup, F.* (1977): A History of Thought on Economic Integration, London 1977.
- McKinnon, R. I.* (1993): The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective, in: *Journal of Economic Literature*, 31, S. 1-44.
- Michalopoulos, C. / Tarr, D.* (1992): Trade and Payments Arrangements for States of the former USSR, Washington D.C. 1992.
- Nuti, D. M. / Pisani-Ferry, J.* (1992): Post-Soviet Issues: Stabilization, Trade and Money, in: *The Economic Consequences of the East*, CEPR, London 1992.
- Pisani-Ferry, J. / Sapir, A.* (1992): Trade and Transition to the Market: A Survey of the Key Issues, in: *Gros, D. / Pisani-Ferry, J. / Sapir, A., Hg.* (1992), S. 11-30.
- Rosati, D. K.* (1992): Problems of Post-CMEA Trade and Payments, in: *The Economic Consequences of the East*, CEPR, London 1992.
- Selm, G. van / Wagener, H.-J.* (1993): Former Soviet Republics' Economic Interdependence, in: *Osteuropa Wirtschaft*, Nr. 1, S. 1-17.
- Selm, G. van / Dölle, E.* (1993): Soviet Interrepublican Capital Transfers and the Republics' Level of Development 1966-91, in: *Most*, No. 1, S. 133-149.
- Senik-Leygonie, C. / Hughes, G.* (1992): Industrial Profitability and Trade among the former Soviet Republics, in: *Economic Policy*, 15, S. 354-386.
- Vjugin, O. / Vavilov, A.* (1992): Trade Patterns of Soviet Republics after Integration into World Economy, ms., Moskau 1992.
- Wagener, H.-J.* (1993 a): On the Theory and Policy of systemic Change, Heidelberg 1993.  
– (1993 b): Some Theory of systemic Change and Transformation, in: *Wagener, H.-J., Hg.* (1993 a), S. 1-20.
- Walters, A. / Hanke, S. H.* (1992): Currency boards, in: *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. 1, London 1992, S. 558-561.
- World Bank* (1992): *Statistical Handbook. States of the former USSR*, Washington D.C. 1992.