

# Dollar oder Euro für Argentinien?

**Ralf Kronberger**

*Das vor rund 10 Jahren eingeführte Currency Board brachte anfänglich eine wirksame Stabilisierung der argentinischen Wirtschaft. Eine durch das Stabilitätsprogramm bedingte reale Wechselkursaufwertung sowie eine Reihe negativer exogener Schocks resultierten in einem nachhaltigen Beschäftigungsrückgang auf Grund wenig flexibler Löhne und relative immobiler Faktoren; ein Ergebnis, wie es die Theorie der optimalen Währungsgebiete vorhersagt. Das jüngst vorgenommene Wechselkurssplitting mit zusätzlicher Einbindung des Euro verspricht demgemäß noch immer nicht ausreichend Anpassungspotential durch den Wechselkurs. Zudem hat der Euro gegenwärtig nur geringe Chancen, auch annähernd die Rolle des Dollar in Argentinien einzunehmen.*

## Einleitung

Argentinien ist vielen noch für hohe politische und wirtschaftliche Instabilität vor allem während der achtziger Jahre bekannt. Anfang der neunziger Jahre brachte die Einführung eines *Currency Boards* mit dem Dollar, welches durch das Konvertibilitätsgesetz konstitutionalisiert wurde, die lang ersehnte wirtschaftliche Stabilisierung des Landes. Die anfänglich illegale Währungssubstitution des Pesos (früher Austral) durch den Dollar wurde durch das Konvertibilitätsgesetz zum Teil legalisiert. Die Währungssubstitution erfolgte ab diesem Zeitpunkt nicht mehr ausschließlich in der Schattenwirtschaft, sondern fand zusätzlich legalerweise auch im argentinischen Finanzsystem statt. Gerade vor diesem Hintergrund war es für viele überraschend, als im April diesen Jahres der argentinische Wirtschaftsministers Domingo Cavallo ankündigte, den Euro in das *Currency Board* integrieren zu wollen.

## Vorgeschlagene und umgesetzte Wechselkursregime seit Anfang der 90er Jahre

Durch das im April 1991 eingeführten Wechselkurs-basierte Stabilitätsprogramm, dem Konvertibilitätsplan, konnte die Hyperinflation auf eine auch im internationalen Vergleich akzeptable Inflationsrate gesenkt werden (von 1.343% im Jahr 1990 auf 7,4% im Jahr 1993). Das Konvertibilitätsgesetz, die herausragendste Maßnahme des

Konvertibilitätsplans, sah eine Fixierung des Dollars zum argentinischen Peso von 1:1 vor. Der gesamte Geldumlauf in Pesos war grundsätzlich durch Dollardevisen gedeckt. Eine Ausweitung der Geldmenge konnte nur dann stattfinden, wenn zusätzliche Dollar in das Land flossen. Ein derartiges Währungsregime wird auch als *Currency Board* bezeichnet.<sup>1</sup>

Während der ersten Hälfte der 90er Jahre war dieses Wechselkurs- und Währungsregime gemessen am Wirtschaftswachstum bis zum Ausbruch der Mexiko-Krise Anfang des Jahres 1995 sehr erfolgreich. Die sehr schnell erreichte Preisniveaustabilisierung ging mit jährlichen realen Wachstumsraten des BIP von bis zu 10% einher. Unterstützt wurde dieser Boom in Argentinien auch durch ein verhältnismäßig niedriges Zinsniveau in den USA.<sup>2</sup> Durch die Mexiko-Krise, der erste starke exogene Schock auf die argentinische Wirtschaft seit der Stabilisierung, schrumpfte die Wirtschaft real 1995 um 4,1%.

Als sich 1997 eine Erholung der Konjunktur ankündigte (das BIP wuchs um 8,1%), drückte die argentinische Regierung erstmals den politischen Willen aus, eine Währungsunion mit den anderen drei Mercosur-Vollmitgliedern Brasilien, Paraguay und Uruguay einzugehen. Konkretisiert wurde die mögliche Ausgestaltung dieser intendierten Währungsunion allerdings nicht. Brasilien, dessen wirtschaftliche Leistung mehr als doppelt so groß wie jene Argentinien ist und daher innerhalb des Mercosur eine dominierende Rolle innehat, reagierte zurückhaltend auf den argentinischen Vorstoß (Sucesos, 1997). Es sollte lediglich bei der Willenserklärung zur Gestaltung einer einheitlichen Währungsunion bleiben.

Weitere negative exogene Schocks ließen monetäre Integrationsbestrebungen in den Hintergrund rücken. Noch im Herbst 1997 ereigneten sich die

---

<sup>1</sup> Für eine detaillierte Beschreibung des Konvertibilitätsgesetzes siehe Rodríguez (1997). Für eine Kritik und eine Beschreibung der Abweichungen des argentinischen *Currency Boards* von einem klassischen Currency-Board-Modell siehe Williamson (1995).

<sup>2</sup> Bei einer asymmetrischen Wechselkursunion – in diesem konkreten Fall repräsentiert der US Dollar die Ankerwährung – gibt die kleinere Volkswirtschaft große Teile ihrer Souveränität über die Geldpolitik an das Reservezentrum ab. Bei fixen Wechselkursen und offenen Kapitalverkehrskonten ist im Sinne der Zinsparität eine Abweichung vom gegebenen Auslandszins *de facto* nicht aufrechtzuerhalten (Krugman/Obstfeld, 1994).

Südostasienkrise und im Folgejahr die Rußlandkrise. Im Gefolge der Rußlandkrise und angesichts eines hohen Leistungsbilanzdefizit und stark defizitären öffentlichen Haushalten wurde Brasilien dazu gezwungen, im Jänner 1999 den brasilianischen Real auf den Devisenmärkten freizugeben.<sup>3</sup> Die Währungskrise in Brasilien bedeutete zweierlei negative Effekte für Argentinien. Zum einen reagierten die Finanzmärkte mit einem sogenannten *Herdeneffekt*. Eine Krise in Brasilien bewog die Investoren dazu, Argentinien ähnlich zu bewerten, obwohl sich die *Fundamentals* der beiden Länder deutlich unterschieden. Zum anderen belastete die kompetitive Abwertung des Reals gegenüber dem argentinische Peso die Wettbewerbsfähigkeit der argentinischen Produkte im brasilianischen Markt.

Um die Ansteckungseffekte der brasilianischen Währungskrise auf Argentinien in Grenzen zu halten und entsprechend Währungsspekulationen gegen das argentinische *Currency Board* einzudämmen, äußerte der damalige argentinische Präsident *Menem* noch unmittelbar folgend auf die Freigabe des Reals die Intention, Argentinien's Wirtschaft vollständig zu dollarisieren und eine Währungsunion mit den USA eingehen zu wollen. Die Botschaft hinter dieser geäußerten Absicht war, daß Argentinien auf jeden Fall an seinem *Currency Board* festhalten, unter keinen Umständen abwerten werde und sich sogar ernsthaft überlegen würde, sich unwiderruflich dem US-amerikanischen monetären Regime unterzuordnen (sich also nicht die Option offenhalten würde, sich zukünftig eventuell doch noch für ein anderes Währungs- und Wechselkursregime zu entscheiden).

Während all dieser *Emerging-Market-Krisen* verlangsamte sich das argentinische Wirtschaftswachstum sukzessive. Während das argentinische BIP 1997 real um 8,1% wuchs, trat 1998 eine Verlangsamung auf 3,9% ein. 1999 schrumpfte die argentinische Wirtschaft um 2,7%. Im Jahr 2000 schrumpfte das BIP real um 0,5%. Für das Jahr 2001 kündigt sich ein weiterer Rückgang

---

<sup>3</sup> Brasilien konnte seine hyperinflationäre Wirtschaft erst mit der Einführung des *Plan Real* im Jahre 1995 erfolgreich stabilisieren. Der Real bewegte sich innerhalb eines asymmetrischen Bandes, welches ausschließlich Aufwertungen aber keine Abwertungen gegenüber dem US Dollar zuließ (Bacha, 1997, 181).

der Produktion an (Análisis, 2001, 37). In diesem rezessiven Umfeld gab der neu designierte Wirtschaftsminister Cavallo im April 2001 bekannt,<sup>4</sup> das *Currency Board* um den Euro erweitern zu wollen. Diese Modifizierung des *Currency Boards* solle allerdings nur dann stattfinden, wenn der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar mindestens bei 1:1 zu läge (NZZ, 2001).

In abgewandelter Form gelangte diese Ankündigung schon zwei Monate später zur Umsetzung. Mitte Juni 2001 unterschrieb der argentinische Präsident De la Rúa ein Dekret zur Errichtung eines dualen Wechselkursregimes. Grundsätzlich wurde an dem im Jahre 1991 eingeführten *Currency Board* mit dem Dollar festgehalten, lediglich wurde für alle Handelstransaktion ein eigener Wechselkurs eingeführt. Dieser kommerzielle Wechselkurs orientiert sich an einem Währungskorb, welcher zu 50% aus dem Dollar und zu 50% aus dem Euro besteht (ambitoweb, 2001).

### **Das argentinisches Wechselkursregime und die Theorie der optimalen Währungsgebiete**

Die folgende Analyse beleuchtet das *Currency Board* mit dem Dollar und dessen nachgelagerte Modifizierung im Licht der Theorie der optimalen Währungsgebiete (TOW). Es wird dabei offensichtlich, daß weder eine Währungs- noch eine Wechselkursunion des Peso mit dem Dollar im Sinne der TOW nur annähernd optimal ist. Eine zusätzliche Einbindung des Euro bringt zwar eine leichte Verbesserung, ist aber im Sinne der TOW immer noch nicht optimal.

#### Die alte Theorie der optimalen Währungsgebiete

Gemäß Mundell (1961), dem Begründer der Theorie der optimalen Währungsgebiete, kann auf den Wechselkurs als Instrument nur dann verzichtet werden, wenn alternative Anpassungsmechanismen zur Verfügung stehen. Darunter sind im wesentlichen die beiden Faktoren Arbeit und Kapital

---

<sup>4</sup> Cavallo zeichnete 1991 bereits für die Einführung des Konvertibilitätsplanes verantwortlich.

zu verstehen. Arbeitskraftmobilität als Anpassungsmechanismus ist sowohl theoretisch als auch empirisch ein wenig befriedigendes alternatives Instrument. Theoretisch müßten die Arbeitskräfte, wenn Argentinien von einem asymmetrischen negativen Schock betroffen ist, in die USA und den Euroraum auswandern und umgekehrt müßten bei einem positiven Schock diese Arbeitskräfte nach Argentinien zurückströmen. Die Migration müßte also zyklisch ausgerichtet bzw. umkehrbar sein (Buit er , 1995, 30). *De facto* wandern hochqualifizierte argentinische Arbeitskräfte im Sinne eines *Brain Drain* in die USA, nach Kanada und Europa aus, während weniger qualifizierte Arbeitskräfte aus Argentinien in kleinen Nachbarländern einwandern (Maguid, 1997, 3).

Über den Faktor Kapital kann eine Anpassung bei Auftreten eines Ungleichgewichts wesentlich schneller erfolgen als über den Faktor Arbeit. Für den Fall, Argentinien wiese – ausgelöst durch einen asymmetrischen negativen Nachfrageschock – eine negative Leistungsbilanz gegenüber dem Euroland auf, könnte eine Finanzierung dieses Defizits über die europäischen Finanzmärkte erfolgen. Sowohl Euroland, die USA als auch Argentinien<sup>5</sup> verfügen über komplett geöffnete Kapitalmärkte. Die Integration der argentinischen Finanzmärkte mit jenen der USA ist bereits weiter fortgeschritten als jene mit dem Euroland.<sup>6</sup> Eine große Variation an Dollarinstrumenten und der dominante Marktanteil US-amerikanischer Banken in Argentinien sind Ausdruck davon (Ambito Financiero , 1999). Dennoch kann von einer totalen Kapitalmarktintegration Argentinien mit den USA nicht die Rede sein, alleine schon aufgrund abweichender Kapitalmarktregulierungen bzw. -standards (Calomiris/Powell , 2000). Daß der Faktor Kapital schnell realloziert werden kann, bedeutet aber auch, daß Kapital schnell wieder abgezogen werden kann, obwohl es für die Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizits eigentlich gebraucht würde. Die gewährte Frist bei der Finanzierung ist also von Bedeutung. Wenn sich eine Wirtschaft in einer langandauernden Rezession

---

<sup>5</sup> Für eine Aufstellung empirische Tests zur Kapitalmarktöffnung siehe Yeyati/Sturzenegger (1999b).

<sup>6</sup> In Euroland selbst kann noch nicht von einem einheitlichen Kapitalmarkt gesprochen werden (Galati/Tatsonaris , 2001).

befindet und nur eine kurzfristige Finanzierung zur Deckung des Leistungsbilanzdefizits zur Verfügung steht, wird mit starken Beschäftigungsverlusten gerechnet werden müssen.

Neben dem Kriterium der Faktormobilität wird oft jenes der Lohnflexibilität genannt. Wenn die Faktormobilität zur Anpassung nicht ausreicht und der Wechselkurs fixiert ist, kann alternativ bei asymmetrischen negativen Schocks eine Anpassung über die Löhne geschehen. Levi Yeyati/Sturzenegger (1999a) stellen eine sehr hohe Lohnrigidität in Argentinien fest. Für Argentinien ermitteln sie eine Korrelation zwischen Inflation und Nominallöhnen von 1,12. Eine Wechselkursfixierung des Peso bedeutet also, daß bei negativen asymmetrischen Schocks eine etwaige Anpassung nur über die Veränderung der Güterpreise (dem realen Wechselkurs) anstatt über Lohnsenkungen erfolgen kann, was in der Regel stark beeinträchtigend auf die Beschäftigungssituation in einer Volkswirtschaft wirkt.

Zwei weitere sehr prominente Kriterien zur Beurteilung der Optimalität eines Währungsraumes sind die Offenheit einer Volkswirtschaft (McKinnon, 1963) und die Diversifizierung einer Volkswirtschaft (Kenen, 1969). Je offener eine Volkswirtschaft im Sinne gehandelter Güter relativ zur Wirtschaftsleistung eines Landes ist, desto unwirksamer wird das Wechselkursinstrument. Argentinien ist eine verhältnismäßig geschlossene Volkswirtschaft. Die Offenheit der argentinischen Volkswirtschaft beträgt 17,3% gemessen an der Summe aller Importe und Exporte relativ zum BIP. Der Außenhandel mit Euroland macht davon 3,7 Prozentpunkte aus und jener mit den USA 2,7 Prozentpunkte. Der relative Anteil von Euroland an Argentinien's Außenhandel beträgt 21,4%, der der USA 15,6%.

Tabelle 1: **Offenheit Argentiniens gemessen am Verhältnis des Handels zum BIP**

1999	Exporte(X)+Importe(M) (Mill. USD)	(X+M)/BIP (%)
Euroland 12	10.437	3,7
USA	7.610	2,7
Übrige Länder	30.824	10,9
Gesamt	48.871	17,3
Arg. BIP	282.769	

Quelle: IFS Trade Statistics, Instituto Nacional de Estadística y Censos und eigene Berechnungen

Das Kenen-Kriterium geht vom Gesetz der großen Zahlen aus. Je diversifizierte eine Volkswirtschaft ist, umso weniger wird die gesamte Wirtschaft von einem sektorspezifischen Schock getroffen. Der Export von Primärgütern und Brennstoffen macht rund ein Drittel der gesamten Exporte aus. Dadurch ist die argentinische Volkswirtschaft Schocks gegenüber relativ empfindlich, die von den *Commodity Markets* ausgehen. Industriell gefertigte Güter machen etwas weniger als ein Drittel aus. Auf der Importseite repräsentieren Kapitalgüter in Kombination mit Halbfertigwaren mehr als drei Viertel der gesamten Importe. Der hohe Anteil von Primärgütern und landwirtschaftsnaher Produktion läßt Argentinien zumindest von der Exportseite her, im Sinne von Kenen als nicht sehr diversifiziert bezeichnen. Aus dieser Sicht scheint ein flexibler Wechselkurs wünschenswert.

Tabelle 2: **Export- und Importstruktur Argentiniens**

Argentinien Exportstruktur	1999	Argentinien Importstruktur	1999
Primärgüter	22,2%	Kapitalgüter	42,9%
Agroindustrielle Güter	35,1%	Halbfertigwaren	35,7%
Industriegüter	29,8%	Konsumgüter	17,7%
Brennstoffe und Energieträger	12,9%	Fahrzeuge	3,8%

Quelle: Instituto Nacional de Estadística y Censos

All die zuvor angeführten Optimalitätskriterien lassen für Argentinien im Falle asymmetrisch auftretender Schocks ein flexibles Wechselkursregime als günstig erscheinen. In der Vergangenheit vor allem während der 80er Jahre und Anfang der 90er Jahre war Argentinien durch eine Reihe endogener<sup>7</sup> und exogener asymmetrischer Schocks gekennzeichnet. Empirische Studien von Bayoumi/Eichengreen (1992) und Carrera et al. (2000) zeigen darüber hinaus, daß die Konjunkturzyklen Argentiniens stark von jenen der

USA und Europa abweichen.

## Die neue Theorie der optimalen Währungsgebiete

Der Großteil der Optimalitätsindikatoren gemäß der alten Theorie lassen eine Wechselkursunion oder gar eine einheitliche Währung weder mit Euroland noch mit den USA als optimal erscheinen. Die neue Theorie der optimalen Währungsgebiete bringt eine Reihe von neuen Erkenntnissen in die Diskussion mit ein, die die althergebrachten Theorieansätze stark in Frage stellen. Die zwei wesentlichsten Erkenntnisse sind, daß, wenn ein Land sich einer Wechselkurs- oder Währungsunion anschließt, die eine bedeutend niedrigere Inflationsrate aufweist, dieses Land die niedrigere Inflationsrate ohne größere Anpassungsverluste importieren kann (Giavazzi/Pagano, 1988). Die zweite wesentliche Erkenntnis ist, daß, wenn Länder eine Wechselkurs- oder Währungsunion in Kombination mit wechselseitiger Handelsliberalisierung eingehen, über den Zeitablauf ihre Konjunkturzyklen konvergieren. Durch symmetrischere Zyklen innerhalb dieser Union wird das Wechselkursinstrument entbehrlicher.<sup>8</sup>

Die These des Glaubwürdigkeitsimports Argentiniens durch die Wechselkursunion mit den USA wurde in der Literatur ausführlich behandelt. Kiguel (1994) behandelte als einer der ersten Autoren dieses Phänomen. Anhand eines Modells vom Barro-Gordon-Typ kommt er zu dem Schluß, daß Argentinien mit der Einführung des *Currency Boards* die Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung gegenüber wechselkursbasierten Stabilitätsprogrammen (z.B. *Martinze-de-Hoz Stabilisierung* und *Plan Austral*) in der Vergangenheit deutlich erhöhen konnte. Die niedrige US-Inflation konnte binnen kurzer Zeit *importiert*, die Zinsen konnten drastisch gesenkt werden. Der

---

<sup>7</sup> Eine Vielzahl der aufgetretenen endogenen Schocks sind auf schlechtes makroökonomische Management in der Vergangenheit zurückzuführen.

<sup>8</sup> Diese Hypothese ist für Argentinien empirisch schwer überprüfbar, da es das *Currency Board* erst seit etwas mehr als 10 Jahre gibt und es bisher zu wenig Konjunkturzyklen gab, als daß man vernünftige ökonometrische Verfahren einsetzen könnte. Weiters ist zu bemerken, daß Euroland und Argentinien keine geographischen Nachbarn sind und daher die Erklärung hohe Gültigkeit besitzt, daß auf Grund relativ höherer Transportkosten weniger Handel zustanden kommt als zwischen wirtschaftlich integrierten Nachbarländern.



Glaubwürdigkeitsgewinn entstand dadurch, daß das Konvertibilitätsgesetz Verfassungsrang besitzt und nur mit parlamentarischer Mehrheit wieder aufgehoben werden kann. Sobald also das Parlament eine Wechselkursänderung auch nur diskutierte, würden sich sofort Abwertungserwartungen formieren und entsprechend die Effektivität einer solchen Abwertung wirkungsvoll untergraben.

## **Diskussion**

Die Analyse des *Currency Boards* im Rahmen der TOW würde für einen flexiblen Wechselkurs anstatt des *Currency Boards* sprechen. Eine sehr hohe Bewertung des fixierten Peso-Dollar-Wechselkurses deutet auf eine Bestätigung der Erkenntnisse aus der TOW. Weiters manifestiert sich der starke Einfluß des Dollars auf die argentinische Wirtschaft nicht nur durch eine Fixierung des Außenwertes des Peso am Dollar, sondern auch durch das Phänomen der Dollarisierung. Ist es abwegig anzunehmen, daß die Dollarisierung teilweise durch eine Euroisierung verdrängt wird?

Ist der argentinische Peso überbewertet?

Abwertungserwartungen können u. a. über zwei Wege wirken: (1) Die Auslandsinvestoren wurden durch zunehmende fiskalische Ungleichgewichte in einem deutlich rezessiven Umfeld unruhig, weil sie eine Zahlungsunfähigkeit seitens der öffentlichen Haushalte befürchten (Economist, 2001). (2) Der Peso wertete real gegenüber dem Dollar und zusätzlich nominell gegenüber anderen Währungen so stark auf, daß dies kaum durch Produktivitätssteigerungen gerechtfertigt scheint.

Die Auslandsschuld Argentiniens ist für einen *Emerging Market* verhältnismäßig groß. Im Jahr 2000 belief sich die Auslandsschuld auf geschätzte 51,2% vom BIP bzw. 147.2 Mrd. USD. Die Staatsschuld belief sich im gleichen Jahr auf 50,8% des BIP. Davon waren 30,1 Prozentpunkte Auslandsschuld. Die öffentlichen Haushalte waren von 1997 bis 2000 konstant im Minus. Die

jeweiligen Defizite beliefen sich auf 2,1%, 2,1%, 4,2% und 3,6% (IMF, 2001, 33). Im Sinne von Maastricht würden solche Zahlen nicht außerordentlich besorgniserregend erscheinen, doch im Kontext eines *Emerging Markets* mit einem verhältnismäßig hohem Anteil an Auslands(neu)verschuldung, der sich darüber hinaus in einer anhaltenden Phase der Rezession befindet, werden Investoren zunehmend unruhiger und Abwertungserwartungen steigen. Kapitalabfluß und eine deutliche Verschlechterung der Bedingungen für eine Neuaufnahme von Schulden sind die Folge.<sup>9</sup>

Das Konvertibilitätsgesetz wurde mit der Zielsetzung geschaffen, das Preisniveau durch die Wechselkursfixierung rasch und nachhaltig zu senken. Im Gefolge der Fixierung des nominellen Wechselkurses kam es allerdings zu einer bedeutsamen Aufwertung des realen Peso-Dollar-Wechselkurses, weil es noch eine beträchtliche Residualinflation in den Jahren 1992 und 1993 gab. Vom Zeitpunkt der Einführung des Konvertibilitätsgesetzes bis Ende 1993 betrug die reale Aufwertung des Pesos 30,05%. Dieses Phänomen kann bei wechselkursorientierten Stabilisierungsprogrammen oft beobachtet werden. Die Preise im Nichthandelbaren-Güter-Sektor steigen stärker an, als im Handelbaren-Güter-Sektor, weil in diesem die Löhne aufgrund der höheren Produktivität – teilweise begründet durch die mit dem Konvertibilitätsplan einhergehenden Öffnung des argentinischen Handels – weniger ansteigen als im Nichthandelbaren-Güter-Sektor.<sup>10</sup> Ein relativ stärker ansteigendes Preisniveau bei den nichthandelbaren Gütern ist die Folge. Dieser beschriebene Effekt wird in Abbildung 1 deutlich. Die Schere zwischen dem nominellen und realen Peso-DM-Wechselkurs öffnet sich sehr deutlich in den ersten beiden auf die Stabilisierung folgenden Jahren. Ab 1994, nach Abklingen der Residualinflation, bewegten sich realer nomineller Wechselkurs parallel und spiegeln damit lediglich die Aufwertung des Pesos gegenüber der DM aufgrund der DM-Dollar-Wechselkursentwicklung wider. Argentiniens Exporteure waren somit in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zuerst bei gedämpften Wachstum, welches in eine Rezession überging, zusätzlich durch eine nicht

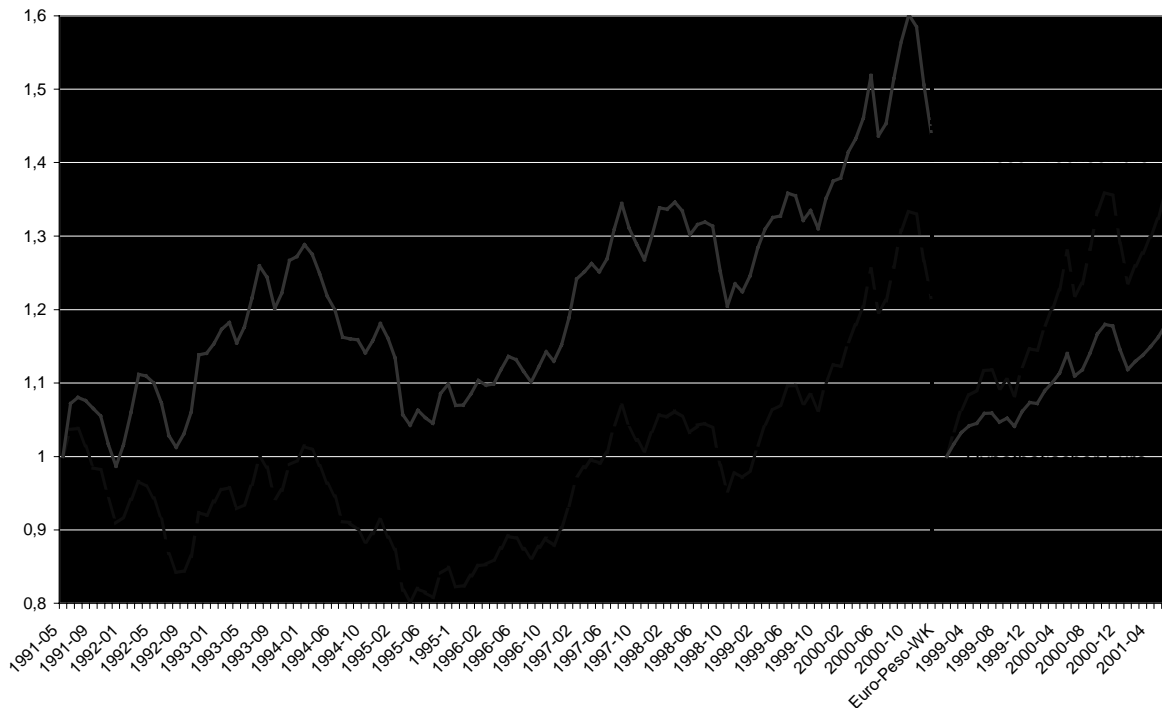
---

<sup>9</sup> Das Leistungsbilanzdefizit betrug 12,4% im Jahre 1999 und 9,3% im Jahr 2000.

<sup>10</sup> Obstfeld/Rogoff (1999, 209f.) bezeichnen dieses Phänomen als *Baumol-Owen-effect*.

durch die argentinische Wirtschaft selbst verursachte relative Teuerung ihrer Produkte u.a. gegenüber Euroland benachteiligt.

Abbildung 1: **Realer und nomineller DM-Peso-Wechselkurs und hypothetischer Dollar-Peso-Handelswechselkurs**



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von economagic.com, Deutsche-Bundesbank- und Cepal-Daten

## Läßt die Dollarisierung noch Platz für den Euro?

Neben der Fixierung des Außenwertes des Peso mit dem Dollar spielt die amerikanische Währung eine große Rolle im argentinischen Währungssystem selbst. Der Bargeldumlauf von Dollarnoten wird in Argentinien auf rund 7–14% des BIP geschätzt. Im Vergleich dazu belief sich der argentinische Bargeldumlauf auf rund 6% des BIP im Referenzjahr 1997. Die Dollarisierung im argentinischen Finanzsystem allgemein ist ebenfalls beträchtlich. Dollareinlagen, -kredite und Schuldinstrumente haben in der Regel eine größere Bedeutung als vergleichbare Peso-notierte Instrumente.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Für eine etwas ausführlichere empirische Analyse der Dollarisierung Argentiniens und eine Diskussion betreffend die Hysterese der Dollarisierung siehe Kronberger (2001, 210ff.).

Die Ursache der Dollarisierung ist verhältnismäßig leicht festzustellen. In Zeiten der Hyperinflation flüchteten die Marktteilnehmer in eine harte Währung, um von deren Geldwertstabilität profitieren zu können. Schwieriger wird es mit der Erklärung der Hysterese von Dollarisierung. Häufig findet man in der Literatur die Erklärung, daß sobald sich ökonomische Akteure an den Umgang mit einer Währung gewöhnt hatten und ein günstigeres Instrumentarium in dieser Währung vorlag, sie keine Veranlassung sahen, wieder auf die vermehrte Verwendung der heimischen Währung zurückzugreifen (nachfrageseitige Erklärung). Zudem können institutionelle und legale Rahmenbedingungen zur Verwendung einer Zweitwährung führen. In Argentinien besitzt der US-Dollar durch das Konvertibilitätsgesetz den Status eines halblegalen Zahlungsmittels, weil das Gesetz ausdrücklich vorsieht, daß Verträge auch in Dollarwährungen abgeschlossen werden, und es erlaubt ist, Dollar-notierte Rechnungen auszustellen. Einen dritte ebenfalls angebotsseitige Erklärung könnte darin zu sehen sein, daß der argentinische Finanzsektor sich zu einem großen Teil unter sehr starkem US-amerikanischen Einfluß befindet und daher von dieser Seite das Interesse sehr groß ist, Dollar-notierte Instrumente anzubieten.

Dem steht eine derzeit noch *virtuelle Währung* gegenüber, der Euro, welcher erst mit Beginn des Jahres 2002 als Bargeld zur Verfügung steht. Vor der Einführung des Euro übernahm die Deutsche Mark parallel zum Dollar in den ost- und mitteleuropäischen Länder (MOEL) die Rolle einer substituierenden harten Währung. Mit der Ankündigung, den Euro ab Anfang des Jahres 2002 zusätzlich als Bargeld einzuführen, stieg in den MOEL die Nachfrage nach Dollar-Valuten zu Lasten der DM-Nachfrage (Sinn, 2001). Zwei vordergründige Erklärungen dafür sind denkbar: (1) Man ist nicht weiter bereit, die DM zu halten, weil sie gegenüber dem US-Dollar als weniger wertbeständig eingestuft wird.<sup>12</sup> (2) Ein Teil der DM-Barbestände repräsentiert Schwarzgeld, welches bei Tausch der DM gegen Euro bei den Banken deklariert werden müßte.

---

<sup>12</sup> Für mögliche Erklärungsansätze der Euroschwäche siehe beispielsweise Sinn/Westermann (2001), Scharrer (2000), Hinze (2000).

Kurzfristig dürfte also keinesfalls mit einer Verdrängung des Dollars durch den Euro im argentinischen Währungssystem zu rechnen sein (noch weniger bei Bargeld als bei Finanzinstrumenten). Wenn mittelfristig eine vielleicht teilweise Verdrängung der Dollarisierung durch eine Euroisierung angestrebt wird, könnte dies am ehesten durch die institutionelle Angebotsseite forciert werden. Wenn die öffentliche Hand Regeln aufsetzt, welche Währung für bestimmte Finanztransaktionen, beispielsweise jene zwischen Marktteilnehmer und Staat, einzusetzen sei, ist eine zumindest teilweise Rückführung der Dollarsubstitution möglich. Es ist allerdings wichtig, näher zu betrachten, um welche Art der Substitution es sich dabei handelt. Bei Substitution des Bargelds, hat dies Auswirkungen auf die Seignorage. Bei Substitution von Finanzinstrumenten (z.B. Kredite, Einlagen und Schuldinstrumente) sind Aspekte der Kapitalmarkttiefe der substituierenden Währung in Betracht zu ziehen. Sind beispielsweise mehr und bessere Dollar-notierte Instrumente verfügbar, werden die Marktteilnehmer wenig Grund haben, Instrumente in einer anderen Währung (z.B. dem Euro) vermehrt nachzufragen.

### **Abschließende Bemerkung**

Die Anwendung der alten TOW führt zu der Empfehlung, weder mit dem Dollar noch mit dem Euro eine Wechselkursunion einzugehen. Die neue Theorie berücksichtigt u. a. den vorteilhaften Glaubwürdigkeitsimport durch eine Wechselkursunion, welcher anfänglich durch das *Currency Board* mit dem Dollar auf jeden Fall gegeben war. Ob eine Wechselkursunion zu einer Konvergenz der beteiligten Zyklen führt, kann nach der verhältnismäßig kurzen Dauer dieses Regimes noch nicht beurteilt werden.

Die Intention der Ankündigung des argentinischen Wirtschaftsminister Cavallo, das aktuelle *Currency Board* auf einen Währungskorb mit Euro und Dollar zu erweitern, war auf jeden Fall klar. Durch die Einbindung des Euro in die Bestimmung des Peso-Wechselkurses sollte etwas Anpassungsspielraum für die eindeutig überbewertete argentinische Währung geschaffen werden.

Zudem repräsentiert ein Währungskorb aus Euro und Dollar die Außenhandelsstruktur Argentiniens etwas besser als nur der Dollar. Die tatsächliche Umsetzung und das Timing dieser Maßnahme waren eher überraschend. Die Wahl eines dualen Wechselkursregimes anstatt eines einheitlichen an einem Korb fixierten Wechselkurses dürfte die Marktteilnehmer zunehmend verunsichert haben, weil die Marktregeln einerseits wesentlich komplizierter wurden und deren Glaubwürdigkeit<sup>13</sup> möglicherweise stärker angezweifelt wird. Der Zeitpunkt des Wechselkurssplitting überrascht ebenfalls. Der Euro ist *de facto* noch eine *virtuelle Währung*, die dadurch selbst (noch) etwas an Glaubwürdigkeit vermissen läßt. Als *virtuelle Währung* existiert der Euro schon etwas länger als eineinhalb Jahre. Aus Wettbewerbsgründen wäre es rein theoretisch sinnvoll gewesen, das Wechselkurssplitting schon viel früher einzuführen, als es schon absehbar war, daß der Euro gegenüber dem Dollar stark nachgeben würde. Hätte man theoretisch das Wechselkurssplitting mit Stichtag der Einführung des Euro Anfang 1999 durchgeführt, hätte der kommerzielle Peso um knapp 18% gegenüber dem Dollar nominell abgewertet (vgl. rechte Hälfte Abbildung 1). Hätte der Glaubwürdigkeitseffekt des Splitting anstatt des Preiseffekts dominieren sollen, wäre es vermutlich sinnvoll gewesen, bis zur Bargeldausgabe des Euro Anfang des Jahres 2002 abzuwarten. Man hätte eventuell von einem Wechselkurssplitting zugunsten eines einfach fixierten Wechselkurses, der an einem Währungskorb fixiert ist, absehen können.

Grundsätzlich ist der Konsens breit, daß der argentinische Peso deutlich überbewertet ist. Mittelfristig scheint daher ein Ausstieg aus einem reinen Peso-Dollar-*Currency Board* zielführend zu sein, weil eine Anpassung über die relativen Güterpreise nur sehr langsam vorangeht und sich sehr negativ auf die Beschäftigung eines Landes auswirkt. Das kürzlich implementierte Wechselkurssplitting dürfte einen Schritt in diese Richtung darstellen. Die

---

<sup>13</sup> Duale Wechselkursregime wurden in der Vergangenheit häufig von Entwicklungsländern eingesetzt und waren durch Instabilität und wenig Transparenz gekennzeichnet (Edwards, 1989). Einfachere Politikregeln für ein Währungs- und Wechselkursregime, wie beispielsweise jene eines *Currency Boards* haben vorwiegend für Entwicklungsländer den Vorteil, eine höhere Transparenz in einem von häufigen endogenen und exogenen Schocks gekennzeichneten Umfeld zu gewährleisten (Eichengreen/Masson, 1998).

Durchführung, das Timing und die Zielsetzung des vorgenommenen Wechselkurssplitting sind diskussionswürdig und lassen einige Fragen offen. Um im Sinne von Eichengreen/Masson (1998, 8) zu argumentieren, käme es der Stabilität einer Volkswirtschaft zugute, wenn der Ausstieg aus einem *Super-fix* durch ein *Currency Board* sorgfältig geplant und glaubwürdig angekündigt ist und idealerweise nicht unter hohem Druck stattfindet, um ein allzu starkes Überschießen bei der Abwertung zu vermeiden. Daß ein solches Vorgehen idealtypisch ist und meist nicht der Realität entspricht, ist dem Autor durchaus bewußt.

## Literatur

- Ambito Financiero* (1999), Crece el número demorosos en bancos, *Ambito Financiero*, <<http://www.ambitofinanciero.com>> (22.02.99).
- ambitoweb* (2001), De la Rúa firmó decreto de nuevo tipo de cambio, <<http://www.ambitoweb.com>> (19.06.2001).
- Análisis* (2001), Apéndice Estadístico 17, Universidad del CEMA, Buenos Aires.
- Avila, J. (1997), Convertibilidad – Fundamentación y funcionamiento, CEMA Instituto Universitario, Buenos Aires.
- Bacha, L. (1997), Plano Real – Ums segunda Avaliação, in: IPEA/CEPAL, 177–204.
- Bayoumi, T./Eichengreen, B. (1993), One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World, CIDER WP C93-030, Berkeley CA.
- Buiter, W. (1995), Macroeconomic Policy During a Transition to Monetary Union, CEPR DP 1222, London.
- Calomiris, C./Powell, A. (2000), Can Emerging Market Bank Regulators Establish Credible Discipline? The Case of Argentina: 1992–1999, NBER WP 7715, Cambridge MA.
- Carrera, J. et al. (2000), Dollarization as an alternative for Latin American countries: its effects on real volatility, Documento Técnico CACES 1, CACES-UBA, Buenos Aires.
- Economist* (28.04.2001), Cavallo's crunch, 87f.
- Edwards, S. (1989), Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries, Cambridge MA.
- Eichengreen, B./Masson, P. (1998), Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility, IMF Occasional Paper 168, Washington DC.
- Galati, G./Tsatsaronis, K. (2001), The impact of the euro on Europe's financial markets, BIS WP 100, Basel.
- Giavazzi, F./Pagano, M. (1988), The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility, *European Economic Review* 32, 1055–1082.
- Hinze, J. (2000), Does a weak Euro Signify Poor Competitiveness of the Euro Zone?, *Intereconomics* 35/4, 183–190.
- IMF (2001), Argentina: Third Review Under the Stand-By Arrangement, Request for Waivers and Modification of the Program-Staff Report and News Brief on the Executive Board Discussion, IMF Country Report 01/90, Washington DC.
- IPEA/CEPAL (1997), O Plano Real e outras experiencias internacionais de estabilizacao, IPEA/CEPAL, Brasilia.
- Kenen, P. (1969), The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, In: Mundell/Swoboda, 41–60.
- Kiguel, M. (1994), The Argentine Convertibility Plan: Is stabilization for real?, Instituto y Universidad Torcuato Di Tella WP 25/1994, Buenos Aires.
- Kronberger, R. (2001), Do the Mercosur Countries Form an Optimum Currency Area?, Dissertation, Universität Innsbruck.

- Krugman, P./Obstfeld, M. (1994), International economics: theory and policy,<sup>3</sup> New York.*
- Levi Yeyati, E./Sturzenegger F.(1999b), The Euro and Latin America II: Implications of the Euro for Latin America's Financial and Banking Systems, Mimeo, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.*
- Levi Yeyati, E./Sturzenegger, F.(1999a), The Euro and Latin America III: Is EMU a Blueprint for Mercosur?, Mimeo, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.*
- Maguid, A. (1997), Migration and Labour Market in Argentina: The Metropolitan Buenos Aires Case Conference, Paper presented at Conference on International Migration at Century's end: Trends and Issues, May 7-11, 1997, Barcelona, Mimeo, INDEC, Buenos Aires.*
- McKinnon, R. (1963), Optimum Currency Areas, American Economic Review 53, 717-725.*
- Mundell, R. (1961), A Theory of Optimum Currency Areas, American Economic Review 51/4, 657-665.*
- Mundell, R./ Swoboda, A. (1969), Monetary Problems of the International Economy, Chicago IL.*
- NZZ – Neue Zürcher Zeitung (17.04.2001), Argentinien hofft auf baldige Reaktivierung – Möglichkeiten und Grenzen der Maßnahmen, 10.*
- Obstfeld, M. /Rogoff, K. (1999), Foundations of International Macroeconomics,<sup>4</sup> Cambridge MA.*
- Rodriguez, C. (1997), Antecedentes, plan y ley de convertibilidad, in: Avila, 91-98.*
- Scharrer, H. (2000), Reasons for the Weak Euro, Intereconomics 35/5, 205-206.*
- Sinn, H. (2001), The euro's costly limbo, Financial Times, <<http://www.ft.com>> (4.4.2001).*
- Sinn, H./Westermann, F. (2001), Why Has the Euro Been Falling? An Investigation into the Determinants of the Exchange Rate, Paper presented on the Workshop on *Exchange Rate and Monetary Policy Issues*, Institute for Advanced Studies, Vienna (April 19-20, 2001).*
- Sucesos (1997), Profundización del Mercosur: Se piensa en la moneda regional, Sucesos de la Integración 216, 7.*
- Williamson, J. (1995), What Role for *Currency Boards*?, Policy Analyses in International Economics 40, Institute for International Economics, Washington DC.*

## **Abstract**

### The dollar or the euro for Argentina?

10 years ago Argentina implemented a currency board that led to a successful stabilization of the Argentinean economy. The resulting real appreciation of the Argentinean peso followed by a series of negative exogenous shocks to the Argentinean economy paved the way for a deep recession, as predicted by the optimum currency area theory. The recently introduced exchange rate splitting by the additional inclusion of the euro will not provide sufficient room for exchange rate adjustment. Further will the euro in the near future not adopt a similar role to the dollar in the Argentinean economy.