

Volltexte

Kommentar Financial Times Deutschland (leicht abgeändert erschienen am 19.11.01)

Ausweg aus der Währungsfall

Argentinien sollte seine Dollar-Schulden in Peso umwandeln und an die Entwicklung des Wechselkurses binden

Als Brasiliens Währung vor drei Jahren kippte, schien dies die Krisenanfälligkeit einer gelockerten Währungsanbindung zu bestätigen. Argentinien dagegen galt mit seinem rigiden Currency Board als Paradebeispiel dafür, dass es möglich ist, mittels eines fixen Währungsregimes für Geldwertstabilität zu sorgen.

Doch von Stabilität ist in Argentinien inzwischen nicht mehr viel zu spüren. Mit dem von Wirtschaftsminister Domingo Cavallo jetzt verkündeten Quasi-Moratorium ist offenkundig geworden, dass die argentinische Variante der festen Dollar-Anbindung, die mit einer enorm hohen Auslandsverschuldung erkaufte war, nicht auf Dauer zu halten ist. Nur ist keine weiche Landung in Sicht: Entweder gibt Argentinien sein Currency Board auf und wertet ab, was die ökonomische Krise noch einmal dramatisch verschärfen würde. Oder man geht den entgegengesetzten Weg und setzt auf die vollständige Dollarisierung der Ökonomie - ein erneutes de facto-Moratorium auf die Auslandsschuld wäre dann unvermeidlich.

Oder gibt es die weiche Landung doch? Entdollarisierung ist das Zauberwort, das nun ausgerechnet der Harvard-Professor Ricardo Hausmann, der noch vor zwei Jahren als Chefökonom der Interamerikanischen Entwicklungsbank (IDB) die Dollarisierung als Entwicklungsoption für Lateinamerika pries, in die Debatte geworfen hat. Kern der Idee ist es, die in Dollar ausgegebenen Staatsschuldtitel Argentiniens 1:1 in Peso-nominierte Bonds umzuwandeln, deren Wert per Indexierung an die laufende Inflationsrate gebunden ist. Parallel dazu soll der Wechselkurs freigegeben und die Zentralbank einem festem Inflationsziel verpflichtet werden.

Die Eleganz des Vorschlags besteht darin, dass die offensichtlich unvermeidbare Abwertung realisiert werden könnte, ohne dabei eine tiefe Schuldnerkrise auszulösen. Fraglich allerdings ist, ob die Gläubiger eine solche Variante akzeptieren. Denn das Ausmaß des faktischen Wertverlusts ihrer Anleihen bleibt unklar - es hängt davon ab, wie sich bei freiem Wechselkurs der Wert des argentinischen Peso bis zum Ende der Laufzeit der Schuldtitel entwickelt.

Deshalb werden trotz Inflationsziel und guter Absichten wohl wenige darauf vertrauen, dass der Peso nach der zu erwartenden Maxi-Abwertung mit der Zeit seine Parität zum Dollar wieder gewinnt. Wenn sich die Gläubiger schon dazu gezwungen sehen, sich auf eine Entdollarisierung der argentinischen Schulden einzulassen, dann scheint es weitaus wahrscheinlicher, dass sie eine Indexierung der Bonds nicht an die Inflationsrate, sondern an den Wechselkurs einfordern werden. Genau dies ist das brasilianische Modell. Das Land hat einen erheblichen Teil seiner Staatsschulden an den Wechselkurs gebunden und konnte damit bis heute den Dollarisierungsgrad der Ökonomie weitaus geringer halten als alle anderen Länder der Region.

Im Unterschied zu einer Inflationsindexierung löst eine an den Wechselkurs indexierte Verschuldung jedoch nicht das Problem, dass jede Abwertung der Währung eine Aufwertung der - in Argentinien mit 150 Mrd. US-Dollar immens hohen - Auslandsverschuldung bedeutet. Dennoch böte die Entdollarisierung der Schuld einen Vorteil: Die Refinanzierung des Staatshaushalts würde in Peso erfolgen, und so ist es nicht der internationale Kredit- und Kapitalmarkt, der über das Limit der Finanzierung und damit über die Zahlungsfähigkeit von Fiskus und Nation entscheidet, sondern der einheimische Markt, den die Zentralbank stützen kann.

Zumal die Binnenverschuldung des argentinischen Staates für sich genommen kein allzu dramatisches Problem ist. Sie beläuft sich derzeit auf rund 50 Prozent des Bruttoinlandsprodukts - selbst wenn man die Kriterien des Maastrichter Vertrags anlegt, bliebe Luft für einen Anstieg des Schuldenbestands.

Dennoch würde eine solche Entdollarisierung noch längst nicht zu einer tragfähigen

Entwicklungsstrategie für Argentinien führen. Denn die Verwandlung der Dollarschulden in Als-Ob-Dollarschulden verlagert den Fokus der Krise zwar weg von der Zahlungsbilanz, aber hin zum öffentlichen Haushalt. Auch dies zeigt das Beispiel Brasilien nur allzu deutlich: die Abwertung im Jahr 1999 hat den brasilianischen Staat eine Erhöhung seiner Inlandsschulden von 10,5 Prozent des BIP gekostet; die nochmalige Entwertung des Real in diesem Jahr stellt die öffentlichen Haushalte erneut vor eminente fiskalische Probleme, die mit immer neuen Sparprogrammen gelöst werden müssen.

Stimmen die Gläubiger dem Vorschlag zu, hätte Argentinien zwar ein Stück seiner geldpolitischen Autonomie wieder - doch erst wenn die fiskalischen Probleme dauerhaft beseitigt werden, kann die Geldpolitik wieder Spielraum zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Landes gewinnen und so das Risiko zukünftiger Währungskrisen bannen.

[IHK-Home](#)