

## Wirtschaftspolitischer Handlungsspielraum im Zeitalter der Globalisierung. Eine empirische Untersuchung am Beispiel von Währungskrisen\*

Thomas Sattler · Stefanie Walter

**Zusammenfassung:** In diesem Artikel wird die weit verbreitete Ansicht untersucht, dass Währungskrisen geradezu beispielhaft den durch die Globalisierung geschwundenen Handlungsspielraum der nationalen Politik symbolisieren. Wir zeigen, dass Regierungen trotz spekulativen Drucks durchaus verschiedene Handlungsoptionen haben. Ob sich Regierungen dem Druck der Finanzmärkte beugen oder nicht, ist dabei nicht nur eine Frage der ökonomischen Rahmenbedingungen, sondern auch eine Frage politischer Erwägungen. Politische Interessen, Institutionen und Ereignisse beeinflussen den Ausgang einer Währungskrise signifikant. Unsere Ergebnisse zeigen, dass Politik auch in stark internationalisierten Politikbereichen, wie der Geld- und Währungspolitik, eine nicht unbedeutende kurzfristige Handlungsautonomie hat.

**Schlagwörter:** Wirtschaftlicher Handlungsspielraum · Währungskrisen · Wechselkurse · Politische Ökonomie

**Abstract:** This article assesses the popular view that currency crises represent a prime example of the constraints that globalization imposes on governments' policy autonomy. We show that governments in fact have the possibility to respond to speculative pressure in different ways. Whether or not policymakers succumb to this pressure is not solely determined by economic factors but also a question of political considerations. Political preferences, institutions, and events

---

Dr. Thomas Sattler (✉)  
New York University, Department of Politics, New York, NY, 10012, USA,  
E-Mail: tsattler1@gmx.com

Dr. Stefanie Walter (✉)  
Weatherhead Center for International Affairs, Harvard University,  
1737 Cambridge Street, Cambridge, MA, USA  
E-Mail: swalter@wcfa.harvard.edu

---

\*Wir bedanken uns für die hilfreichen Kommentare von Jörg Faust, Simon Hug und den Teilnehmern der 2. Offenen Sektionstagung der DVPW-Sektion Internationale Politik am 13.–14. Juli 2007 in Darmstadt. Diese Arbeit wurde vom Schweizerischen Nationalfonds (Fonds 101412-101692/1) und der ETH Zürich (Fonds 0-20206-04) finanziell unterstützt. Beide Autoren haben zu gleichen Teilen zu diesem Aufsatz beigetragen.

significantly affect policy responses to currency crises. Our results suggest that national governments retain substantial short-run policy autonomy even in highly internationalized policy areas such as monetary and exchange rate policy.

**Keywords:** Room to Manoeuvre · Currency Crises · Exchange Rates · Political Economy

## 1. Fragestellung

Wie groß ist der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum der nationalen Politik in einer globalisierten Welt? In der Politikwissenschaft ist diese Frage heiß umstritten (Berger 2000; Grande/Risse 2000; Schirm 2006). Auf der einen Seite stehen Globalisierungsskeptiker, die in der fortschreitenden Globalisierung eine Bedrohung für die Handlungsfähigkeit des Staates sehen (z. B. Strange 1996; Genschel 2002; Sattler et al. 2008). Die andere Seite argumentiert dagegen, dass die Globalisierung keineswegs zu einem Zerfall der Autonomie des Staates führt, sondern dass nationale politische Faktoren weiterhin die Politik entscheidend beeinflussen (z. B. Ganghof 2004).<sup>1</sup> Dass die Globalisierung zumindest langfristig einen Effekt auf fast jedes denkbare Politikfeld hat, scheint dabei unbestritten. Unklar bleibt jedoch, als wie hoch der Handlungsspielraum der Politik vor allem kurz- und mittelfristig eingeschätzt werden kann.

Die politikwissenschaftliche Forschung hat diese Frage bisher in erster Linie für solche Bereiche untersucht, in denen vor allem langfristige Effekte der Globalisierung zu erwarten sind – Beispiele sind die Fiskal- und Sozialpolitik (Rodrik 1998; Genschel 2000; Garrett/Mitchell 2001; Swank/Steinmo 2002; Sattler et al. 2007) und die staatliche Regulierung (Bernauer 2000; Simmons 2001; Busch 2003). Im Gegensatz zu dieser Literatur werden in diesem Artikel zwei Politikfelder untersucht, in denen die Globalisierung ihre Wirkung nicht nur langfristig, sondern auch kurzfristig besonders stark entfaltet: die Geld- und die Währungspolitik. Als politischen Handlungsspielraum definieren wir dabei nach Andrews (1994) die Menge möglicher Handlungsoptionen, die politische Entscheidungsträger umzusetzen in der Lage sind. Im Bereich der Währungspolitik bedeutet ein großer Handlungsspielraum beispielsweise die Fähigkeit, ein beliebiges Währungsregime zu wählen und beizubehalten.

Durch die zunehmende Integration der internationalen Finanzmärkte ist Kapital heute wesentlich mobiler als noch vor dreißig Jahren, sodass oft argumentiert wird, dass der politische Handlungsspielraum im Bereich der Geld- und Währungspolitik merkbar kleiner geworden sei. Angesichts hoher Kapitalmobilität können Regierungen beispielsweise nur noch jeweils eines dieser beiden Politikfelder aktiv beeinflussen, nicht jedoch beide gleichzeitig (siehe z. B. Frieden 1991). Dabei haben Geld- und Währungspolitik keineswegs eine geringe politische Bedeutung. Sowohl die Zinsrate als auch der Wechselkurs haben einen maßgeblichen Einfluss auf die wirtschaftliche Aktivität eines Landes. Zins- und Wechselkursschwankungen haben starke wohlfahrtsstaatliche Auswirkungen und bergen somit potenziellen politischen Sprengstoff in sich.

---

<sup>1</sup> Ein dritter Forschungsstrang argumentiert, der Einfluss internationaler Finanzmärkte auf die nationale Politik sei stark, aber auch begrenzt (Mosley 2000).

Um das Ausmaß des kurz- und mittelfristigen Handlungsspielraums zu untersuchen, konzentrieren wir uns auf Situationen, in denen die Kräfte der Globalisierung besonders stark wirken, gleichzeitig aber auch der Anreiz für politisch motivierte Handlungen besonders hoch ist, nämlich auf Währungskrisen. Währungskrisen sind Episoden, in denen die Währung eines Landes unter spekulativen Druck gerät, weil sowohl inländische als auch ausländische Marktteilnehmer die einheimische Währung verkaufen und so durch die sinkende Nachfrage Abwertungsdruck entsteht (Chiu et al. 2008).<sup>2</sup> Solcher Druck entsteht, wenn an den Finanzmärkten zunehmend der Verdacht aufkommt, eine Regierung könne oder wolle ihren Wechselkurs nicht länger auf dem bisherigen Niveau halten.<sup>3</sup> Auf diesen Märkten werden jeden Tag so hohe Summen fast aller Währungen ver- und gekauft, dass Finanzmarktakteure in der globalisierten Finanzwelt nach Meinung einiger Autoren die Fähigkeit haben, die Handlungsfähigkeit der nationalen Politik massiv zu beschneiden. So schreibt beispielsweise Ohmae (2000: 208), wirklich globale Kapitalmärkte würden die Fähigkeit von Staaten, ihren Wechselkurs kontrollieren oder ihre Währung schützen zu können, verkümmern lassen. Andere Autoren weisen jedoch darauf hin, dass auch angesichts hoher Kapitalmobilität die Verteidigung fester Wechselkurse zumindest technisch möglich sei (Obstfeld/Rogoff 1995).

Um zu untersuchen, wie groß der Handlungsspielraum von Regierungen bei Währungskrisen tatsächlich ist, gehen wir in drei Schritten vor. In einem ersten Schritt (Abschnitt 2) untersuchen wir, ob es angesichts von Währungskrisen überhaupt einen Handlungsspielraum gibt. Wir diskutieren zunächst, welche Handlungsoptionen Regierungen angesichts von Währungskrisen haben und wie die globalisierten Finanzmärkte diese Optionen beschneiden können. Anhand einer quantitativen Analyse von 191 Währungskrisen zeigen wir dann, dass solche Krisen nicht unweigerlich zu einer Abwertung der Währung führen, sondern dass Regierungen durchaus die Möglichkeit haben, sich spekulativem Druck zu widersetzen und die Währung zu verteidigen. Nur etwa jede zweite spekulative Attacke endet in einer Abwertung. In Abschnitt 3 untersuchen wir dieses Ergebnis genauer, indem wir analysieren, ob dieser Handlungsspielraum nur von ökonomischen oder auch von politischen Faktoren bestimmt wird. Zu diesem Zweck beleuchten wir mithilfe von *Duration*- und *Probit*-Modellen, inwieweit wirtschaftliche und politische Variablen den Ausgang von spekulativen Attacken erklären können. Die Ergebnisse zeigen, dass politische Variablen trotz der gewachsenen Macht der internationalen Finanzmärkte einen statistisch signifikanten Einfluss auf die nationale Währungspolitik in Krisenzeiten haben. In einem letzten Schritt (Abschnitt 4) zeigen wir, dass das Ausmaß dieses kurzfristigen Handlungsspielraums der nationalen Politik nicht unerheblich ist. Unsere Resultate weisen darauf hin, dass auch in Situationen, in denen

- 
- 2 Von einer Währungskrise zu unterscheiden ist eine Abwertung der Währung. Während Abwertungen ein Resultat einer Währungskrise sein können, umfasst unsere Definition von Währungskrisen als spekulative Attacken auch solche Episoden, in welchen die Währung trotz spekulativen Drucks nicht abgewertet wurde. Wir verwenden im Folgenden die Begriffe „Währungskrise“ und „spekulative Attacke“ synonym.
  - 3 Während die operative Währungspolitik der Zentralbank obliegt, liegen grundlegende währungspolitische Entscheidungen über Wechselkursregime und – bei festen Wechselkursen – deren Niveau auch bei Ländern mit sehr unabhängigen Zentralbanken im Kompetenzbereich der Regierung.

der Spielraum der politischen Entscheidungsträger gemeinhin als stark durch internationale Akteure beschränkt betrachtet wird, zumindest kurzfristig ein gewisser politischer Handlungsspielraum besteht.

## **2. Gibt es geld- und währungspolitischen Handlungsspielraum bei Währungskrisen? Reaktionen auf spekulativen Druck**

Die weitreichende Kapitalverkehrsliberalisierung der letzten Jahre und der damit verbundene Anstieg von internationalen Kapitalflüssen haben die Möglichkeit und die Schwere spekulativer Attacken bedeutend erhöht. Währungskrisen gelten häufig als Paradebeispiel für die gestiegene Macht der internationalen Finanzmärkte. Internationale Spekulanten werden von Politikern immer wieder als Hauptverursacher solcher Krisen identifiziert.<sup>4</sup> In den Medien wird einzelnen Spekulanten die Macht nachgesagt, im Alleingang eine Währung zu Fall bringen zu können. So bezeichnete der Economist beispielsweise den Spekulanten George Soros als den Mann, der 1992 die Bank of England in die Knie und zu einer Abwertung des britischen Pfunds zwang (The Economist, 6.12.1998). Schließlich wird in der populärwissenschaftlichen Debatte die Auffassung vertreten, angesichts der wachsenden internationalen Kapitalflüsse hätten Regierungen so gut wie keine Möglichkeit mehr, die Stabilität ihrer Währung zu gewährleisten (Barnet/Cavanagh 1996). Auch verschiedene Wissenschaftler argumentieren, dass die Globalisierung der Finanzmärkte die Fähigkeit nationaler Regierungen, eine eigenständige Währungs- und Geldpolitik durchzusetzen, stark beschränke (Cerny 1995: 209) und dass vor allem in Ländern, in denen die internationalen Finanzakteure nur schwach reguliert werden, der makroökonomische Spielraum bei Krisen erheblich eingeschränkt sei (Furman/Stiglitz 1998). Für diese Autoren ist der kurz-, mittel- und langfristige Handlungsspielraum von Regierungen angesichts der geballten Finanzmacht der Kapitalmärkte stark beschnitten.

Nach dieser Auffassung bedeutet die auf Profitinteressen basierende Macht der Kapitalmärkte, dass spekulative Attacken auf einen Wechselkurs unweigerlich zu einer Abwertung der nationalen Währung führen und so die Handlungsoptionen der Regierung stark beschränken. Alle Versuche, den Wechselkurs zu verteidigen, wären somit zum Scheitern verurteilt. Gleichzeitig bergen die Auswirkungen solcher Attacken in der Form von stark erhöhten Zinsraten oder einer erheblich abgewerteten Währung die Gefahr großer Verteilungskonflikte. Während beispielsweise exportorientierte Sektoren häufig von einem niedrigeren Wechselkurs profitieren, leiden Konsumenten unter dem steigenden Preis von Importgütern, und für Firmen mit hohen Auslandsschulden erhöht sich die Schuldenlast (Walter 2008). Daneben haben Abwertungen auch direkte negative Auswirkungen auf Politikerkarrieren. Regierungschefs und Finanzminister, die abwerten, verlieren ihren Posten mit einer signifikant höheren Wahrscheinlichkeit als solche,

---

4 Der britische Labour-Politiker Harold Wilson bezichtigte in einer Rede am 12. November 1956 die „Gnome von Zürich“ der Spekulation gegen das britische Pfund. Malaysiens Präsident Mahathir Mohamad bezeichnete Spekulanten im Kontext der Asienkrise 1997 als „wilde Bestien“ (Herald Tribune, 1.9.1997).

die den Wechselkurs verteidigen (Frankel 2005). Auf der anderen Seite verursacht auch eine Verteidigung der Währung durch die damit verbundenen starken Zinserhöhungen hohe Kosten für all diejenigen Akteure, die Schulden in einheimischer Währung haben. Diese Verteilungskonflikte erhöhen die politischen Anreize, auf den spekulativen Druck nicht nur aus rein wirtschaftlichen, sondern vor allem auch aus politischen Beweggründen zu reagieren.

Wenn die nationale Politik trotz der fortschreitenden Globalisierung einen Handlungsspielraum hat, sollten daher neben den ökonomischen Rahmenbedingungen auch politische Erwägungen einen Einfluss darauf haben, ob sich Regierungen dem Druck der Finanzmärkte beugen oder nicht. Die politökonomische Literatur zur Wechselkurspolitik deutet darauf hin, dass diese Erwägungen maßgeblich durch die politischen Interessen einzelner Sektoren und Parteien sowie Institutionen, wie dem politischen Regimtyp, dem Wahlzyklus oder dem Grad der Unabhängigkeit der Zentralbank, beeinflusst werden sollten. Verschiedene, vor allem politikwissenschaftliche Studien heben die Bedeutung der Politik in Bezug auf Währungskrisen hervor. So können politische Faktoren beispielsweise die Gefahr einer Währungskrise verringern oder erhöhen (z. B. Leblang/Bernhard 2000; Leblang 2002; Block 2003). Mehrere qualitative Fallstudien haben darüber hinaus gezeigt, dass die Politik den Verlauf solcher Krisen beeinflusst (z. B. Simmons 1994; Haggard 2000; Noble/Ravenhill 2000; Walter 2008) – ein Ergebnis, das durch quantitative Studien gestützt wird (Leblang 2003; Sattler 2006; Walter 2009).

In der Literatur scheint man sich also über die Existenz und das Ausmaß des kurzfristigen politischen Handlungsspielraums bei Währungskrisen uneins zu sein. Um diese Frage zu klären, untersuchen wir in einem ersten Schritt für 52 Industriestaaten, Entwicklungs- und Schwellenländern zwischen 1975 und 2003, ob spekulative Attacken tatsächlich unweigerlich zu einer Abwertung der Währung führten oder ob Regierungen sich diesem Druck widersetzen, die Währung verteidigten und somit ihre Fähigkeit unter Beweis stellten, sich solchen Situationen entgegenstellen zu können. Die Untersuchung beginnt somit nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1973, dem Zeitpunkt der Entstehung des heutigen internationalen Finanzsystems, welches für uns von Interesse ist. Etwa zur gleichen Zeit begann der schrittweise Abbau der bis dahin geltenden Handelsschranken und Kapitalverkehrskontrollen (Quinn 2000), was zu der bis heute anhaltenden Vervielfachung internationaler Finanzströme führte. Da wir in diesem Artikel in erster Linie die Handlungsfähigkeit von Staaten im Zeitalter der Globalisierung untersuchen, beschränken wir uns somit auf eine Analyse der Währungspolitik ab Mitte der 1970er Jahre.

Darüber hinaus wird die Untersuchung auf Länder mit fixen Wechselkursen und solche mit Zwischenformen wie Wechselkursbändern, bei denen trotz einer gewissen Flexibilität die Regierungen und/oder Zentralbanken gegebenenfalls in den Devisenmarkt eingreifen können, um den Kurs zu stabilisieren, eingegrenzt. Diese Restriktion ist wichtig, da spekulative Attacken nur in solchen Ländern möglich sind, in denen die Regierung im Devisenmarkt interveniert, um den Wechselkurs systematisch beeinflussen zu können. In Ländern mit völlig flexiblen Wechselkursregimen sinkt der Wechselkurs bei steigendem spekulativen Druck automatisch, sodass sich dort für Regierungen die Frage einer Verteidigung gar nicht erst stellt. Wir schließen daher Länder mit einem

vollständig flexiblen Wechselkurs aus unserer Untersuchung aus. Um zu bestimmen, wie stark ein Wechselkurs faktisch fixiert ist, verwenden wir die Klassifizierung von De-facto-Wechselkursregimen von Reinhart und Rogoff (2004). Unsere Untersuchung umfasst alle Wechselkurse, welche nach dieser Klassifizierung maximal innerhalb eines Bandes von  $\pm 2$  Prozent schwanken (Kategorien 1–11).<sup>5</sup>

Die Messung von spekulativem Druck stellt den Wissenschaftler vor das Problem, dass eine direkte Messung nicht möglich ist.<sup>6</sup> Sowohl in der volkswirtschaftlichen als auch in der politikwissenschaftlichen Literatur zu diesem Thema hat sich daher eine indirekte Messung des Konzepts etabliert (Leblang/Bernhard 2000; Leblang 2002; Block 2003; Eichengreen 2003; Leblang 2003). Wir folgen dieser Literatur und identifizieren Währungskrisen indirekt mithilfe des sogenannten *Exchange-Market-Pressure (EMP)*-Index, der die Schwankungen des Wechselkurses, des kurzfristigen Zinssatzes und der Währungsreserven berücksichtigt (Eichengreen et al. 1995). Der Indikator baut auf der Erkenntnis auf, dass Regierungen spekulativen Attacken auf zwei Arten begegnen können. Sie können a) den festen Wechselkurs aufgeben, was starke Wechselkurschwankungen zur Folge hat, oder b) den Wechselkurs entweder durch eine restriktive Geldpolitik oder einen Abbau der Währungsreserven verteidigen. Diese geld- und währungspolitischen Reaktionen sind im Gegensatz zu spekulativem Druck direkt messbar. Der Index normalisiert und addiert die monatlichen Schwankungen von Wechselkursen, Währungsreserven und Zinsraten.<sup>7</sup> Da spekulativer Druck starke Reaktionen in mindestens einer dieser drei makroökonomischen Größen erfordert, zeigen große Schwankungen des EMP-Indexes an, dass sich in den Währungsmärkten ein solcher Druck auf eine Währung aufgebaut hat. Obwohl der Index Informationen über die Reaktion der Regierung verwendet, sagen die Werte des Index an sich nichts darüber aus, ob die Währung abgewertet oder verteidigt wurde. Der Index zeigt lediglich an, wie stark die Regierung auf spekulativen Druck reagieren musste und erlaubt so eine indirekte Messung.

Als Krisen werden diejenigen Fälle identifiziert, in welchen der Index in einem Monat den länderspezifischen Mittelwert um mindestens zwei Standardabweichungen überschreitet. Die so berechnete Auswahl von 191 Währungskrisen umfasst viele bekannte Krisenepisoden, z. B. die Pesokrise in Mexiko im Dezember 1994 oder die spekulative Attacke auf den Thailändischen Baht im Jahr 1997.<sup>8</sup>

---

5 Ein strengerer Grenzwert würde den Ausschluss von wichtigen Krisen (z. B. die Krise in der Tschechischen Republik 1997) bedeuten.

6 Idealerweise würde man die innerhalb eines Zeitabschnitts global verkaufte Menge einer Währung messen und dabei realwirtschaftlich motivierte Währungsverkäufe berücksichtigen. Solche Daten stehen leider nicht öffentlich zur Verfügung.

7 Andere Untersuchungen über Regierungsreaktionen auf Währungskrisen verwenden diesen Index ebenfalls (Kraay 2003; Leblang 2003). Da der Index nicht zwischen Abwertungen und Verteidigungen unterscheidet und lediglich zur Fallauswahl verwendet wird, besteht keine Gefahr einer Verzerrung der Ergebnisse durch diese indirekte Messung.

8 Für eine ausführliche Beschreibung des hier verwendeten Indikators siehe Sattler/Walter (2006). Der Grenzwert für die Bestimmung von Krisen entspricht dem Standardwert in der Literatur (siehe z. B. Leblang 2003). Die monatlichen Daten für die relevanten Variablen stammen von der *International-Financial-Statistics*-Datenbank des IWF.

Mehrere empirische Studien weisen darauf hin, dass sich Währungskrisen üblicherweise über mehrere Monate hinziehen (Moutot 1994; Bensaïd/Jeanne 1997: 1472-1473). Bei unserer Untersuchung der Reaktion der Regierung konzentrieren wir uns daher nicht nur auf den ersten Krisenmonat, sondern beziehen auch die sechs darauffolgenden Monate in die Analyse mit ein. Um die Reaktion der Regierung auf die Währungskrise zu operationalisieren, untersuchen wir, ob der Wechselkurs innerhalb von sechs Monaten nach Beginn der Krise abgewertet wurde.<sup>9</sup> Um den Umstand zu berücksichtigen, dass eine kleine Abwertung durchaus innerhalb der Regeln eines flexibleren Wechselkursregimes liegen kann, während sie bei einem sehr rigiden Währungsregime bereits eine Aufgabe des fixen Wechselkurses bedeuten würde, verwenden wir je nach Währungsregime unterschiedlich restriktive Abwertungskriterien (siehe *Tabelle A2* im Anhang). In Ländern mit fixen Wechselkursen werden dabei bereits kleine Kursverluste als Abwertung kodiert, während in Ländern mit flexibleren Währungsregimen nur solche Wechselkursschwankungen, die den vom Regime erlaubten Rahmen überschreiten, als Abwertung gewertet werden. Darüber hinaus betrachten wir sowohl die monatlichen Abwertungen als auch die kumulative Abwertung seit Ausbruch der Krise. Der erste Monat, in dem eines dieser beiden Kriterien den Schwellenwert erreicht, wird als Abwertungsmonat kodiert. Als erfolgreiche Verteidigungen zählen wir diejenigen Fälle, in welchen es innerhalb von sechs Monaten keine Abwertung gab. Die Variable misst damit sowohl ob als auch wie lange ein Wechselkurs gegen eine Attacke verteidigt wurde. (Eine genaue Aufstellung der Abwertungskriterien findet sich im Anhang.)

*Abbildung 1* zeigt die Verteilung der so kodierten Variablen. 46,6 Prozent der 191 Währungskrisen im Zeitraum 1975–2003 endeten nicht mit einem Erfolg der Spekulanten, sondern mit einer erfolgreichen Verteidigung der Währung. In 66 Fällen wertete die Regierung die Währung ohne längeren Widerstand ab, und bei fast einem Fünftel aller Krisen scheiterte der Versuch, die Währung zu verteidigen.<sup>10</sup>

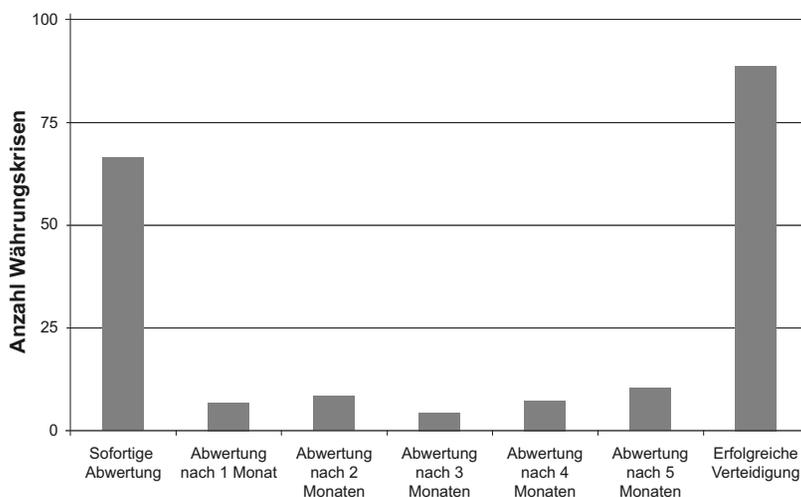
Ein erster Blick auf die empirische Evidenz lässt also erkennen, dass die Auffassung, politische Entscheidungsträger müssten unweigerlich spekulativem Druck auf ihre Währung nachgeben, nicht der Realität entspricht. Angesichts dieser unterschiedlichen Reaktionen auf Währungskrisen stellt sich die Frage, unter welchen Umständen politische Entscheidungsträger ihre Währung abwerten und wann sie diese verteidigen. Interessant ist dabei, dass starker spekulativer Druck nicht unweigerlich zu einer Abwertung führt. *Abbildung 2* zeigt, dass starker Druck zwar die Wahrscheinlichkeit einer Abwertung erhöht, eine solche aber nicht zwangsläufig eintreten muss. In anderen Fällen wird die Währung abgewertet, obwohl der Druck vergleichsweise schwach ist. In einem nächsten Schritt untersuchen wir daher, ob die wirtschaftspolitischen Antworten auf spekulativen Druck ausschließlich von wirtschaftlichen Faktoren bestimmt werden oder ob auch politische Erwägungen diese Entscheidung beeinflussen. Letzteres wäre ein starkes Indiz

9 Die Festlegung der maximalen Krisendauer auf sechs Monate beruht in erster Linie auf den Erkenntnissen existierender Studien, die einen Sechs-Monats-Zeitraum als typischen Krisenzeitraum identifizieren (Moutot 1994; Bensaïd/Jeanne 1997). Unsere Ergebnisse sind jedoch robust, wenn längere Krisenzeiträume berücksichtigt werden (siehe Abschnitt 3.2.3).

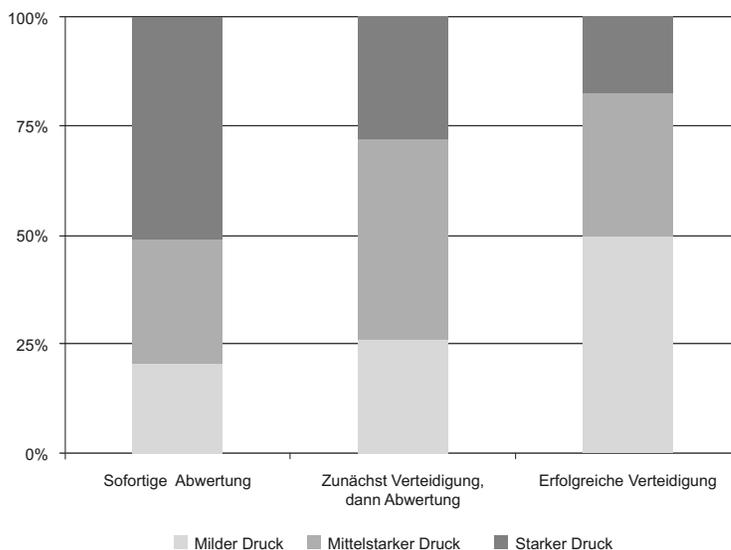
10 Diese Resultate decken sich mit denen ähnlicher Studien (Kraay 2003; Leblang 2003).

dafür, dass es tatsächlich Handlungsspielraum für politisch motivierte wirtschaftspolitische Entscheidungen gibt.

**Abbildung 1:** Ausgang spekulativer Attacken, 1975–2003



**Abbildung 2:** Intensität des spekulativen Drucks und Ausgang der Währungskrise<sup>11</sup>



<sup>11</sup> Intensität des spekulativen Drucks im ersten Monat der Krise, gemessen mithilfe des in Abschnitt 2 diskutierten EMP-Index von Eichengreen et al. (1995).

Im Gegensatz zur weitverbreiteten Auffassung, dass die hohe internationale Mobilität von Kapital die Fähigkeit der Politik vermindert habe, sich dem Willen der internationalen Finanzmärkte zu widersetzen, deuten die obigen Ergebnisse darauf hin, dass nationalen Regierungen zumindest kurzfristig ein gewisser Handlungsspielraum geblieben ist.

### **3. Wirtschaftliche und politische Determinanten des Handlungsspielraums bei Währungskrisen**

#### 3.1 Determinanten des Handlungsspielraums: theoretische Überlegungen

Wie die Politik auf spekulativen Druck reagiert, hängt zunächst von wirtschaftlichen Faktoren ab. Schlechte makroökonomische Fundamentaldaten, wie beispielsweise hohe Inflation oder geringe Währungsreserven, sind eine der Hauptursachen von Währungskrisen und schränken die Handlungsfreiheit der Politik erheblich ein. In sogenannten „Modellen der ersten Generation“ führen spekulative Attacken dementsprechend immer zu einer Abwertung oder einer Freigabe des Wechselkurses (Krugman 1979).

Allerdings entstehen nicht alle Währungskrisen aufgrund schlechter makroökonomischer Fundamentaldaten. Eine zweite Generation ökonomischer Krisenmodelle (Obstfeld 1994, 1996) zeigt, dass Währungskrisen ein Land auch dann treffen können, wenn seine Wirtschaft lediglich etwas kränkelt. Grund für so entstehende Krisen ist häufig ein politischer Zielkonflikt zwischen Wechselkursstabilität und anderen politischen Zielen, wie niedriger Arbeitslosigkeit, der an den Finanzmärkten Zweifel daran aufkommen lässt, ob die Regierung bereit ist, diese anderen Ziele für einen stabilen Wechselkurs aufzugeben. Wie politische Entscheidungsträger diese Ziele gewichten, hängt maßgeblich von den Präferenzen wichtiger Akteure und dem institutionellen Umfeld ab.

Die Handlungsoptionen der Politik bei spekulativem Druck werden also zunächst einmal von wirtschaftlichen Faktoren beeinflusst. Sehr schlechte makroökonomische Bedingungen beschränken diese Optionen stark, während im wesentlich häufigeren Fall einer verletzlichen (aber nicht eindeutig schlechten) Wirtschaftslage der Handlungsspielraum erheblich größer ist. Die wenigen ökonomischen Studien zu diesem Thema zeigen denn auch, dass die makroökonomische Lage nicht ausreicht, um die Entscheidung für oder gegen eine Abwertung zu erklären (Eichengreen et al. 2003; Kraay 2003). Sobald die wirtschaftlichen Gegebenheiten politischen Entscheidungsträgern einen Handlungsspielraum gewähren, ist die Entscheidung abzuwerten oder zu verteidigen weniger eine Frage wirtschaftlicher Zwänge, sondern vielmehr eine Frage der politischen Prioritäten.<sup>12</sup> Diese Prioritäten werden durch politische Faktoren, wie partei-

<sup>12</sup> Einige Autoren argumentieren sogar, dass diese Entscheidung immer eine rein politische Entscheidung sei, da eine Verteidigung technisch gesehen unabhängig von der Stärke des spekulativen Drucks immer möglich sei (Obstfeld/Rogoff 1995). Die politischen Kosten einer solchen Verteidigung wären jedoch prohibitiv hoch, sodass eine solche faktisch keine Handlungsmöglichkeit darstellt.

politische Präferenzen, politische Institutionen, der politische Regimotyp oder die Unabhängigkeit der Zentralbank, und politische Ereignisse, wie Wahlen, bestimmt. Besteht ein Handlungsspielraum, sollten diese politisch-institutionellen Faktoren einen hohen Erklärungswert für die wirtschaftspolitische Reaktion auf Währungskrisen haben.<sup>13</sup>

*Parteipolitische Präferenzen:* Parteipolitische Interessen beeinflussen die Wechselkurspolitik der Regierung (Simmons 1994; Bernhard/Leblang 1999; für Studien, die keinen Effekt belegen, siehe Freitag 1999b, 1999a). Linke Regierungen erleben häufiger Währungskrisen als rechte (Leblang/Bernhard 2000; Leblang 2002; Block 2003). Während dies implizieren könnte, dass linke Regierungen weniger Handlungsspielraum haben als rechte, zeichnet die politikwissenschaftliche Forschung zu Reaktionen auf Währungskrisen kein klares Bild. Obwohl Simmons (1994) argumentiert, dass rechte Regierungen häufiger erfolgreich verteidigen, finden Leblang (2003) und Walter (2009) einen gegenteiligen Effekt. Dies ist unter dem Gesichtspunkt der Glaubwürdigkeit nicht unplausibel: Linke Regierungen müssen sich ihre geldpolitische Glaubwürdigkeit härter erkämpfen als rechte Regierungen und benötigen dafür mithin drastische Signale wie eine Verteidigung der Währung gegen spekulativen Druck. Trotz dieser widersprüchlichen Forschungsergebnisse legt die politökonomische Forschung damit nahe, dass linke und rechte Parteien einen möglichen Handlungsspielraum bei Währungskrisen unterschiedlich nutzen sollten.

*Politischer Regimotyp:* Ein sehr robustes Ergebnis der politökonomischen Forschung ist, dass Demokratien flexiblere Wechselkursregime bevorzugen als autokratische Staaten, und zwar unabhängig davon, ob das offiziell verkündete Wechselkursregime oder das tatsächliche Verhalten des Wechselkurses untersucht wird (Leblang 1999; Broz 2002; Bearce/Hallerberg 2006; Stierli 2006). Broz (2002) begründet dies damit, dass die Transparenz geld- und währungspolitischer Disziplinierungsstrategien und die Transparenz des politischen Systems als Komplemente angesehen werden können. Da Autokratien ein weniger transparentes politisches System haben, implementieren sie häufiger als demokratische Staaten fixe und damit transparente Wechselkursregime. Eine Abwertung birgt daher für autokratische Staaten höhere Reputationskosten. Darüber hinaus ist es für demokratische Regierungen in der Regel schwieriger, die notwendigen schmerzhaften wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Verteidigung der Währung umzusetzen (Simmons 1994; Eichengreen 1996). Theoretisch ist also zu erwarten, dass Autokratien sich häufiger für eine Verteidigung der Währung entscheiden sollten als Demokratien. Auf der anderen Seite wird eine Abwertung von Wählern häufig als ein Signal der Schwäche gewertet und nicht selten mit einer Abwahl bestraft (Walter 2009), was die politischen Kosten einer Abwertung für demokratische Politiker stark erhöht. Dieses Argument führt zu der Hypothese, dass Regierungen demokratischer Staaten eher ge-

---

13 Da unser Erkenntnisinteresse vor allem dem kurzfristigen Handlungsspielraum gilt, beschränken wir uns in diesem Artikel auf diejenigen politischen und institutionellen Variablen, die in der Literatur am häufigsten diskutiert werden. Mithilfe dieser Faktoren beleuchten wir exemplarisch den politischen Handlungsspielraum im Kontext von Währungskrisen. Während auch für weitere Faktoren ein Einfluss auf den Ausgang spekulativer Attacken vermutet wird (wie z. B. gesellschaftliche Präferenzen (Frieden 1991), die Anzahl von Vetospielern (MacIntyre 2001) oder die Verankerung politischer Institutionen (Haggard 2000)), würde eine detaillierte Untersuchung all dieser Variablen den Rahmen dieser Arbeit sprengen.

willt sein sollten, sich gegen spekulative Attacken zu verteidigen (Sattler/Walter 2006). In jedem Fall sollte sich ein erhöhter Handlungsspielraum in unterschiedlichen Antworten demokratischer und autokratischer Staaten auf spekulativen Druck niederschlagen.

*Zentralbankunabhängigkeit:* Da die Zentralbank zumindest operativ für die Umsetzung von Geld- und Währungspolitik verantwortlich ist, kommt ihrer institutionellen Struktur in diesem Bereich eine besondere Bedeutung zu (Cukierman 1994). Von besonderer Relevanz ist dabei ihre Unabhängigkeit, also das Ausmaß, in dem eine Zentralbank an Weisungen der Regierung gebunden ist oder nicht. Im Vergleich zu gewählten Politikern haben unabhängige Zentralbanker in der Regel konservativere Präferenzen (Rogoff 1985) und sind öffentlichem Druck weniger ausgesetzt. Sie sind daher eher zu schmerzhaften Maßnahmen bereit, um die Inflation niedrig zu halten, als gewählte Politiker, was tendenziell zu stärkeren Währungen führt (Freitag 1999a, 1999b). Außerdem ist der Versuch, den Wechselkurs zu verteidigen, eher glaubwürdig, wenn die Zentralbank aufgrund ihrer Unabhängigkeit eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik garantieren kann. Dementsprechend sollte eine unabhängige Zentralbank auch die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Verteidigung der Währung gegen spekulativen Druck erhöhen. Politischer Handlungsspielraum sollte sich somit auch darin niederschlagen, dass Länder mit unabhängigen Zentralbanken anders auf spekulativen Druck reagieren als Länder, in denen die Zentralbank abhängig ist.

*Wahlen:* Wie die umfassende Literatur zu politischen Konjunkturzyklen gezeigt hat, bieten demokratische Wahlen Amtsinhabern starke Anreize, die Wirtschaftspolitik so zu beeinflussen, dass die kurzfristigen positiven Effekte kurz vor dem Wahltermin spürbar werden (Drazen 1999). Dies trifft insbesondere auch auf die Währungspolitik zu. Abwertungen sind kurz nach Wahlen wahrscheinlicher als vor Wahlen, während man während des Wahlkampfes nur selten Abwertungen beobachten kann (Frieden et al. 2001; Stein/Streb 2004; Blomberg et al. 2005). Dies ist nicht verwunderlich, da Abwertungen nicht nur die Kaufkraft der Konsumenten – und damit der Wähler – verringern, sondern von Letzteren häufig auch als ein Zeichen mangelnder wirtschaftspolitischer Kompetenz aufgefasst werden (Walter 2009). Diese Effekte werden durch spekulative Attacken noch verstärkt, da diese sowohl das Ausmaß der Abwertung erhöhen als auch die Aufmerksamkeit der Wähler auf das Thema Währungspolitik lenken. Wenn die Politik gegenüber dem Willen der internationalen Finanzmärkte einen Handlungsspielraum besitzt, sollte der Wahlkalender den Ausgang von Währungskrisen klar beeinflussen.

Die Diskussion hat gezeigt, dass politische Entscheidungsträger durchaus Anreize haben, einen allenfalls vorhandenen Handlungsspielraum für ihre Reaktion auf spekulativen Druck auszunutzen. Wenn es tatsächlich einen Handlungsspielraum gibt, der über das Wirtschaftliche hinausgeht, sollte es systematische Unterschiede im Ausgang von Währungskrisen geben, die sich nicht allein durch wirtschaftliche, sondern auch durch politische Faktoren erklären lassen.

## 3.2 Empirische Analyse des Ausgangs von Währungskrisen

### 3.2.1 Forschungsdesign

Wir nutzen diese Erkenntnis, um im nächsten Schritt zu untersuchen, ob die wirtschaftspolitische Reaktion auf Währungskrisen allein von wirtschaftlichen Faktoren bestimmt wird oder ob die hier diskutierten politischen Faktoren zusätzliche Erklärungskraft besitzen. Sollten die politischen Variablen einen statistisch signifikanten Effekt auf den Ausgang solcher Krisen haben, ist dies ein Indiz dafür, dass Regierungen selbst in solchen stark beschränkten Situationen politischen Handlungsspielraum besitzen.

Die im Folgenden durchgeführten Regressionsanalysen stützten sich auf die oben vorgestellten Daten zu 191 Währungskrisen. Der Ausgang einer spekulativen Attacke, insbesondere die Dauer der Verteidigung, stellt dabei die abhängige Variable dar. Die erklärenden Variablen können in zwei Gruppen eingeteilt werden, in ökonomische und politische Faktoren. Die ökonomischen Faktoren kontrollieren dafür, ob eine Regierung überhaupt in der Lage ist, den Wechselkurs zu verteidigen. Wenn alleine diese Variablen Erklärungskraft besitzen, würde dies darauf hindeuten, dass der in Abschnitt 2 beobachtete Handlungsspielraum rein auf der Wirtschaftslage basiert und somit keine politischen Handlungsoptionen für die Regierung vorhanden sind.

Wie bereits diskutiert wurde, lassen sehr schlechte makroökonomische Bedingungen der Regierung kaum eine andere Wahl als abzuwerten. So ist es z.B. technisch kaum möglich, den Wechselkurs weiter zu halten, wenn die ausländischen Währungsreserven im Laufe der Attacke aufgebraucht werden. Stehen der Regierung keine weiteren Reserven zur Verfügung, muss sie zwangsläufig den Wechselkurs aufgeben. Eine wichtige Variable ist dabei die Größe der Währungsreserven im Verhältnis zur kurzfristig verfügbaren Geldmenge M1, die sich in der jeweiligen Volkswirtschaft im Umlauf befindet.<sup>14</sup> Weitere relevante ökonomische Variablen sind das Wirtschaftswachstum, die Inflationsrate sowie das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf.<sup>15</sup> Da die Maßnahmen zur Verteidigung des Wechselkurses (z.B. Zinssatzerhöhungen) negative Auswirkungen auf die Wirtschaftslage haben, sind solche Verteidigungen bei geringem Wirtschaftswachstum ganz besonders schmerzhaft, sodass unter solchen Umständen Abwertungen wahrscheinlicher werden sollten. Inflation wird als die prozentuale Veränderung der Konsumentenpreise im Vergleich zum Vorjahr gemessen. Hohe Inflationsraten sind langfristig nicht mit einem festen Wechselkurs vereinbar, weshalb Länder mit niedrigerer Inflation eher in der Lage sein sollten, ihren Kurs zu halten. Das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf misst das Einkommensniveau eines Landes. Wir vermuten, dass reiche Staaten eher in der

---

14 Wir verwenden die Geldmenge M1, da Geldanlagen, welche längerfristig gebunden sind (und in anderen Geldmenge-Konzepten wie M2 oder M3 erfasst sind), schwieriger zu spekulativen Zwecken eingesetzt werden können.

15 Die Daten zu Währungsreserven, Geldmenge M1 und Inflation sind der *International-Financial-Statistics* (IFS)-Datenbank des Internationalen Währungsfonds entnommen. Es handelt sich um die IFS-Zeitreihen 11.d (Reserven), 34 (M1) und 64 (Inflation). Das durchschnittliche reale Wirtschaftswachstum in den drei der Attacke vorangehenden Monaten wurde aus Daten der *World Development Indicators* der Weltbank berechnet.

Lage sind, wirtschaftlich schmerzhaftere Verteidigungsmaßnahmen auszuhalten, als arme Länder.

Die zweite Gruppe erklärender Variablen umfasst politische und institutionelle Faktoren, welche die wirtschaftspolitischen Prioritäten der politischen Entscheidungsträger beeinflussen. Da die empirische Analyse immer die ökonomischen Variablen mit einschließt, reflektieren die Schätzergebnisse den Einfluss der politischen Präferenzen, Institutionen und Ereignisse auf das Handeln der Regierung unter der Voraussetzung, dass die wirtschaftliche Situation überhaupt einen gewissen wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum zulässt. Wenn es einen politischen Handlungsspielraum gibt, sollten Unterschiede im politischen und institutionellen Umfeld von Staaten zu statistisch signifikanten Unterschieden in der Verteidigungswahrscheinlichkeit dieser Staaten führen. Die politischen und institutionellen Faktoren umfassen die ideologische Ausrichtung der Regierungsparteien, den Demokratiegrad eines Landes, die zeitliche Nähe zu Wahlen und die Unabhängigkeit der Zentralbank.

Um den Demokratiegrad zu messen, greifen wir auf den POLITY-IV-Datensatz zurück (Marshall et al. 2002), welcher Länder auf einer Skala von  $-10$  (undemokratisch) bis  $+10$  (demokratisch) klassifiziert. Regierungsideologie nimmt den Wert 1 an, wenn es sich um eine linke Regierung handelt, und den Wert 0, wenn die Regierung von rechten und/oder Mitte-Parteien gestellt wird. Wir bilden zwei Dummy-Variablen für Zeiträume vor und nach Wahlen. Diese Variablen werden für einen dreimonatigen Zeitraum vor (nach) einer Wahl mit 1 kodiert. Sonst nehmen die Variablen den Wert 0 an. Daten zu Regierungsideologie und Wahlen stammen von der *Database of Political Institutions* (Beck et al. 2000). Die Daten zur formellen Unabhängigkeit von Zentralbanken sind von Cukierman et al. (2002).<sup>16</sup> *Tabelle A1* im Anhang präsentiert die deskriptiven Statistiken der Variablen.

Wir verwenden *Duration*- und *Probit*-Modelle, um die Wahrscheinlichkeit zu schätzen, mit der eine Regierung den Wechselkurs verteidigt oder aufgibt.<sup>17</sup> Der Entschluss einer Regierung, einen fixierten Wechselkurs aufzugeben oder zu verteidigen, ist eine diskrete Entscheidung.<sup>18</sup> Die von uns verwendeten Modelle erlauben es, ein solches

16 Dieser Indikator berücksichtigt zwar nicht die Zentralbankreformen in EU-Staaten Mitte/Ende der 1990er Jahre, was jedoch unproblematisch ist, da unser Datensatz keine Krisen in einem EU-Land nach diesen Reformen enthält. Für die osteuropäischen Transformationsländer haben Cukierman et al. (2002) die relevanten Schwankungen in der Zentralbankunabhängigkeit über die Zeit hinweg dokumentiert.

17 Bedeutend im Zusammenhang mit der Modellauswahl sind vor allem die Tatsachen, dass eine Regierung entweder einmal oder gar nicht abwerten kann und dass die Abwertungswahrscheinlichkeit eine Funktion der Zeit ist. Alternative Verfahren, wie z. B. *Event-Count*-Modelle, erfordern, dass die Hazardrate, d. h. die Gefahr einer Abwertung in einem bestimmten Monat, konstant ist. Unsere empirischen Ergebnisse zeigen aber, dass die Hazardrate zu Beginn der Krise steigt und dann im Laufe der Zeit wieder fällt. Da binäre TSCS-Daten identisch mit gruppierten *Duration*-Daten sind (Beck et al. 1998: 1264), stehen die *Duration*- und *Probit*-Modelle miteinander im Zusammenhang.

18 Obwohl selbst fixe Wechselkurse üblicherweise im Rahmen eines Bandes schwanken, sind diese kontinuierlichen Schwankungen innerhalb des Bandes von der bewussten Entscheidung der Regierung, während einer Krise die stabilisierenden Marktinterventionen zu stoppen und

diskretes Entscheidungsverhalten der Regierung zu modellieren. *Duration*-Modelle schätzen die Dauer, welche vergeht, bis ein Ereignis – in unserem Fall eine Abwertung – eintritt (Box-Steffensmeier/Jones 2004).<sup>19</sup> Diese Modelle sind deshalb sinnvoll, weil sie sowohl das Verhalten einer Regierung modellieren als auch gleichzeitig die Dynamik, d. h. die zeitliche Dimension, einer Krise berücksichtigen. Anders ausgedrückt: *Duration*-Modelle untersuchen die Wahrscheinlichkeit, mit der eine Regierung den Wechselkurs in einem bestimmten Monat nach Ausbruch der Krise verteidigt, wenn sie bis dahin noch nicht abgewertet hat.<sup>20</sup>

*Probit*-Modelle schätzen dagegen die Wahrscheinlichkeit, mit der der Wechselkurs innerhalb eines vorbestimmten Zeitraums im Anschluss an eine Krise aufgegeben wird. Auch die *Probit*-Modelle modellieren also das Entscheidungsverhalten der Regierung, untersuchen jedoch nicht den Zeitraum, der bis zu einer Verteidigung vergeht, sondern nur die Entscheidung an sich, den Wechselkurs zu verteidigen. Die abhängige Variable für diese Modelle ist daher binär und misst, ob die Regierung den Wechselkurs nach einer spekulativen Attacke mindestens sechs Monate lang verteidigt. Die Variable nimmt den Wert 1 an, wenn die Regierung den Wechselkurs verteidigt, und den Wert 0, wenn die Regierung sich innerhalb der sechs Monate für eine Abwertung entscheidet. Die *Probit*-Ergebnisse ergänzen somit die Ergebnisse der *Duration*-Modelle und erlauben uns außerdem, die Robustheit der Modelle gegenüber Veränderungen in der Operationalisierung der abhängigen Variablen einzuschätzen.

### 3.2.2 Ergebnisse

*Tabelle 1* präsentiert die Ergebnisse der *Duration*-Schätzungen, *Tabelle 2* die Resultate der *Probit*-Modelle. In beiden Tabellen bedeuten positive Koeffizienten, dass höhere Werte auf der jeweiligen erklärenden Variablen die Dauer und die Erfolgchancen einer Verteidigung erhöhen. Den Schätzungen für die Modelle 1 bis 7 liegen alle verfügbaren Beobachtungen zugrunde, für welche Daten für alle unabhängigen Variablen existie-

---

somit einen Verfall des Kurses weit über die im Rahmen des Bandes erlaubten Schwankungen zuzulassen, zu unterscheiden. Nur Letzteres wird von uns als Abwertung operationalisiert.

19 Wir verwenden parametrische Modelle, da diese in kleinen Stichproben wie der unseren effizientere Schätzungen liefern als semi-parametrische. Aufgrund einer Reihe von Testergebnissen und aus theoretischen Gründen greifen wir auf Modelle mit einer log-normalen Verteilung zurück. Diese Modelle modellieren explizit unsere Erwartung einer nicht-monotonen Hazardrate. Da es pro Land mehrere Währungskrisen geben kann, können Länder auch mehrfach in unserem Datensatz vorkommen. Die statistische Inferenz aller Modelle basiert auf robusten Standardfehlern, welche nicht für Korrelation innerhalb von Ländergruppen anfällig sind.

20 Diese Modelle haben außerdem den Vorteil, dass sie die Tatsache berücksichtigen, dass einige Wechselkurse unseren Untersuchungszeitraum von sechs Monaten überstehen, aber möglicherweise in der Folge aufgegeben werden müssen und die Abwertung somit nicht erfasst wird („rechtsseitige Zensur“). Die präsentierten Ergebnisse sind somit nicht von der exakten Definition der Krisendauer abhängig.

**Tabelle 1:** Der Einfluss wirtschaftlicher und politischer Faktoren auf den Ausgang von Währungskrisen (*Duration-Modelle*)

	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5	Modell 6
	Basismodell	Partei-zugehörigkeit	Demokratie	Zentralbankunabhängigkeit	Wahlen	Gesamtmodell
Reserven/M1 (t-1)	0,117* (0,067)	0,152* (0,082)	0,114 (0,077)	-0,613 (0,587)	0,109 (0,066)	0,127 (0,086)
Wachstum (t-1)	-0,466 (0,418)	-0,354 (0,434)	-0,362 (0,346)	-1,773 (1,269)	-0,434 (0,420)	-0,250 (0,358)
Inflation (t-1)	-0,006** (0,003)	-0,005* (0,003)	-0,005** (0,003)	-0,015*** (0,006)	-0,005* (0,003)	-0,005* (0,003)
BIP pro Kopf	0,041** (0,020)	0,038** (0,019)	0,020 (0,020)	-0,006 (0,039)	0,042** (0,020)	0,020 (0,019)
Linke Regierung		0,490* (0,286)				0,326 (0,292)
Demokratie			0,053*** (0,020)			0,052** (0,020)
Zentralbankunabhängigkeit				2,760** (1,388)		
Vor-Wahl-Dummy					-0,294 (0,282)	-0,357 (0,285)
Nach-Wahl-Dummy					-0,509** (0,234)	-0,602*** (0,225)
Konstante	1,449*** (0,215)	1,276*** (0,206)	1,267*** (0,231)	1,646** (0,779)	1,521*** (0,222)	1,239*** (0,233)
Sigma	1,440	1,429	1,410	1,591	1,437	1,398
N	191	191	188	82	191	188
$\chi^2$	25,46	27,81	27,90	26,68	32,09	39,84
Pr > $\chi^2$	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Log Likelihood	-248,41	-246,65	-241,37	-96,82	-247,28	-238,78

Anmerkungen: \* p < 0,10, \*\* p < 0,05, \*\*\* p < 0,01.

Werte in Klammern sind robuste Standardfehler, auf Länder geclustert.

ren.<sup>21</sup> Die letzten beiden Modelle unterscheiden zwischen OECD-Staaten (Modell 8) und Entwicklungs- und Schwellenländern (Modell 9).

Modell 1 zeigt die Ergebnisse unseres ökonomischen Basismodells und damit die Beschränkung des Handlungsspielraums durch wirtschaftliche Faktoren. Die ökonomischen Variablen gehen um einen Monat verzögert in das Modell ein, da wir davon ausgehen, dass Regierung und Spekulanten nur mit einer Zeitverzögerung Informationen über diese Variablen erhalten. Die Entscheidungen der relevanten Akteure basieren deshalb auf Informationen aus dem Vormonat. Wie von den Modellen der ersten Generation vorhergesagt (Krugman 1979), zeigen die Ergebnisse, dass schlechte makroökonomische Fundamentaldaten, wie niedrige Währungsreserven oder eine hohe Inflations-

21 Die Anzahl der Beobachtungen und die Anzahl der Monate, in welchen die Wechselkurse gefährdet waren, variieren jedoch aufgrund fehlender Daten über die Modelle 1 bis 7 hinweg.

**Tabelle 2:** Der Einfluss wirtschaftlicher und politischer Faktoren auf den Ausgang von Währungskrisen (*Probit-Modelle*)

	Modell 7	Modell 8	Modell 9
	Alle Länder	Nur OECD	Nur Entwicklungs-/ Schwellenländer
Reserven/M1 (t-1)	0,072* (0,043)	-0,445 (0,473)	0,090 (0,061)
Wachstum (t-1)	-0,336 (0,375)	-1,383 (1,542)	-0,406 (0,379)
Inflation (t-1)	-0,007 (0,004)	-0,100* (0,059)	-0,007* (0,004)
BIP pro Kopf	0,010 (0,014)	-0,084 (0,053)	0,019 (0,029)
Linke Regierung	0,367 (0,229)	0,877*** (0,308)	-0,090 (0,328)
Demokratie	0,033* (0,018)		0,031 (0,019)
Vor-Wahl-Dummy	0,520* (0,292)	0,121 (0,483)	1,128*** (0,428)
Nach-Wahl-Dummy	-0,665*** (0,251)	-0,300 (0,392)	-1,386*** (0,479)
Konstante	-0,266 (0,212)	2,075 (1,285)	-0,262 (0,219)
N	188	75	115
$\chi^2$	38,00	13,54	28,55
Pr > $\chi^2$	0,000	0,060	0,000
Log Likelihood	-120,21	-43,01	-70,38

Anmerkungen: \* p < 0,10, \*\* p < 0,05, \*\*\* p < 0,01.

Werte in Klammern sind robuste Standardfehler, auf Länder geclustert.

rate, die Wahrscheinlichkeit eines Wechselkurskollapses statistisch signifikant erhöhen.<sup>22</sup> Die Währungsreserven im Verhältnis zur Geldmenge messen, ob eine Regierung überhaupt technisch in der Lage ist, den Wechselkurs zu verteidigen. Wenn die Reservenbestände zu niedrig sind, muss der Wechselkurs abgewertet werden. Eine hohe Inflationsrate weist darauf hin, dass die Regierung eine Wirtschaftspolitik betreibt, welche nicht mit einem festen Wechselkurs vereinbar ist. So kann beispielsweise ein großes Haushaltsdefizit zu steigender Inflation und deshalb zu Kapitalabwanderung führen. Da Krisenmodelle der zweiten Generation vorhersagen, dass eine schlechte Wirtschaftslage die Bereitschaft der Regierung für eine Verteidigung senkt (Obstfeld 1994, 1996), kontrollieren wir auch für die Höhe des Wirtschaftswachstums. Der Koeffizient ist allerdings nicht statistisch signifikant, weshalb wir den Schluss ziehen, dass Wirtschaftswachstum in unserer Auswahl von Währungskrisen keinen Einfluss auf die Stabilität des Wechsel-

22 Der Einfluss der Variablen entspricht außer im dritten Modell immer unseren theoretischen Erwartungen. Die Abweichung lässt sich dadurch erklären, dass das Modell aufgrund fehlender Werte bei der Variable Zentralbankunabhängigkeit wesentlich weniger Beobachtungen umfasst.

kurses hat. Schließlich zeigen die Ergebnisse, dass reichere Staaten eher in der Lage sind, ihren Wechselkurs zu verteidigen, als ärmere Staaten.

Die übrigen Modelle untersuchen nun, ob die in Abschnitt 3.1 diskutierten politischen und institutionellen Faktoren Unterschiede im Ausgang von Währungskrisen erklären können, wenn für die wirtschaftlichen Umstände kontrolliert wird. Modell 2 testet die Hypothese, dass parteipolitische Präferenzen die wirtschaftspolitische Reaktion auf Währungskrisen beeinflussen. Die Ergebnisse zeigen, dass linke Regierungen den Wechselkurs statistisch signifikant häufiger verteidigen als rechte Regierungen – ein Indiz für die These, dass linke Regierungen dadurch ihre geld- und währungspolitische Glaubwürdigkeit zu stärken versuchen. Das statistische Signifikanzniveau dieses Ergebnisses ist schwächer als für die Ergebnisse der anderen politischen Variablen. Allerdings bleibt der Einfluss der Regierungsideologie konstant positiv, wenn auch nicht immer über verschiedene Modellspezifikationen hinweg statistisch signifikant. Wie wir später diskutieren werden, ist dies dem Umstand geschuldet, dass der Einfluss linker Parteien über Ländergruppen hinweg unterschiedlich ist. Wir können aus den Ergebnissen schließen, dass Regierungen wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum besitzen, den verschiedene Regierungsparteien unterschiedlich ausnutzen. Die genaue Größe dieses Handlungsspielraums wird in Abschnitt 4 berechnet und diskutiert.

Die nächsten beiden Modelle (3 und 4) wenden sich dem Einfluss zweier politischer Institutionen zu: dem politischen Regimetyp und der Zentralbankunabhängigkeit. Modell 3 untersucht die Hypothese, dass demokratische Staaten ihren Wechselkurs öfter und länger verteidigen als nicht-demokratische Staaten, und enthält daher die Demokratie-Variable. Die Resultate zeigen, dass der Einfluss des Demokratiegrads statistisch hoch signifikant und positiv ist.<sup>23</sup> Unsere Ergebnisse stützen damit die Hypothese und die damit verbundene Erklärung, dass demokratisch gewählte Politiker den mit einer Abwertung verbundenen Ansehensverlust zu vermeiden suchen. Auch hier besteht ein nicht unbedeutender wirtschaftspolitischer Handlungsspielraum, welchen demokratische und autokratische Politiker unterschiedlich nutzen.

Mit Modell 4 wird der Einfluss der Zentralbankunabhängigkeit auf die Reaktion der Regierung in Krisenzeiten untersucht. Die oben diskutierte Erwartung, dass Regierungen mit einer unabhängigen Zentralbank den Wechselkurs länger verteidigen als Regierungen mit einer abhängigen Zentralbank, findet starke Unterstützung. Der Koeffizient ist positiv und statistisch signifikant auf dem 5-Prozent-Niveau. Allerdings ist die Anzahl der Beobachtungen bedeutend kleiner als in den anderen Modellspezifikationen, da vor allem für Entwicklungsländer nur beschränkt Daten zur Unabhängigkeit der Zentralbanken vorliegen. Die eingeschränkte Fallzahl hat Auswirkungen auf die Ergebnisse der anderen Variablen, insbesondere der Währungsreserven. Der Koeffizient, welcher den Einfluss der Reserven widerspiegelt, entspricht nicht mehr unseren theoretischen

---

23 Der Einfluss des wirtschaftlichen Entwicklungsstands auf die Wahrscheinlichkeit einer Verteidigung schwindet, wenn für das Demokratieniveau kontrolliert wird. Wir erklären diesen Effekt damit, dass Demokratieniveau und wirtschaftlicher Entwicklungsstand hoch korreliert sind, was zu einer Vergrößerung der Standardfehler führen kann. Der Einfluss der Demokratievariablen allerdings bleibt über verschiedene Modellspezifikationen hinweg ähnlich stark und statistisch hoch signifikant.

Erwartungen, ist aber statistisch auch nicht signifikant. Dies liegt daran, dass die Auswahl von Krisen in diesem Modell von Industriestaaten dominiert wird. Wie frühere Studien zeigen, spielen Währungsreserven in diesen Staaten eine untergeordnete Rolle, da Regierungen in Industriestaaten üblicherweise über sehr große Mengen an Reserven verfügen (Obstfeld/Rogoff 1995).

Modell 5 schließlich untersucht den Einfluss des Wahlzyklus auf das Verhalten der Regierung. Die Hypothese lautet hier, dass Regierungen vor Wahlen eher verteidigen, nach Wahlen dagegen eher abwerten. Die Ergebnisse zeigen, dass Regierungen nach einer Wahl tatsächlich wie erwartet eher abwerten; dieser Effekt ist statistisch signifikant. Im Gegensatz dazu ist der Einfluss von Vorwahlperioden nicht statistisch signifikant. Dies liegt daran, dass einige Regierungen in unserem Datensatz ihren Wechselkurs bis nach der Wahl verteidigen, dann jedoch abwerten, was insbesondere von den *Duration*-Modellen nicht erfasst wird. Dadurch wird der Vorwahl-Effekt auf die Verteidigungswahrscheinlichkeit unterschätzt. Die Ergebnisse des *Probit*-Modells (Modell 7 in *Tabelle 2*) zeigen jedoch, dass Regierungen ihren Wechselkurs wie erwartet vor Wahlen bedeutend öfter verteidigen als in Nicht-Wahlperioden. Auch diese Ergebnisse weisen darauf hin, dass es auch angesichts spekulativen Drucks einen Handlungsspielraum in der Wechselkurspolitik gibt. Regierungen können diesen Handlungsspielraum beispielsweise dazu nutzen, ihre politische Popularität und ihre Wahlchancen zu beeinflussen.

Die Modelle 6 (*Duration*) und 7 (*Probit*) zeigen die vollständigen Spezifikationen, welche alle relevanten ökonomischen und politischen Faktoren umfassen.<sup>24</sup> Die Modelle 8 und 9 untersuchen, ob es Unterschiede im Handlungsspielraum zwischen entwickelten OECD-Ländern und Entwicklungs-/Schwellenländern gibt. Zwei Resultate sind besonders augenfällig. Der Einfluss von Regierungsideologie auf die Wahrscheinlichkeit einer Verteidigung ist besonders stark in Industriestaaten, aber nicht statistisch signifikant in Entwicklungs- und Schwellenländern. Dies deutet darauf hin, dass insbesondere linke Parteien in reicheren Ländern systematisch versuchen, einem allfälligen wirtschaftspolitischen Glaubwürdigkeitsverlust mit einer eher orthodoxen Wirtschaftspolitik entgegenzutreten. In Entwicklungsländern hingegen gibt es keinen systematischen Zusammenhang zwischen Ideologie und Reaktion auf spekulativen Druck. Obwohl der Einfluss von Wahlperioden in beiden Ländergruppen in die gleiche Richtung deutet, sind die Koeffizienten für die Industriestaaten nicht statistisch signifikant. Dies legt nahe, dass Wahlen in Entwicklungsländern einen größeren Einfluss auf wirtschaftspolitisches Handeln ausüben als in Industriestaaten. Schließlich zeigen die Ergebnisse, dass Unterschiede im Einkommensniveau zwischen den einzelnen Staaten innerhalb der jeweiligen Ländergruppen keine Rolle spielen.

Insgesamt zeichnen die Ergebnisse der Regressionsanalysen ein klares Bild eines nicht unerheblichen, kurzfristigen Handlungsspielraums der Politik, wobei der Einfluss einzelner Variablen über Industrie- und Entwicklungsländer hinweg variieren kann.

---

24 Wir berücksichtigen Zentralbankunabhängigkeit in diesen Modellen wegen der vielen fehlenden Werte für diese Variable nicht.

### 3.2.3 Robustheit

Wir haben mehrere Robustheitstests durchgeführt, um das Vertrauen in unsere Ergebnisse zu erhöhen. Um unsere Modellannahme eines log-normalen *Duration*-Modells zu überprüfen, schätzen wir die einzelnen Modelle mithilfe eines semi-parametrischen Cox-Modells, welches auf weniger restriktiven Annahmen basiert, aber gleichzeitig weniger effizient ist. Die Ergebnisse dieser Schätzungen zeigen, dass die von uns getroffenen Annahmen über den Verlauf der Abwertungswahrscheinlichkeit berechtigt sind.<sup>25</sup>

Zweitens untersuchen wir, ob die Beschränkung des Krisenzeitraums auf sechs Monate unsere Ergebnisse beeinflusst. Erneute Schätzungen der Regressionsmodelle aus den *Tabellen 1* und *2* für Indikatoren, die Krisenzeiträume von neun und zwölf Monaten berücksichtigen, führen zu substantiell gleichen Schlussfolgerungen.<sup>26</sup> Unsere Ergebnisse sind somit kein Artefakt des Sechs-Monats-Zeitraums.

Drittens verwenden wir Selektionsmodelle, um zu untersuchen, ob sich unsere Ergebnisse verändern, wenn wir für die Wahrscheinlichkeit einer Währungskrise kontrollieren. Da Währungskrisen nicht zufällig entstehen, sondern hauptsächlich in ökonomisch verwundbaren Ländern vorkommen, könnten solche Selektionseffekte zu einer Verzerrung unserer Ergebnisse führen. Hinsichtlich der Entstehung von Krisen zeigen unsere Berechnungen, dass von den theoretisch relevanten ökonomischen Determinanten einer Währungskrise vor allem das Wirtschaftswachstum und die Ansteckung durch Währungskrisen in anderen Ländern hoch signifikant sind. Dies bedeutet, dass Länder dann besonders krisengefährdet sind, wenn ihre Wirtschaft „schwächelt“ oder wenn in einem anderen Land schon eine Krise ausgebrochen ist. Von den politischen Faktoren hat nur die zeitliche Nähe zu einer Wahl einen Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit einer Krise. Die Ergebnisse des Selektionsmodells deuten darauf hin, dass unsere Schlussfolgerungen über den Einfluss der politischen Variablen auf das Regierungsverhalten nicht von Selektionseffekten geprägt sind. Der Zusammenhang zwischen den erklärenden Variablen und der Wahrscheinlichkeit einer Verteidigung ist nahezu identisch zu den in *Tabelle 2* berichteten Ergebnissen. Die relevanten Teststatistiken deuten darauf hin, dass das Ausmaß des Selektionseffekts minimal und vernachlässigbar ist.<sup>27</sup> Wir kommen aufgrund dieser weiterführenden Analyse zum Schluss, dass die einfacheren Modelle in den *Tabellen 1* und *2* dem Selektionsmodell vorzuziehen sind, da Letzteres die Komplexität der Untersuchung ohne zusätzlichen Erkenntnisgewinn vergrößert.

---

25 Weitere Tests zeigen außerdem, dass das log-normale Modell anderen parametrischen Modellen (z. B. Weibull) vorzuziehen ist.

26 Die Ergebnisse sind auf Anfrage von den Autoren erhältlich.

27 Der Parameter  $\rho$ , der die Korrelation der Fehler der Selektions- und der Resultatsgleichung und damit die Größe des Selektionseffekts angibt, ist mit  $-0.36$  eher klein und statistisch nicht signifikant.

#### 4. Größe des politischen Handlungsspielraums

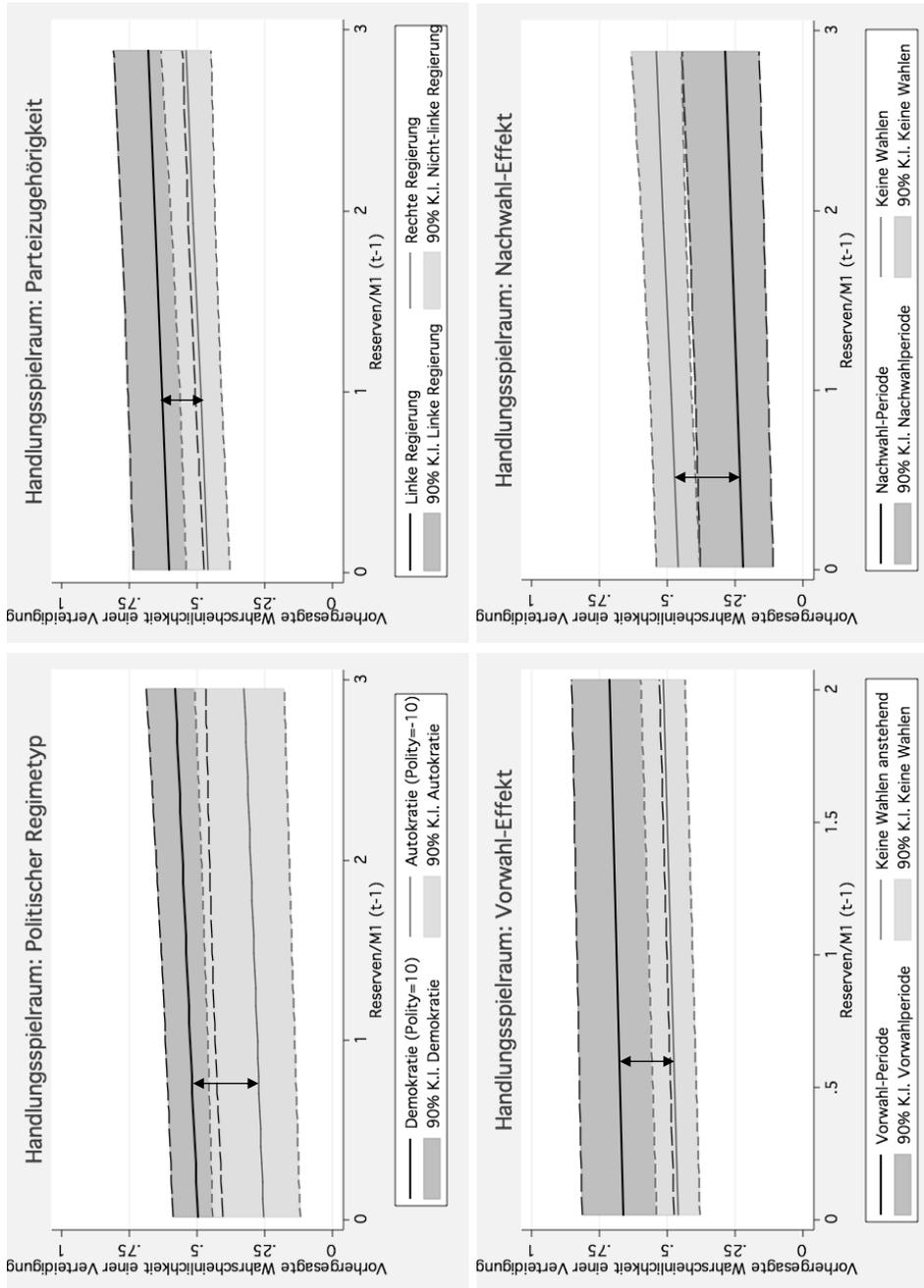
Die Ergebnisse der quantitativen Analyse legen nahe, dass nationale Regierungen auch in Zeiten der Globalisierung und selbst angesichts spekulativen Drucks zumindest kurzfristig einen Handlungsspielraum haben. Allerdings interessiert neben dieser Tatsache vor allem, wie groß dieser Spielraum ausfällt.

Problematisch ist bei der Messung der Größe des politischen Handlungsspielraums, der als Menge möglicher Handlungsoptionen im Falle einer Währungskrise definiert wurde, dass in der Realität von der Regierung immer nur eine dieser Optionen gewählt wird. Die übrigen Handlungsoptionen, so vorhanden, werden damit nie realisiert und sind somit nicht messbar. Um diesem Problem zu begegnen, nutzen wir eine Eigenschaft der *Probit*-Modelle, die uns eine Abschätzung der möglichen Handlungsoptionen erlaubt. *Probit*-Modelle schätzen für jede beliebige Parameterkombination, wie wahrscheinlich eine Verteidigung des Wechselkurses gegen spekulativen Druck ist. Indem wir die Verteidigungswahrscheinlichkeiten für unterschiedliche Ausprägungen der politisch-institutionellen Variablen unter sonst konstanten wirtschaftlichen Bedingungen berechnen, können wir Aussagen über den durchschnittlichen politischen Handlungsspielraum machen.

Wir analysieren daher in einem letzten Schritt, wie wahrscheinlich eine solche Verteidigung angesichts verschiedener politisch-institutioneller Konstellationen ist. Die Analyse beruht auf den Ergebnissen des vollständig spezifizierten Modells 7 (*Tabelle 2*). Auf der Grundlage dieses Modells plotten wir jeweils die vorhergesagte Wahrscheinlichkeit einer Verteidigung für die zwei extremsten Ausprägungen der vier politisch-institutionellen Variablen. Um einen Eindruck davon zu erhalten, wie sehr die Handlungsoptionen durch die Wirtschaftslage beschränkt sind, berechnen wir diese Wahrscheinlichkeiten für verschiedene Höhen an Währungsreserven relativ zur Geldmenge und stellen sie in *Abbildung 3* grafisch dar. Die durchgezogenen Linien geben dabei die Punktschätzung der geschätzten Wahrscheinlichkeit einer Verteidigung wieder. Die positive Steigung der Kurven bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit einer Verteidigung – wie erwartet – mit einer besseren Reservenlage zunimmt. Die von den gestrichelten Linien umrahmten Flächen stellen die 90-Prozent-Konfidenzbänder für diese Schätzungen dar.

Alle vier Abbildungen zeigen, dass sich die vorhergesagten Verteidigungswahrscheinlichkeiten für verschiedene Ausprägungen der politisch-institutionellen Variablen bei gleicher Wirtschaftslage zum Teil erheblich unterscheiden. So ist die Wahrscheinlichkeit einer Verteidigung wie erwartet (und wie bereits in Abschnitt 3 diskutiert) bei demokratischen Regierungen höher als bei autokratischen Regierungen. Angesichts äußerst geringer Währungsreserven und sonst gleicher wirtschaftlicher und politischer Umstände liegt die Verteidigungswahrscheinlichkeit bei einem sehr autokratischen Regime bei etwa 26 Prozent (35,9 Prozent bei sehr hohen Währungsreserven), bei einem demokratischen Regime dagegen bei 50,3 Prozent (61,5 Prozent). Da bis auf den politischen Regimetyp bei diesen Berechnungen alle anderen Charakteristika konstant gehalten werden, lässt dieses Ergebnis darauf schließen, dass politische Beweggründe zu diesen Unterschieden führen – ein weiterer Hinweis für die Existenz eines politischen Handlungsspielraums.

Abbildung 3: Die Größe des kurzfristigen Handlungsspielraums bei Währungs Krisen



Die Differenz zwischen den beiden Schätzkurven (in *Abbildung 3* durch Pfeile kenntlich gemacht) zeigt an, in welcher Bandbreite die Reaktion der Regierung liegen kann, und kann somit als ein Proxy für den Handlungsspielraum angesehen werden. Im Bereich zwischen beiden Kurven können Regierungen ihre individuelle Verteidigungsbereitschaft ihren wirtschaftspolitischen Prioritäten gemäß wählen. Die Größe dieses Spielraums für die Politik ist zumindest kurzfristig nicht unerheblich. Die Differenz zwischen den vorhergesagten Verteidigungswahrscheinlichkeiten für sehr autokratische und sehr demokratische Regime ist beispielsweise mit 24,7 Prozent (25,6 Prozent) beachtlich und zeigt, dass selbst unter wirtschaftlich schwierigen Bedingungen noch Einfluss auf die Geld- und Währungspolitik genommen werden kann. Bei den anderen Variablen schwankt der Handlungsspielraum (also die Differenz zwischen beiden Kurven) von durchschnittlich 10,7 Prozent für unterschiedliche parteipolitische Präferenzen bis 23,7 Prozent für den Unterschied zwischen Nachwahlperioden und Zeiten, in denen keine Wahlen anstehen.<sup>28</sup>

Die Analyse der Konfidenzbänder weist jedoch darauf hin, dass diese Schätzungen eine zum Teil erhebliche Unsicherheit aufweisen.<sup>29</sup> Beim Nachwahl-Effekt überschneiden sich die Konfidenzbänder nicht, beim Demokratie-Effekt überschneiden sie sich nur knapp. Allerdings beinhalten die Konfidenzbänder in keinem Fall die geschätzte Wahrscheinlichkeit einer Verteidigung für den Vergleichswert der jeweiligen politischen Variablen. Zum Beispiel fällt die Punktschätzung der Wahrscheinlichkeit einer Verteidigung vor Wahlen nicht in den Bereich des Konfidenzintervalls der Punktschätzung der Wahrscheinlichkeit für Zeitpunkte ohne Wahlen und andersherum. Außerdem ist zu beachten, dass wir bei dem Erstellen der Grafiken eher konservativ vorgegangen sind. Die Diagramme basieren auf Schätzungen, welche niedrige Signifikanzniveaus für die politischen Variablen im Vergleich zu den anderen Modellen in *Tabelle 2* aufweisen. Ähnliche Analysen für die anderen Modelle zeigen zum Teil signifikantere Unterschiede zwischen den Kurven und damit einen größeren Handlungsspielraum auf.

## 5. Fazit

Während sich die Politikwissenschaft bisher vor allem auf die langfristige Handlungsautonomie von Nationalstaaten im Zeitalter der Globalisierung konzentriert hat, untersucht dieser Aufsatz die kurzfristige Handlungsfähigkeit mittels einer Analyse wirtschaftspolitischer Reaktionen auf Währungskrisen. Wir zeigen, dass in Situationen, in denen der Spielraum der politischen Entscheidungsträger gemeinhin als sehr eingeschränkt betrachtet wird, zumindest kurzfristig ein gewisser Handlungsspielraum für Regierungen besteht. In fast der Hälfte der von uns untersuchten Fälle konnte sich die Regierung dem spekulativen Druck der internationalen Finanzmärkte auf die eigene Währung erfolgreich widersetzen. Diese Fähigkeit, die Währung zu verteidigen, beruht darüber hinaus nicht allein auf wirtschaftlichen Faktoren. Im Gegenteil: Der Ausgang

28 Für die substanzielle Interpretation der Ergebnisse siehe Abschnitt 3.2.2.

29 Die Konfidenzbänder zeigen an, in welchem Bereich der wahre Wert eines Parameters mit einer vordefinierten Wahrscheinlichkeit liegt.

von Währungskrisen wird signifikant von politischen Faktoren mitbestimmt. Durch einen Vergleich der geschätzten Verteidigungswahrscheinlichkeiten konnten wir zeigen, dass aufgrund dieses politischen Handlungsspielraums diese Wahrscheinlichkeit um bis zu 25 Prozent schwanken kann.

Dies bedeutet allerdings keineswegs, dass die Handlungsfreiheit in diesem Bereich auf lange Sicht nicht eingeschränkt ist. Es ist zu erwarten, dass Regierungen nur dann die Gefahr einer erneuten Krise mittel- und langfristig bannen können, wenn sie nach einer erfolgreichen Verteidigung auf eine marktfreundliche, d. h. restriktive, Geld- und Fiskalpolitik setzen. Unternimmt die Regierung keine wirtschaftspolitischen Konsolidierungsmaßnahmen, bleibt sie aus Sicht der Spekulanten verwundbar. Diese werden deshalb die Bereitschaft der Regierung, den Wechselkurs weiterhin zu verteidigen, möglicherweise zu einem späteren Zeitpunkt nochmals auf die Probe stellen. Wechselkursverteidigungen ohne gleichzeitige Anpassung der Wirtschaftspolitik sind deshalb kostspielig und aus wohlfahrtsstaatlicher Sicht fragwürdig. Dies bedeutet, dass Regierungen zwar weiterhin wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum besitzen, dieser aber zeitlich erheblich beschränkt ist. Wichtig ist dabei, dass nicht nur die politischen Präferenzen der politischen Entscheidungsträger eine Rolle spielen, sondern dass auch Institutionen den Handlungsspielraum der Akteure erweitern oder einschränken können.

Dabei ist zu bedenken, dass gewisse Institutionen, wie z. B. Zentralbankautonomie, sich zwar positiv auf den Handlungsspielraum auswirken, gleichzeitig aber die Möglichkeit der Bevölkerung einschränken, Entscheidungsträger politisch zur Verantwortung zu ziehen. Dies wirft die Frage auf, inwiefern sich Handlungsspielraum und politische Partizipation in demokratischen Staaten auf der einen und offenen Volkswirtschaften auf der anderen Seite entgegenstehen. Einerseits bedeutet ein erweiterter Handlungsspielraum, dass die Regierung besser in der Lage ist, die Wirtschaftspolitik entsprechend den Präferenzen und Wünschen der Bevölkerung zu gestalten. Andererseits scheint es in bestimmten Politikbereichen notwendig zu sein, die Wirtschaftspolitik z. B. durch Autonomie der Zentralbank dem Einflussbereich der Bevölkerung zu entziehen, um eben diesen Spielraum zu erzeugen. Dies ist nicht nur in der Geld- und Währungspolitik der Fall, sondern gilt auch für andere Institutionen, wie beispielsweise die Maastricht-Kriterien im Bereich der Fiskalpolitik. Ob und inwiefern sich erfolgreiche Wirtschaftspolitik und demokratische Mitbestimmung in bestimmten Politikfeldern gegenseitig ausschließen und wie diese Spannung gelöst werden kann, sollte von der zukünftigen Forschung beantwortet werden.

## Literatur

- Andrews, David*, 1994: Capital Mobility and State Autonomy: Toward a Structural Theory of International Monetary Relations, in: *International Studies Quarterly* 38, 193-218.
- Barnet, Richard/Cavanagh John*, 1996: "Electronic Money and the Casino Economy." In: *Mander, Jerry/Goldsmith, Edward* (Hrsg.), *The Case against the Global Economy and for a Turn Toward the Local*. San Francisco: Sierra Club Books, 360-73.
- Bearce, David H./Hallerberg, Mark*, 2006: Democracy and De Facto Exchange Rate Regimes. Konferenzpapier. San Diego CA, March 22-25, 2006.
- Beck, Nathaniel/Katz, Jonathan/Tucker, Richard*, 1998: Taking Time Seriously: Time-Series-Cross-Section Analysis with a Binary Dependent Variable, in: *American Journal of Political Science* 42, 1260-1288.
- Beck, Thorsten/Clarke, George/Groff, Alberto/Keefer, Philip/Walsh, Patrick*, 2000: *New Tools and New Tests in Comparative Political Economy: The Database of Political Institutions*. Washington D.C.
- Bensaid, Bernard/Jeanne, Olivier*, 1997: The Instability of Fixed Exchange Rate Systems When Raising the Nominal Interest Rate is Costly, in: *European Economic Review* 41, 1461-1478.
- Berger, Suzanne*, 2000: Globalization and Politics, in: *Annual Review of Political Science* 3, 43-62.
- Bernauer, Thomas*, 2000: *Staaten im Weltmarkt*. Opladen: Leske + Budrich.
- Bernhard, William/Leblang, David*, 1999: Democratic Institutions and Exchange-rate Commitments, in: *International Organization* 53, 71-97.
- Block, Steven*, 2003: Political Conditions and Currency Crises in Emerging Markets, in: *Emerging Markets Review* 4, 287-309.
- Blomberg, Brock/Frieden, Jeffrey/Stein, Ernesto*, 2005: Sustaining Fixed Rates: The Political Economy of Currency Pegs in Latin America, in: *Journal of Applied Economics* VIII, 203-225.
- Box-Steffensmeier, Janet/Jones, Bradford*, 2004: *Event History Modeling. A Guide for Social Scientists*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Broz, J. Lawrence*, 2002: Political System Transparency and Monetary Commitment Regimes, in: *International Organization* 56, 861-87.
- Busch, Andreas*, 2003: *Staat und Globalisierung. Das Politikfeld Bankenregulierung im internationalen Vergleich*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Cerny, Philip G.*, 1995: Globalization and the Logic of Collective Action, in: *International Organization* 49, 595-625.
- Chiu, Eric M. P./Walter, Stefanie/Walton, Joshua/Willett, Thomas D.*, 2008: Currency Crises, in: *Ramishken, S. Rajan/Reinert, Kenneth A.* (Hrsg.), *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*. Princeton: Princeton University Press [im Erscheinen].
- Cukierman, Alex*, 1994: *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge: MIT Press.
- Cukierman, Alex/Miller, Geoffrey/Neyapti, Bilin*, 2002: Central Bank Reform, Liberalization and Inflation in Transition Economies – An International Perspective, in: *Journal of Monetary Economics* 49, 237-264.
- Drazen, Allan*, 1999. *Political Contagion in Currency Crises*. NBER Working Paper 7211. Cambridge.
- Eichengreen, Barry/Rose, Andrew/Wyplosz, Charles*, 1995: Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks, in: *Economic Policy* 10, 249-312.
- Eichengreen, Barry*, 1996: *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press.

- Eichengreen, Barry/Rose, Andrew/Wyplosz, Charles*, 2003: Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks, in: *Eichengreen, Barry* (Hrsg.), *Capital Flows and Crises*. Cambridge MA: Cambridge University Press, 99-154.
- Eichengreen, Barry* (Hrsg.), 2003: *Capital Flows and Crises*. Cambridge MA: Cambridge University Press.
- Frankel, Jeffrey*, 2005: *Contractionary Currency Crashes in Developing Countries*. NBER Working Paper 11508. Cambridge.
- Freitag, Markus*, 1999a: Politisch-institutionelle Ursachen unterschiedlicher Währungsentwicklungen im internationalen Vergleich, in: *Politische Vierteljahresschrift* 40, 93-115.
- Freitag, Markus*, 1999b: Institutionelle Voraussetzungen der Glaubwürdigkeit als Vorbote einer starken Währung, in: *Außenwirtschaft* 54, 179-208.
- Frieden, Jeffrey*, 1991: Invested Interests: The Politics of National Economic Policies in a World of Global Finance, in: *International Organization* 45, 425-51.
- Frieden, Jeffrey/Ghezzi, Piero/Stein, Ernesto*, 2001: Politics and Exchange Rates: A Cross-country Approach in: *Frieden, Jeffrey/Stein, Ernesto* (Hrsg.), *The Currency Game: Exchange Rate Politics in Latin America*. Washington D.C.: Inter-American Development Bank, 21-63.
- Furman, Jason/Stiglitz, Joseph*, 1998: *Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia*. Brookings Papers on Economic Activity 1998, 1-135.
- Ganghof, Steffen*, 2004: *Wer regiert in der Steuerpolitik? Einkommenssteuerreform zwischen internationalem Wettbewerb und nationalen Verteilungskonflikten*. Frankfurt a. M.: Campus.
- Garrett, Geoffrey/Mitchell, Deborah*, 2001: Globalization, Government Spending and Taxation in the OECD, in: *European Journal of Political Research* 39, 145-77.
- Genschel, Philipp*, 2000: Der Wohlfahrtsstaat im Steuerwettbewerb, in: *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 7, 267-296.
- Genschel, Philipp*, 2002: Globalization, Tax Competition, and the Welfare State, in: *Politics & Society* 30, 245-75.
- Grande, Edgar/Risse, Thomas*, 2000: Globalisierung und die Handlungsfähigkeit des Nationalstaats, in: *Zeitschrift für Internationale Beziehungen Themenheft 7*. Baden-Baden.
- Haggard, Stephan*, 2000: *The Political Economy of the Asian Financial Crisis*. Washington D.C.: Institute for International Economics.
- Kraay, Aart*, 2003: Do High Interest Rates Defend Currencies During Speculative Attacks?, in: *Journal of International Economics* 59, 297-321.
- Krugman, Paul*, 1979: A Model of Balance of Payments Crises, in: *Journal of Money, Credit and Banking* 11, 311-25.
- Leblang, David*, 1999: Domestic Political Institutions and Exchange Rate Commitments in the Developing World, in: *International Studies Quarterly* 43, 599-620.
- Leblang, David/Bernhard, William*, 2000: The Politics of Speculative Attacks in Industrial Democracies, in: *International Organization* 54, 291-324.
- Leblang, David*, 2002: The Political Economy of Speculative Attacks in the Developing World, in: *International Studies Quarterly* 46, 69-92.
- Leblang, David*, 2003: To Devalue or to Defend? The Political Economy of Exchange Rate Policy, in: *International Studies Quarterly* 47, 533-559.
- MacIntyre, Andrew*, 2001: Institutions and Investors: The Politics of the Economic Crisis in Southeast Asia, in: *International Organization* 55, 81-222.
- Marshall, Monty G./Jagers, Keith/Gurr, Ted*, 2002: Polity IV Project. Political Regime Characteristics and Transitions, 1800-2000, <http://www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm>; 22.07.2008.
- Mosley, Layna*, 2000: Room to Move: International Financial Markets and National Welfare States, in: *International Organization* 54, 737-773.
- Moutot, Philippe*, 1994: Les Caractéristiques et la Gestion des Tensions de Change. Le Cas de France en 1992-3, in: *Cahier économiques et monétaires (Banque de France)* 43, 215-240.

- Noble, Gregory W./Ravenhill, John*, 2000: *The Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Obstfeld, Maurice*, 1994: *The Logic of Currency Crises*. NBER Working Paper 4640. Cambridge.
- Obstfeld, Maurice/Rogoff, Kenneth*, 1995: *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, in: *Journal of Economic Perspectives* 9, 73-96.
- Obstfeld, Maurice*, 1996: *Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features*, in: *European Economic Review* 40, 1037-1047.
- Ohmae, Kenichi*, 2000: *The End of the Nation State*, in: *Lechner, Frank/Boli, John* (Hrsg.), *The Globalization Reader*. Oxford: Oxford University Press, 207-211.
- Quinn, Dennis P.*, 2000: *Democracy and International Financial Liberalization*. Washington D.C.
- Reinhart, Carmen M./Rogoff, Kenneth*, 2004: *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*, in: *The Quarterly Journal of Economics* 119, 1-48.
- Rodrik, Dani*, 1998: *Why Do More Open Economies Have Bigger Governments*, in: *Journal of Political Economy* 106, 997-1032.
- Rogoff, Kenneth*, 1985: *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*, in: *Quarterly Journal of Economics* 100, 1169-1190.
- Sattler, Thomas*, 2006: *When Do Exchange Rate Defenses Fail? The Role of Economic Signals and Political Considerations During Currency Crises*. Konferenzpapier. Chicago IL, 20–23 April 2006.
- Sattler, Thomas/Walter, Stefanie*, 2006: *Political Regimes and Exchange Rate Defenses*. Arbeitspapier. Zürich: ETH Zürich.
- Sattler, Thomas/Freeman, John/Brandt, Patrick*, 2007: *Economic Policy, Political Accountability and the Room to Maneuver*. Konferenzpapier. Conference on the Political Economy of International Finance. Atlanta, 9 February 2007.
- Sattler, Thomas/Brandt, Patrick/Freeman, John*, 2008: *Popular Sovereignty and the Room to Maneuver: A Search for a Causal Chain*, in: *Comparative Political Studies* 41, 1212–1239.
- Schirm, Stefan A.*, 2006: *Globalisierung. Forschungsstand und Perspektiven*. Baden-Baden: Nomos.
- Simmons, Beth*, 1994: *Who Adjusts?* Princeton: Princeton University Press.
- Simmons, Beth*, 2001: *The International Politics of Harmonization: The Case of Capital Market Regulation*, in: *International Organization* 55, 589-620.
- Stein, Ernesto/Streb, Jorge M.*, 2004: *Elections and the timing of Devaluations*, in: *Journal of International Economics* 63, 119-145.
- Stierli, Markus*, 2006: *Institutions, Credibility, and Economic Policy*. Arbeitspapier. Zürich: ETH Zürich.
- Strange, Susan*, 1996: *The Retreat of the State: The Diffusion of Power in the World Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Swank, Duane/Steinmo, Sven*, 2002: *The New Political Economy of Taxation in Advanced Capitalist Democracies*, in: *American Journal of Political Science* 46, 642-655.
- Walter, Stefanie*, 2008: *A New Approach for Determining Exchange Rate Level Preferences*, in: *International Organization* 62, 405-438.
- Walter, Stefanie*, 2009: *The Limits and Rewards of Political Opportunism. How Electoral Timing Affects the Outcome of Currency Crises*, in: *European Journal of Political Research* [im Erscheinen].

## Anhang

**Tabelle A1:** Deskriptive Statistiken

	Anzahl Beobach- tungen	Mittelwert	Standard- abweichung	Min.	Max.
Reserven (t-1)/M1(t-1)	191	0,86	1,55	0,02	18,20
Wachstum (t-1)	191	0,11	0,29	-2,24	0,79
Inflation (t-1)	191	13,77	30,01	-10,13	343,57
BIP pro Kopf	191	6,15	6,74	0,12	29,63
Demokratie	188	5,75	5,85	-10	10
Zentralbankunabhängigkeit	82	0,39	0,16	0,17	0,78
Exportsektor	191	0,36	0,65	0,06	7,73
Linke Regierung	191	0,29	0,46	0	1
Vor Wahl	191	0,11	0,31	0	1
Nach Wahl	191	0,08	0,28	0	1

**Tabelle A2:** Abwertungskriterien unter Berücksichtigung des De-facto-Währungsregimes (Reinhart/Rogoff (RR)-Feinklassifikation)

	Codiert als Abwertung, wenn ...	
	... die Abwertungsrate in einem der sechs auf die spekulative Attacke folgenden Monate den folgenden Wert übersteigt	... die kumulative Abwertungsrate nach der spekulativen Attacke den folgenden Wert übersteigt
Angekündigter fixer Kurs (RR 2)	1 %	1 %
Angekündigtes horizontales Band (RR 3)	2 %	2 %
De facto fixer Kurs (RR 4)	2 %	2 %
Angekündigter wandernder Kurs (RR 5)	2,5 %	5 %
Angekündigtes wanderndes Band (RR 6)	2,5 %	5 %
De facto wandernder Kurs (RR 7)	4 %	8 %
De facto wanderndes Band (RR 8)	4 %	8 %
Angekündigtes wanderndes Band (5 %) (RR 9)	5 %	10 %
De facto wanderndes Band (5 %) (RR 10)	5 %	10 %
Nichtwanderndes Band (2 %) (RR 11)	5 %	10 %

Quelle: Reinhart/Rogoff (2004).