

Herz, Bernhard

Working Paper

Währungspolitik in der Übergangsphase zur europäischen Währungsunion

Tübinger Diskussionsbeiträge, No. 17

Provided in Cooperation with:

University of Tuebingen, Faculty of Economics and Social Sciences, School of Business and Economics

Suggested Citation: Herz, Bernhard (1991) : Währungspolitik in der Übergangsphase zur europäischen Währungsunion, Tübinger Diskussionsbeiträge, No. 17, Eberhard Karls Universität Tübingen, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Tübingen

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/104889>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

**Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen**

**Währungspolitik in der Übergangsphase
zur Europäischen Währungsunion**

Bernhard Herz



Tübinger Diskussionsbeiträge

**Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen**

**Währungspolitik in der Übergangsphase
zur Europäischen Währungsunion**

Bernhard Herz

Tübinger Diskussionsbeitrag

Nr. 17

September 1991

**Wirtschaftswissenschaftliches Seminar
Mohlstraße 36, D-7400 Tübingen**

Währungspolitik in der Übergangsphase zur Europäischen Währungsunion

I. Problemstellung¹⁾

In der Europäischen Gemeinschaft (EG) herrscht weitgehende Einigkeit über das entgeltliche Ziel währungspolitischer Integration: Es soll in Europa ein einheitlicher Währungsraum mit einer gemeinsamen Währung und einem Europäischen Zentralbanksystem (EZBS) geschaffen werden. Erhebliche Meinungsverschiedenheit bestehen aber nach wie vor über den weiteren Transformationsprozeß vom aktuellen europäischen Währungssystem (EWS) zur zukünftigen EWU.²⁾ Seit dem 1. Juli 1990 läuft die erste Phase der Europäischen Währungsunion (EWU), in der größere Konvergenz der nationalen Wirtschaftspolitiken erreicht werden soll. Wesentliche institutionellen Änderungen sind in dieser Phase noch nicht vorgesehen.³⁾ Im Dezember 1990 hat die Regierungskonferenz zur EWU begonnen, in der die Teilnehmerstaaten die weiteren Schritte auf dem Weg zur Währungsunion festzulegen haben.

Worin unterscheidet sich nun das EWS von einer EWU und welche währungspolitischen Merkmale sind daher zukünftig zu ändern? Das aktuelle EWS läßt sich als ein asymmetrisches Festkurssystem charakterisieren, in dem die Deutsche Bundesbank das Preisniveau bestimmt, während die übrigen Notenbanken ihren jeweiligen DM-Wechselkurs steuern.⁴⁾ Das EWS ist insbesondere gekennzeichnet durch

- (faktisch) asymmetrische Interventionen,
- beschränkt flexible Wechselkurse sowie
- Devisenkonstraints für die nationalen Wirtschaftspolitiken, d.h. der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum der Mitgliedsländer wird begrenzt von den verfügbaren Devisenreserven bzw. deren Fähigkeit, sich Devisen zu beschaffen.

1) Der Verfasser dankt Ron McKinnon für wertvolle Hinweise und Diskussionen.

2) Vgl. beispielhaft den Delors-Report mit seinen einerseits relativ konkreten Aussagen zur dritten Stufe der EWU und den andererseits sehr vagen Ausführungen zur zweiten Stufe.

3) Vgl. Herz/Nürk (1990).

4) Vgl. Herz/Röger (1990), Giavazzi/Giovannini (1990), Scarcinelli (1986). Für die entgegengesetzte Interpretation des EWS als ein im wesentlichen symmetrisches Festkurssystem vgl. Fratianni/von Hagen (1990), Smeets (1990), Wyplosz (1990).

Die EWU läßt sich dagegen interpretieren als ein Festkurssystem mit

- symmetrischen Interventionen,
- unwiderruflich fixierten Wechselkursen,
- ohne den Devisenkonstraint im Wechselkursverbund, d.h. die nationalen Wirtschaftspolitiken werden nicht durch die Höhe der aktuellen oder potentiell verfügbaren Devisenreserven begrenzt.

In der Übergangsphase vom EWS zur EWU stellt sich somit - wie in jedem Transformationsprozeß - das Problem, die Abfolge der Strukturänderungen festzulegen (Sequencing):

- In welcher Reihenfolge sollen die drei Kernelemente des EWS in Richtung Währungsunion verändert werden?
- Sollen die Mitgliedsstaaten den Transformationsprozeß im Gleichschritt oder zu individuell verschiedenen Zeitpunkten bewältigen (EWU der zwei oder n Geschwindigkeiten)?

Im folgenden soll die währungspolitischen Konsequenzen alternativer Wege zur EWU untersucht werden. Der Übergang vom EWS zur EWU wird modelliert als eine Abfolge von Wechselkursregimen, die sich in den Merkmalen Symmetrie, Flexibilität der Wechselkurse und Bindewirkung des Devisenkonstraints unterscheiden. Ein einfaches Zwei-Länder-Modell vom Mundell-Fleming-Typ liefert den theoretischen Rahmen, in dem diese Wechselkurssysteme untersucht werden (Kapitel III). In den Kapiteln IV und V werden die währungspolitischen Interdependenzen im EWS und der EWU analysiert. Aufbauend auf den Unterschieden werden die währungspolitischen Implikationen für die Übergangsphase diskutiert (Kapitel VI). Dabei wird gezeigt, wie die Abfolge, in der die einzelnen Elemente des EWS an die EWU angepaßt werden, die Währungspolitik in der Übergangsphase wesentlich beeinflussen. So hängt die Wirkung einer Fixierung der EWS-Wechselkurse wesentlich davon ab, ob schon größere geldpolitischer Symmetrie erzielt wurde. Geringere Wechselkursschwankungen im aktuellen EWS verschärfen die Asymmetrie zwischen den EWS-Mitgliedsländern: Die Ankerfunktion der deutschen Geldpolitik nimmt weiter zu. Wird dagegen erst die geldpolitische Symmetrie im EWS erhöht, so wirkt eine Fixierung der Wechselkurse genau umgekehrt: Stabilere Wechselkurse werden dann zum Hebel, die Dominanz der

Deutschen Bundesbank im EWS-Raum zu mindern. Kapitel VII faßt die wesentlichen Ergebnisse zu Politikfolgerungen zusammen.

II. Das Modell

Das folgende Zwei-Länder-Modell liefert einen allgemeinen Analyserahmen, innerhalb dessen spezifische Wechselkursregime als Spezialfälle untersucht werden können - vom aktuellen EWS über mögliche Zwischenformen bis hin zu einer Währungsunion.⁵⁾⁶⁾ Das In- und das Auslands floaten als "kleiner" Festkursblock gegenüber dem "Rest der Welt". In Analogie zum Fall des kleinen Landes beeinflussen Schocks aus dem Rest der Welt die beiden Blockländer, während umgekehrt Schocks aus den beiden Blockländern keine Wirkung auf den Rest der Welt haben. Es werden Preisflexibilität und die für Europa charakteristische hohe Reallohnrigidität unterstellt.

Die folgenden Gleichungen beschreiben die mittelfristigen Gleichgewichtsbeziehungen. Die Absorption der exogen gegebenen inländischen Güterproduktion y wird gemäß Gleichung (1) bestimmt vom Zinsniveau r , den Einkommen des Auslands y^A und des Rests der Welt y^B , den realen Wechselkursen gegenüber diesen beiden Regionen $e+p^A-p$ und e^B+p^B-p sowie der inländischen Fiskalpolitik g . Entsprechendes gilt für den ausländischen Gütermarkt. Die Variablen des Auslands sind mit dem Buchstaben A, die des Rests der Welt mit dem Buchstaben B indiziert. Kleinbuchstaben kennzeichnen logarithmierte Werte. Der Parameter v beschreibt die relative Größe des In- und Auslands, wobei $y = vy^A$ gilt. Die einzelnen Schocks induzieren in ihren jeweiligen Ursprungsländern gleich große prozentuale Veränderungen. Bei unterschiedlicher Größe der betrachteten Länder bedeutet dies, das die absolute Größe eines Schocks mit der Größe des Landes zunimmt.

$$(1) \quad y = -\alpha_1 r + \alpha_2 y^A + \alpha_3 (e + p^A - p) + \alpha_4 y^B + \alpha_5 (e^B + p^B - p) + g$$

$$(2) \quad y^A = -v\alpha_1^A r^A + v\alpha_2^A y + v\alpha_3^A (p - e^A - p^A) + v\alpha_4^A y^B + v\alpha_5^A (e^B + p^B - p^A) + g^A$$

5) vgl. auch Herz/Röger (1990).

6) Zur Diskussion von Modelle einer Wechselkursunion vgl. Sauernheimer (1990) und Feuerstein/Siebke (1990).

Arbitrage sichert folgende Beziehung zwischen den drei bilateralen Wechselkursen

$$(3) e^{AB} = e^B - e$$

Die Wirtschaftssubjekte fragen nur ihre jeweiligen nationalen Währungen nach, und zwar nach Maßgabe der Realeinkommen und Zinsen.

$$(4) m-p = \beta_1 Y - \beta_2 r$$

$$(5) m^A - p^A = \beta_1^A Y^A - \beta_2^A r^A$$

Die Bilanzrestriktionen des monetären Sektors implizieren

$$(6) M = D + \text{Res}$$

$$(7) M^A = D^A + \text{Res}^A$$

mit den Kreditaggregaten D und D^A und den Reservebeständen Res und Res^A . Die Gleichungen (4) und (5) beschreiben die private Nachfrage nach Geld in der Abgrenzung eines der üblichen M_x -Aggregate, wie es typischerweise von der Notenbank und den privaten Banken angeboten wird. Entsprechend kennzeichnen Gleichungen (6) und (7) das Geldangebot des gesamten monetären Sektors, und nicht nur die von der Zentralbank bereitgestellte Geldbasis.

Es wird perfekte Kapitalmobilität unterstellt, so daß gilt

$$(8) r = r^B$$

$$(9) r^A = r^B$$

Die bilateralen Wechselkurse im Wechselkursverbund sind nicht notwendigerweise vollständig fixiert, sondern können innerhalb von Bandbreiten um die festgelegten Paritätskurse schwanken. Die Notenbanken intervenieren bei Abweichungen des Wechselkurses zwischen In- und Ausland - e - vom Paritätskurs e_0 nach Maßgabe des Interventionskoeffizienten s .

$$(10) \text{Res}^A - \text{Res}^A_0 = s(e - e_0)$$

Je stärker die Notenbanken auf Abweichungen des Wechselkurses vom vereinbarten Paritätskurs reagieren, d.h. je geringer sie die Wechselkursbandbreite halten, desto größer ist der Wert von s ; im Grenzfall vollständig fixierter Wechselkurse geht der Wert von s gegen unendlich. Entsprechend gilt bei völligem Verzicht auf Devisenmarktinterventionen, d.h. bei vollständig flexiblen Wechselkursen, $s = 0$.

Während Gleichung (10) beschreibt, in welchem Ausmaß die Notenbanken auf Wechselkursabweichungen reagieren, bestimmt Gleichung (11) wie sich die Interventionen auf die beiden Zentralbanken verteilen:

$$(11) \quad v(1-k)(\text{Res} - \text{Res}_0) = -k(\text{Res}^A - \text{Res}^A_0)$$

Der Koeffizient k beschreibt das Interventions- und Sterilisierungsverhalten der Notenbanken und liefert einen Maßstab für den Grad an (A)Symmetrie im Wechselkursverbund.⁷⁾⁸⁾ Im Grenzfall $k = 0$ interveniert die inländische Notenbank überhaupt nicht am Devisenmarkt oder sie sterilisiert ihre Interventionen vollständig. Der inländische Geldmenge ist exogen, und das Inland stellt die Reservewährung des Systems. Die inländische Notenbank steuert die monetäre Entwicklung im Festkursverbund, während die ausländische Zentralbank über Devisenmarktinterventionen den bilateralen Wechselkurs bestimmt. Im entgegengesetzten Fall, $k = 1$, dominiert das Ausland die monetäre Entwicklung im Festkursverbund und das Inland stabilisiert den Wechselkurs. Im symmetrischen Fall, $k = \frac{1}{2}$, intervenieren die beiden Notenbanken zu gleichen Teilen am Devisenmarkt.

7) Es wird vereinfachend angenommen, daß der Parameter v sowohl die relative Größe der Volkseinkommen als auch der Reservebestände beschreibt.

8) Vgl. Giavazzi/Giovannini (1990) S. 69. In der sehr kurzfristigen Analyse ist zwischen den Geld- und Reserveeffekten der Währungspolitik zu unterscheiden, vgl. etwa Bofinger (1990).

III. Die Ausgangslage

III.1. Das aktuelle EWS - ein DM-Zone mit beschränkt flexiblen Wechselkursen

Das EWS kann als ein Wechselkurssystem mit beschränkt flexiblen Wechselkursen und asymmetrischen Devisenmarktinterventionen charakterisiert werden. Die bilateralen Wechselkurse können im EWS in einem Band von $\pm 2,25\%$, in Ausnahmefällen von $\pm 6\%$, um die vereinbarten Paritätskurse schwanken. Außerdem sind Paritätsänderungen im gegenseitigen Einvernehmen möglich. Der asymmetrische Charakter des EWS wird besonders deutlich im Falle der freiwilligen intramarginalen Interventionen, die vor allem in neuerer Zeit von großer Bedeutung sind. Dabei interveniert in der Regel einzig das Weichwährungsland zugunsten seiner Währung und trägt somit die ganze Anpassungslast. Entsprechendes gilt für die Zinspolitik in vielen EWS-Ländern, die im wesentlichen als Instrument zur Stabilisierung des DM-Wechselkurses eingesetzt wird. Im Fall der obligatorischen marginalen Interventionen ist im EWS zwar ein formal symmetrisches Vorgehen der beiden beteiligten Notenbanken am Devisenmarkt vorgesehen. Faktisch trägt aber das Abwertungsland die ganze Interventionslast, da es im Rahmen des Saldenausgleichs dem Aufwertungsland die erworbenen Weichwährungsbestände vorrangig gegen Reservewährung abnehmen muß.⁹⁾ Dieser Mechanismus wurde zwar durch die Vereinbarungen von Basel und Nyborg modifiziert, aber nicht prinzipiell aufgehoben.¹⁰⁾

Diese Asymmetrie zu Lasten der Abwertungsländer wird noch verstärkt durch den Devisenkonstraint, der in einem Festkurssystem wirksam ist.¹¹⁾ So wird der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum eines Abwertungslands von der Höhe seiner aktuellen bzw. potentiell beschaffbaren Devisenreserven bestimmt. Die Wirtschaftspolitik des Aufwertungslands unterliegt dagegen keinen Beschrän-

9) Vgl. Artikel 16 des Abkommens v. 13.3.79 zwischen den Zentralbanken der Mitgliedsstaaten der EWG über die Funktionsweise des EWS.

10) Vgl. Kommission der EG (1989).

11) Der Devisenkonstraint gilt offensichtlich nicht für das Reservewährungsland, das nicht am Devisenmarkt interveniert. Diese fehlende Handlungsbeschränkung wird besonders deutlich im Falle der USA im System von Bretton Woods, spätestens nach der Aufhebung der Goldeinlösepflicht im August 1971, vgl. McKinnon (1991) Kap. 3.

kungen, da es prinzipiell unbegrenzt Devisen aufkaufen kann. Der Devisenkonstraint weist somit zusammen mit den spezifischen Interventions- und Saldierungsregeln im EWS dem Land mit der stärksten Währung und den größten Devisenreserven die Rolle des Reservewährungslandes zu. Es ist demnach durchaus denkbar, daß die Rolle der deutschen Geldpolitik als nomineller Anker abgeschwächt wird, wenn andere Länder eine stabilitätsorientiertere Wirtschaftspolitik verfolgen.

Ein asymmetrisches Festkurssystem wie das EWS ergibt sich im obigen Modellrahmen für folgende Parameterwerte. Es gilt $k=0$, wenn das Inland die Reservefunktion wahrnimmt, und $0 < l < \infty$, wenn die Wechselkurse beschränkt flexibel sind. Die inländische Geldmenge ist exogen gegeben, da die inländische Notenbank entweder ganz auf Devisenmarktinterventionen verzichtet oder deren Geldmengeneffekte sterilisiert. Die ausländische Notenbank steuert dagegen mit Hilfe nicht sterilisierter Devisenmarktinterventionen den Wechselkurs entsprechend des angestrebten Grades an Wechselkursstabilität, $1/s$.

Wie die Preiselastizitäten in Tabelle 1 verdeutlichen, ist dieses Wechselkurssystem durch eine deutliche Asymmetrie gekennzeichnet: Während Schocks des Reservelands im Nichtreserveland preiswirksam sind, haben umgekehrt Schocks des Nichtreservelands keinen Einfluß auf das Preisniveau im Reserveland. Im Reserveland verändern nur solche Variablen das Preisniveau, die den heimischen Geldmarkt direkt treffen: Das heimische Güter- und Geldangebot sowie das Weltzinsniveau. Die inländische Geldpolitik steuert die nominale Geldmenge, während Güterangebots- und Zinsschocks die reale Geldnachfrage verändern. Die übrigen Schocks beeinflussen die Angebots- und Nachfragebedingungen auf dem Geldmarkt des Reservelands nicht und sind daher im gegebenen Modellrahmen nicht preisrelevant.

Im Nichtreserveland sind dagegen alle Schocks, insbesondere auch die des Reservelands, preisrelevant. Allgemein verursachen Schocks internationale Waren- und/oder Kapitalbewegungen und damit Wechselkursänderungen. Die dadurch induzierten Devisenmarktinterventionen verändern das nominale Geldangebot im Nichtreserveland und damit das Preisniveau. Aufgrund dieses indirekten Geldmarkteffekts

beeinflussen dort alle Schocks das Preisniveau. Ein expansiver fiskalpolitischer Schock im Nichtreserveland etwa erhöht die heimische Güternachfrage und wirkt zinssteigernd. Es kommt zu Kapitalimporten und die heimische Währung wertet auf. Die Notenbank interveniert am Devisenmarkt und vergrößert damit die heimische Geldmenge. Das Preisniveau und der reale Wechselkurs steigen, und der Nachfrageüberschuß auf dem heimischen Gütermarkt wird über eine Verschlechterung der Handelsbilanz abgebaut.

Die Preisentwicklung im Nichtreserveland hängt nicht nur von der Stärke der Schocks und deren Preiselastizitäten ab, sondern auch von deren Korrelationsstruktur. Schocks treten in interdependenten Volkswirtschaften in der Regel nicht isoliert, sondern korreliert auf, etwa in Folge expliziter Koordinationsbemühungen im Rahmen supranationaler Institutionen wie der G7-Gruppe oder des währungspolitischen Ausschusses der EG. Entsprechendes gilt für international wirksame Schocks wie Ölpreisänderungen.¹²⁾

Positiv korrelierte Güternachfrageschocks, etwa als Folge koordinierter nationaler Fiskalpolitiken, können die Preisentwicklung im Nichtreserveland verstetigen. So gilt für die Varianz des Preisniveaus im Nichtreserveland σ_{pA}^2

$$(12) \sigma_{pA}^2 = \left(\frac{1}{AB\alpha_5}\right)^2 \sigma_g^2 + \left(\frac{1}{AB\alpha_5^A}\right)^2 \sigma_{gA}^2 - \frac{\delta}{A^2 B^2 \alpha_5 \alpha_5^A} \sigma_g \sigma_{gA}$$

wobei σ_g^2 und σ_{gA}^2 die Varianzen der in- und ausländischen Güternachfrageschocks und δ den entsprechenden Korrelationskoeffizienten bezeichnen.

Die größere ausländische Güternachfrage führt zu einer Aufwertung der Auslandswährung und damit geldmengenerhöhenden Devisenmarktinterventionen. Eine gleichzeitige Zunahme der inländischen Güternachfrage wirkt dieser Aufwertung entgegen und verringert das Interventionsvolumen und damit die Geldmengen- und Preiseffekte des Güternachfrageschocks.

12) Vgl. Weber (1990).

Im Falle der Geldpolitik wird die Preisentwicklung im Nichtreserveland bei negativ korrelierten Schocks verstetigt. Ein expansiver monetärer Schock im Nichtreserveland löst über zinsbedingte Kapitalexporte konterkarierende Devisenmarktinterventionen aus. Verfolgt das Reserveland eine kontraktive Politik, so fallen die Kapitalexporte und damit die gegenläufigen Devisenmarktinterventionen noch stärker aus. Für die Varianz des Preisniveaus im Nichtreserveland gilt dann

$$(12) \sigma_{pA}^2 = \frac{1}{B} \sigma_d^2 + \frac{1}{sB} \sigma_{dA}^2 + \frac{\delta}{sB^2} \sigma_d \sigma_{dA}.$$

σ_d^2 und σ_{dA}^2 bezeichnen die Varianzen des in- und ausländischen Kreditangebots und δ den entsprechenden Korrelationskoeffizienten.

Welche Vorteile hat es nun für ein Land, den DM-Wechselkurs zu stabilisieren, sei es als offizielles Mitglied des EWS-Wechselkursmechanismus oder durch einseitige Maßnahmen wie im Falle Österreichs und in neuerer Zeit der skandinavischen Länder? Schocks führen zu Ungleichgewichten auf den Waren- und Kapitalmärkten, die über Bewegungen der realen Wechselkurse, d.h. Änderungen der nationalen Preisniveaus und der nominalen Wechselkurse, abgebaut werden. Devisenmarktinterventionen verändern offensichtlich den Trade-off zwischen Änderungen des Preisniveaus und des nominalen Wechselkurses. Die Wechselkurspolitik des Nichtreservelands hat keinen Einfluß darauf, in welchem Maße sich die Terms of Trade zwischen den Volkswirtschaften ändern müssen, um schockbedingte Marktungleichgewichte zu räumen. Sie bestimmt nur, ob die Anpassung der realen Wechselkurse eher über Änderungen des heimischen Preisniveaus und der nominalen Wechselkurse erfolgt.¹³⁾

Stabilisiert die Notenbank den Wechselkurs mit der Reservewährung, erhöht sich also der Interventionsparameter s , so verringert sich Preiselastizität der heimischen Geldpolitik. Die Preiseffekte der übrigen Schocks nehmen dagegen mit Ausnahme der Zinsschocks immer zu (vgl. Tabelle 1). Die Veränderung der Preiselastizitäten von Zinsschocks ist nicht eindeutig, sondern hängt von der spezifi-

13) Die Wechselkurspolitik bestimmt offensichtlich innerhalb dieser Länder, inwieweit die Anpassung an Schocks von allen Sektoren getragen wird oder vor allem von den Sektoren, die handelbare Güter produzieren.

schen Struktur der Volkswirtschaften ab. Die Effizienz der heimischen Geldpolitik nimmt also ab, während insbesondere die Geldpolitik des Reservelands das heimische Preisniveau stärker beeinflusst. Der Übergang zu einem Wechselkursziel ist somit für ein Land dann vorteilhaft, wenn

- die heimische Geldmengenentwicklung im Vergleich zum Reserveland relativ unstetig verläuft, etwa aufgrund einer erratischen Geldpolitik, so daß durch das Pegging die monetäre Stabilität des Reservelands "importiert" werden kann,¹⁴⁾
- monatliche Schocks im Vergleich zu den anderen heimischen Schocks relativ groß sind und
- monetäre Schocks eine relativ große Preiselastizität haben.

Umgekehrt sind als Reserveländer vor allem Volkswirtschaften mit relativ geringen Schocks, insbesondere mit einer stetigen monetären Entwicklung, geeignet. Die preisstabilisierende Wirkung des Pegging kann prinzipiell durch geld- und fiskalpolitische Koordination verstärkt werden. Koordinationsprobleme entstehen aber dadurch, daß das Reserveland von der wirtschaftlichen Entwicklung des Nichtreservelands im wesentlichen nicht betroffen wird. Es hat daher keine Incentives für eine solche Politikkoordination. Es liegt somit letztlich am Nichtreserveland seine Geld- und Fiskalpolitik ex ante an die Politik des Reservelandes anzupassen und so die heimische Preisniveauentwicklung zu verstetigen. Verzichtet das Nichtreserveland auf eine solche Politik, so wird seine Wirtschaftspolitik über den Interventionsmechanismus ex post an die Politik des Reservelandes angepasst.

III.2. Zunehmende wirtschaftliche Integration in Europa: Die Wirkungen des Binnenmarktprogramms

Als Folge der wachsenden wirtschaftlichen Integration sind im EWS-Raum folgende Veränderungen zu erwarten:

14) Dies bedeutet offensichtlich nicht, daß das Reserveland durch diesen Import an Stabilität verliert, wie die Wortwahl impliziert. Die größere monetäre Stabilität im Nichtreserveland wird durch umfangreichere Devisenmarktinterventionen des Nichtreservelands erreicht, die zu einer Angleichung der heimischen monetären Entwicklung an die des Reservelandes führt.

- Eine Annäherung der makroökonomischen Struktur der EWS-Volkswirtschaften, d.h. eine Angleichung der Angebots- und Nachfrageelastizitäten sowie eine zunehmend positive Korrelation der Schocks,
- eine wachsende Interdependenz zwischen den EWS-Ländern, d.h. zunehmende Preis- und Einkommenselastizitäten des Intra-EWS-Handels im Vergleich zum Handel mit Drittländern.

Zwischen diesen Veränderungen der volkswirtschaftlichen Struktur der EWS-Länder und dem währungspolitischen Integrationsprozeß bestehen offensichtlich enge Wechselbeziehungen. Unterscheiden sich die Länder in einem Festkursblock, reagiert etwa der Handel des Inlands mit dem Rest der Welt preiselastischer als der Handel des Auslands ($\alpha_2 > \alpha_2^A$), so wirken sich Schocks aus dem Rest der Welt in beiden Ländern verschieden aus. Die daraus resultierenden Ungleichgewichte müssen durch Änderungen des realen Wechselkurses zwischen beiden Ländern ausgeglichen werden. Generell gilt, daß sich der bilaterale Wechselkurs zwischen In- und Ausland bei Schocks aus dem Rest der Welt um so weniger ändert, je geringer der Unterschied in den Einkommens- und Preiselastizitäten von In- und Ausland ist, d.h. je ähnlicher sich die beiden Volkswirtschaften sind. Die absolute Höhe der Elastizitäten ist dagegen nicht von Bedeutung.

Die zunehmende Angleichung der volkswirtschaftlichen Strukturen im EWS-Raum wirkt daher verstetigend auf die Wechselkursentwicklung zwischen den beteiligten Ländern. Externe Schocks werden dann stärker durch Änderung der Terms of Trade mit dem Rest der Welt und weniger durch Verschiebungen zwischen den Blockländern absorbiert.

Da die größere Wechselkursstabilität im EWS mit wachsenden Schwankungen der Wechselkurse gegenüber Nicht-EWS-Währungen einhergeht, verstärkt sich der Anreiz zu einem EWS-Beitritt für Ländern, die ein Wechselkursziel verfolgen und enge wirtschaftlichen Beziehungen zu EWS-Ländern haben. Dies könnte eine Ursache für das wachsende Interesse vieler europäischer Staaten an einer EWS-Mitgliedschaft sein und steht im Einklang mit der wachsenden Praxis vieler europäischer Länder, ihre Währung einseitig an die DM bzw. die ECU zu binden.

Die Preiseffekte von EWS-internen Schocks werden dagegen von der absolute Höhe der Handelselastizitäten bestimmt. Zwei gegenläufige Effekte können in Folge der zunehmenden wirtschaftlichen Integration auftreten. Die Preiseffekte von Schocks werden einerseits gedämpft, wenn die Preiselastizitäten des Außenhandels zunehmen und kleinere Änderungen der Terms of Trade genügen, die Gütermärkte zu räumen. Andererseits verstärken zunehmende Einkommenselastizitäten die Preiseffekte von Güterangebotsschocks. Ein höheres inländisches Güterangebot etwa wird dann durch die größeren einkommensabhängigen Güterimporte noch verstärkt. Es sind dann ausgeprägtere Preisänderungen notwendig, um die Gütermärkte zu räumen.

Wie die obige Diskussion zeigt, sind die Effekte einer größeren positiven Korrelation von Schocks ambivalent. Während sich die positive Korrelation im Falle von Güternachfrageschocks preisverstetigend auswirkt, verstärkt sie die Preisschwankungen im Falle von Geldangebotsschocks. Schließlich hängt der Effekt einer höheren positiven Korrelation von Güterangebotsschocks von der spezifischen Struktur der Volkswirtschaften ab und läßt sich daher nur empirisch bestimmen.

Insgesamt gehen somit von der zu erwartende Angleichung der volkswirtschaftlichen Strukturen gegenläufige Effekte auf die monetäre Entwicklung im EWS-Raum aus. Bei Schocks aus dem Rest der Welt reagiert das EWS auch ohne explizite währungspolitische Maßnahmen zunehmend schon wie ein einheitlicher Währungsblock. Gleichzeitig können die Strukturangleichungen dazuführen, daß sich die Unterschiede in den Anpassungsreaktionen der Länder bei EWS-internen Schocks noch verschärfen.

III. Das Endziel des Integrationsprozesses: Die Europäische Währungsunion

In der EG herrscht weitgehende Einigkeit über das Ziel einer Europäischen Währungsunion. Eine solche Währungsunion ist faktisch gleichbedeutend mit einem symmetrischen Festkurssystem mit unwiderrufbar fixierten Wechselkursen und unbegrenzten Währungskrediten zwischen den beteiligten Notenbanken. Die unwiderrufliche

Fixierung der Wechselkurse impliziert, daß sowohl auf Paritätsänderungen als auch das Band zulässiger Wechselkursschwankungen verzichtet wird. Die Notenbanken des Festkursblocks halten die gemeinsamen Wechselkurse mit Hilfe ihrer Geld- und Währungspolitik genau auf der vereinbarten Parität, d.h. im betrachteten Modell gilt $1/s = 0$. Die Terms of Trade zwischen den Blockländern können sich dann nur noch über Bewegungen der nationalen Preisniveaus ändern.

Die Länder können die Anpassungslast bei schockbedingten Marktungleichgewichten prinzipiell symmetrisch tragen, indem sie zu gleichen Teilen am Devisenmarkt intervenieren. Für den Interventionsparameter gilt dann $k = \frac{1}{2}$.¹⁵⁾ Der Devisenkonstraint schließlich kann durch unbegrenzte Währungskredite zwischen den Notenbanken oder durch Übertragung und Vergemeinschaftung der nationalen Devisenreserven im Rahmen des EZBS aufgehoben werden. Ein solches Regime unterscheidet sich von einer Währungsunion nur durch die leichtere Revidierbarkeit:

- eine einheitliche Währung macht die Fixierung der Wechselkurse und den Verzicht auf eine Bandbreite praktisch unwiderrufbar¹⁶⁾ und hebt den Devisenkonstraint innerhalb des Währungsgebiets ex definitione auf, und
- ein gemeinsames Notenbanksystem ist gleichbedeutend mit einer gemeinsamen, d.h. abgestimmten Geldpolitik.

Der Übergang zu einem symmetrischen Festkurssystem bringt offensichtlich weitreichende Änderungen für die Inflationsentwicklung der beteiligten Länder (vgl. Tabelle 4). Es gibt keine Reservewährung mehr und die bisherige Asymmetrie wird aufgehoben: In den beteiligten Volkswirtschaften sind jetzt alle Schocks preiswirksam, unabhängig davon, in welchem Land sie auftreten. Die Preiseffekte können aber voneinander abweichen, wenn sich die volkswirtschaftliche Struktur der Länder unterscheiden. Ein positiver Güternachfrageschock im Inland und die damit verbundenen zinsinduzierten Kapitalimporte führen zu expansiven Devisenmarkt-

15) Bei Unterschieden in der volkswirtschaftlichen Struktur der Länder, wie Größe und Preis- oder Einkommenselastizitäten, sind die Preiseffekte nicht völlig symmetrisch.

im Nichtreserveland an die des Reservelandes führt.

16) Vgl. aber die Bestrebungen einer Reihe von Teilstaaten der Sowetunion eine eigene Währung einzuführen und damit die Ausdehnung des Rubelraums rückgängig zu machen.

interventionen der inländischen Notenbank und kontraktiven Interventionen der ausländischen Notenbank. Die Spannungen im Festkursblock werden über entgegengesetzte symmetrische Interventionen mit entsprechenden Änderungen der in- und ausländischen Preisniveaus abgebaut.

Die gesamte Geldmenge im Wechselkursverbund bleibt somit im Gegensatz zu Schocks in asymmetrischen Wechselkursregimen konstant. Es kommt lediglich zu einer Umschichtung der Geldbestände zwischen den verschiedenen Ländern. In einer Währungsunion mit gemeinsamer Währung kann das Notenbanksystem regionale Ungleichgewichte ex definitione nicht mehr direkt beeinflussen. Wie die Erfahrungen in den existierenden (nationalen) Währungsräumen nahelegen, können sich die regionalen Preisniveaus aber auch nach Einführung einer gemeinsamen Währung bis zu einem gewissen Maße unterschiedlich entwickeln.

IV. Der Transformationsprozeß zur EWU

Im Transformationsprozeß zur EWU ist darüber zu entscheiden, in welcher Folge die charakteristischen Elemente des EWS schrittweise in Richtung Währungsunion abgeändert werden. Außerdem stellt sich die Frage, ob die EWS-Mitgliedsländer diesen Prozeß en bloc oder in zwei, drei oder n Geschwindigkeiten vollziehen sollen.

IV.1. Unwiderrufliche Fixierung der Wechselkurse

Das aktuelle EWS wird in seiner Struktur prinzipiell nicht verändert, wenn die Wechselkurse stärker stabilisiert oder unwiderruflich fixiert werden. Diese größere Wechselkursstabilität kann durch ein konsequentes DM-Pegging der Nichtreserveländer erreicht werden. Eine Änderung der deutschen Geldpolitik ist dazu nicht notwendig.

Im Modell ergibt sich ein solches Festkurssystem für den Fall, daß für die Parameter der nationalen Geldpolitiken $k=0$ und $1/s=0$ gilt. Die bestehende Asymmetrie des EWS wird durch dieses Interventionsverhalten noch weiter verstärkt, so daß EWS-interne Ungleichgewichte in noch größerem Maße über Preisänderungen in den Nicht-

reserveländer abgebaut werden. Entsprechend nehmen in den Nichtreserveländern die Preiselastizitäten von Schocks im allgemeinen zu (vgl. Tabelle 2). Monetäre Schocks in diesen Länder haben dagegen keine Preiseffekte mehr. Eine expansive Geldpolitik im Nichtreserveland etwa führt zu zinsinduzierten Kapitalexporten und einer Abwertung der heimischen Währung. Die Notenbank muß solange am Devisenmarkt eigene Währung gegen Devisen kaufen, bis wieder die ursprüngliche Geldmenge hergestellt ist. Die Geldpolitik dieser Länder hat somit keinen Einfluß mehr auf das heimischen Preisniveau.

Für das Reserveland ändert sich durch die Stabilisierung der Wechselkurse nichts: Es gelten weiterhin die gleichen Preiselastizitäten. Das Reserveland hat auch weiterhin keine Incentives für eine wirtschaftspolitische Koordination im Festkursverbund. Zusammen mit der Reservefunktion der DM impliziert somit die größere Stabilität der DM-Wechselkurse einen wachsenden Einfluß der Deutschen Bundesbank auf die nationalen Preisniveaus.

Die Nichtreserveländer werden die größere Anpassungslast an schockbedingte Störungen nur dann tragen, wenn der damit verbundene Gewinn in Form importierter monetärer Stabilität aus dem Reserveland ausreichend groß ist. Mit zunehmender Angleichung der Geldpolitiken im EWS ist diese Voraussetzung immer weniger gegeben, und der Anreiz zu einer weiteren Stabilisierung der Wechselkurse nimmt ab.

Vor diesem Hintergrund überrascht die reservierte Haltung der Deutschen Bundesbank bezüglich größerer Wechselkursstabilität im EWS ebenso wie die französische Position, die die Stabilität der Wechselkurse im EWS noch weiter erhöht sehen möchte. Wenn die Deutsche Bundesbank ihren relativ stabilitätsorientierten geldpolitischen Kurs im EWS weiter durchsetzen will, so ist dafür die größere Stabilität der EWS-Wechselkurse ein geeignetes Instrument. Unterwerfen sich andere EWS-Länder dieser Selbstdisziplin freiwillig und erklären wie in neuerer Zeit Frankreich und Belgien den Wechselkurs mit der DM einseitig für unveränderbar, so sollte es eigentlich nicht Aufgabe der Bundesbank sein, diese Länder an einem solchen stabilitätskonformen Politikwechsel zu hindern. Angesichts der wachsenden Abhängigkeit von der deutschen Geldpolitik

kann es auch nicht überraschen, daß geldpolitische Entscheidungen der Deutschen Bundesbank in Frankreich und Belgien oft sehr kritisch kommentiert werden. Dieser politischen Druck sollte aber für die Stabilitätsorientierung der Deutschen Bundesbank weniger problematisch sein als eine vertragliche Einbindung der deutschen Geldpolitik im Rahmen einer EWU.

Im Rahmen der stabiler werdenden DM-Wechselkurse verschiebt sich der geldpolitische Einfluß im Festkursblock zugunsten der Notenbank des Reservelands. Den Regierungen und Parlamenten aller EWS-Länder fällt es daher mit zunehmender Wechselkursstabilität leichter, ihre geldpolitischen Kompetenzen an ein Europäisches Zentralbanksystem abzutreten: Sie haben immer weniger zu verlieren. Im Reserveland Deutschland haben Regierung und Parlament keine geldpolitischen Vollmachten aufgrund der gesetzlich verankerten Unabhängigkeit der deutschen Zentralbank; in den übrigen EWS-Ländern haben die Regierungen, die von ihnen abhängigen Notenbanken und die Parlamente ihre Währungspolitik faktisch auf die Deutsche Bundesbank übertragen. Die deutsche Zentralbank hat somit als einziger Akteur einen mit wachsender Wechselkursstabilität immer größer werdenden geldpolitischen Einfluß zu verlieren. Da aber das Recht, den Notenbankstatus zu verändern, bei den Parlamenten und Regierungen liegt, ist angesichts der beschriebenen Machtkonstellationen die Entwicklung hin zu einem Europäischen Notenbanksystem wenig überraschend.

Die von allen Notenbankern betonte notwendige Unabhängigkeit des EZBS vom Einfluß nationaler und europäischer Regierungen und Parlamente erhält so ebenfalls eine neue Interpretation. Ein solcher unabhängiger Status ist für die Deutsche Bundesbank ein Weg, möglichst viel ihrer geldpolitischer Autonomie zu erhalten. Für die Notenbanken der übrigen Länder ist sie eine Möglichkeit, sich größere Unabhängigkeit gegenüber den nationalen Regierungen und Parlamenten zu sichern. Die Einrichtung unabhängiger Notenbanken in den einzelnen EWS-Ländern ist daher sowohl eine notwendige Voraussetzung für die Unabhängigkeit des zukünftigen EZBS als auch ein wichtiger Indikator für die Bereitschaft dieser Länder, diese Unabhängigkeit zu respektieren. Der Status des EZBS ist somit nicht nur unter dem Gesichtspunkt der Übertragung nationaler geldpolitischer Kompetenzen an eine supranationale Institution zu sehen,

sondern auch unter dem Aspekt der Umverteilung von wirtschaftspolitischer Macht zwischen verschiedenen Institutionen innerhalb der einzelnen Länder.

IV.2. Abbau des asymmetrischen Interventionsmechanismus

Während die Stabilität der EWS-internen Wechselkurse durch einseitige Politikänderungen der Nichtreserveländer erhöht werden kann, erfordert eine größere Symmetrie des Interventionsmechanismus einen Politikwechsel des Reservelands: Die Deutsche Bundesbank muß ihre Geldpolitik an die Politik der Nichtreserveländer anpassen und verliert die Rolle des n-ten Landes. Alle Notenbanken steuern dann gemeinsam ein europäisches n-Länder-Preisniveau. Technisch kann ein solches Festkurssystem auf verschiedene Weisen etabliert werden. Die Notenbanken können formal unabhängig bleiben, koordinieren ihre Politik aber ex post via symmetrischen Interventionen, deren Geldmengeneffekte nicht neutralisiert werden. Die Notenbanken können ihre Politik auch ex ante koordinieren, entweder informell, etwa im Rahmen des Ausschusses der Notenbankgouverneure, oder formell im Rahmen eines europäischen Zentralbanksystems.

Im vorgegebenen Modellrahmen ergibt sich ein solches Festkurssystem für den Fall, daß $k = \frac{1}{2}$ und $0 < 1/s < \infty$ gelten. Vom aktuellen EWS unterscheidet sich dieses Wechselkursregime durch seine symmetrische Natur. Im Gegensatz zu einer EWU können Marktungleichgewichte noch durch Änderung der EWS-Wechselkurse abgebaut werden.

Für das Reserveland bedeutet ein solcher Regimewechsel einen tiefgreifenden Einschnitt. Alle Schocks sind auch im Reserveland preisrelevant (vgl. Tabelle 3). Insbesondere nimmt der Einfluß der inländischen Geldpolitik auf das heimische Preisniveau zugunsten der ausländischen Geldpolitik ab. Die Deutsche Bundesbank würde damit erstmals seit Auflösung des Systems von Bretton Woods ihre geldpolitische Autonomie faktisch aufgeben. Umgekehrt nehmen die Preiseffekte von Schocks in den bisherigen Nichtreserveländer im allgemeinen ab, während die heimische Geldpolitik an Einfluß gewinnt.

Das Zusammenspiel zwischen dem Ausmaß an Wechselkursstabilität und dem Grad an geldpolitischer Symmetrie hat wesentliche Konsequenzen für die Währungspolitik in einem Wechselkursverbund. Mit zunehmender Wechselkursstabilität werden die Preiseffekte eines symmetrischen Festkurssystems verstärkt. Marktungleichgewichte werden stärker durch Veränderungen der nationalen Preisniveaus und weniger durch Wechselkursbewegungen abgebaut. Erhöht sich etwa im Ausland die nominale Geldmenge, so kommt es zu zinsinduzierten Kapitalexporten, die symmetrische Devisenmarktinterventionen der beiden Notenbanken nach sich ziehen. Je höher der angestrebte Grad an Wechselkursstabilität ist, desto stärker intervenieren die beiden Notenbanken, und desto größer sind die Geldmengen- und Preiseffekte in den beiden Ländern.

Vor diesem Hintergrund erscheint die Forderung der Deutschen Bundesbank, die Möglichkeit von Paritätsänderungen auch zukünftig nicht auszuschließen, in einem neuen Licht. Es ist nicht so sehr die Sorge der Deutschen Bundesbank, daß bei völlig festen Wechselkursen der Anpassungsdruck auf die Weichwährungsländer zu groß werden und deren Ausscheren aus dem Wechselkursverbund drohen könnte. Vielmehr ist die Flexibilität der Wechselkurse für die Bundesbank ein Instrument, ihre geldpolitische Autonomie zu stärken und den Einfluß größerer Symmetrie im Interventionsmechanismus zu konterkarieren. Die Nichtreserveländer versuchen ihrerseits, über mehr geldpolitische Symmetrie im EWS wieder Einfluß auf die heimische Geldentwicklung zu gewinnen. Mögliche Wege sind die Einrichtung eines EZBS oder anderer Konsultations- und Koordinationsgremien wie etwa der Deutsch-Französische Wirtschaftsrat.

Der Wechselkurspolitik der Nichtreserveländer kommt daher in der Übergangsphase zur Wirtschafts- und Währungsunion eine zentrale Rolle zu: Im bisherigen asymmetrischen EWS erhöht eine größere Stabilität der Wechselkurse die Anpassungslast der Nichtreserveländer bei Spannungen im Wechselkursverbund, d.h. Marktungleichgewichte werden zunehmend durch Preisänderungen in den Nichtreserveländern abgebaut. So bald das EWS aber symmetrisch ausgestaltet ist, kehrt sich die Wirkung stabiler werdender Wechselkurse um. Sie sind dann ein Instrument zur Übertragung der Anpassungslast auf das deutsche Preisniveau. Der Ausbau von Koordinationsgremien in der EG und die Appelle für größere wirtschaftspoli-

tische Koordination sind daher im Zusammenhang mit der Entwicklung zu größerer Wechselkursstabilität zu sehen. Während im bisherigen EWS größere Wechselkursstabilität für die Nichtreserveländer geringeren wirtschaftspolitischen Einfluß bedeutet, ist sie umgekehrt in einem symmetrischen System ein Instrument zur Vergrößerung deren wirtschaftspolitischen Einflusses.

IV.3. Abbau des Devisenkonstraints

Auch wenn die Symmetrie der Geldpolitiken in der Übergangsphase zur EWU erhöht wird, so unterliegen die nationalen Wirtschaftspolitiken noch immer dem Devisenkonstraint. Die Veränderungen der Devisenbestände wirken weiterhin asymmetrisch zu Lasten des Abwertungslandes. Ein Abwertungsland trägt dann zwar nur noch die Hälfte der Interventionslast, es kann seine Wirtschaftspolitik aber nur nach Maßgabe seiner aktuellen bzw. potentiell beschaffbaren Devisenbestände gestalten. Das Aufwertungsland kann dagegen seine Devisenbestände prinzipiell beliebig erhöhen und unterliegt nicht ein solchen Beschränkung. Symmetrische Interventionen bedeuten somit zwar einen größeren Einfluß der bisherigen Nichtreserveländer auf das Reserveland via zunehmender Preiselastizitäten. Der Einfluß eines Abwertungslandes auf die Preisentwicklung im Festkursverbund wird aber weiterhin durch die Höhe seiner Devisenreserven beschränkt.

Der Übergang zum EWU kann durch eine stabilitätsorientierte Ex-ante-Koordination der nationalen Wirtschaftspolitiken erleichtert werden. Da sich die im Rahmen wirtschaftspolitischer Koordination getroffenen Vereinbarungen aber faktisch nicht durchsetzen lassen, sollten die Devisenreserven bei den nationalen Behörden verbleiben. Es besteht so ein gewisser Schutz gegen die Verletzung stabilitätsorientierter Absprachen. Dies gilt insbesondere für den Fall expansiver Fiskalpolitiken.

IV.4. Teilnehmer an einer EWU

Eine Währungsunion der zwei (oder n) Geschwindigkeiten sowie der Beitritt neuer Mitgliedsländer verändern das relative Gewicht zwi-

schen dem Reserveland bzw. einer Gruppe von Reserveländer und den Nichtreserveländer.¹⁷⁾ Die relative Größe von In- und Ausland kommt im betrachteten Modell durch zwei Elemente explizit zum Tragen, die Außenhandelsströmen sowie die Devisenmarktinterventionen und die damit einhergehenden Reserveänderungen. Warenströme, die Gütermarktungleichgewichte abbauen, verursachen in beiden Ländern absolut gleich große, aber relativ unterschiedliche Handelsbilanzungleichgewichte. Ein absolut gegebener Handelsstrom verursacht mit zunehmender Größe eines Landes relativ abnehmende Preiseffekte. Diese Zusammenhänge gelten für Devisenmarktinterventionen und den damit einhergehenden Geldmengenänderungen analog.

Mit der Größe eines Landes verringert sich daher das relative Gewicht des währungspolitischen Feedbacks und die geldpolitische Autonomie nimmt zu. Im betrachteten Modell nähern sich die inländischen Preiselastizitäten mit zunehmender Größe des Landes, d.h. der Parameter v erhöht sich, den Preiselastizitäten, die für das Reserveland im asymmetrischen Festkursregime abgeleitet wurden (vgl. etwa Tabellen 2 und 4).

Im Grenzfall ist ein Land völlig gegen Preiseffekte aus dem Wechselkursverbund isoliert, wenn

- seine Geldpolitik keinen währungspolitischen Feedback praktiziert, entweder in einem System völlig flexibler Wechselkurse oder als Reserveland in einem asymmetrischen Festkurssystem, und/oder
- das Land im Vergleich zu seinen Wirtschaftspartnern sehr groß ist.

In einer EWU der zwei Geschwindigkeiten, wie sie beim informellen Treffen der Finanzminister im Mai 1991 in Luxemburg avisiert wurde, gehen die Länder mit den größten Konvergenzfortschritten eine Währungsunion ein und übernehmen als Gruppe im EWS die Reservefunktion Deutschlands. Die relative Größe der neuen Gruppe der Reserveländer würde deutlich zunehmen und die Anpassungslast sich noch stärker auf die verbliebenen Nichtreserveländer verschieben.

17) Zur spieltheoretischen Analyse des Einflusses der relativen Größe von Länder auf ihre Teilnahme an einer Währungsunion vgl. Casella (1991).

Entsprechend stark ist der Widerstand dieser Länder gegen ein solches Vorgehen.¹⁸⁾

Die größere Symmetrie in einer solchen Gruppe der Reserveländer und der damit verbundene geldpolitische Autonomieverlust würde außerdem die Deutsche Bundesbank weniger treffen, da sie in dieser Teilgruppe des EWS ein relativ größeres Gewicht hätte als im gesamten EWS. Außerdem sind aufgrund geringerer wirtschaftspolitischer Divergenzen auch weniger Störungen aus diesen Ländern zu erwarten.

Der Beitritt von neuen Mitgliedern zum EWS verändert ebenfalls die relativen Größenverhältnisse. Im asymmetrischen EWS bedarf es keiner formalen Mitgliedschaft, um am Festkursverbund teilzunehmen. Sobald ein Land seine Währung an die DM bindet, ist es de facto EWS-Mitglied.¹⁹⁾ Ein Land kann also faktisch nicht an der Teilnahme am DM-Block gehindert werden, da es allein seiner Entscheidung unterliegt, ob es den DM-Wechselkurs stabilisiert oder nicht.

Der Beitritt zu einem symmetrischen EWS bedarf dagegen der expliziten Zustimmung aller Mitgliedsländer, weil sich dadurch die Preiselastizitäten in allen Teilnehmerstaaten ändern. Beim Übergang von einem asymmetrischen zu einem symmetrischen Wechselkursverbund können auch Probleme einer unerwünschten Auswahl potentieller Beitrittsländer auftreten (Adverse Selection). Dem aktuellen asymmetrischen EWS werden vor allem stabilitätsorientierte Länder beitreten wollen, um ihre Preisentwicklung zu verstetigen bzw. ihre Inflationsentwicklung der des Reservelands anzugleichen. In einem symmetrischen EWS ist dieser Druck dagegen sehr viel weniger ausgeprägt und ein Beitritt könnte auch für weniger stabilitätsorientierte Länder interessant sein.

18) Daneben sind auch Fragen der (wirtschafts)politischen Reputation von Bedeutung.

19) Das Land hat dann zwar keinen Zugang zu den verschiedenen EWS-Fazilitäten. Wie die obige Diskussion aber zeigt, wird durch diese Kredite die asymmetrische Wirkungsweise des EWS nur zeitlich verzögert, aber nicht außer Kraft gesetzt. Außerdem sind diese Fazilitäten heute für die praktische Währungspolitik nur von untergeordneter Bedeutung.

VII. Schlußfolgerungen

Auch wenn in der Übergangsphase zur EWU eine Vielzahl von institutionellen Details zu klären sind, vom Abstimmungsprozedere im EZBS bis zum Sitz dieser Institution, so sind dennoch nicht die ökonomischen Grundlagen eines stabilitätsorientierten Übergangs zur Währungsunion aus den Augen zu verlieren. Nach den offiziellen Verlautbarungen aller Beteiligten soll die neue einheitliche Währung mindestens so stabil sein wie die DM. Faktisch bedeutet dies, daß in der gesamten EG eine Geldpolitik betrieben werden muß, die mindestens so stabilitätsorientiert ist wie die Politik der Deutschen Bundesbank aktuell.

Entsprechend der obigen Analyse sind daher in der Übergangsphase diejenigen Elemente der Währungsordnung aufrechtzuerhalten bzw. auszubauen, die die Stabilitätsorientierung sichern, vor allem also der asymmetrische Interventionsmechanismus und der Devisenkonstraint.

Im ersten Schritt einer als Leitwährungsstrategie zu kennzeichnenden Vorgehensweise sind daher im EWS die Wechselkurse völlig zu fixieren.²⁰⁾²¹⁾ Die Ankerfunktion der DM wird noch verstärkt und die Inflationsentwicklungen im EWS werden weiter an die des Reservelandes angenähert. Die Devisenreserven bleiben in der nationalen Verfügbarkeit und der Devisenkonstraint dient als Sicherung gegen inflationäre Politiken in den Mitgliedsländern. Eine Ex-ante-Koordination der nationalen Wirtschaftspolitiken ist zwar wünschenswert aber nicht notwendig. Über den Interventionsmechanismus des EWS werden die nationalen Wirtschaftspolitiken in jedem Fall ex post an die Politik des Landes mit der größten Stabilitätsorientierung angepaßt. Die Unabhängigkeit der nationalen Notenbanken ist formell und materiell zu sichern.

In einem zweiten Schritt übertragen die Länder, die die Wechselkurse unwiderruflich fixiert haben, ihre nationalen geldpolitischen Kompetenzen und Währungsreserven auf ein unabhängiges, voll funktionsfähiges EZBS. Die im Delors-Bericht vorgeschlagene zweite

16) vgl. Issing (1990) für eine Diskussion möglicher Übergangsstrategien.

21) Zur Frage der credibility der Wechselkursparitäten in der Übergangsphase vgl. Giovannini (1990).

Phase mit möglicherweise überlappenden Kompetenzen zwischen den nationalen Notenbanken und dem EZBS ist überflüssig und kontraproduktiv. Alle Länder, die in einem asymmetrischen EWS ihren DM-Wechselkurs völlig fixieren, verfolgen faktisch die gleiche Geldpolitik wie die Deutsche Bundesbank. Wenn die geldpolitische Autonomie dann von der Deutschen Bundesbank auf ein ähnlich strukturiertes unabhängiges EZBS übertragen wird, ändert sich für die beteiligten Länder geldpolitisch materiell wenig. Mit dem Übergang zum EZBS wird sowohl der asymmetrische Charakter des EWS als auch der Devisenkonstraint in einem Zug aufgehoben. Da dies im Rahmen eines unabhängigen Zentralbanksystems geschieht, sind die stabilitätspolitischen Risiken begrenzt.

Die einzelnen Länder sollten den Beitritt zum EZBS nach Maßgabe ihrer Stabilitätsfortschritte vollziehen (EWU der n Geschwindigkeiten). Um den Übergang möglichst reibungslos zugestalten, sollte ein Land erst dann dem EZBS beitreten, wenn es den Wechselkurs mit der DM oder der neuen europäischen Währung völlig fixiert hat.

VIII. Literaturverzeichnis

- Bofinger, Peter: Festkurssysteme und geldpolitische Koordination, Baden-Baden 1991.
- Casella, Alessandra: Participation in a Currency Union, 1991, Stanford University (Manuskript).
- Feuerstein, Switgard und Siebke, Jürgen: Wechselkursunion und Stabilitätspolitik, Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Vol. 110, S.359-379, 1990.
- Fратиanni, Michele und von Hagen, Jürgen: The European Monetary System Ten Years After, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 32, S. 173-242, 1990.
- Giavazzi, Francesco und Giovannini, Alberto: Limiting Exchange Rate Flexibility. The European Monetary System. Cambridge, Mass. 1990.
- Giovannini, Alberto: European Monetary Reform: Progress and Prospects, Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 2, S. 217-291, Washington, D.C. 1990.

- Herz, Bernhard und Nürk, Bettina: Währungspolitische Probleme in der ersten Phase der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 70, S. 313-319, 1990.
- Herz, Bernhard und Röger, Werner: Asymmetrien im EWS: Wirtschaftsstruktur und institutionelle Regeln, Referat bei der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, Würzburg 1990.
- Issing, Otmar: Europäische Währungsintegration - Ausgangslage, Strategien, Risiken, in: Probleme der Vollendung des Binnenmarkts in Europa nach 1992, hrsg.v. E. Kantzenbach, S.111-136. 1990.
- Kommission der EG: Das EWS: Zehn Jahre Fortschritt bei der währungspolitischen Zusammenarbeit, Brüssel 1989.
- McKinnon, Ronald (1991): Alternative International Monetary Systems: A Historical Perspective, Stanford University (Manuskript).
- Sauernheimer, K: Wirtschaftspolitische Interdependenzen in einer Wechselkursunion, Referat bei der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik, Würzburg 1990.
- Scarcinelli, Mario: The EMS and the International Monetary System: Towards Greater Stability, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, S. 57-83, 1986.
- Smeets, Karl-Heinz: Does Germany dominate the EMS?, in: Journal of Common Market Studies (erscheint demnächst).
- Weber, Axel: EMU and Asymmetries and Adjustment Problems in the EMS: Some Empirical Evidence, in: Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Nr. 448, London August 1990.
- Wyplosz, Charles: The Swinging Dollar: Is Europe Out of Step?, in: The Dollar Cycle, hrsg.v. S. Gerlach und P. Petri, Cambridge, Mass. 1990.

Tabelle 1: Preiselastizitäten in einem asymmetrischen Festkurssystem mit beschränkt flexiblen Wechselkursen ($k=0$, $0 < 1/s < \infty$)

	Preiselastizitäten des Reservelands	Preiselastizitäten des Nichtreservelands
y	$-\beta_1$	$\frac{A}{B} \frac{1}{\alpha_5} \frac{\alpha_2^A}{\alpha_5^A} \frac{1}{B} - \beta_1$
y^A	0	$\frac{1}{AB} \left(\frac{\alpha_2}{\alpha_5} + \frac{1}{\alpha_5^A} \right) \frac{1}{n} \frac{\beta_1^A}{ABs}$
y^B	0	$\frac{1}{AB} \left(\frac{\alpha_4}{\alpha_5} + \frac{\alpha_4^A}{\alpha_5^A} \right)$
r	β_2	$\frac{1}{AB} \left(\frac{\alpha_1}{\alpha_5} + \frac{\alpha_1^A}{\alpha_5^A} \right) + \beta_2 + \frac{\beta_2^A}{sB}$
d	1	$\frac{1}{B}$
d^A	0	$\frac{1}{sB}$
g	0	$\frac{1}{AB\alpha_5}$
g^A	0	$\frac{1}{AB\alpha_5^A}$

mit

$$A = 1 + \frac{\alpha_3 + \alpha_3^A}{\alpha_5 + \alpha_5^A}$$

$$B = 1 + \frac{1}{s}$$

Tabelle 2: Preiselastizitäten in einem asymmetrischen Festkurssystem mit völlig fixierten Wechselkursen ($k=0$, $1/s=0$)

	Preiselastizitäten des Reservelands	Preiselastizitäten des Nichtreservelands
y	$-\beta_1$	$A \left(\frac{1}{\alpha_5} + \frac{\alpha_2^A}{\alpha_5^A} \right) - \beta_1$
y^A	0	$-\frac{1}{A} \left(\frac{\alpha_2}{\alpha_5} + \frac{1}{\alpha_5^A} \frac{1}{n} \right)$
y^B	0	$-\frac{1}{A} \left(\frac{\alpha_4}{\alpha_5} + \frac{\alpha_4^A}{\alpha_5^A} \right)$
r	β_2	$-\frac{1}{A} \left(\frac{\alpha_1}{\alpha_5} + \frac{\alpha_1^A}{\alpha_5^A} \right) + \beta_2$
d	1	1
d^A	0	0
g	0	$\frac{1}{A\alpha_5}$
g^A	0	$\frac{1}{A\alpha_5^A}$

mit

$$A = 1 + \frac{\alpha_2}{\alpha_5} + \frac{\alpha_3^A}{\alpha_5^A}$$

Tabelle 3: Preiselastizitäten in einem symmetrischen Festkurssystem mit beschränkt flexiblen Wechselkursen ($k=\frac{1}{2}$, $0 < 1/s < 0$)

	Preiselastizitäten des Inlands	Preiselastizitäten des Auslands
y	$\frac{1}{1+vB} \frac{1}{A} \frac{1}{\alpha_5} \frac{1}{\alpha_5^A} \frac{v}{1+vB} \beta_1$	$\frac{v}{1+vB} \frac{1}{A} \frac{1}{\alpha_5} \frac{1}{\alpha_5^A} \{- (\frac{1}{\alpha_2} + \frac{1}{\alpha_5^A}) - \beta_1 \}$
y^A	$\frac{1}{1+vB} \frac{1}{A} \frac{\alpha_2}{\alpha_5} \frac{1}{\alpha_5^A} \frac{1}{v} + \beta_1 \frac{1}{s} - \beta_1 \frac{1}{s} \beta_1^A$	$\frac{v}{1+vB} \frac{1}{A} \frac{\alpha_2}{\alpha_5} \frac{1}{\alpha_5^A} \frac{1}{v} - \beta_1 \frac{1}{s} \frac{1}{1+vB} \beta_1^A$
y^B	$\frac{1}{1+vB} \frac{1}{A} \frac{\alpha_4}{\alpha_5} \frac{\alpha_4^A}{\alpha_5^A}$	$\frac{v}{1+vB} \frac{1}{A} \frac{\alpha_4}{\alpha_5} \frac{\alpha_4^A}{\alpha_5^A}$
r	$\frac{1}{1+vB} \frac{1}{A} \frac{\alpha_1}{\alpha_5} \frac{\alpha_1^A}{\alpha_5^A} + \frac{1}{s} (-+B) \beta_2^A + \frac{vB}{1+vB} \beta_2$	$\frac{v}{1+vB} \frac{1}{A} \frac{\alpha_1}{\alpha_5} \frac{\alpha_1^A}{\alpha_5^A} + \beta_2 + \beta_2 \frac{1}{s} \frac{1}{1+vB} \beta_2^A$
d	$\frac{vB}{1+vB}$	$\frac{v}{1+vB}$
d^A	$\frac{1}{1+vB}$	$\frac{v}{1+vB} \frac{1}{s} \frac{1}{1+vB}$
g	$\frac{1}{1+vB} \frac{1}{A \alpha_5}$	$\frac{v}{1+vB} \frac{1}{A \alpha_5}$
g^A	$\frac{1}{1+vB} \frac{1}{A \alpha_5^A}$	$\frac{v}{1+vB} \frac{1}{A \alpha_5^A}$

mit
 $A = 1 + \frac{\alpha_2}{\alpha_5} + \frac{\alpha_3}{\alpha_5^A}$, $B = 1 + \frac{1}{s}$

Tabelle 4: Preiselastizitäten in einem symmetrischen Festkurssystem mit völlig fixierten Wechselkursen ($k=\frac{1}{2}$, $1/s=0$)

	Preiselastizitäten des Inlands	Preiselastizitäten des Auslands
y	$\frac{1}{1+v} \frac{1}{AB} \left(\frac{1}{\alpha_5} + \frac{\alpha_2^A}{\alpha_5^A} \right) - \frac{v}{1+v} \frac{1}{B} - \beta_1$	$\frac{v}{1+v} \frac{1}{AB} \left(\frac{1}{\alpha_5} + \frac{\alpha_2^A}{\alpha_5^A} \right) - \beta_1$
y ^A	$\frac{1}{1+v} \left\{ - \left(\frac{1}{A} \frac{\alpha_2}{\alpha_5} + \frac{1}{\alpha_5^A} \frac{1}{v} \right) - \beta_1^A \right\}$	$\frac{v}{1+v} \frac{1}{A} \frac{\alpha_2}{\alpha_5} + \frac{1}{\alpha_5^A} \frac{1}{v} - \frac{1}{1+v} \beta_1^A$
y ^B	$\frac{1}{1+v} \frac{1}{A} \left(\frac{\alpha_4}{\alpha_5} - \frac{\alpha_4^A}{\alpha_5^A} \right)$	$\frac{v}{1+v} \frac{1}{A} \left(\frac{\alpha_4}{\alpha_5} - \frac{\alpha_4^A}{\alpha_5^A} \right)$
r	$\frac{1}{1+v} \frac{1}{A} \left\{ - \left(\frac{\alpha_1}{\alpha_5} + \frac{\alpha_1^A}{\alpha_5^A} \right) + \beta_2^A \right\} + \frac{v}{1+v} \beta_2$	$\frac{v}{1+v} \frac{1}{A} \left\{ - \left(\frac{\alpha_1}{\alpha_5} - \frac{\alpha_1^A}{\alpha_5^A} \right) + \beta_2 \right\} + \frac{1}{1+v} \beta_2^A$
d	$\frac{v}{1+v}$	$\frac{v}{1+v}$
d ^A	$\frac{1}{1+v}$	$\frac{1}{1+v}$
g	$\frac{1}{1+v} \frac{1}{A \alpha_5}$	$\frac{v}{1+v} \frac{1}{A \alpha_5}$
g ^A	$\frac{1}{1+v} \frac{1}{A \alpha_5^A}$	$\frac{v}{1+v} \frac{1}{A \alpha_5^A}$

mit

$$A = 1 + \frac{\alpha_3}{\alpha_5} + \frac{\alpha_3^A}{\alpha_5^A}$$