ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Scharrer, Hans-Eckart; Vaubel, Roland; Burgard, Hermann

Article — Digitized Version

Ein Jahr EWS

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Scharrer, Hans-Eckart; Vaubel, Roland; Burgard, Hermann (1980) : Ein Jahr EWS, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 60, Iss. 1, pp. 8-19

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/135394

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Ein Jahr EWS

Vor rund einem Jahr wurde die Einführung des Europäischen Währungssystems (EWS) beschlossen. Wurden die mit dem EWS verknüpften Erwartungen erfüllt?

Hans-Eckart Scharrer

Gefährlicher Zeitzünder

Am 4./5. Dezember 1978 hob der Europäische Rat auf seiner Konferenz in Brüssel das Europäische Währungssystem (EWS) aus der Taufe. Mit Jahresbeginn 1979 begann es seinen Probelauf. Weitere zweieinhalb Monate später, am 13. März 1979, trat das EWS formell in Kraft, nachdem zuvor in schwierigen Verhandlungen Hindernisse bezüglich des Währungsausgleichs im Agrarbereich ausgeräumt werden konnten. Ein Beobachtungszeitraum von einem Jahr ist kurz, will man ein abgewogenes Urteil über das Funktionieren des Systems fällen. Er reicht aber aus, um einige wirtschafts- und währungspolitische Verhaltensmuster der Teilnehmerländer zu erkennen und ökonomische und europapolitische Implikationen abzuschätzen, die bei einer Fortsetzung der bisherigen Politiken eintreten werden.

Unklare Zielvorstellungen

Zur Beurteilung der „Performance" des EWS wäre es wünschenswert, eine allgemein anerkannte „Meßlatte" zu haben. Da es sich beim EWS um eine politische Veranstaltung handelt, bieten sich die wirtschafts- und währungspolitischen Ziele der Initiatoren als Referenzmaßstab an. Leider zeigt sich, daß die von den Staats- und Regierungschefs in Bremen und Brüssel formulierten Zielvorstellungen als Beurteilungskriterien kaum brauchbar sind. Das EWS soll ein „System für eine engere währungspolitische Zusammenarbeit" sein, das „zu einer stabilen Währungszone in Europa führt" (Bremer Kommuniqué). Was ist unter einer solchen „stabilen Währungszone" zu verstehen? Eine Zone stabiler Preise? Oder stabiler Wechselkurse? Oder von beiden? Wie stabil? Und welches Ziel soll im Konfliktfalle Priorität genießen? Offene Fragen, die die Staats- und Regierungschefs nicht beantworten und zu denen die währungspolitischen Instanzen der Teilnehmerländer, soweit erkennbar, auch unterschiedliche Ansichten haben. Es ist daher nicht überraschend, daß die Aussagen (im Brüsseler Kommuniqué) über die von den Teilnehmerländern zu verfolgende Politik nicht minder vieldeutig, ja widersprüchlich sind: diese Politik soll nämlich „auf größere innere und äußere Stabilität . . . sowohl für Defizit- als auch für Überschußländer" gerichtet sein. Für Defizitländer macht diese, wenn auch vage, Absichtserklärung immerhin Sinn, aber für Überschußländer?

Die offiziellen Zielvorgaben für das EWS, so wenig operational sie unmittelbar sind, geben immerhin einen Hinweis auf ein mögliches Ersatzkriterium zur Beurteilung des Systems: Zu prüfen ist, ob das EWS – gemessen an der bisher beobachteten Wechselkurspolitik und internen Stabilitätspolitik der Teilnehmerländer – mittelfristig ökonomisch tragfähig ist und darüber hinaus einen Beitrag zur angestrebten wirtschaftlichen Kon-

vergenz der EG-Staaten auf hohem Einkommens- und Beschäftigungsniveau und zur politischen Fortentwicklung der Gemeinschaft zu einer Europäischen Union zu leisten vermag – oder ob es im Gegenteil zu einem (weiteren) Sprengsatz für die Gemeinschaft zu werden droht. Welche Erkenntnisse lassen sich hierzu aus der Praxis des ersten Jahres ziehen?

Starke Inflationsunterschiede

Was zunächst die interne Stabilität (Preisstabilität) betrifft, so fällt zunächst auf, daß der Preisauftrieb – gemessen an den Verbraucherpreisen – sich in allen EG-Staaten 1979 wieder beschleunigt hat, nachdem die Inflationsraten bis 1978 überall zurückgegangen waren. Seinem stabilitätspolitischen Anspruch vermochte das EWS demnach bisher nicht gerecht zu werden. Die drastische Verteuerung des Erdöls im vergangenen Jahr kann dabei freilich nicht übersehen werden.

Auch eine *Konvergenz* der Inflationsraten (auf niedrigem oder auf mittlerem Niveau) ist bisher nicht zu konstatieren. Nur zwischen den Raten der Bundesrepublik und der Benelux-Staaten, Kernländern der früheren „Schlange", hat eine Angleichung stattgefunden; die Inflations*differenz* zwischen Deutschland und Frankreich entspricht mit rund sechs Prozentpunkten etwa der des Vorjahrs, gegenüber Irland und Italien hat sich die Spanne auf neun und elf Prozentpunkte vergrößert. Das heißt: weder ist bisher die in der Bundesrepublik vielfach befürchtete Angleichung der Preissteigerungen an den Gemeinschaftsdurchschnitt festzustellen, noch in den anderen Ländern die Wirkung des „Stabilitätsimports" aus der Bundesrepublik. Freilich wäre es auch verfrüht, bereits nach einem Jahr erkennbare Preisimpulse zu erwarten.

Ist in der Preisentwicklung eine Konvergenz bisher ausgeblieben, so gilt dies in gleicher Weise für die Geldmengenpolitik. Die monetären Expansionsraten laufen, soweit bisher erkennbar, weiterhin deutlich auseinander. Da die Preisentwicklung auf das Tempo der Geldexpansion erst mit einiger Verzögerung zu reagieren pflegt, ist damit zu rechnen, daß die Inflationsraten in einer Reihe von EG-Staaten auch im kommenden Jahr deutlich über den deutschen Raten liegen werden. Ermutigend sind nur die Entwicklungen auf zinspolitischem Gebiet: Die ausgeprägt stabilitätsorientierte Bundesbank wird offenbar – wie zuvor schon in der Mini-Schlange – auch im erweiterten Kreise des EWS de facto als „Leit-Zentralbank" akzeptiert. Ihre zinspolitischen Entscheidungen und die Marktzinsentwicklung in der Bundesrepublik wurden seit Bestehen des EWS jeweils sofort oder mit nur geringer Verzögerung von den Partner-Zentralbanken nachvollzogen, wenn auch gelegentlich zähneknirschend. Dies garantiert zwar noch keine Anpassung der Preissteigerungsraten an das niedrige deutsche Niveau; wohl aber deutet es auf den Willen der meisten EG-Staaten hin, ihre Stabilitäts-Performance zu verbessern.

Die Autoren unseres Zeitgesprächs:

Dr. Hans-Eckart Scharrer, 41, M.A., ist Leiter der Abteilung Internationale Finanzen und Wirtschaftsbeziehungen zwischen industrieländern im HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.

Prof. Dr. Roland Vaubel, 32, ist Associate Professor an der Erasmus Universität in Rotterdam.

Dr. Hermann Burgard, 47, ist Leiter der Abteilung Internationale Währungsfragen bei der EG-Kommission in Brüssel. Er bringt seine persönliche Meinung zum Ausdruck.

Unzureichende Wechselkurs-Anpassungen

Angesichts der gegebenen – und weiterhin zu erwartenden – Disparitäten zwischen den nationalen Preisentwicklungen kommt einer hinreichenden Elastizität der Wechselkurse strategische Bedeutung für ein spannungsfreies Funktionieren des EWS und letztlich für die Wirtschaftsentwicklung in der Gemeinschaft zu. Die bisherigen Erfahrungen sind allerdings geeignet, eher pessimistisch zu stimmen. Das Währungs-Realignment vom 23. 9. 79, das eine Aufwertung der D-Mark gegenüber der Europäischen Währungseinheit (ECU) um 1 %, eine Abwertung der anderen Währungen um ebenfalls 1 % (gegenüber der D-Mark also um 2 %) und eine Abwertung der Dänenkrone um zusätzliche 3 % brachte, kam sehr spät – allein die D-Mark-Interventionen an den Devisenmärkten beliefen sich bis dahin bereits auf 8 Mrd. DM (davon rund 5½ Mrd. DM intramarginal, d. h. vor der vollen Ausschöpfung der Bandbreiten) – und war angesichts der bereits realisierten und vorhersehbaren Inflationsdifferenzen absolut unzureichend.

Was einige unserer Partnerländer in der EG betrifft, so waren diese offenbar weder bereit, selbst in ausreichendem Maße abzuwerten noch eine nennenswerte deutsche Aufwertung zuzulassen. In der Bundesrepublik selbst bestimmte offenbar die Rücksichtnahme auf die Landwirtschaft den Aufwertungssatz von 1 % gegenüber dem ECU: die „grüne" Parität – und damit die Agrarpreise – konnte unverändert bleiben und der Grenzausgleich auch. Hier wedelte der Schwanz (Landwirtschaft) mit dem Hund (Volkswirtschaft). Dänemark holte Ende November eine kräftige Abwertung nach, die zwei Monate früher nicht durchsetzbar war; auch jetzt ging sie nicht reibungslos über die Bühne, da ein Land sich weigerte, der (geringen) Anhebung des landwirtschaftlichen Grenzausgleichs für die Bundesrepublik – zur Überbrückung der vergrößerten Differenz zwischen der (unveränderten) „grünen" und der neuen ECU-Parität der D-Mark – zuzustimmen.

Befürchtungen, daß Paritätsänderungen im EWS durch den Zwang zur Einstimmigkeit und durch das zusätzliche Problem der Landwirtschaft verzögert werden und eher zu gering ausfallen, haben sich demnach bereits im ersten Jahr voll bestätigt. Vieles deutet darauf hin, daß währungsschwache Länder nicht nur nicht bereit sind, selbst abzuwerten – ein Phänomen, das aus der Schlußphase des Paritätensystems von Bretton Woods wohlbekannt ist –, sondern daß sie, aus mehreren Motiven, auch Aufwertungen starker Währungen Widerstand entgegensetzen. Wird dieser Trend nicht korrigiert, dann dürfte das EWS – und mit ihm das politische System der EG selbst – von immer häufigeren Krisen geschüttelt, die Wirtschaftsentwicklung in der Gemeinschaft zunehmend beeinträchtigt werden.

Gefährdetes Stabilitätsziel

Eine Beeinträchtigung der Wirtschaftsentwicklung ergäbe sich in stabilitätsorientierten, tendenziell währungsstarken Ländern durch die ständige, EWS-induzierte Verletzung des Stabilitätsziels. Diese Verletzung tritt einmal durch die ungeplante Ausweitung der Geldbasis aufgrund der notwendigen Devisenmarkt-Interventionen ein, und zwar unabhängig davon, ob die eigene Währungsbehörde zum Devisenankauf oder die Zentralbanken währungsschwacher Länder zum Devisenverkauf gezwun-

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

NEUERSCHEINUNG

Wolfgang Klenner

ORDNUNGSPRINZIPIEN IM INDUSTRIALISIERUNGSPROZESS DER VR CHINA

Planung - Organisation - Unternehmenskonzept

In der vorliegenden Studie werden die strukturellen Grundlagen der VR China und das aus Originalquellen interpretierte System der zentralen und betrieblichen Planung ökonomischer Prozesse dargestellt. In einem zeitbezogenen Analysenteil werden dann die Organisationsformen im mikro- und makroökonomischen Bereich erarbeitet, wobei der Wandel im ordnungspolitischen Konzept im Rahmen des aus den folgenden drei Zielsetzungen gebildeten Spannungsfeldes erklärt wird: Steigerung der Produktion, Erhöhung der Planungs- und Verwaltungseffizienz sowie Dynamisierung gesellschaftlicher Strukturen, d. h. Abbau entwicklungshemmender Hierarchien.

Großoktav, 400 Seiten, 1979, Preis brosch. DM 42,50 ISBN 3-87895-185-X

V E R L A G W E L T A R C H I V G M B H - H A M B U R G

gen sind. In diesem Zusammenhang ist aus deutscher Sicht besonders bedenklich, daß die D-Mark zur Haupt-Interventionswährung im EWS geworden ist. Aber auch wenn es gelingt, die Liquiditätszuflüsse zu neutralisieren – eine Politik, die streng genommen systemwidrig ist – oder gar – noch stärker systemwidrig – durch Kapitalverkehrskontrollen zu verhindern, werden sich inflationäre Impulse über den direkten internationalen Preiszusammenhang durchsetzen.

Dabei ist zwar davon auszugehen, daß ein währungsstarkes Land sich auch über längere Zeit einen gewissen Stabilitätsvorsprung sichern kann, seine Preisentwicklung also nicht voll dem Tempo des Preisanstiegs im Ausland folgt. In dem Maße, in dem der Preisvorsprung erhalten bleibt, wird aber die Handels- und Leistungsbilanz zu einem wachsenden Überschuß gegenüber den Partnerländern neigen. Für das stabilitätsorientierte Land bedeutet dies, daß die erfolgreiche Fortsetzung der Stabilitätspolitik zunehmend schwieriger wird: Einmal erhöht sich mit steigendem Leistungsbilanzüberschuß auch der Aufwertungsdruck und damit das Volumen der liquiditätswirksamen Devisenmarkt-Interventionen. Zum anderen müssen immer mehr inländische Ressourcen für die Bedienung der ausländischen Nachfrage bereitgestellt, muß – bei Vollbeschäftigung – die Inlandsnachfrage immer mehr zurückgedrängt werden. Zugleich besteht die Gefahr, daß aufgrund des künstlichen und notwendigerweise vorübergehenden Preis- und Kostenvorsprungs falsche Investitionssignale gesetzt werden. Die Bundesrepublik ist mit diesen Problemen in der zweiten Hälfte der sechziger Jahre hinreichend vertraut gemacht worden, um eine Wiederholung scheuen zu müssen.

Regionale Disparitäten

Für einige wichtige Partnerländer ergibt sich bei fortbestehendem und zunächst weiterhin wachsendem Preiswettbewerbsvorteil der Bundesrepublik ein mindestens ebenso gravierendes Problem: Die Konkurrenzposition im Handel mit der Bundesrepublik (und anderen stabilitätsorientierten Ländern) verschlechtert sich, mit wachsendem Leistungsbilanzdefizit nimmt die – ohnehin meist hohe – Unterbeschäftigung weiter zu und verringern sich die eigenen Wachstumschancen. Das wirtschaftliche Gravitationszentrum Bundesrepublik prosperiert bis zu einem gewissen Grade auf Kosten seiner Partnerländer – gezwungenermaßen, soweit notwendige D-Mark-Aufwertungen im EWS von anderen Teilnehmerländern blockiert werden. Die regionalen Disparitäten in der Gemeinschaft nehmen zu. Dieses Szenario mit einem wachsenden Übergewicht der Bundesrepublik ist ökonomisch und politisch alarmierend. Dennoch ist es realistisch. Eine anhaltende „reale", d. h. preisbereinigte Abwertung der D-Mark gegenüber den Partnerwährungen war bis 1979 schon in der Schlange zu konstatieren, sie ist seit Inkrafttreten des EWS insbesondere gegenüber dem französischen Franc und der Lira eingetreten.

Überflüssiger Divergenzindikator

Der Divergenzindikator, geschaffen als ein Frühwarnsystem, hat diese Entwicklungen bisher nicht reflektiert. Überhaupt erweist er sich immer mehr als überflüssig, ja irreführend. Während er einerseits in der Vergangenheit eine Reihe falscher Signale gesetzt hat, versagte er wiederholt, wenn es darum ging, sich anbahnende Ungleichgewichte frühzeitig anzuzeigen. Dies ist auch nicht weiter erstaunlich, denn der Indikator folgt ausschließlich den vielfach erwartungsabhängigen, oft sprunghaften Dispositionen der privaten Akteure auf den Devisenmärkten. Tatsächlich orientieren die Währungsbehörden ihre Politik offenbar weniger am Divergenzindikator als an der internationalen Zinsentwicklung oder – wie beim Realignment – an bestimmten makroökonomischen Schlüsselgrößen. Es bietet sich an, auf den Indikator ganz zu verzichten oder ihn zumindest um einen Indikator zu ergänzen, der an „fundamentale" Daten, etwa reale Wechselkurse, anknüpft, wie ihn z. B. die OPTICA-Gruppe vorgeschlagen hat[1].

Auch ein anderer Indikator enthebt die Regierungen und Währungsbehörden freilich nicht des Zwanges zum Handeln, d. h. zur zeitgerechten Anpassung der Paritäten in dem Maße, wie eine Konvergenz der Inflationsraten politisch nicht gewünscht wird oder (noch) nicht durchsetzbar erscheint. Die anti-ökonomische Wechselkurspolitik des letzten Jahres läßt sich zwar sicher noch einige Zeit fortsetzen und gegebenenfalls durch (mehr) Kapitalverkehrskontrollen absichern. Je länger dies aber geschieht, um so schmerzhafter wird am Ende das Erwachen sein. Der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems sollte alle diejenigen schrekken, die meinen, ökonomische Gesetzmäßigkeiten „politisch" überspielen zu können.

---

[1] Vgl. dazu H.-E. Scharrer: Der OPTICA-Vorschlag für ein EG-Wechselkurssystem, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 57. Jg. (1977), H. 7, S. 327 ff., sowie ebendort die anschließenden Beiträge von B. J. Cohen und F.-X. Ortoli.

Roland Vaubel

Der Test steht noch aus

Als im März 1979 das Europäische Währungssystem formell in Kraft trat, war durchaus unsicher, wie es in der Praxis gehandhabt werden würde. Die Erfahrungen des letzten Jahres haben zur Klärung beigetragen. Acht Lehren verdienen festgehalten zu werden:

☐ Das EWS ist nicht ein System wirklich fester Wechselkurse, sondern ein System willkürlich anzupassender Paritäten („diskretionäre Stufenflexibilität"). Es entspricht insofern dem Bretton-Woods-System und der Europäischen Währungsschlange. Es ähnelt insbesondere der Schlange, wie sie zwischen Juni 1972 und Februar 1973 bestand, als das Pfund Sterling ausgeschieden, die Lira aber noch Mitglied war. Die Erwartungen aller derjenigen, die ernsthaft geglaubt hatten, das EWS bringe feste Wechselkurse, sind enttäuscht worden.

☐ Das Realignment vom September letzten Jahres hat bestätigt, was viele vorher gesagt hatten: Wie in der Schlange und im Bretton-Woods-System wurden die Paritäten erst angepaßt, nachdem die Devisenmarktinterventionen bedrohliche Ausmaße erreicht hatten. Die D-Mark-Interventionen im EWS beliefen sich allein im September auf 5 Mrd. DM. Dies entspricht etwa der Hälfte der von der Bundesbank für 1979 angekündigten Vermehrung der Zentralbankgeldmenge.

☐ Die Bundesbank erklärte 1979 mehrfach, daß wechselkurspolitische Rücksichten es ihr unmöglich machten, die Inflation so entschlossen zu bekämpfen, wie es eigentlich nötig gewesen wäre[1]. Diese Auffassung wurde von der Bundesregierung, die ja nun über den Wechselkurs die Geldpolitik der Bundesbank bestimmt, nicht geteilt. Infolgedessen kam es zu Meinungsverschiedenheiten zwischen Bonn und Frankfurt. So protestierten Vertreter der Bundesregierung zunächst gegen die Diskontsatzerhöhungen des Zentralbankrates. Später weigerte sich die Bundesregierung, die D-Mark – im Einvernehmen mit den Partnerländern – so stark aufzuwerten, wie es die Bundesbank für nötig hielt.

Instruktive Lehren

☐ Wie bereits aufgrund von Simulationen vorhergesagt worden war, erwies sich der sogenannte Divergenzindikator als eine Fehlkonstruktion; denn oft erreichten Mitgliedswährungen ihre Interventionspunkte, ohne jemals ihre Abweichungsschwellen passiert zu haben. (Beispiele boten die D-Mark im Juni, August und September und die Dänische Krone und der Belgische Franc im April.) Der Konstruktionsfehler ist darin zu sehen, daß bei der Kalkulation der 75 %igen Abweichungsschwellen eine Situation zugrunde gelegt wurde, in der eine Währung sich gegenüber allen anderen am Interventionspunkt befindet. Normalerweise erreicht aber eine Währung ihren Interventionspunkt nur gegenüber *einer* anderen Währung, während alle anderen Mitgliedswährungen sich zwischen den beiden „extremen" Währungen bewegen. Die Wahrscheinlichkeit, daß eine Währung ihren Interventionspunkt vor ihrer Abweichungsschwelle erreicht, hängt in durchaus willkürlicher Weise von dem Gewicht ab, das die beiden „extremen" Währungen in der Europäischen Währungseinheit einnehmen.

☐ Wie die Erfahrung gezeigt hat, fühlen sich die geldpolitischen Instanzen der Mitgliedsländer nicht verpflichtet zu verhindern, daß ihre Währungen die Abweichungsschwellen für längere Zeit über- oder unterschreiten. Die Dänische Krone zum Beispiel unterschritt ihre Abweichungsschwelle im Juni für mehrere Wochen, und der Belgische Franc blieb gleich zwei Monate (Mai/Juni) ununterbrochen unter seinem Schwellenwert. Man kann daher wohl davon ausgehen, daß sich auch die Bundesbank auf diese Präzedenzfälle berufen wird, wenn die D-Mark jemals ihre Abweichungsschwelle erreichen sollte.

☐ Obwohl die Zentralbanken die Abweichungsschwellen nicht recht ernst zu nehmen scheinen, haben sie es doch vermieden, sich in diesen Fällen dem Vorwurf völliger Untätigkeit auszusetzen. Belgien und Dänemark reagierten auf die Schwellenunterschreitung insbesondere mit Zinserhöhungen und Devisenmarktinterventionen.

[1] Vgl. z. B. die Fundstellen in Mitteilungen und Kommentare zur Geldwertstabilität, herausgegeben von der Gemeinschaft zum Schutz der deutschen Sparer, Bonn, 29. Oktober 1978; wiederabgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 1979, Nr. 85, 5. November 1979.

Tabelle
Indikatoren der Monetären Divergenz in der Europäischen Gemeinschaft

	1960–1968	1969–1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979[p]
Inflationsraten									
Standardabweichungen:									
alle Währungen außer Lux. Franc	0,96	1,51	1,77	4,00	6,15	4,91	4,69	3,31	4,46
außer £ Sterling, Lux. Franc	1,02	1,53	1,90	4,21	4,96	4,83	4,50	3,55	4,43
außer £ Sterling, Lira, Lux. Franc	1,12	1,58	1,78	3,71	5,00	4,42	3,50	3,04	3,98
Schlangenwährungen (DM, HFL, BF, DKR)	1,44	1,26	1,20	3,61	2,83	2,26	2,98	3,29	2,57
Variationsbreiten:									
alle Währungen außer Lux. Franc	3,1	4,3	4,4	12,1	18,3	13,5	13,1	9,6	10,2
außer £ Sterling, Lux. Franc	3,1	4,3	4,4	12,1	15,0	13,5	13,1	9,6	10,2
außer £ Sterling, Lira, Lux. Franc	3,1	4,3	4,4	10,0	15,0	13,5	9,7	7,5	9,2
Schlangenwährungen (DM, HFL, BF, DKR)	3,1	2,8	2,5	8,2	6,8	4,7	7,2	7,5	5,2
Geldmengenzuwachsrate (M_1) minus Wachstumsrate des Realeinkommens (BSP oder BIP)									
Standardabweichungen:									
alle Währungen außer Lux. Franc	2,58	4,58	4,24	4,22	3,52	4,00	5,52	6,77	9,38
außer £ Sterling, Lux. Franc	2,33	4,94	4,52	4,52	3,77	4,22	5,85	7,27	10,08
außer £ Sterling, Lira, Lux. Franc	1,67	2,65	2,39	6,00	3,72	3,88	4,94	6,11	9,98
Schlangenwährungen (DM, HFL, BF, DKR)	1,66	3,26	2,88	2,88	2,54	3,25	3,04	5,43	4,98
Variationsbreiten:									
alle Währungen außer Lux. Franc	8,0	15,3	13,8	13,5	9,6	10,2	13,9	19,0	28,7
außer £ Sterling, Lux. Franc	6,7	15,3	13,8	13,5	9,6	10,2	13,9	19,0	28,7
außer £ Sterling,Lira, Lux. Franc	4,2	7,8	6,5	10,5	9,6	9,4	12,8	15,7	28,7
Schlangenwährungen (DM, HFL, BF, DKR)	3,9	7,8	6,5	6,5	6,0	6,9	7,0	10,8	12,1

p = provisorisch. Die Inflationsraten beziehen sich auf die Jahresdurchschnittswerte der Verbraucherpreisindizes. Der Jahresdurchschnitt für 1979 wurde durch Extrapolation der Inflationsrate von Dezember 1978 bis September 1979 geschatzt. Die Zuwachsraten der Geldmenge und des Realeinkommens für 1979 geben den Vorjahresvergleich für den letzten Monat wieder, für den zum Jahresende Daten vorlagen. Soweit Zahlen für das BSP oder BIP noch nicht veröffentlicht sind, wurde der Index der industriellen Produktion verwendet.

Quellen: Internationaler Währungsfonds: International Financial Statistics; OECD: Main Economic Indicators.

□ Während in der Schlange fast alle Devisenmarktinterventionen an den Interventionspunkten stattfanden, nehmen im EWS die sogenannten intra-marginalen Interventionen einen erheblichen Raum ein. Die intra-marginalen D-Mark-Interventionen im EWS beliefen sich zum Beispiel bis Anfang September auf etwa 5 Mrd. DM, während die marginalen Interventionen bis dahin nur die Hälfte dieses Betrages ausmachten. Die Zunahme der intra-marginalen Interventionen ist jedoch nicht nur auf Schwelleninterventionen zurückzuführen. Man weiß zum Beispiel, daß die Banque de France durch Devisenmarktinterventionen verhinderte, daß der Franc überhaupt seinem unteren Schwellenwert nahe kommen und somit Abwertungsspekulationen entfachen konnte.

□ Die Mitgliedszentralbanken begleichen ihre Interventionsschulden zwar zum Teil in Europäischen Währungseinheiten; es überwiegt jedoch nach wie vor der Dollar.

Vorstellungen der EG-Kommission

Diese acht Lehren sind instruktiv, aber sie beantworten noch nicht die entscheidende Frage: Hat sich das EWS bewährt? Um dies zu beurteilen, bedarf es eines Erfolgskriteriums. Die EG-Kommission hat sich darüber Gedanken gemacht: „Success must not be confused with an absence of changes in central rates .... If exchange rate adjustments became smaller and less frequent over time, the system could be regarded as a success"[2].

Nimmt man die Vorstellungen der EG-Kommission zum Maßstab, so war das erste Jahr EWS ein großartiger Erfolg. Die Paritätsänderungen waren 1979 geringer als 1976-1978 in der Schlange! Daraus einen Trend abzuleiten, ist jedoch genauso unangebracht, wie es 1974/75 verfehlt gewesen wäre, aus dem damaligen Ausbleiben von Paritätsänderungen (nach den erheblichen Anpassungen im Jahre 1973) auf Paritätskonstanz in den folgenden Jahren zu schließen. Der Erfolg des EWS hängt nicht von den bisherigen Paritätsänderungen, sondern vom Umfang der sich abzeichnenden monetären Divergenzen ab.

In der öffentlichen Diskussion werden die monetären Divergenzen oft an den internationalen Unterschieden der Inflationsraten gemessen. Die Tabelle zeigt in ihrem oberen Teil die Streuung (Standardabweichung) der Inflationsraten und die Variationsbreite zwischen der höchsten und der nied-

[2] The European Monetary System, in: European Economy, Commission of the European Communities, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Nr. 3, Juli 1979, S. 78-79.

rigsten Inflationsrate für verschiedene EG-Ländergruppen im Zeitverlauf.

Die Zahlen lassen keinen Zweifel daran, daß die Inflationsunterschiede in der Gemeinschaft von 1975 bis 1978 abgenommen haben, obwohl sie 1978 noch immer etwa doppelt so groß wie 1969-1973 und etwa dreimal so groß wie 1960-1968 waren. Die Zahlen zeigen aber auch, daß die Inflationsunterschiede – außer zwischen den Schlangenwährungen – 1979 wieder deutlich zugenommen haben; sie sind sogar schon wieder größer als 1974.

Sieht man einmal von der Lira und dem Pfund Sterling ab, die nicht der normalen Bandbreite von 4,5 % unterliegen, so bezieht sich die maximale Variationsbreite der Inflationsraten auf das Irische Pfund (13,5 %) und auf den Holländischen Gulden bzw. den Belgischen Franc (beide 4,3 %). Berücksichtigt man, daß die Aufwertung des Gulden gegenüber dem Irischen Pfund den Inflationsunterschied zwischen den beiden Währungen im längerfristigen Durchschnitt um etwa 2,8 % pro Jahr übersteigt – dies ist der sogenannte „reale" Aufwertungstrend –, so ergibt sich für das EWS ein maximaler bilateraler Wechselkursänderungsbedarf von etwa 12 % pro Jahr. Es geht also nicht ohne erhebliche Paritätsänderungen.

Zunahme der geldpolitischen Divergenzen

Inflationsvergleiche zum Zwecke der Wechselkursanalyse sind zwar weit verbreitet; sie können jedoch leicht in die Irre führen. Dies liegt – von den eben erwähnten realen Wechselkursänderungen einmal abgesehen – daran, daß die Inflationsrate sich erst mit deutlicher Verzögerung an die Geldpolitik anpaßt und somit die gegenwärtigen Inflationsunterschiede immer nur geldpolitische Divergenzen in der Vergangenheit widerspiegeln können. Da der Wechselkurs schneller auf die Geldpolitik reagiert als das Preisniveau, sind die Inflationsunterschiede ein „Zu-Spät-Indikator" für den Wechselkursänderungsbedarf. Aber was wäre ein brauchbarer Frühindikator?

Der Wechselkurs ist der relative Preis zwischen zwei Währungen. Wie jeder relative Preis hängt er von Angebot und Nachfrage der beiden Währungen ab. Dabei ist die Geldnachfrage längerfristig eine relativ stabile Funktion des Volkseinkommens. Übersteigt das Wachstum des Geldangebots (d. h. der Geldmenge) das Wachstum der Geldnachfrage, so steigt nach einiger Zeit das Preisniveau; übersteigt die Geldmengenexpansion das Wachstum der Geldnachfrage in einem Land stärker als in einem anderen, so gerät die Währung des ersten Landes sehr bald unter Abwertungsdruck. Im unteren Teil der Tabelle sind deshalb die Streuungen und Variationsbreiten aufgeführt, die sich ergeben, wenn die Geldpolitik jedes Landes an der Differenz zwischen seiner Geldmengenexpansion und seinem realen Wirtschaftswachstum gemessen wird.

Die Zahlen zeigen, daß die geldpolitischen Divergenzen in der Gemeinschaft seit 1975 ständig zugenommen haben (dies erklärt natürlich die Zunahme der Wechselkursänderungen seit 1975 und die Zunahme der Inflationsunterschiede seit 1978). Besonders auffallend ist dabei die Zunahme der Divergenzen im Jahre 1979; der maximale Wechselkursänderungsbedarf (zwischen Gulden und Irischem Pfund) beläuft sich danach gegenwärtig auf fast 30 % pro Jahr, und auch die Standardabweichungen sind mehr als doppelt so groß wie 1969-1973. Die Bedingungen für Wechselkursstabilität in der Gemeinschaft waren noch nie so ungünstig wie zur Jahreswende 1979/80, selbst nicht zu der Zeit, als der zum Scheitern verurteilte „Werner-Plan" ersonnen und beschlossen wurde.

Irrelevantes Erfolgskriterium

Die bisherigen Überlegungen gingen davon aus, daß das Erfolgskriterium der EG-Kommission, nämlich geringere Wechselkursänderungen zwischen den EWS-Währungen, sinnvoll ist; es wurde gezeigt, daß das EWS – an diesem Maßstab gemessen – scheitern dürfte. Im folgenden soll das offizielle Erfolgskriterium jedoch in Frage gestellt werden. Es ist, so lautet die These, nicht nur irreführend, sondern irrelevant.

Solange in einem Land mehr Forderungen und Verbindlichkeiten auf Landeswährung als auf Fremdwährungen lauten, ist die Vermeidung von Kaufkraftrisiken wichtiger als die Vermeidung von Wechselkursrisiken. Diese Faustregel gilt um so mehr, als Fremdwährungskontrahenten sich meist besser durch Terminverträge oder andere Kompensationsgeschäfte gegen Wechselkursrisiken zu schützen verstehen als der normale Inländer gegen Kaufkraftrisiken.

Es gibt zwar wirtschaftspolitische Maßnahmen, die sowohl das Kaufkraftrisiko als auch das Wechselkursrisiko mindern: zum Beispiel eine stetigere – und das heißt in der Regel eine maßvollere – Geldmengenexpansion. Selbst wenn die geldpolitischen Divergenzen und die Wechselkurs*änderungen* in der Gemeinschaft als Folge einer solchen Politik zunähmen, würde das Wechselkurs*risiko* geringer. Denn das Wechselkursrisiko hängt eben nicht, wie die EG-Kommis-

sion unterstellt, vom Umfang aller Wechselkursänderungen, sondern nur vom Umfang der unvorhersehbaren und daher unvorhergesehenen Wechselkursänderungen ab.

Leider gibt es aber häufig Konfliktsituationen, in denen der Wirtschaftspolitiker zwischen weniger Kaufkraftrisiko und weniger Wechselkursrisiko zu wählen hat. Wenn sich nämlich die relativen Preise zwischen Inlandsgütern und international handelbaren Gütern oder zwischen Exporten und Importen in zwei Ländern unterschiedlich verändern, ist Preisniveaustabilität in beiden Ländern nicht mit Wechselkursstabilität zu vereinbaren. So wäre zum Beispiel in den 70er Jahren Preisniveaustabilität in Deutschland nur dann mit einem festen Wechselkurs gegenüber dem Irischen Pfund zu vereinbaren gewesen, wenn das irische Preisniveau – mit beachtlichen Fluktuationen – jahresdurchschnittlich um etwa 2,5 % gefallen wäre. Für die Lira und das Pfund Sterling gilt ähnliches. Noch deutlicher stellt sich die Alternative „Kaufkraftrisiko oder Wechselkursrisiko?" natürlich für ein Land, das – wie bislang die Bundesrepublik – in einer inflationsgeschüttelten Umwelt nach mehr Preisniveaustabilität strebt.

Anstieg der Inflationsraten

Aus alledem folgt: Das EWS darf nicht daran gemessen werden, ob es die innereuropäischen Wechselkursänderungen vermindert. Der entscheidende Maßstab ist, ob es zur Eindämmung der Kaufkraftrisiken beiträgt. Da es dazu einer stetigeren Geldmengenexpansion bedarf, würde gleichzeitig das wirtschaftliche Wachstum stabilisiert. Kann das EWS diese Anforderungen erfüllen?

Da das EWS die Mitgliedsnotenbanken von Zeit zu Zeit zu Devisenmarktinterventionen zwingt, die die Geldmengenexpansion vom angekündigten Pfade abbringen, dürfte es das Kaufkraftrisiko in den EWS-Ländern erhöhen. Das Kaufkraftrisiko steigt aber auch, weil das EWS auf einen Anstieg der gemeinschaftlichen Inflationsrate hinwirkt. Dafür gibt es mindestens drei Gründe:

☐ Dadurch, daß sich die stabilitätsorientierteren Mitgliedsländer auf den gemeinschaftlichen Inflationsdurchschnitt hinzubewegen, schwindet der Druck auf die stärker inflationierenden Mitgliedsländer, der Flucht aus ihren Währungen durch eine solide Geldpolitik zu begegnen.

☐ In dem Maße, in dem die stabilitätsorientierteren Länder ihre Vorbildfunktion aufgeben, schwindet in der öffentlichen Meinung der anderen Länder die Einsicht, daß Inflation durch geldpolitische Disziplin verhindert werden kann.

☐ Die großzügigen Kreditmechanismen des EWS und die Möglichkeit, den Realwert empfangener Kredite durch Abwertung der eigenen Währung zu reduzieren, sind eine Einladung zu inflationärer Geldpolitik und Abwertungen.

Die Bereitschaft der stabilitätsorientierteren Länder, sich dem gemeinschaftlichen Inflationsdurchschnitt zu nähern, ist daher nicht nur keine notwendige Bedingung für die Stabilisierung der schwächeren Mitgliedswährungen; sie wird diese Stabilisierung sogar noch erschweren.

Hermann Burgard

Das EWS ist ausbaufähig

Wenn man nach ungefähr einem Jahr EWS zurückblickt, dann kann es nicht darum gehen, einen historischen Abriß vorzulegen. Das System hat als solches verhältnismäßig reibungslos gearbeitet; allerdings war der währungspolitische Himmel längere Zeit wolkenlos bis leicht bedeckt und nur wenige Wochen stürmisch, doch der Dollarsturm erreichte nie so richtig Orkanstärke. War das gute Funktionieren nun ein Verdienst des Systems, oder hatte das System nur eben günstiges Wetter? Über Henne und Ei ließe sich trefflich streiten! Stattdessen soll hier der Systemzusammenhang aufgezeigt werden, wobei gleichzeitig die offenen Probleme herausgearbeitet werden.

Wenn man das System charakterisieren will, dann könnte man es mit etwas Nachsicht als einen Wechselkursverbund mit Doppelwährung bezeichnen, bei dem die Konvergenz auf dem Wege der Harmonisierung mit Hilfe eines objektiven Indikators gesucht wird. Dieser Definitionsversuch ist sicherlich unvollständig und spricht entscheidende Fragen nicht an.

Was den *gemeinschaftlichen Wechselkursverbund* angeht, so

wird eigentlich nur praktiziert, was der EWG-Vertrag ausdrücklich oder stillschweigend vorsah. Für Juristen, die der sogenannten historischen Interpretationsmethode anhängen, muß in der Tat zweierlei festgehalten werden:

Normalisierung

Erstens gingen alle Verhandlungsdelegationen damals von *stufenflexiblen* Wechselkursen aus. Ein entsprechender Vertragstext wurde lediglich bei einer letzten Textüberarbeitung auf Antrag Belgiens als „selbstverständlich" weggekürzt. Zweitens haben die Mitgliedstaaten in Art. 106 Abs. 4 EWGV ein „pactum de contrahendo" für den Fall abgeschlossen, daß es kein *im Sinne des Gemeinsamen Marktes* „funktionsfähiges" Zahlungssystem umfassender Art geben sollte. Insofern sollte man im EWS in seiner jetzigen Übergangsform weniger einen Schritt zur Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) als eine Normalisierung der innergemeinschaftlichen Zahlungsbeziehungen sehen. Für alle Mitgliedswährungen gilt nun, daß die Transaktionskosten im Verhältnis zu anderen Mitgliedswährungen sinken, daß die Transparenz der beteiligten Devisenmärkte steigt und daß die Wechselkursstabilität zunimmt. Dadurch werden Mitgliedswährungen, die ECU und „assoziierte" Währungen engere Substitute als früher. Da man hoffen darf, daß im Laufe der Zeit die Leitkursänderungen immer kleiner und immer rarer werden, kann dieses Phänomen zunehmend an Bedeutung für die Integration gewinnen.

Anfänge einer Doppelwährung

Mit der ECU hat der „Europäische Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit" (EFWZ) eine neue Rechnungseinheit erhalten, die zu einer *finanziellen Solidarität* unter den „Mitgliedsbanken" (die EG-Zentralbanken) des Systems führt. Die frühere „Währungsrechnungseinheit" lief letztlich für die über den Fonds gewährten sehr kurzfristigen Interventionsfinanzierungen auf eine Wechselkursgarantie in der Gläubigerwährung hinaus. Jetzt werden die entsprechenden Guthaben bzw. Verpflichtungen in ECU ausgedrückt. Diese indirekte Wechselkursgarantie mag zwar für die Gläubigerzentralbanken nicht immer so gut sein wie ein Guthaben in eigener Währung, ist aber aufgrund der historischen Erfahrung als ein Risiko einzuschätzen, das der Dollargarantie vorzuziehen ist, die normalerweise für den Großteil der nationalen Währungsreserven gegeben ist.

Ohne Zweifel ist die ECU für die „Mitgliedsbanken" des Systems nicht nur eine *Rechnungseinheit* und ein zeitweiliges *Wertaufbewahrungsmittel*, sondern – in Ansätzen – auch eine Art *gesetzliches Zahlungsmittel* mit Annahmezwang und befreiender Wirkung.

Diese vorsichtige Formulierung wurde aus zwei Gründen gewählt. Einerseits wirkt die ECU als Zahlungsmittel zwischen EWS-Mitgliedsbanken zwar schuldbefreiend, die vom EFWZ in Umlauf gesetzten Zahlungsmitteleinheiten beruhen jedoch bisher letztlich auf Dreimonatsswaps und werden spätestens beim geplanten Übergang zu einer zweiten Stufe des EWS automatisch „eingezogen", es sei denn die „Mitgliedsbanken" beschließen *einstimmig* eine andere Lösung. Andererseits ist der Annahmezwang doppelt bedingt. Bevorrechtigt sind Zahlungen in der Währung des Gläubigers zu leisten, sofern der Schuldner über Guthaben verfügt, die gemeinsam abgesprochene Arbeitsbestände übersteigen. Nachgeordnet besteht dann ein Annahmezwang für ECU in Höhe von 50 % der Restschuld. Wird die zweite Stufe des EWS die „Endgültigkeit" der ECU verstärken? Wird die ECU zu einem vollwertigen Zweit-Geld für die „Mitgliedsbanken"?

Insoweit, wie die ECU für die einzelne „Mitgliedsbank" neben der eigenen Währung eine Art zweites gesetzliches Zahlungsmittel darstellt, kommt die System-Frage auf, ob wir Anfänge einer *Parallel*währung vor uns haben, wie manchmal in der englischen und französischen Literatur zu lesen ist. Es kann daran erinnert werden, daß die Leitkurse der Mitgliedswährungen in zwar veränderlichen, aber zeitweilig festen ECU-Beträgen ausgedrückt werden. Das *gemeinsame* zweite Zahlungsmittel, mit dem jede „Mitgliedsbank" zu tun hat, ist daher keine Parallelwährung mit flexiblem Wechselkurs, sondern schafft eine Art *Doppel*währung mit Festkursverhältnis. Die „Mitgliedsbanken" gehören einer Art zweistufigem Zentralbanksystem an, bei dem allerdings – im Gegensatz zur Theorie – die zweite Stufe die erste bestimmt. Wie dem auch sei, Skeptiker werden fragen, ob sich in Wirklichkeit nicht alle „Mitgliedsbanken" außer einer in einem Dreiecks-System befinden, weil sie mit ihrer jeweiligen nationalen Währung, der ECU und der stärksten EWS-Währung zu rechnen haben.

Innerer Wert der ECU

Stärke oder Schwäche der ECU hängen nicht nur von ihrem „inneren Wert", sondern auch von den Verwendungsvorschriften ab. Was letztere angeht, so haben wir oben die Bedingtheit des Geldcharakters herausgearbeitet. Erwähnt wurde allerdings nicht, daß Schuldner und

Gläubiger gemeinsam eine abweichende Zahlungsart vereinbaren können. Hier soll nur noch auf das andere Extrem möglicher Verwendungsvorschriften hingewiesen werden: Es ist vorgeschlagen worden, für bestimmte Zahlungsarten *exklusiv* hundertprozentige Zahlung in ECU vorzuschreiben.

Was den „inneren Wert" der ECU angeht, so ist sie heute wegen ihres Charakters als Korb aus feststehenden Beträgen nationaler Währungen ein gewichteter Durchschnitt. Wenn sie eines Tages mit der stärksten EWS-Währung konkurrieren soll und der Wettstreit nicht durch Verwendungsregeln administrativ entschieden wird, kann eine innere Stärkung helfen. Technisch ist dies einfach zu erreichen. Man kann davon ausgehen, daß im EWS gegenwärtig nach einer Anpassung der bilateralen Interventionspunkte *alle* Leitkurse gegenüber der ECU geändert werden *müssen*. Die ECU verliert dabei *immer* an Wert gegenüber der (den) stärksten EWS-Währung(en), auch wenn nur eine Systemwährung gegenüber allen anderen *ab*wertet. Es könnte daran gedacht werden, eine zusätzliche Regel einzuführen: Nachdem alle Regeln wie bisher angewandt worden sind, wird anschließend die ECU gegenüber *allen* EWS-Währungen um den Satz *auf*gewertet, um den sie unmittelbar davor gegenüber der (den) stärksten EWS-Währung(en) *ab*gewertet worden ist. Dies würde garantieren, daß sich die ECU parallel zur jeweils stärksten EWS-Währung entwickelt. Mit anderen Worten: Solange z. B. die DM stärkste Währung wäre, wäre die ECU wechselkursmäßig so stark wie die DM; wäre auch nur einmal eine andere EWS-Währung stärker als die DM, wäre die ECU, historisch betrachtet, für immer stärker als die DM. Die ECU wäre dann *mindestens* so stark wie die stärkste EWS-Währung.

Das Konvergenzproblem

Erklärtes Ziel des EWS ist es, zur „Währungsstabilität" in Europa beizutragen. Zwei graduelle Zielsetzungen sind damit angesprochen: mehr Wechselkursstabilität und größere Preisstabilität. Eingesetzte Instrumente sind Devisenmarktinterventionen, Kredite, Koordinierung mit Hilfe eines objektiven Indikators.

Was die *Wechselkursstabilität* angeht, so dürften wohl kaum Zweifel an der Wirksamkeit der Zusammenarbeit auftreten. Devisenmarktbewegungen, die über das von den Behörden akzeptierte Ausmaß hinausgehen würden, werden durch Interventionen abgeschnitten. Der Devisenmarkt arbeitet wie jeder wirkliche Markt unvollständig. Ziel der Behörden ist es, den längerfristigen realwirtschaftlichen Tendenzen und den strukturell *gewünschten* Kapitaltransaktionen zum Durchdringen zu verhelfen. In diesem Sinne gilt es, ein „Überschießen" der Wechselkurse zu vermeiden.

Im Grundsatz wird diese Zielsetzung wohl kaum angegriffen werden können. Eine erste Frage, die sich stellt, ist indessen, ob sich die einzelne Behörde nicht vielleicht doch täuscht, und ob die national festgelegten Wechselkurszielsetzungen auf Unionsebene *kompatibel* sind. Wegen der Zustimmungsbedürftigkeit von Leitkursänderungen wird es dabei kaum zu einer Abwertungskonkurrenz kommen. Tendenzen zur Nicht-Abwertung können nicht ausgeschlossen werden. Kurz- oder mittelfristige Kredite des Systems sind dafür kaum erforderlich, da Währungsreserven normalerweise reichlich vorhanden oder am Markt leicht zu beschaffen sind.

Der Wille zur Nicht-Abwertung führt indessen nicht nur zu Interventionen, sondern auch zu *internen* Anpassungsmaßnahmen, d. h. letztlich zu Eingriffen, die die Preisstabilität im Vergleich zum Durchschnitt des Systems vergrößern. Eine zweite Frage lautet daher, ob der Preisstabilitätsgewinn, den das System ohne Zweifel aus dieser Nicht-Abwertungskonkurrenz zieht, teilweise mit Preisstabilitätsverlusten in den stabilsten Ländern bezahlt werden muß. Zugegebenermaßen besteht die *Möglichkeit*, daß in den Hartwährungsländern infolge der Nicht-Abwertung *netto* (Nachfragerückgang wegen der internen Anpassungsmaßnahmen in abwertungsbedrohten Ländern; zeitweilige Interventionen zum Durchhalten des Leitkurses) ein zusätzlicher Interventionsbedarf auftritt. Trifft dies in nennenswertem Umfang tatsächlich zu, dann muß das Land mit der größten Preisstabilität im Hinblick auf seine Konjunktursituation entscheiden, ob es entweder nur die zusätzliche Außennachfrage hinnimmt (Intervention plus Abschöpfung) oder zusätzliche Außennachfrage plus zusätzliche Binnennachfrage zuläßt (Intervention mit Ausweitung der Zentralbankgeldmenge) oder keine Zusatznachfrage wünscht (Aufwertung, obwohl vielleicht beim Divergenzindikator die Abweichungsschwelle noch nicht erreicht ist).

Ein Verweigern der Aufwertung könnte bei der dritten Variante theoretisch zu einem Konflikt führen. Ist die Abweichungsschwelle noch nicht erreicht, bleibt als Ausweg Intervention plus Abschöpfung, was den Wechselkurs ziemlich schnell an die Abweichungsschwelle treiben würde. Ist die Abweichungsschwelle erreicht, dann

wäre eine Aufwertungs-Verweigerung nicht mehr systemkonform. Zudem darf nicht vergessen werden, daß der Wechselkursverbund im Schnitt nur etwa 50 % der Währungsbeziehungen abdeckt. Verzichtet ein aufwertungsverdächtiges Land auf Interventionen gegenüber *Dritt*währungen (dem Dollar etwa), dann zieht es das ganze System nach oben. Dadurch wird der Interventionsbedarf zugunsten der schwachen *System*währungen zwar kurzfristig größer, diese werden aber ihrerseits durch Erreichen der Abweichungsschwelle normalerweise in Zugzwang gebracht.

Diese, dem System eigene „widerlegbare Vermutung für einen Handlungsbedarf" könnte zweckmäßigerweise durch eine Reihe anderer „widerlegbarer Vermutungen" ergänzt werden. In der Literatur werden insbesondere zwei solche „Vermutungen" zur Verbesserung des Systems nahegelegt: Einerseits sollte eine Vermutung entweder für interne oder für externe Anpassungsmaßnahmen bestehen, je nachdem welche Anpassungsart zu einer größeren Preisstabilität führt. Andererseits sollte im Aufwertungsfall das „gegenseitige Einverständnis", das für eine Leitkursänderung erforderlich ist, dann als gegeben vermutet werden, wenn die Abweichungsschwelle erreicht ist und die neuen bilateralen Interventionsbänder nicht völlig außerhalb der alten liegen (Änderung der bilateralen Mittelkurse um nicht mehr als 2,25 %).

Drang zur Preisstabilität

Bereits jetzt führt das System direkt zu größerer Wechselkursstabilität und wegen der in Schwachwährungsländern gegebenen Priorität für interne Anpassungsmaßnahmen auch direkt zu größerer Preisstabilität. In der Rückkoppelung bringt größere Preisstabilität auch mehr Wechselkursstabilität mit sich und – weil kein *politischer* Zwang mehr besteht, nach Abwertungen eine akkomodierende Geldpolitik zu führen – mehr Wechselkursstabilität auch größere Preisstabilität. Kritiker wollen bitte beachten, daß diese Verbesserungen nicht im Vergleich zur Vergangenheit konstatiert werden, sondern im Vergleich zu einer Entwicklung ohne EWS. Eine eindeutige Einigung auf die oben erwähnten zusätzlichen „Vermutungen" oder Handlungsaxiome würde diese *graduelle und relative Wirkung des Systems* verstärken. Eine ganz und gar andere Forderung wird oft an das System gestellt, für die es nicht konzipiert ist: *Es gibt keine Systemelemente, die auf ein bestimmtes absolutes Maß an Wechselkurs- und Preisstabilität hinwirken.*

Zahlreiche Vorschläge in diese Richtung liegen vor. Wo sie auch ansetzen – bei einer Einengung der pro Jahr zulässigen nominalen Abwertungen, bei einer Fixierung des sogenannten realen Wechselkurses, bei einer Abstimmung kompatibler Zielgrößen, bei der Festlegung der mittelfristigen Geldangebotspolitik – immer laufen sie auf eine absolute Beschneidung der nationalen Handlungsfreiheit hinaus. Dann aber stellt sich eine Frage, die im bisherigen (auch durch zusätzliche Handlungsaxiome eventuell verbesserten) System nicht auftaucht. Bisher wird die Handlungsfreiheit nur so eingeengt, daß die Entscheidungen in die Richtung von mehr Preisstabilität gedrängt werden. Das stabilste Land bleibt frei, soviel Preisstabilität zu suchen, wie es will. Würden stattdessen (auch mit „Zielkorridoren") absolute Ziele für volkswirtschaftliche Größen mit Einstimmigkeit oder Mehrheit festgelegt, dann wäre das stabilste Land eingebunden. Ein Ausweg besteht darin, daß Ziele abgesprochen werden, für die ein weiteres Handlungsaxiom gilt: Sie können in Richtung auf mehr Preisstabilität überschritten werden, auch wenn dies den ursprünglich angestrebten Grad an Wechselkursstabilität beeinträchtigt.

Die Diskussionen darüber, ob im Rahmen eines solchen absoluten Ansatzes der monetaristischen Methode Vorrang einzuräumen ist, werden noch einige Zeit anhalten. Diese Methode, im nicht-deutschen Sprachraum insbesondere von den Professoren Brunner, Fourçans und Korteweg vertreten, möchte die Geldangebotspolitik zum *zwingenden* Instrument nationaler und europäischer Währungs- und Wirtschaftspolitik machen. Der Einsatz aller anderen Instrumente hätte sich unterzuordnen. Dogmatische Äußerungen über die grundsätzliche Zweckmäßigkeit einer solchen Politik sind beinahe Religionssache. Der Pragmatiker wird fragen, ob eine derartige Politik immer und überall zweckmäßig ist. So ändert sich die Geldumlaufgeschwindigkeit (vielleicht sogar tendenziell), explodiert oder implodiert der nationale Währungsraum, formen sich Erwartungen irrational, treten „Tobin-Effekte" auf, wird Geld in den Xeno-Märkten verhältnismäßig unkontrolliert geschöpft, entdeckt ein Land Erdöl (resources endowment effect), trägt ein anderes veränderte Verteidigungslasten für die Partner usw. Das Geldmengen*konzept* hat sich an die Wirklichkeit anzupassen. Nicht immer und nicht überall wird es zudem möglich sein, das Geldmengenwachstum als vorrangiges Instrument einzusetzen, der angestrebte Geldmengenzuwachs könnte ja auch vielleicht nur das *gewollte Ergebnis* aus einem *harmonischen*

Zusammenspiel der wirtschaftspolitischen Instrumente sein. Wird die Geldangebotspolitik in diesem pragmatischen Sinn des absolutistischen Herrschaftsanspruches entkleidet, dann stellt sie eine durchaus denkbare Ergänzung des Systems dar.

Offene Fragen

Mit den vorstehenden Ausführungen wurden bewußt drei Schwerpunkte gesetzt. Für das gute Funktionieren und teilweise auch für den Fortbestand des EWS wesentliche Fragen können aus Raumgründen nur noch kurz angesprochen werden.

Das EWS ist keine „Insel der Seligen" inmitten eines freundlichen Ozeans. Nabelschau und Einigeln wären kurzsichtig, eine *Drittwährungspolitik* wird immer dringender. Soll bewußt um den Kern der EG-Währungen eine *größere EWS-Zone* konstruiert werden? Sind pragmatische Entwicklungen in diese Richtung hinzunehmen oder sind Assoziierungsbemühungen von Drittwährungen bewußt zurückzuweisen? Welche Art von Interventionsfinanzierung wäre in einer solchen Zone vorzusehen? Wäre in ihr eine Politik der harmonisierten Reservehaltung zu führen?

Zudem kann Drittwährungspolitik nur Wechselkurspolitik sein oder eine umfassende Währungspolitik. Wenn man nicht auf Art. 116 EWGV zurückgreifen will, dann ist z. B. heute noch unklar, ob die EWS-Mitglieder eine einheitliche Haltung zum Substitutionskonto im Internationalen Währungsfonds (IWF) einnehmen müssen. Wie wird die auf alle Fälle in „Schlechtwetterperioden" erforderliche Dollarkurspolitik aussehen?

Die währungsmäßige Bewältigung der Ölpreissteigerungen wird davon ausgehen müssen, daß alle Industrienationen zeitweilig ein mehr oder weniger großes Leistungsbilanzdefizit hinzunehmen haben. Helfen sich die EWS-Währungen mit Hilfe der ECU über die Runden oder wird eine umfassendere Lösung angestrebt? Unter den Industrienationen? Zusammen mit OPEC-Mitgliedern? Im IWF? Über offizielle Kapitaltransaktionen oder unter Nutzung der Anonymität der Märkte?

Seit einiger Zeit wird den *Xeno-Märkten* besondere Aufmerksamkeit gewidmet. Inwieweit wird der Xeno-Dollar-Markt wegen der Folgen der Beschlagnahmung iranischer Guthaben noch als Ölgelddrehscheibe dienen können? Welche Ersatzrolle kommt auf die Xeno-Märkte der EWS-Währungen zu, insbesondere auf den Xeno-DM-Markt? Wie sind die Bankrisiken in diesen Märkten zu beurteilen und eventuell zu managen?

Der EWFZ wurde oben als Ansatzpunkt für eine zentrale Währungsbehörde gekennzeichnet. Es ist offensichtlich, daß die Ausgestaltung des *künftigen Europäischen Währungsfonds* (EWF) fundamentale Bedeutung auch für die Bewältigung vorstehender Fragen haben wird. Wird der EWF lediglich eine Art Kreditvermittler sein oder werden die Eigenschaften einer Währungsbehörde verstärkt? Kommt es zu einer gemeinsamen Verwaltung von Teilen der Währungsreserven? Übernimmt der EWF eine Rolle als Substitutionskonto für Drittwährungsbehörden? Wer trüge dann das Kursrisiko?

Wird der EWF so abhängig vom EG-Ministerrat sein wie die Bank von England oder wird die dem Bürger dienliche Geldverfassung der Bundesrepublik auf Europa ausgedehnt?

Auf dem Wege zur Wirtschafts- und Währungsunion werden schließlich noch drei andere gewichtige Probleme eine Lösung finden müssen. Wenn die Behörden eine Politik führen, die auf ein bestimmtes Ausmaß an Wechselkurs- und Preisstabilität ausgerichtet ist („absolute Konvergenz"), dann kommt den Verhaltensweisen der Tarifpartner eine große Verantwortung für den Beschäftigungsgrad zu. Gewerkschaften und Arbeitgeber müssen also bei den Tarifabschlüssen mehr und mehr über die nationale Grenze hinausschauen. Andererseits muß daran erinnert werden, daß der Kapitalverkehr im Innern der EG teilweise noch reglementiert ist. Eines Tages werden Entscheidungen zu treffen sein, die die Kapitalströme im Innern völlig liberalisieren. Wie werden dann die Kapitalverkehrsvorschriften im Verhältnis zu Drittwährungen aussehen?

Last not least: die Goldpolitik. Die Schaffung von ECU gegen Hinterlegung von Dollar und Gold hat bisher keine Grundsatzfragen aufgeworfen. Genau genommen wurde für interne Zwecke eine Art bedingtes Mobilisierungskonto für Gold ins Leben gerufen. Was geschieht, wenn der EWF geschaffen wird? Geht das Eigentum am hinterlegten Gold auf den EWF über? Wem kommen die damit verbundenen Risiken und Chancen zu? Welche Rolle soll das Gold im weltweiten Währungssystem im Verhältnis zur ECU und zum Sonderziehungsrecht des IWF spielen?

Fragen über Fragen. Ihre Beantwortung im europäischen Sinne ist eine schwierige Aufgabe, die einen starken politischen Willen erfordert. Werden die notwendigen Fortschritte nicht erzielt und kommt es deshalb zu einem Zusammenbruch des Systems, dann wäre dies ein schwerer Schlag für die europäische Integration. Das EWS ist ausbaufähig!