

Matthes, Heinrich

Article — Digitized Version

Einige Grundfragen der monetären Integration Europas

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Matthes, Heinrich (1985) : Einige Grundfragen der monetären Integration Europas, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 65, Iss. 8, pp. 413-419

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/136071>

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.

Einige Grundfragen der monetären Integration Europas

Heinrich Matthes, Brüssel

Über die Zukunft der europäischen Währungspolitik wird in jüngster Zeit lebhaft diskutiert. Nicht Immer sind dabei die grundsätzlichen Aspekte eines möglichen monetären Integrationsprozesses in Europa zu erkennen. Dr. Heinrich Matthes analysiert einige Grundfragen der monetären Integration Europas, Dr. Peter Bofinger die Rolle, die dabei der Europäischen Währungseinheit (ECU) zufallen könnte.

Seit dem Wechselkurs-Realignment vom März 1983 hat sich die Kohärenz der Geldpolitiken innerhalb der Gemeinschaft und innerhalb des EWS stark verbessert. Diese Verbesserung begann mit der Reaktion der Geldpolitiken auf den zweiten Ölchock, die diesmal insgesamt gesehen besser organisiert war und darauf abzielte, sekundäre inflationäre Effekte und eine weitere Verschiebung in der Einkommensverteilung auf Kosten von Gewinnen und Investitionen zu vermeiden. Sie wurde durch das Funktionieren des EWS und durch Abstimmung auf Gemeinschaftsebene stark gefördert; und sie beruhte auf einem breiteren Konsens der Mitgliedsländer über die Rolle der Geldpolitik im nationalen makroökonomischen Globalrahmen.

So wird heute allgemein anerkannt: es ist Hauptaufgabe der Geldpolitik, die interne und externe Währungsstabilität in den Mitgliedsländern zu gewährleisten. Für mehr Wachstum und mehr Beschäftigung ist dies allerdings nur eine notwendige, keine hinreichende Voraussetzung. Inwieweit die Wirtschaftspolitik dieser Aufgabe gerecht wird, hängt weitgehend vom sonstigen Policy Mix ab; notwendig sind insbesondere eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik und ein zufriedenstellender Trend der funktionalen Einkommensverteilung. Finanz- und Einkommenspolitik müssen sich also in den von der Geldpolitik festgelegten stabilitätsfördernden Rahmen einfügen und nicht umgekehrt.

Dr. Heinrich Matthes, 51, ist Stellvertretender Generaldirektor für Wirtschaft und Finanzen bei der EG-Kommission. Er bringt in diesem Artikel seine persönliche Meinung zum Ausdruck.

Ein Schlüsselfaktor in der neueren geldpolitischen Strategie war die Festlegung quantitativer monetärer Ziele, die im Laufe der Jahre nach und nach zurückgeführt worden sind – am stärksten in Frankreich, das sein Geldmengenziel von 11 % im Jahr 1980 auf 4-6 % im Jahr 1985 vermindert hat, womit es nur noch um einen Punkt über dem Bundesbankziel liegt (3-5 %). In den größeren Ländern handelt es sich um explizite monetäre Ziele, wobei die Anwendung der EWS-Wechselkursregeln die von ihnen befolgte Disziplin auf die kleineren Länder überträgt. Dies macht jedoch selbst in den kleineren Ländern eine stetige Überwachung des Geldschöpfungsprozesses, vor allem der inländischen Kreditexpansion, keineswegs überflüssig.

Verkleinertes Inflationsgefälle

Im Zuge dieser Politiken ist die Inflationsrate der Gemeinschaft, gemessen am Anstieg der Verbraucherpreise, erheblich zurückgegangen: Betrug sie 1980 noch 12,8 %, so rechnet man 1985 mit 5,5 %, für 1986 wird ein weiterer Rückgang erwartet. Außerdem hat sich das Inflationsgefälle in der Gemeinschaft – gemessen im Vergleich zu dem Land mit der niedrigsten Preissteigerungsrate – beträchtlich verkleinert.

Da die europäischen Währungsbehörden immer mehr auf administrative Kontrollen verzichten, hatten die oben skizzierten Politiken größere Auswirkungen auf die Zinssätze. Eine übermäßige Geldschöpfung kam angesichts der quantitativen Geldmengenziele nicht mehr in Frage; so mußten die langfristigen Zinssätze eine deutlichere Rolle beim Ausgleich zwischen

dem Ex-ante-Spar- und Kreditverhalten in den europäischen Volkswirtschaften spielen. Angesichts der Anforderungen des öffentlichen Sektors wie auch des Investitionsbedarfs der europäischen Wirtschaften und in Anbetracht der außenwirtschaftlichen Zwänge ist es kein Wunder, daß die realen langfristigen Zinsen in der Gemeinschaft im Zeichen dieser Politik ziemlich stark (von -0,4 % im Jahre 1980 auf etwa 5 % im Jahre 1985) gestiegen sind.

1984 lagen die langfristigen Zinssätze in mehreren Mitgliedsländern und in der gesamten Gemeinschaft höher als zu irgendeinem Zeitpunkt in den 60er oder 70er Jahren. Heute wird klar erkannt, daß das allgemeine Zinsniveau der 70er Jahre nach unten verzerrt war: In der Tat gab es damals in vielen Ländern über beträchtliche Zeiträume hinweg negative Realzinsen – die Ausnutzung einer Geldillusion, die wohl heute nicht mehr vorhanden ist. Vieles spricht für die Annahme, daß sinkende oder niedrige Realzinsen zusammen mit kräftig oder beschleunigt steigenden Reallöhnen während eines langen Zeitraums sowohl vom Sparen abgeschreckt als auch zu einer Fehlallokation der relativ knappen verfügbaren Ressourcen geführt haben. In der Vergangenheit haben also die verhältnismäßig geringen Kapitalkosten bei sehr hohen und steigenden Arbeitskosten gewiß eine Rolle bei der säkularen Zunahme der Arbeitslosigkeit gespielt, mit der die europäischen Volkswirtschaften seit über einem Jahrzehnt zu kämpfen haben.

Im Rahmen dieser Politik hat sich das Wachstum der Geldmenge in ihrer weiten Definition je Einheit des realen BIP in der Gemeinschaft halbiert (von 12,1 % im Jahre 1981 auf 5,9 % im Jahre 1985). Diese Verbesserung ging Hand in Hand mit einer grundlegenden Neuorientierung der Politik in vielen Ländern. Beispiele dafür sind die Maßnahmen, mit denen Belgien einige seiner Probleme nach der Neufestsetzung der Wechselkurse vom Februar 1982 bewältigt hat, ferner die Neuausrichtung der französischen Politik nach der Reorientierung vom Juni 1982 und vom März 1983 und – vielleicht besonders interessant – die Anpassung, die die dänischen Behörden im Herbst 1982 vorgenommen haben, bevor entsprechender Druck auf dem Devisenmarkt einsetzte.

Erhöhte Stabilität

Der aus den großen EG-Mitgliedstaaten bestehende Kern ist damit wirtschaftspolitisch homogener geworden, was einen erheblichen Beitrag zu der von März 1983 bis Juli 1985 verzeichneten Stärkung der Wechselkursstabilität innerhalb des EWS leistete. Hier handelt

es sich um den längsten Zeitraum ohne Neufestsetzung der Wechselkurse im EWS, er steht in deutlichem Gegensatz zu den sechs Anpassungen, die seit Errichtung des EWS im März 1979 bis März 1983 erfolgt sind. In diesem Zeitabschnitt haben fünf der am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen lange nahe beieinander gestanden, und während des größten Teils dieses Zeitraums hat keine Währung, außer dem belgischen Franc, eine ihrer Abweichungsschwellen überschritten.

Die striktere Wechselkursdisziplin war nicht nur das Ergebnis der größeren Stabilität im EWS, sondern auch ihre Ursache. Gefördert hat sie die Stabilität auf zweierlei Art:

- Geht der Wechselkurs in einem Land mit verhältnismäßig hoher Inflation nicht zurück, so wird damit keine zusätzliche Inflation importiert;
- der damit einhergehende Anstieg des realen Wechselkurses dämpft die Entwicklung der Inlands- und Ausfuhrpreise und unterstützt die Inflationsbekämpfung im Lande selbst.

So war beispielsweise in Italien die kumulierte Inflation der Jahre 1984 und 1985 wesentlich höher als in den EWS-Partnerländern, doch hat der EWS-Wechselkursmechanismus einen entsprechenden Rückgang des effektiven Wechselkurses dieses Landes zumindest bis Juli 1985 verhindert, was den Effekt höherer Einfuhrpreise auf die Inlandspreise in Grenzen hielt. Da der reale relative BIP-Preis (d. h. der reale Wechselkurs) Italiens im Zuge dieser Politik stieg, hat dies die italienischen Inlands- und Ausfuhrpreise zusätzlich gedämpft. Wollte man nicht zuviel an Preis-Wettbewerbsfähigkeit einbüßen, gab es in der Tat eine Grenze für Preiserhöhungen. In Frankreich und Irland ist dieser Prozeß – wenn auch auf niedrigerem Niveau – ähnlich abgelaufen. In der Bundesrepublik Deutschland und in den Niederlanden ist der relative BIP-Preis zurückgegangen, und dies ging mit einem unterproportionalen Anstieg des effektiven Wechselkurses einher. Infolgedessen haben die relativ stabilen Volkswirtschaften dieser beiden Länder an internationaler Preis-Wettbewerbsfähigkeit gewonnen.

Wie sich diese Entwicklungen auf die Rentabilität auswirken, hängt entscheidend von der lohnpolitischen Reaktion ab, und dies läßt sich wiederum an der Entwicklung der realen relativen Lohnstückkosten im Vergleich zur Entwicklung der realen relativen BIP-Preise ablesen. Nach dieser Meßgröße scheint sich die Rentabilität in den Niederlanden, in Dänemark und in Frankreich relativ günstig, in Belgien und Italien dagegen relativ ungünstig entwickelt zu haben.

Die Stabilisierungseffekte des EWS-Wechselkursmechanismus haben auch dabei geholfen, mit ungünstigen Entwicklungen außerhalb des EWS fertig zu werden. Insgesamt konnten die teilnehmenden Länder einen Anstieg des Dollarkurses verkraften, der andernfalls inflationäre Wirkungen gehabt hätte. Dabei half den europäischen Ländern auch die Schwäche der in US-Dollar ausgedrückten Preise für Öl und andere Rohstoffe, doch war es insbesondere das EWS, das die teilnehmenden Länder dazu in die Lage versetzte, den Anstieg des US-Dollar leichter zu bewältigen. Jedes dieser Länder wußte, daß der Dollar-Kurs-Anstieg die Wechselkurse der anderen Teilnehmerwährungen gegenüber seiner eigenen Währung nicht beeinflussen würde. Angesichts des großen, integrierten EG-Handelsblockes ließ sich also der direkte Inflationseffekt des Dollaranstiegs in Grenzen halten. Auch dies war eine bedeutende Auswirkung des EWS-Wechselkursmechanismus.

Daß ein breiter Konsens über die neue Rolle der Geldpolitik erreicht werden konnte, ist eine große Errungenschaft der letzten Jahre. Dies bedeutet, daß in Ländern, wo die Stabilitätsziele bereits weitgehend erreicht worden sind, das geldpolitische Instrumentarium so eingesetzt werden muß, daß die Inflation nicht wieder angefacht wird. In den Ländern, die noch immer mit hohen Inflationsraten zu kämpfen haben, ist die Geldpolitik auf weitere binnen- und außenwirtschaftliche Stabilisierung auszurichten.

Entscheidungen über die Nominal- und Realeinkommen sind von großer Bedeutung nicht nur für die Stabilität, sondern auch für die Investitionen, das Wachstum und die Beschäftigung. In Ländern mit anhaltend hoher Inflationsrate muß der Anstieg der Nominaleinkommen auf die angestrebte Verlangsamung des Preisauftriebs zugeschnitten werden. Auf makroökonomischer Ebene sollten sich die realen Arbeitskosten so entwickeln, daß es sich rentiert, die Anzahl der Arbeitsplätze zu erhöhen; eine solche Entwicklung wird die Beschäftigung fördern. Aus diesem Grunde muß das Realeinkommen der Lohn- und Gehaltsempfänger eine Zeitlang hinter dem Produktivitätsanstieg zurückbleiben.

Die Haushaltspolitik hat im letzten Jahrzehnt einen großen Teil ihrer früheren antizyklischen Wirkung eingebüßt. Dies hat vielerlei Ursachen; ein wichtiger Grund war der strukturelle Rückgang der Rendite des Sachkapitals, zu dem noch die höhere Steuerbelastung erschwerend hinzukam. In den Mitgliedstaaten mit hoher Staatsverschuldung und großen Haushaltsdefiziten muß die Haushaltspolitik weiter auf Konsolidierungskurs bleiben, um vorhandene inländische Ungleichge-

wichte zu beseitigen. In den Ländern, die auf dem Wege zur Konsolidierung weiter fortgeschritten sind und in denen sich die Last des Schuldendienstes real vermindert, wäre zu prüfen, ob nicht ein gewisser Spielraum dafür besteht, die Finanzpolitik so einzusetzen, daß die Beschäftigung direkter unterstützt wird.

Ungelöste Probleme

Die geschilderten Entwicklungen haben viel günstigere Voraussetzungen für weitere Fortschritte in Richtung auf Konvergenz, Stabilität, Wachstum und Abbau der Arbeitslosigkeit geschaffen. Die anfänglichen Dispute zwischen „Monetaristen“ und „Ökonomen“ sind dadurch weitgehend überholt. Trotzdem sind noch immer wichtige Probleme ungelöst. Dabei geht es um:

- den Anteil des Staates am BIP, der immer noch mehr als 50 % beträgt, was mit einer hohen Staatsverschuldung zusammenfällt und sich negativ auf die inländische Stabilität auswirkt;
- den nach wie vor sehr niedrigen Ertrag des Sachkapitals und die Tatsache, daß der Allokationsfunktion der Zinssätze noch immer nicht gebührend Beachtung geschenkt wird;
- die unzureichende Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft;
- last but not least die unbewältigten Probleme des Wachstums, der Beschäftigung und der Flexibilität auf dem Binnenmarkt der Gemeinschaft.

Da in dieser Hinsicht noch immer nicht genügend Fortschritte erzielt worden sind, ist eine echte Konvergenz (d. h. Angleichung des Lebensstandards der einzelnen Gemeinschaftsländer) wieder in weitere Ferne gerückt.

Diese ungelösten Probleme spiegeln sich bis zu einem gewissen Grade auch in der Struktur der Finanzströme. In den meisten Mitgliedsländern weist der Geldschöpfungsprozeß auch 1985 noch immer große Ungleichgewichte auf, die korrigiert werden müßten. So ist in Belgien, Irland und Griechenland die Vergabe von Bankkrediten an den öffentlichen Sektor nach wie vor viel umfangreicher als die Vergabe von Bankkrediten an den Privatsektor. Besonders ausgeprägt ist dies in Belgien, wo die Zentralbank weitgehend gehalten ist, einen wesentlichen Teil des Defizits des Schatzamts zu finanzieren. In Großbritannien und in den Niederlanden dagegen sind die Erfolge der bedeutenden Konsolidierungsanstrengungen im geringen Gewicht der Kreditvergabe an den öffentlichen Sektor zu erkennen. Großbritannien hat sogar seine Nettoverschuldung gegenüber dem Bankensystem vermindert.

In den Niederlanden ist die inländische Geldschöpfung sehr gering. Dies reflektiert den Leistungsbilanzüberschuß, ein – für sich gesehen – stark expansiver Einfluß auf die Geldmenge. In den Niederlanden und in der Bundesrepublik Deutschland kompensiert die Zunahme der Geldkapitalbildung bei den Banken mehr als zwei Drittel der inländischen Kreditexpansion – ein Beweis dafür, welche Fortschritte diese Länder bei der Inflationsbekämpfung erzielt haben. In Dänemark wie auch in Großbritannien, in Irland und in Griechenland spielt die Geldkapitalbildung bei den Banken eine längst nicht so bedeutende Rolle.

Aussichten für eine Stärkung des EWS

Seit geraumer Zeit spricht vieles dafür, daß sich Großbritannien dem EWS voll anschließen sollte. Selbstverständlich könnte der EWS-Währungsblock den teilnehmenden Ländern einen noch viel größeren Schutz gegen externe Inflationsschocks bieten, wenn das Pfund Sterling voll in das System eingegliedert wäre. Es ist in der Tat höchst anomal, daß sich eines der größeren Mitgliedsländer dem EWS nach wie vor nicht uneingeschränkt angeschlossen hat. Vermutlich ist Großbritannien dem Wechselkursmechanismus zunächst deshalb ferngeblieben, weil es eine grundlegend andere Geldpolitik betreiben wollte als die übrigen Länder der Gemeinschaft. Heute dürfte dieser grundlegende Vorbehalt kaum noch gelten. Der in der Gemeinschaft zunehmende Konsens darüber, daß die Geldpolitik in erster Linie der Wahrung der inländischen Stabilität zu dienen habe, unterscheidet sich nicht wesentlich von der grundlegenden Sicht der britischen Regierung.

Hinzu kommen allerdings eine Reihe von Argumenten mehr technischer und mitunter auch recht pragmatischer Art. So ist das Pfund Sterling von seinem Tiefpunkt vom Oktober 1976 bis Ende 1980 gegenüber der Deutschen Mark um 21 % gestiegen, dann aber zwischen Ende 1980 und Anfang 1985 wieder etwa im gleichen Maße gefallen. Wie – so fragt man – kann eine solche Währung einer Zone stabiler Wechselkurse angehören? Aus mehr theoretischer Sicht wird geltend gemacht, der Status des Pfund Sterling als einer internationalen Reserve- und Anlagewährung mache es instabil. In aller Welt werde es als Wertaufbewahrungsmittel gebraucht, und bei Stimmungsänderungen komme es zu umfangreichen Zu- oder Abflüssen. Außerdem würden sowohl die Leistungsbilanz als auch das Vertrauen in die Währung stark durch den Ölfaktor beeinflusst. Zunächst habe die Förderung des Nordseeöls die Leistungsbilanz beträchtlich gestärkt; heute aber sei das Pfund anfälliger gegenüber Ölpreisschwankungen.

Rolle des Pfund Sterling

Man sollte vielleicht unterscheiden zwischen den bedeutenden strukturellen Veränderungen, denen das Pfund Sterling zwischen 1978 und 1982 ausgesetzt war, auf der einen Seite und der heutigen Situation auf der anderen Seite. Der Übergang zur Selbstversorgung mit Öl verlangte nämlich Anpassungen in anderen Teilen der Zahlungsbilanz Großbritanniens, und während sich dieser Wandel vollzog, mag eine gewisse Instabilität des Wechselkurses unvermeidlich gewesen sein. Nunmehr aber hat sich Großbritannien an die neue Situation angepaßt. Als bescheidener Netto-Ölexporteur hat es zur Zeit einen Leistungsbilanzüberschuß. Was jetzt noch eintreten kann, sind Änderungen des Ölpreises. Sie sollten jedoch im richtigen Maßstab gesehen werden. Ein Rückgang des Wertes der gesamten Nordseeölproduktion um 10 % würde nur 2,1 % der gesamten Waren- und Dienstleistungsausfuhren Großbritanniens und 0,5 % seines BIP ausmachen. Mit Verwerfungen dieser Größenordnung dürften Marktwirtschaften heute mehr oder weniger reibungslos fertig werden. Außerdem darf man nicht vergessen, daß die zeitweise außergewöhnliche Stärke des Pfund Sterling und der Leistungsbilanz Großbritanniens nicht nur dem Öl zu verdanken war, sondern auch der zyklischen Position des Landes. Großbritannien geriet vor den anderen Gemeinschaftsländern in die Rezession: Im Jahre 1980 sank das reale BIP hier um 2,2 %, während es beispielsweise in der Bundesrepublik Deutschland um nahezu 2,0 % zunahm.

Die internationalen Kapitalströme sind sowohl durch die grundlegenden Veränderungen in der Finanz- und Geldpolitik Großbritanniens im Anschluß an die Wahlen von 1979 als auch durch die Abschaffung der Devisenkontrollen stark beeinflußt worden. Mit jeweils unterschiedlichen zeitlichen Verschiebungen führten diese Ereignisse zu wesentlichen Umschichtungen in den Portfolios. Heute dürften diese Anpassungen größtenteils abgeschlossen sein.

Daß es jetzt an der Zeit wäre, das Pfund Sterling in den Wechselkursmechanismus einzugliedern, läßt sich auch am realen Wechselkurs ablesen. Auf der Basis der BIP-Preise zeigt sich, daß dieser Indikator für Großbritannien 1981 sehr hoch lag, jetzt aber wieder auf seinen Stand von 1970 und damit unter seinen Durchschnittsstand der sechziger Jahre gefallen ist. Unter dem Gesichtspunkt der Preiswettbewerbsfähigkeit deutet nichts auf eine grundlegende Verschiebung im Wert des Pfund Sterling hin. Hätte Großbritannien in den letzten fünf Jahren am EWS-Wechselkursmechanismus teilgenommen, dann hätte das Pfund Sterling wahrscheinlich sogar weniger geschwankt. Mit Hilfe deutlicher Signale,

die von der Politik auf die Märkte ausgehen, und unterstützt von gewissen Interventionen, hätten sich vermutlich die extremen Ausschläge vermeiden lassen. Damit wird die Einbeziehung des Pfund Sterling in den EWS-Wechselkursmechanismus gegenwärtig zu einer realistischen Erwägung. Für Großbritannien hätte ein solcher Schritt beträchtliche Vorteile. Da ist einmal der Pluspunkt, den die Mitgliedschaft in einer Zone monetärer Stabilität insofern bedeutet, als sie den Effekt instabiler Wechselkurse in der übrigen Welt dämpft. Noch wichtiger vielleicht ist die Aussicht, daß stabile Wechselkurse gegenüber den anderen EG-Ländern die Produzenten Großbritanniens deutlicher und rascher erkennen ließen, wo ihre dauerhaften Gewinnchancen liegen. Sie könnten bei ihren Investitionsplänen von einer Beurteilung der Nachfrage in der gesamten Gemeinschaft ausgehen, und solche Entscheidungen würden nicht mehr durch größere Unsicherheiten über die Wechselkurse beeinträchtigt.

Probleme der Kapitalverkehrs-Liberalisierung

Eine Konsolidierung des EWS-Mechanismus und eine stärkere Konvergenz sollten auch mit einer größeren Liberalisierung des Kapitalverkehrs einhergehen. Ein freier Kapitalverkehr in der Gemeinschaft ist unter mehreren Gesichtspunkten von entscheidender Bedeutung. Erstens sollte das Kapital ungehindert dorthin fließen können, wo sein Einsatz den höchsten Ertrag bringt. Dies würde eine vernünftige Allokation des knappen Faktors Kapital begünstigen. Zweitens impliziert der freie Kapitalverkehr gleichsam Sanktionen, die Länder, Regionen oder Sektoren zur Anpassung zwingen. Beschränkt man den freien Kapitalverkehr, so behindert man damit die zum Gleichgewicht zurückführenden Marktkräfte. Bei freiem Kapitalverkehr müssen also die möglichen negativen langfristigen Auswirkungen wirtschaftspolitischer Maßnahmen von vornherein angemessen berücksichtigt werden. Der freie Kapitalverkehr wirkt somit als marktwirtschaftliches Disziplinierungsinstrument. Ein freier Kapitalverkehr wird zweifellos zur Stärkung des EWS beitragen.

Dem Ruf nach freiem Kapitalverkehr in einer Wirtschaftsgemeinschaft liegt allerdings die Überzeugung zugrunde, daß alle Länder gleichermaßen davon profitieren, wenn der Produktionsfaktor Kapital dorthin fließen kann, wo er sich am günstigsten einsetzen läßt. Im Laufe der Geschichte hat sich diese Überzeugung jedoch nicht immer bestätigt. So ist beispielsweise nach Errichtung des italienischen Einheitsstaates das Kapital aus dem Süden nach dem Norden des Landes geströmt, wodurch sich das Problem des Mezzogiorno wesentlich verschärft hat.

Bald nach Gründung der EWG wurden mit zwei auf Artikel 67 des Vertrags basierenden Richtlinien eine Reihe von Kapitaltransaktionen, wie der Erwerb börsennotierter Wertpapiere, Direktinvestitionen und Handelskredite, liberalisiert. Als das System von Bretton Woods Anfang der siebziger Jahre nach und nach zusammenbrach, sahen sich mehrere Mitgliedstaaten dazu gezwungen, ihren Liberalisierungsprozeß – unter Bezugnahme auf Artikel 108 Absatz 3 des EWG-Vertrags – bis zu einem gewissen Grad wieder rückgängig zu machen.

Im April 1983 hat die Kommission dem Rat eine Mitteilung zur finanziellen Integration zugeleitet, in der dargelegt wurde, unter welchen Bedingungen und nach welchen Verfahren dem finanziellen Integrationsprozeß neue Impulse verliehen werden könnten. Die Kommission vertrat darin die Auffassung, Fortschritte müßten gleichzeitig an drei Fronten erzielt werden, und zwar bei der Stärkung der EWS-Mechanismen, bei der Konvergenz der Wirtschaftspolitiken und bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Nach Ansicht der Kommission sind diese drei Ansätze miteinander verzahnt und unterstützen sich gegenseitig. Größere Wechselkursstabilität und engere wirtschaftspolitische Konvergenz würden eine schrittweise Beseitigung der Behinderungen des freien Kapitalverkehrs erleichtern. Umgekehrt sei eine stärkere Liberalisierung des Kapitalverkehrs ein Risiko, das man bewußt eingehen könne, um mehr wirtschaftspolitische Disziplin herbeizuführen.

Im Dezember 1984 hat die Kommission die Länder, die noch immer Schutzklauseln anwenden, darauf hingewiesen, daß der Rückgriff auf derartige Klauseln befristet sei und daß die Regelungen ständig überwacht würden und aufgehoben werden müßten, wenn die Gründe für ihre Einführung nicht mehr gegeben seien. In der Folge sind die Beschränkungen etwas gelockert worden. Alles in allem herrscht im Kapitalverkehr der Gemeinschaft heute mehr Freiheit als Ende der siebziger Jahre. Großbritannien und Dänemark beispielsweise haben alle dem Gemeinschaftsrecht zuwiderlaufenden Beschränkungen beseitigt, und dies zeigt, daß die Mitgliedstaaten ihr Verhalten allmählich stärker nach gemeinschaftlichen Zielsetzungen ausrichten.

Weiterentwicklung des Systems

Die ECU steht im Zentrum der gegenwärtigen Debatte über eine mögliche Weiterentwicklung des EWS.

Die Hauptüberraschung im EWS brachte die private ECU. Sie erwies sich als eine echte finanzielle Innovation. Zunehmend sehen die Unternehmen in der privaten ECU wegen ihrer besonderen Kombination aus Ver-

zinsung und Wechselkurserwartung ein nützliches Instrument zur Absicherung gegen Wechselkursrisiken. Schließlich stellen europäische multinationale Unternehmen fest (z. B. St. Gobain), daß sich die ECU auch als Rechnungseinheit verwenden läßt. Mit zunehmender Liquidität und Tiefe des privaten ECU-Marktes wird sich auch das Problem einer umfassenderen geldpolitischen Kontrolle der privaten ECU stellen. Ende September 1984 beliefen sich die von den Banken abgewickelten ECU-Geschäfte bereits auf insgesamt 24 Mrd. US-\$, und die ECU-Darlehen an Nichtbanken stellten sich auf knapp 7 Mrd. US-\$. Zwar betragen die geldmengenpolitisch relevanten Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken damals erst 1,4 Mrd. US-\$ – eine Größenordnung, die unter geldpolitischen Gesichtspunkten noch keinerlei Anlaß zur Besorgnis bietet –, doch wird dieser Markt an Bedeutung zunehmen, wenn die ECU allmählich unabhängig von den nationalen Geldkreisläufen zirkuliert.

Ein besonders geeignetes Instrument bildet die private ECU weiterhin für die Kreditaufnahme von Staaten, deren Inflationsrate über dem EWG-Durchschnitt liegt. So hat sich der Markt für auf ECU lautende Schuldverschreibungen, vor allem in den letzten Monaten, beträchtlich ausgeweitet. Nach neuesten Zahlen war die ECU im April 1985 die zweitwichtigste Anleihewährung (mit einem Anleihevolumen von 740 Mill. US-\$), obwohl sie in dieser Hinsicht noch immer weit hinter dem US-Dollar (7,2 Mrd. US-\$) zurückblieb.

Selbst vor Überwindung der institutioneilen Hürde, d. h. vor Einführung einer Parallelwährung und einer gemeinsamen Zentralbank in Europa, scheint noch ein beträchtliches Potential für eine Weiterentwicklung der privaten ECU vorhanden.

Nützliches Integrationsinstrument

Allerdings sollte über eines keine Unklarheit bestehen: In ihrer derzeitigen Form als Korbwährung kann sich die ECU niemals zu einer Parallelwährung entwickeln. Trotzdem wird der allmähliche Übergang zur Konvertibilität zeigen, daß die ECU nunmehr den „take-off“ überwunden hat, womit sie mehr und mehr zu einem nützlichen Instrument der monetären Integration Europas wird. Letzten Endes ist die ECU mehr als ein bloßer Währungskorb. Sie vereint Währungen, die durch eine gemeinsame Wechselkursvereinbarung mit dem Ziel interner und externer Stabilität miteinander verbunden sind – was beispielsweise beim Sonderziehungsrecht nicht der Fall ist. Private Unternehmen können deshalb bei der ECU Zinsbewegungen und Wechselkursrisiken viel besser vorhersehen.

Bisher gestattet die Deutsche Bundesbank Gebietsansässigen nicht, Verbindlichkeiten in ECU einzugehen. Eine solche Genehmigung wäre nach Ansicht der Bank mit ihrer entschiedenen Ablehnung der Indexierung nicht zu vereinbaren. Es würde den Rahmen des vorliegenden Artikels sprengen, in diesem Zusammenhang näher auf diese schwierigen Probleme einzugehen. Pragmatisch gesehen, bleibt diese Frage aber wohl nur dann relevant, wenn die Wertentwicklung der anderen im ECU-Korb enthaltenen Währungen von der Wertentwicklung der DM wesentlich abweicht. Trifft dies nicht mehr zu – oder nur noch in geringem und erträglichem Umfang –, dann werden diese Risiken mehr oder weniger verschwinden. Mit zunehmender Konvergenz und Stabilität in der Gemeinschaft wird sich also der „Qualitätsunterschied“ zwischen der DM und den anderen Währungen im ECU-Korb verringern. Die Verwendung der privaten ECU würde dadurch stark gefördert.

Ein Bankensystem, das die ECU benutzt, ist auch eher in der Lage, eine mögliche Flucht aus dem US-Dollar zu verkräften. Ein solches Recycling würde die Existenz des EWS nicht bedrohen. Die ECU ist zwar zur Zeit keine *Reservewährung*, beginnt aber ganz offensichtlich, ihr Potential als effektives *Reservemedium* mehr und mehr zu nutzen.

Bei dem Versuch, besser zu verstehen, was mit dem Dollar passiert ist, muß man sicherlich zunächst analytisch beim US-Staatsdefizit ansetzen¹, das bekanntlich in nur zwei Jahren von 2,25 auf 5,5 % des BSP (1983) gestiegen ist. Besonders hoch sind diese Zahlen im Vergleich zur Inlandsersparnis in den USA. In einigen Quartalen war die Kreditaufnahme des Staates sogar genauso groß wie die Gesamtersparnis der privaten Haushalte der Vereinigten Staaten. Im Rezessionsjahr 1982, als die Kreditnachfrage des Unternehmenssektors zyklisch gering war, war ein solches Staatsdefizit vielleicht noch tragbar; sein Fortbestehen bis 1985 und darüber hinaus kollidierte jedoch zunehmend mit der wachsenden Kreditnachfrage des Privatsektors. Angesichts der quantitativen Geldmengenpolitik der Federal Reserve konnte der Kreditbedarf des Staates nicht in größerem Umfang monetär finanziert werden, so daß eine konkurrierende Kreditnachfrage die Zinsen in die Höhe trieb.

Rückzug aus dem US-Dollar?

Angesichts der Rolle des Dollars als Welt-Währung gibt es überall bedeutende Marktteilnehmer, die es, ceteris paribus, vorziehen, ihre Liquidität in Dollar zu halten. Dieser Teil der Geldnachfrage wird jedoch von der

¹ Siehe hierzu auch Heinrich Matthes: Will exchange rate movements impede the economic recovery?, in: Economic Forecast (North Holland), Band 1, Nr. 3 vom September 1984, S. 16-19.

Federal Reserve bei der Festlegung ihrer Geldmengenziele nicht berücksichtigt, was von McKinnon eingehend untersucht wurde. Das Weltwährungssystem wird bis auf weiteres nicht so entwickelt werden können, wie dies beim EWS der Fall war. Das gegenseitige Vertrauen und das System gegenseitiger Überwachung, das wir in der Gemeinschaft aufgebaut haben, ist weltweit einfach nicht vorhanden. Ein wichtiger Schritt aber wäre es, wenn man konzedieren würde, daß die Geldpolitik der USA nicht nur auf die Geldnachfrage der US-Wirtschaft selbst reagieren sollte, sondern auch auf den Dollarkurs. In einem System fester Wechselkurse trat dies automatisch über den Interventionsmechanismus ein. Die vielleicht wichtigste Lektion der vergangenen Jahre lautet: im System floatender Wechselkurse müssen wir hierzu ein gewisses Pendant schaffen.

In naher Zukunft könnten wir uns allerdings einem anderen Problem gegenübersehen. Die Gesamtnachfrage in den USA schwächt sich ab. Die depressiven Wirkungen des enormen Handelsdefizits und die verzögerten Bremseffekte hoher Realzinsen könnten deshalb die Wachstumsrate der USA und damit auch die private Kreditnachfrage wesentlich vermindern. In dieser Situation haben die Marktkräfte den Kurs des US-Dollars bereits ziemlich rasch korrigiert. Was wird dies für das EWS bedeuten? In den Vorjahren floß das Fluchtkapital in Zeiten der Dollarschwäche vor allem in die D-Mark und nicht in andere EWS-Währungen, wodurch Spannungen in den EWS-Wechselkursen ausgelöst wurden.

Diese Analyse scheint mir allerdings nicht vollständig zu sein. Erstens deshalb, weil der Anstieg des Dollars darauf hindeutet, daß das Leistungsbilanzdefizit von Gebietsfremden, die auf Dollar lautende Aktiva erwerben wollten, „überfinanziert“ worden ist; zweitens aber auch deshalb, weil ein Zinsgefälle zur Erklärung von Währungsbewegungen allein niemals ausreicht. Herrscht Unsicherheit bezüglich einer Währung, dann wird ein Zinsgefälle durch ungünstige Wechselkurswartungen rasch mehr als kompensiert. Die Art und Weise, wie das Zahlungsbilanzdefizit finanziert worden ist, zeigt das Problem allerdings in einer neuen Dimension: Die Finanzierung erfolgte hauptsächlich kurzfristig und zu zwei Dritteln über US-Banken. Dies wurde vor allem unter dem Gesichtspunkt der Geschäftspolitik der Banken gesehen. Viel wichtiger ist aber, sich darüber klar zu werden, daß die US-Banken ihre kurzfristige Position nur in dem Maße verändern konnten, wie letztlich Gebietsfremde dazu bereit waren, zusätzlich auf US-Dollar lautende kurzfristige Forderungen zu erwerben. Dies wiederum wird mehr oder weniger dann völlig zum Stillstand kommen, wenn die Wechselkurswartungen drastisch umschlagen.

Wer solche Erfahrungen aus der Vergangenheit unbeachtet in die Zukunft projiziert, übersieht jedoch die bedeutenden geldpolitischen Fortschritte im EWS-Raum, von denen ausführlich die Rede war. Wir konvergieren in Richtung auf niedrige Inflationsraten und niedrige Zuwachsraten der Geldmenge. Da innerhalb des EWS noch immer ein erhebliches Zinsgefälle besteht, könnten sich Gelder, die sich aus dem US-Dollar zurückziehen, diesmal weniger als bisher auf die D-Mark konzentrieren und statt dessen gleichmäßiger auf die EWS-Währungen verteilen. Vielleicht wird sogar auch die ECU zunehmend als Alternative gewählt. Umfangreiche Kapitalströme könnten auch in den Japanischen Yen gehen; jedenfalls unterstützt die im Gange befindliche Liberalisierung des Zugangs zu den japanischen Kapitalmärkten solche Prognosen. Die Erfolge bei der allmählichen Stabilisierung der Kaufkraft der EG-Währungen unterstützen das Vertrauen in die zukünftige Geschlossenheit des EWS. Damit könnte sich die private ECU zunehmend zu einer attraktiven Alternative zu den bereits vorhandenen Reservemedien entwickeln. Dies könnte insbesondere die D-Mark von ihrer Funktion als Reserve- und Fluchtwährung entlasten und etwaige Spannungen im EWS mildern. Die ECU könnte sich also durchaus neben dem Yen zu einem zusätzlichen internationalen Reservemedium entwickeln. Aus der gegenwärtigen Weltwährungsordnung, in der der US-Dollar de facto eine Monopolstellung hält, könnte dann ein mehrpoliges System werden.

Schlußbemerkungen

Wie von den EG-Mitgliedstaaten mehr und mehr erkannt wird, besteht die Hauptaufgabe der Geldpolitik darin, binnen- und außenwirtschaftliche Stabilität zu garantieren und gleichzeitig die für ein angemessenes Wachstum notwendige Ausweitung der Geldmenge bereitzustellen. Ein breiter Konsens darüber, daß die Geldpolitik vorrangig diesen Zielen zu dienen hat, ist eine bedeutende Errungenschaft der letzten Jahre und hat die Konvergenz innerhalb des EWS verstärkt. Damit erweist sich das EWS in seiner derzeitigen Form als ein System, das die Fortschritte auf dem Wege zur europäischen Integration im monetären Bereich getreu widerspiegelt. Es hat eine erhebliche Elastizität und läßt die nationale Souveränität auf geldpolitischem Gebiet unangetastet. Der Übergang zu einer einzigen europäischen Währung liegt gewiß noch in weiter Ferne. Trotzdem aber besitzt das EWS eine beträchtliche normative Kraft des Faktischen. Es hat bewiesen, daß die monetäre Integration auch vor Eintritt in die institutionelle Phase weiter pragmatisch vorangetrieben werden kann.