

Gleske, Leonhard; Granet, Robert; Scharrer, Hans-Eckart

**Article — Digitized Version**

## Zehn Jahre EWS - eine Bilanz

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Gleske, Leonhard; Granet, Robert; Scharrer, Hans-Eckart (1989) : Zehn Jahre EWS - eine Bilanz, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 69, Iss. 2, pp. 63-72

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136484>

**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.*

# Zehn Jahre EWS – eine Bilanz

*Das Europäische Währungssystem besteht am 13. März seit zehn Jahren.  
Eine Bilanz ziehen Prof. Dr. Leonhard Gleske, Robert Granet und Dr. Hans-Eckart Scharrer.*

Leonhard Gleske

## Die währungspolitische Integration Europas ist vorangekommen

In der Bilanz der Europäischen Integration hat sich das Europäische Währungssystem im Laufe seines zehnjährigen Bestehens zu einem der wichtigsten Aktivposten entwickelt. Entsprechend seiner Zielsetzung hat es sich als „System für eine engere währungspolitische Zusammenarbeit“ bewährt und auf dem Wege „zu einer stabilen Währungszone in Europa“ bemerkenswerte Fortschritte gemacht. Dank einer auf innere Stabilität hin orientierten Wirtschafts- und Währungspolitik in den Mitgliedsländern sind die Inflationsraten deutlich zurückgegangen, und die Wechselkurse zwischen den am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen haben sich zunehmend stabilisiert. Seit über zwei Jahren hat es keine Änderung der Wechselkursparitäten im EWS mehr gegeben.

Freilich ist das System in mancher Hinsicht noch unvollständig. Von seinen zwölf Mitgliedern unterwerfen sich bislang erst sieben Länder der Disziplin des EWS-Wechselkursmechanismus, wobei Italien mit

einer größeren Schwankungsbreite für den Wechselkurs seiner Währung noch eine Sonderstellung einnimmt. Außerdem gibt es noch erhebliche Einschränkungen in der Freiheit des Geld- und Kapitalverkehrs, ohne die das EWS doch Stückwerk bliebe. Schließlich machen trotz einer entschiedener als bisher betriebenen stabilitätsorientierten Wirtschafts- und Währungspolitik Inflationsdifferenzen von Zeit zu Zeit noch Wechselkursanpassungen erforderlich. Auch gefährden hohe Budgetdefizite in einigen Ländern und Ungleichgewichte in den Außenwirtschaftsbeziehungen die innere und äußere Währungsstabilität im EWS.

### Weitreichende Zielsetzungen

Trotz dieser Einschränkungen ist die währungspolitische Integration Europas in einem schwierigen weltwirtschaftlichen Umfeld stärker vorangekommen, als ursprünglich zu erwarten war. Sie hat auch Impulse für die wirtschaftliche Integration im ganzen ausgelöst. Die Idee, bis 1992 den Binnenmarkt zu vollen-

den, hätte ohne diese währungspolitischen Fortschritte wohl kaum die Kraft entfaltet, die heute so bestimmend für das Handeln in der EG geworden ist. Das Projekt des Binnenmarktes hat auch seinerseits starke Impulse auf die Währungsintegration Europas ausgelöst. Die Verwirklichung einer Währungsunion mit einer einheitlichen Währung und einer Institution, die für die Währungspolitik in der EG allein verantwortlich sein soll, steht auf der Tagesordnung der Staats- und Regierungschefs der EG-Mitgliedstaaten. Über diese weitreichenden Zielsetzungen berät derzeit ein Ausschuß, dem unter Vorsitz des Präsidenten der EG-Kommission die Präsidenten aller EG-Notenbanken angehören. Der Bericht dieses hochrangigen Ausschusses soll dem Europäischen Rat auf seiner Juni-Tagung in Madrid vorliegen.

Mit diesem Bericht wagt die Gemeinschaft den dritten Anlauf zu einer Wirtschafts- und Währungsunion. Bereits 1961 hatte die EG-Kommission unter Professor Hallstein in ihrem Aktionsprogramm für

die zweite Stufe der Zollunion und mit Blick auf die agrarpolitischen Konsequenzen von Wechselkursänderungen unterstrichen, daß der Gemeinsame Markt durch eine Währungsunion ergänzt und vervollständigt werden müsse. Der zweite Anlauf wurde Anfang der siebziger Jahre mit den Beschlüssen zur stufenweisen Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion auf der Grundlage des sogenannten Werner-Plans unternommen. Beide Initiativen scheiterten letztlich am mangelnden politischen Willen und auch an der Fähigkeit der Beteiligten, den hohen Konvergenzanforderungen einer Wirtschafts- und Währungsunion zu entsprechen. Aus dem zweiten Anlauf ging der Europäische Währungsverbund hervor, auf dem später das EWS aufbauen konnte.

Die Bundesbank stand diesem regionalen Festkurssystem zunächst skeptisch gegenüber. Zum einen sahen die ursprünglichen Pläne für das EWS Systemelemente vor, die sich als stabilitätsgefährdend hätten erweisen können. Außerdem gab es zwischen den Mitgliedsländern noch ganz erhebliche Inflationsdifferenzen, die immer wieder Spannungen im System befürchten ließen. Die Verteidigung unrealistisch gewordener Wechselkurse drohte ihrerseits die Geldpolitik der Länder mit stabileren Währungen zu unterlaufen.

#### Divergierende Orientierungen

Entgegen dem ursprünglichen Konzept wurde der Wechselkursverbund nicht auf die ECU hin orientiert, sondern an den bilateralen Kursrelationen. Das System hat sich dadurch de facto an der wertstabilsten Währung und nicht an einem Durchschnitt aller Währungen ausgerichtet, der letztlich auch den Inflationsdurchschnitt der Gemeinschaft repräsentiert. Im Spannungs-

verhältnis von Anpassung und Finanzierung kam den disziplinierenden Elementen des Systems von Beginn an große Bedeutung zu. Von deutscher Seite wurde besonders darauf gesehen, daß bei Spannungen im EWS Leitkursanpassungen rechtzeitig und ausreichend vorgenommen wurden. Geld- und Kapitalbewegungen im Umfeld solcher Realignments hielten sich ebenso wie Interventionen in Größenordnungen, die noch beherrschbar waren.

Daß die anfänglichen Befürchtungen der Bundesbank nicht ganz unbegründet waren, zeigte sich in den ersten Jahren des EWS, in denen es bei divergierenden wirtschafts- und währungspolitischen Orientierungen häufig zu Spannungen kam, die in vier Jahren nicht weniger als sieben Wechselkursänderungen auslösten. Die Wende zum Guten vollzog sich, als unsere Partner, allen voran Frankreich, ihre Wirtschafts-, Währungs- und Finanzpolitik zunehmend darauf ausrichteten, die innere Stabilität wiederzugewin-

nen und zu festigen. Die damalige französische Regierung hat sich im März 1983, als es zu einer umfassenden Neuordnung der Wechselkursrelationen kam, trotz starker politischer Kräfte, die für einen Austritt aus dem EWS plädierten, dafür entschieden, im EWS zu bleiben. Sie hat die hierfür notwendigen wirtschaftspolitischen Konsequenzen gezogen. Der Erfolg ihres Stabilitätskurses spricht für sich: Der Inflationsabstand zur D-Mark, der zu Beginn des EWS noch beträchtlich war, reduzierte sich auf rund 1½ Prozentpunkte.

#### Systemmerkmale

Das EWS hat sich in den vergangenen Jahren insgesamt zu einem System mit folgenden Merkmalen entwickelt:

Dank einer Wirtschafts- und Währungspolitik, die mehr als früher auf Stabilität bedacht ist, hat sich die Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung, gemessen an den Inflationsraten, bemerkenswert verbessert.

Die Stabilität der Wechselkursbeziehungen zwischen den Partnern des Systems hat von dem Rückgang der Inflationsraten und Inflationserwartungen profitiert. Übermäßige Wechselkursschwankungen, wie sie vor allem bei wichtigen frei floatenden Währungen wie Dollar und Pfund Sterling immer wieder auftreten, sind dem EWS erspart geblieben.

Allerdings sind Spannungen im Währungsverbund nicht völlig ausgeblieben und werden auch für die absehbare Zukunft nicht immer ganz zu vermeiden sein. Nach wie vor reagieren die EWS-Währungen, etwa auf Dollarkurseinflüsse, in unterschiedlicher Weise. Diese unterschiedliche Einschätzung der Währungen an den Märkten ist ein Indiz

Die Autoren  
unseres  
Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Leonhard Gleske, 67, ist Mitglied des Direktoriums und des Zentralbankrates der Deutschen Bundesbank in Frankfurt.*

*Robert Granet, 59, ist Direktor der Banque de France, Paris.*

*Dr. Hans-Eckart Scharrer, 51, ist Leiter der Forschungsabteilung Internationale Finanzen, Wirtschaftsbeziehungen zwischen Industrieländern im HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.*

dafür, daß die wirtschafts- und finanzpolitische Konvergenz trotz aller Fortschritte doch noch zu wünschen übrig läßt. Folge hiervon ist, daß einige unserer Partner zur Verteidigung ihres Wechselkurses hohe Zinsen in Kauf nehmen müssen.

□ Bei ihren Bemühungen um mehr Stabilität akzeptierten die EWS-Mitglieder, daß sich ihre Währungen an der D-Mark als der wertstabilsten EWS-Währung orientierten. Die Wirtschafts- und Währungspolitik der Bundesrepublik Deutschland wurde damit quasi zum Stabilitätsanker des Systems.

#### Rolle der D-Mark

Die bestimmende Rolle der D-Mark erscheint freilich manchem unserer Partner als problematisch. Sie sehen sich dadurch dem Zwang ausgesetzt, eine Politik zu betreiben, die in ihren Augen als zu restriktiv erscheint. Hieraus erklären

sich Forderungen, die sogenannte Asymmetrie des EWS, die Ländern mit schwächeren Währungen verhältnismäßig höhere Anpassungslasten auferlegt, abzubauen. Dieses „Dominanzproblem“ läßt sich nicht dadurch aus der Welt schaffen, daß die Bundesrepublik Deutschland einen Weg einschlägt, der ihre innere Preisstabilität gefährden könnte. Manche der Vorschläge, die Interventionsfinanzierung und Saldenregulierung zu erleichtern sowie Reserven in Gemeinschaftswährungen zu bilden, würden die Disziplin des Systems lockern und lägen daher weder in unserem Interesse noch in dem der Gemeinschaft. Die Lösung des Problems kann nur darin bestehen, daß in der Gemeinschaft ein hinreichend großer Kern von Ländern ein hohes Maß an Stabilität verwirklicht. Je größer dieser Kern, um so mehr Wirkungen gehen von ihm auf das System aus. Die Entwicklung in der EG in den letzten Jahren kann hierfür durchaus als

beispielhaft gelten. Frankreich, aber auch andere Mitgliedstaaten haben mit ihren Stabilitätserfolgen in den vergangenen Jahren ebenfalls hierzu beigetragen.

Die Bundesrepublik hat alles Interesse an einem guten Funktionieren und an einem Ausbau des EWS, um den Zusammenhalt im System weiter zu stärken, und zwar im Sinne der Entwicklung zu einer Gemeinschaft, in der die Wechselkursstabilität auf innerer Währungsstabilität bei allen Mitgliedern beruht. Dieser Zusammenhalt ist nicht nur wichtig für die Vollendung des Binnenmarktes bis Ende 1992, sondern in weit höherem Maße mit Blick auf die Weiterentwicklung des EWS zu einer Währungsunion. Die Mitgliedstaaten werden einen gemeinsamen Währungsraum nur als Stabilitätsgemeinschaft verwirklichen können. Hierfür muß es zwischen ihnen einen tragfähigen Grundkonsens über die Ausrichtung ihrer Wirt-

### VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

#### NEUERSCHEINUNG

Heinz-Dieter Smeets

## DIE BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND ALS INTERNATIONALE „KONJUNKTURLOKOMOTIVE“

Die sogenannte Lokomotivtheorie gilt nur unter sehr speziellen Voraussetzungen, deren eingehende Analyse im Mittelpunkt der vorliegenden Veröffentlichung stehen. Dabei zeigt sich zwar, daß expansive wirtschaftliche Impulse in der Bundesrepublik sowohl bei festen als auch bei flexiblen Wechselkursen zu einer parallelen Konjunkturtransmission auf das Ausland führen. Handlungsanweisungen für die konkrete Wirtschaftspolitik lassen sich daraus jedoch noch nicht ableiten. Umfangreiche empirische Untersuchungen im zweiten Teil der Studie belegen vielmehr, daß die Zurückhaltung der Bundesrepublik, eine Lokomotivfunktion zu übernehmen, durchaus berechtigt ist.

Großoktav,  
101 Seiten, 1988,  
brosh. DM 33,-  
ISBN 3-87895-361-5

VERLAG WELTARCHIV GMBH HAMBURG

schafts- und Währungspolitik geben sowie die Bereitschaft, die wirtschafts- und währungspolitischen Voraussetzungen zu schaffen.

### Vorrangige Geldwertstabilität

Auf dem Wege zu diesem Ziel stellt sich bereits heute die Frage, wie die nach wie vor in nationalen Händen liegende Geld- und Währungspolitik und die Zusammenarbeit zwischen den nationalen Instanzen gestaltet sein müssen, um bei zunehmender Freiheit des Geld- und Kapitalverkehrs ein höchstmögliches Maß an Wechselkursstabilität sicherzustellen. Es kann keinen Zweifel darüber geben, daß bei völlig freiem Kapitalverkehr und endgültig fixierten Wechselkursen eine autonome Geldpolitik der Mitgliedstaaten nicht mehr möglich ist. Von einem Verlust der geldpolitischen Autonomie kann letztlich aber erst gesprochen werden, wenn die

Wechselkurse ein für allemal festgeschrieben sind. Solange Wechselkursänderungen noch möglich sind, behält die nationale Geldpolitik prinzipiell noch einen autonomen Gestaltungsspielraum. Er wird in dem Maße eingeschränkt, in dem man bereit ist, in der eigenen Geldpolitik den integrationspolitischen Zielsetzungen, also der Aufrechterhaltung fester Wechselkurse, Rechnung zu tragen. Hierbei kann es durchaus zu Zielkonflikten kommen. Um so wichtiger ist daher eine gute Koordinierung der nach wie vor in nationaler Zuständigkeit betriebenen Geld- und Währungspolitik.

In einer voll integrierten Gemeinschaft, in der Geld und Kapital frei zirkulieren können und die Wechselkurse endgültig festgeschrieben sind, muß die geld- und währungspolitische Verantwortung auf eine gemeinschaftliche Währungsinstitution übertragen werden. Dieser

Schritt erfordert ein hohes Maß an politischer Gemeinsamkeit und – da auch die wirtschaftliche und soziale Interdependenz wächst – Solidarität. Von besonderer Bedeutung ist außerdem, daß die für die Währungspolitik verantwortliche Gemeinschaftsinstitution vorrangig auf die Sicherung der Geldwertstabilität als einer notwendigen Voraussetzung auch für das Erreichen anderer wirtschaftspolitischer Ziele verpflichtet wird.

Die Voraussetzungen, unter denen die Gemeinschaft diesen dritten Anlauf zu einer Wirtschafts- und Währungsunion unternehmen könnte, sind angesichts der zum Teil wenig homogenen Wirtschaftsstrukturen in der Zwölfergemeinschaft nicht einfacher geworden. Man kann nur hoffen, daß der politische Wille, dessen es bedarf, das EWS in dieser Richtung weiterzuentwickeln, angesichts der weitreichenden Implikationen nicht wieder erlahmt.

Robert Granet

## Eine Bewertung aus französischer Sicht

Das Europäische Währungssystem (EWS) wurde durch einen Beschluß des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978, der am 13. März 1979 in Form eines Abkommens zwischen den Zentralbanken verwirklicht wurde, ins Leben gerufen. Sein zehnjähriges Bestehen bietet die Gelegenheit, eine Bilanz seiner bisherigen Ergebnisse zu ziehen.

Beobachter außerhalb Frankreichs beurteilen das System zu meist recht positiv, insbesondere wenn sie seine Ergebnisse mit denen des vorangegangenen europäischen Währungsabkommens, der „Schlange“ von 1972, vergleichen.

Während bei diesem innerhalb eines Zeitraums von sieben Jahren die Anzahl der beteiligten Währungen zwischen zehn und lediglich vier schwankte, hielten alle Unterzeichnerstaaten dem EWS die Treue, und auch die Schwankungsbreiten der einzelnen Währungen wurden nicht verändert (2,25 % für sechs der beteiligten Währungen und 6 % für die siebte, die italienische Lira).

Betrachtet man die Erfahrungen mit dem EWS etwas genauer aus der Sicht des Mitgliedlandes Frankreich, fällt das Urteil nicht so uneingeschränkt positiv aus. Nach

der Behandlung der Vorteile, die das EWS zweifellos mit sich brachte, bemüht sich dieser Beitrag daher um die Identifizierung der heute vorhandenen Schwachstellen und geht der Frage nach, wie die Funktionsweise des Systems verbessert werden könnte.

### Stabilisierung der Wechselkurse

Das EWS hat sich unbestreitbare Verdienste erworben. Dazu gehört die Stabilisierung der Wechselkurse. Die Wechselkursschwankungen haben seit der Einführung des Systems abgenommen. Das gilt sowohl für die nominalen als auch die

realen Wechselkurse. Die Stabilität hat darüber hinaus in den letzten Jahren noch zugenommen. Die kurzfristigen Schwankungen der europäischen Währungen waren seit Bestehen des Systems viermal kleiner als die der großen frei floatenden Währungen. Diese relative Stabilität schafft günstigere Rahmenbedingungen für die Planungen der im intraeuropäischen Handel tätigen Firmen.

Die abnehmenden Schwankungen gingen nicht einher mit den Fehlbewertungen, wie sie bei großen frei floatenden Währungen zu beobachten waren. Vielmehr hat die Stabilisierung nicht verhindert, daß das System eine gewisse Flexibilität bewahrte und daß die Wechselkurse sich an Verschiebungen der ökonomischen Grundbedingungen anpaßten. Im Rahmen des EWS fanden bislang elf Realignments statt. Die D-Mark wurde in den letzten zehn Jahren gegenüber dem Franc um mehr als 30% aufgewertet.

Diese Resultate wurden erzielt, ohne daß unangemessene Interventionen auf den Devisenmärkten vorgenommen werden mußten, und der Rückgriff auf den Unterstützungsmechanismus des Systems blieb begrenzt. Auch waren keine Kapitalverkehrsbeschränkungen erforderlich; vielmehr wurden in der zurückliegenden Periode der Wechselkursstabilität die Devisenkontrollen zunehmend gelockert – und dies insbesondere in Frankreich.

#### **Wirtschaftspolitische Koordination**

Erfolge waren auch hinsichtlich der Koordination der Wirtschaftspolitik zu verzeichnen. Die Geldpolitik wandte sich zunehmend der Bekämpfung der Inflation zu. Dieser Trend zeigt sich insbesondere in den nach und nach sinkenden

Wachstumsraten der Geldmengenaggregate in der Gemeinschaft seit 1982-83.

Die Koordination der Geldpolitik zwischen der Bundesrepublik Deutschland und Frankreich beschränkte sich keinesfalls auf institutionelle Aspekte wie den kürzlich geschaffenen deutsch-französischen Finanz- und Wirtschaftsrat. Sie war in bestimmten Situationen sehr weitreichend, vor allem zur Zeit der Börsenkrise im Herbst 1987, wobei auf die Vorkehrungen des kurz zuvor unterzeichneten Basel-Nyberg-Übereinkommens zurückgegriffen werden konnte. Die damals zur Marktberuhigung ergriffenen Maßnahmen verbanden eine Stärkung der gegenseitigen Beistandsmechanismen der Notenbanken und eine flexiblere Handhabung der Schwankungsbreiten mit abgestimmten und simultanen Zinssatzveränderungen seitens der Bundesbank und der Banque de France.

In der Finanzpolitik war der Fortschritt zwar langsamer als im geldpolitischen Bereich, doch nehmen auch auf diesem Gebiet die Divergenzen seit 1985 ab. Die Bedeutung einer kohärenten Finanzpolitik – insbesondere im Hinblick auf die öffentlichen Defizite und die Art ihrer Finanzierung – ist zunehmend deutlich geworden. Ihr widmen heute Experten, die sich mit der monetären Integration Europas befassen, gebührende Aufmerksamkeit. Die Tendenz geht heute dahin, die Finanzierung von staatlichen Defiziten via Geldschöpfung durch automatischen Zugang zu Zentralbankkrediten oder via Zwangsankäufe von Staatspapieren durch die Geschäftsbanken zu unterbinden.

#### **Konvergenz**

Auch im Hinblick auf die Konvergenz der Wirtschaftsentwicklung wurden gewisse Fortschritte ge-

macht. Sie sind unbestreitbar im Bereich der Preisentwicklung. Nach den Spannungen, die dem zweiten Ölpreisschock folgten, haben die zum EWS gehörenden Staaten die Differenzen zwischen ihren Inflationsraten deutlich verringert. Zwischen Frankreich und Deutschland beispielsweise sank der Unterschied in der Preissteigerungsrate von 6,6% im März 1979 auf 1,5% im Dezember 1988.

Darüber hinaus vollzog sich dieser Trend zu mehr Homogenität nicht auf der Basis einer Annäherung an die durchschnittliche Inflationsrate der EWS-Länder; vielmehr gab es einen schnelleren Rückgang der Inflation als in anderen Industriestaaten, die nicht Mitglied des EWS waren. Letztere hatten auch keine Verringerung der Unterschiede zwischen ihren Preissteigerungsraten zu verzeichnen. Die bei Gründung des EWS geäußerten Befürchtungen, daß die daraus resultierende geld- und währungspolitische Kooperation der Inflation neue Nahrung geben würde, hat sich somit als unbegründet erwiesen.

Die Ergebnisse hinsichtlich Wirtschaftswachstum und Zahlungsbilanz fielen weniger positiv aus. Die Konvergenz der Wachstumsraten war von einem Wachstumsrückgang begleitet, der stärker ausfiel als in den Staaten, die nicht zum EWS gehörten. In diesem Zusammenhang ist es wichtig, sich die beträchtlichen Unterschiede zwischen den Arbeitslosenquoten in Europa und in den anderen Industriestaaten in Erinnerung zu rufen. So liegt die Arbeitslosenquote in Japan bei 2,5% und in den USA bei 5,5%, während sie im Durchschnitt der EG-Staaten mehr als 10% beträgt.

Hinsichtlich der Zahlungsbilanzen kommt man nicht um die Feststellung herum, daß die Ungleichge-

wichte eher zu- als abnehmen. Dies gilt insbesondere für den gewichtigsten Fall, nämlich den gewaltigen Handelsbilanzüberschuß der Bundesrepublik Deutschland, der auf 125 bis 130 Mrd. DM veranschlagt wird und damit noch größer ausfallen dürfte als der bisherige Rekordüberschuß von 117,5 Mrd. DM aus dem Jahre 1987.

Das EWS kann gemessen an seinem zumeist in den Vordergrund gerückten Ziel, der inneren und äußeren Währungsstabilität, somit als recht erfolgreich gelten. Man muß sich jedoch in Erinnerung rufen, daß das System gemäß der Entschließung des Europäischen Rates vom Dezember 1978 mit der Zielsetzung gegründet wurde, „anhaltendes Wachstum bei Stabilität“ zu sichern. Das EWS sollte weder eine inflationäre noch eine deflationäre Ten-

denz beinhalten. Wenn man die Erfolge des EWS objektiv abschätzen will, sollte man sich diese doppelte Zielsetzung vor Augen halten.

#### Beseitigung der Asymmetrie

Die Funktionsweise des EWS muß verbessert werden. In der Tat erscheint es unverzichtbar, der gesamten Skala der ökonomischen Ziele, die mit der Schaffung eines vereinten Europa zusammenhängen, mehr Aufmerksamkeit zu widmen. Den Kern des Problems bildet dabei die De-facto-Asymmetrie, die das EWS charakterisiert. Zwar treffen die Interventionsverpflichtungen für den Fall von Spannungen im System die nach oben und die nach unten ausbrechenden Währungen gleichermaßen, und das System enthält auch Finanzierungsvorkehrungen, die im Krisenfall für Soli-

darität zwischen den Zentralbanken sorgen. Aber da die unter diesen Umständen bereitgestellten Kredite selbstverständlich zurückgezahlt werden müssen, trägt letztlich die Zentralbank, deren Währung am wenigsten gefragt ist, die Last, die mit der Disziplin innerhalb der Gemeinschaft verbunden ist – und zwar auch dann, wenn es gar nicht ihre Währung war, die die Spannungen hervorgerufen hat. Das Partnerland muß dagegen nur eigene Währung am Markt abgeben und behält die Möglichkeit, die Wirkungen der Geldschöpfung für die eigene Volkswirtschaft zu neutralisieren.

Während das System bei Erreichen der Bandbreiten scheinbar symmetrisch funktioniert, ist es innerhalb der Bandbreiten eindeutig asymmetrisch. Das Land mit der

## VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

### NEUERSCHEINUNG

Karl Fasbender,  
Otto G. Mayer,  
Sada Shankar Saxena  
(Hrsg.)

### INDIAN-GERMAN TRADE RELATIONS: FRAMEWORK OF INDIAN EXPORT EFFORTS

Um den Handel mit der Bundesrepublik ausgeglichener zu gestalten, muß Indien seine Ausfuhr steigern. Im Mai 1988 fand zu diesem Zweck im HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg ein Workshop statt, den das Institut gemeinsam mit dem Indian Institute for Foreign Trade (IIFT) und mit Unterstützung der Deutschen Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit GmbH (GTZ) durchführte. Insbesondere ging es darum, die Rahmenbedingungen für die indischen Exportanstrengungen zu analysieren und zu bewerten und den gegenseitigen Austausch von Informationen und Meinungen zwischen indischen und deutschen Handelsorganisationen zu fördern und zu verbessern. In dem vorliegenden Buch sind die Referate, die auf diesem Workshop gehalten wurden, zusammengefaßt und werden nun einer größeren Öffentlichkeit vorgestellt.

Großoktav,  
254 Seiten, 1988,  
brosch. DM 45,-  
ISBN 3-87895-367-4

VERLAG WELTARCHIV GMBH-HAMBURG

schwächsten Währung gerät faktisch in eine Lage, in der es allein interveniert und dabei seine Währungsreserven angreifen oder Kredite aufnehmen muß. Dieser Funktionsweise, die eine allzu expansive Geldpolitik mit Sanktionen belegt, gebührt der Verdienst, das System automatisch in Richtung Stabilität zu steuern. Die Resultate belegen, daß das System in dieser Hinsicht effektiv arbeitet. Sein wichtigster Nachteil ist jedoch, daß es keinerlei Automatismus zur Korrektur einer allzu restriktiven Geldpolitik gibt.

Die gegenwärtige Arbeitsweise des Systems mag in Perioden starken inflationären Drucks ihre Berechtigung haben. Dies trifft aber nicht mehr zu, wenn – wie in der gegenwärtigen Situation – die Inflation niedrig ist und das hervorstechendste Handelsungleichgewicht kein Defizit, sondern einen Überschuß darstellt.

#### **Verbindliche gemeinsame Ziele**

Nachdem es nicht gelungen ist, ein Wechselkurssystem zu schaffen, das von Anfang an der ECU eine zentrale Rolle eingeräumt hätte, gilt es nun, nach möglichen Wegen zu suchen, die aus der heutigen Situation herausführen. Vorrangig erscheinen dabei gemeinsame wirtschaftliche und finanzielle Zielsetzungen, die für alle Mitgliedstaaten des Systems verbindlich sind. Erforderlich wäre die Festlegung gemeinsamer wirtschaftspolitischer Ziele, die über das hinausgehen, was gegenwärtig zwischen den Verantwortlichen für die Geldpolitik in der Gemeinschaft im Rahmen des Währungsausschusses und des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten vereinbart wird. Dies könnte z. B. in Form einer Vereinbarung von Zieltrichtern für Größen wie Wachstums- und Inflationsraten und Leistungsbilanzsalden geschehen.

Notwendig wäre auch die Festlegung von Ex-ante-Zielen in der Geldpolitik durch gemeinsame Übereinkunft, die auf der Gesamtsituation in Europa basierten, statt sie, wie es gegenwärtig geschieht, den Zielsetzungen des Landes mit der stärksten Währung unterzuordnen. Auch dann wären die für jedes Land festgesetzten Ziele nicht einheitlich. Sie hätten jedoch den Vorzug, untereinander kompatibel zu sein und mit den wohlverstandenen Interessen der Gruppe als Ganzes übereinzustimmen. Man kann insbesondere hoffen, daß diese Art der Koordination es den Zinssätzen erlaubt, sich auf das niedrigste mit dem Imperativ der Inflationsbekämpfung noch zu vereinbarende Niveau einzupendeln – wobei eine Hierarchie, die auf der unterschiedlichen Wirtschaftsentwicklung in den einzelnen Ländern basiert, durchaus gewahrt bleibt.

Wichtig erscheint auch eine wirksame Kontrolle von Abweichungen. Das EWS wurde bei seiner Einführung mit einem Divergenzindikator ausgestattet. Aber er hat niemals die ihm zugeordnete Rolle gespielt, insbesondere weil intramarginal interveniert wurde, und er hat den gewichtigen Nachteil, daß er sich lediglich an Wechselkursdivergenzen orientiert. Weit aus besser wäre die Verwendung des erwähnten Indikatorenbündels zur Überwachung der Veränderungen von wichtigen realen und monetären Variablen. Jedes Land, das von den vereinbarten Zielen deutlich und dauerhaft abweicht, wäre – möglicherweise nach Diskussion in den entsprechenden Gemeinschaftsforen – verpflichtet, geeignete wirtschafts- und währungspolitische Korrekturmaßnahmen zu ergreifen.

Erforderlich erscheint außerdem eine gewisse Lastenteilung bei dem Versuch, die Wechselkurse intramarginal zu stabilisieren. Sobald

die ökonomischen Eckwerte nicht mehr umstritten sind, ist es eigentlich selbstverständlich, daß die Zentralbanken, deren Währungen „das System nach oben ziehen“, einen Beitrag zur Stabilisierung des Paritätengitters leisten. Sie könnten – ohne Verpflichtung, aber auch ohne Vorbehalte – auf den Märkten eingreifen, die gegenüber Signalen und Ankündigungseffekten hoch sensibilisiert sind, indem sie die Währungen ihrer Partnerstaaten aufkaufen und, soweit notwendig, als Währungsreserven halten.

#### **Ausweitung des Systems**

Schließlich ist die Ausweitung des Wechselkursmechanismus auf die gesamte Gemeinschaft wünschenswert. Die bis zum 31. Dezember 1992 vorgesehene Transformation der Europäischen Gemeinschaft in einen Europäischen Binnenmarkt, in dem die völlig freie Bewegung von Gütern, Dienstleistungen, Personen und Kapital gewährleistet (sein) wird, läßt dieses Ziel dringlicher denn je erscheinen. Das Fortbestehen substantieller Wechselkursrisiken innerhalb der Gemeinschaft wäre in der Tat ein Hindernis für die Bildung eines einheitlichen Wirtschaftsgebietes. Die Strategien der Unternehmen hinsichtlich Absatzpolitik und Investitionsplanung würden gestört.

Falls bestimmte Währungen außerhalb des Wechselkursverbundes bleiben sollten, würde das Wachstum des Handels innerhalb des einheitlichen Marktes behindert – und zwar nicht nur durch spontane Wechselkursbewegungen, sondern auch durch die Möglichkeiten der Staaten mit frei schwankenden Wechselkursen, die innerhalb des neu geschaffenen Wirtschaftsgebietes verbotenen tarifären und nichttarifären Handelshemmnisse durch einen „Währungsprotektionsismus“ zu ersetzen.

Bei seiner Gründung vor dem Hintergrund generell floatender Wechselkurse mit Skepsis betrachtet, ist das EWS heute weithin als Modell für Stabilität in einer Welt anerkannt, die immer noch nach einer neuen Weltwährungsordnung sucht.

Dieser Achtungserfolg – der in gewissem Umfang durch die „Aufpropfung“ der privaten ECU-Verwendung auf das System gefestigt wurde – darf uns nicht blind machen für die Tatsache, daß noch viel zu tun bleibt. Es ist eindeutig zu spät, die ursprüngliche Idee einer „Konsolidierung“ des EWS zwei Jahre nach seiner Gründung wieder aufzugreifen. Damals wurde daran ge-

dacht, das EWS in ein definitives System zu überführen, das sich um einen „Europäischen Währungsfonds“ herum gruppieren sollte, wobei ein vollwertiger und vollständiger Einsatz der ECU als Reservewährung und Rechnungseinheit vorgesehen war (vgl. die Resolution des Europäischen Rates vom 5. Dezember 1978). Es ist jedoch ausgesprochen wichtig, sich das Näherücken zweier für die Gemeinschaft bedeutsamer Termine immer wieder vor Augen zu führen: zum einen den vollständigen Abbau von Kapitalverkehrsbeschränkungen bis zum 1. Juli 1990, wie er in der im Juni 1988 verabschiedeten Ratsdirektive vor-

gesehen ist, und zum anderen selbstverständlich die Verwirklichung des europäischen Binnenmarktes zum 31. Dezember 1992.

Die Nähe dieser beiden Termine erfordert rasche Fortschritte im Bereich der Währungsintegration. Angesichts der bevorstehenden weitreichenden Veränderungen in den intraeuropäischen Wirtschafts- und Finanzbeziehungen sollte ein solcher Fortschritt über Verbesserungen der Arbeitsweise des heutigen EWS hinausgehen und einschneidende institutionelle Änderungen umfassen. Dies ist jedoch ein Thema, das den Rahmen dieses Beitrages sprengen würde.

---

Hans-Eckart Scharrer

## Ein robustes System

---

In den zehn Jahren seit seiner Gründung hat sich das Europäische Währungssystem (EWS) in mancher Hinsicht überraschend entwickelt. Die erste Überraschung ist, daß das System noch existiert. Angesichts der externen Schocks und internen Zerreißproben, denen es von Anfang an ausgesetzt war, hätte es nach allen theoretischen Erwartungen zerbrechen müssen, so wie das Bretton-Woods-System und der Europäische Währungsverbund („Schlange“) vor ihm zerbrachen.

Am Beginn stand die Belastung durch den hohen und von Land zu Land stark unterschiedlichen Preisauftrieb: 1979 belief sich die durchschnittliche Inflationsrate der Teilnehmerländer am Wechselkursmechanismus auf 8,8%; die Bandbreite der nationalen Preissteigerungsraten umfaßte 10,7 Prozent-

punkte, sie reichte von 4,1% in der Bundesrepublik bis 14,8% in Italien. 1980 und 1981 stieg der Inflationsdurchschnitt sogar weiter auf 12,0%, die Schwankungsbreite vergrößerte sich auf 15,7 bzw. 14,1 Prozentpunkte. Die Geldpolitik einiger Länder alimentierte den raschen Preisanstieg durch eine großzügige Geldversorgung.

Bald nach seiner Gründung wurde das System von dem zweiten Ölpreisschub auf 32 Dollar, Mitte der 80er Jahre von dem Verfall der Ölpreise auf 12 Dollar getroffen. In den USA trieb der Reagan-Volcker-Mix von expansiver Fiskal- und restriktiver Geldpolitik – eine neue Variante des „Benign Neglect“ – die Nominal- und Realzinsen zunächst auf Rekordhöhen und den Dollarkurs von 1,71 DM (Anfang 1980) auf 3,47 DM (26. Februar 1985) – kaum drei Jahre später, zur Jahreswende

1987/88, war der Kurs auf sein Nachkriegstief gefallen. Fundamentale Meinungsgegensätze zwischen Frankreich und der Bundesrepublik sowie anderen Partnerländern brachten das System im Frühjahr 1983 an den Rand des Zusammenbruchs; wirtschaftspolitische Konzeptionsunterschiede und Prioritätenkonflikte vor dem Hintergrund einer Verdoppelung der Arbeitslosenquote in der Gemeinschaft von 5,6% (1979) auf 11,0% (1987) und der lange Zeit schwachen Wirtschaftsexpansion sorgten immer wieder für Zündstoff zwischen den Teilnehmerländern. Dennoch: Das EWS existiert, und dies zwingt zur Überprüfung einiger Vor-Urteile.

### Das EWS – kein Inflationsgenerator

Eine zweite Überraschung: Die in der Bundesrepublik befürchtete

Aushöhlung der stabilitätspolitischen Handlungsfähigkeit der Bundesbank ist nicht eingetreten. Soweit sich die deutsche Währungsbehörde an einem ausländischen Schlepptau befand oder befindet, ist der Schlepper die amerikanische Geld- und Fiskalpolitik. Sie und nicht die Wirtschaftspolitik der EWS-Partnerländer hat die Bundesbank seit 1981 wiederholt gegen ihren Willen zum geldpolitischen Kurswechsel oder doch zu Kurskorrekturen gezwungen.

Tatsächlich sind die Preissteigerungsraten in der Bundesrepublik von 1981 (6,3%) bis 1986 (-0,2%) kontinuierlich zurückgegangen, und die Inflationsraten in den anderen EWS-Ländern haben diesen Rückgang mitgemacht. Die durchschnittliche Inflationsrate im EWS (Teilnehmerländer am Wechselkursmechanismus) betrug im September 1988 nur noch 2,6% bei einer Variationsbreite von 3,9 Prozentpunkten (Niederlande: 0,9%, Italien: 4,8%) – ein ansehnliches Ergebnis, sowohl absolut als auch relativ zu den Anfangsjahren. Die Frage, ob bei Verzicht auf das EWS im Einzelfall eine raschere Rückführung der Preissteigerungsraten möglich gewesen wäre, ist (auch) aus deutscher Sicht von eher „akademischem“ Interesse, und die empirischen Untersuchungen, die dies beweisen wollen, erscheinen methodisch als fragwürdig<sup>1</sup>. Das EWS war also – entgegen vielen Erwartungen – kein Inflationsgenerator.

### Finanzierungslinien nicht genutzt

Eine dritte Überraschung: Die Erweiterung der Währungskreditlinien für die Zentralbanken unter dem kurzfristigen Währungsbeistand und dem mittelfristigen finanziellen Beistand und die Verlängerung der Kreditlaufzeiten (auch unter der

sehr kurzfristigen Finanzierungsfähigkeit) hat nicht zu einer hemmungslosen Inanspruchnahme dieser Linien durch Schwachwährungsländer geführt. Im Gegenteil: Der kurzfristige und mittelfristige<sup>2</sup> Beistand sind bisher nicht in Anspruch genommen worden.

Zu diesem Ergebnis beigetragen hat die Bereitschaft der Teilnehmerländer, ihre Zinspolitik auf stabile Wechselkurse hin auszurichten, die Leitkurse periodisch in kleinen Schritten anzupassen und so einen Anreiz für umfangreiche, anhaltende „spekulative“ Kapitalbewegungen gar nicht erst entstehen zu lassen. Beigetragen hat dazu aber auch die Praxis der Partnerländer der Bundesrepublik, in Schwächeperioden der deutschen Währung, insbesondere in den Monaten nach Leitkursanpassungen, D-Mark am Markt anzukaufen und als Reserven zu halten – eine Übung, die dem Wortlaut des EWS-Abkommens (bei enger Auslegung) widerspricht. Interventionen am Devisenmarkt konnten auf diese Weise zu einem erheblichen Teil aus eigenen Reserven finanziert werden. Fazit also: Es kam zu keiner Inanspruchnahme der Beistandsmechanismen.

### Monetaristischer Ansatz bewährt sich

Die vierte Überraschung: Die (Euro-), „monetaristische“ Strategie der Währungsintegration funktioniert besser als erwartet. Diese Strategie, die in der (Euro-), „ökono-

mistisch“ geprägten Bundesrepublik nur wenige Anhänger hat, setzt darauf, durch Veränderung der währungspolitischen Rahmendaten – konkret: die Fixierung der Wechselkurse – eine Harmonisierung der Wirtschaftspolitik zu erzwingen.

Tatsächlich hat eine explizite Koordinierung der nationalen Wirtschaftspolitiken im Hinblick auf Konvergenz bei (Preis-)Stabilität im EWS nicht stattgefunden. Vielmehr richteten die Partnerländer der Bundesrepublik ihre Geldpolitik auf die Verteidigung des Wechselkurses zur D-Mark aus, während die Bundesbank ihrerseits eine stabilitätsorientierte Geldpolitik betrieb. Die Bundesbank wuchs auf diese Weise in die Rolle des Stabilitätsankers des Systems hinein, ohne daß die anderen Mitgliedstaaten dadurch freilich in eine passive Rolle gedrängt wurden: Es war und ist ihre eigene Entscheidung, sich über einen stabilen Wechselkurs mit diesem Anker zu verknüpfen.

Diese Form der Symmetrie ist freilich eine andere, als sie das EWS-Abkommen scheinbar vorsah: die symmetrische wirtschaftspolitische Anpassung von Stark- und Schwachwährungsändern hin auf eine „durchschnittliche“ Inflationsrate, und dies erklärt die immer wiederkehrenden Konflikte zwischen der Bundesrepublik und bestimmten Partnerländern. Die Angleichung der Preissteigerungsraten an die deutsche Rate ist freilich nicht perfekt. Acht Leitkursänderungen gegenüber der Lira und sechs Paritätskorrekturen gegenüber dem Französischen Franc, in deren Verlauf die DM-Leitkurse der italienischen Währung von 2,19 DM auf 1,39 DM, der französischen von 43,30 auf 29,82 DM zurückgenommen wurden, deuten auf anhaltende wirtschaftspolitische Prioritätsunterschiede hin, auch wenn die Wech-

<sup>1</sup> Die Vergleichsgruppe der „freien Floater“ enthält unter anderem die USA, ein Land, dessen Wechselkurs – anders als in allen anderen Ländern – im Zeitraum 1980-85 stieg (Stabilitätsimport), sowie die Schweiz und Österreich, die aufgrund ihrer tatsächlich praktizierten Wechselkurspolitik der EWS-Gruppe zuzurechnen sind.

<sup>2</sup> Seit Juni 1988 sind die Instrumente des mittelfristigen Beistandes und der EG-Gemeinschaftsanleihe (Inanspruchnahme 1983: Frankreich, 1985: Griechenland) zusammengeführt worden.

selkursanpassungen in den letzten Jahren erheblich geringer ausgefallen sind und seltener vorgenommen wurden. Die Grenzen des (Euro-) „monetaristischen“ Ansatzes werden daraus ebenso erkennbar wie die Risiken einer verfrühten Festschreibung der Wechselkurse im Zuge einer eventuellen Europäischen Währungsunion.

Fazit: In dem Leitwährungssystem EWS hat sich der (Euro-) „monetaristische“ Ansatz bisher grundsätzlich bewährt. Maßgeblich dafür war freilich kein mechanistischer Zwang, sondern die Bereitschaft aller Teilnehmerländer, dem Ziel der Geldwertstabilität einen hohen Rang einzuräumen.

### ECU nicht im Zentrum des Systems

Nicht überraschend, aber dennoch erwähnenswert ist die Tatsache, daß die ECU nicht zu dem „zentralen Element“ des Europäischen Währungssystems geworden ist, das sie nach den Intentionen der Architekten des Systems einmal werden sollte. Die offizielle ECU führt sogar ein ausgesprochenes Schattendasein, ohne daß die Funktionsweise des EWS dadurch in irgendeiner Weise beeinträchtigt würde. Daß von der ECU heute noch jemand spricht, ist der spontanen, von den EWS-Gründern nicht geplanten Marktinnovation „private ECU“ zu verdanken, die indessen über Anfänge – vor allem als Denominationsinstrument mittel- und langfristiger Anleihen – ebenfalls noch nicht hinausgekommen ist. Im Zentrum des EWS steht heute die D-Mark. In diese Rolle ist sie schrittweise hineingewachsen, und zwar sowohl durch die insgesamt glaubwürdige Geld- und Finanzpolitik von Bundesbank und Bundesregierung als auch durch bewußte Entscheidungen in den Partnerländern der Bundesrepublik.

Ebenfalls bemerkenswert ist der Umstand, daß der Kreis der Teilnehmerländer am Wechselkursmechanismus seit der Gründung des EWS nicht gewachsen ist. Vor allem Großbritannien hat sich, trotz zeitweiser faktischer Bindung des Pfund Sterling an die D-Mark, zu einer formellen Mitgliedschaft bisher nicht anschließen können. Dem Funktionieren des Systems hat dies ebenso wenig geschadet wie die Aufrechterhaltung der „vorübergehend“ erweiterten Wechselkursbandbreite für Italien.

### Mutige Gründerväter

In einem Rückblick besonders hervorzuheben bleibt der Mut der politischen Initiatoren des EWS – hier sind Helmut Schmidt und Valéry Giscard d'Estaing besonders zu nennen –, das System gegen alle politischen Widerstände und Expertenbedenken durchzusetzen. Der Erfolg gibt ihnen Recht. Daß das System ein Jahrzehnt überdauert hat, ist freilich weniger den geschriebenen als den ungeschriebenen, gewachsenen Regeln und Verhaltensnormen zu verdanken, die von den teilnehmenden Währungsbehörden praktiziert werden.

Zu diesen Regeln gehören die Wahrnehmung der Rolle des Stabilitätsankers durch die Bundesbank; die Bereitschaft der übrigen Teilnehmerländer, die D-Mark als Leitwährung – und die Bundesbank als Leit-Zentralbank – zu akzeptieren (einschließlich der damit verbundenen „asymmetrischen“ Anpassungslasten); die periodische Anpassung der Leitkurse in kleinen Schritten, soweit erforderlich; und die geräuschlose Zentralbanken-Kooperation in der Zins- und Interventionspolitik. Zugleich deuten die anhaltend hohen und wachsenden Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse der Bundesrepublik gegenüber den EWS-Partnern, aber

auch die öffentliche Kritik einzelner Partnerländer an der deutschen Geld- und Wirtschaftspolitik, auf Funktionsmängel des Systems hin.

### Eine Doppelstrategie

Für die Weiterentwicklung des EWS wird eine wesentliche Aufgabe darin bestehen, die geldpolitische Kooperation zwischen den EWS-Zentralbanken mit dem Ziel zu intensivieren, die stabilitätspolitische Glaubwürdigkeit der Geldpolitik in den Partnerländern zu stärken; Realzinsen, die um 1 bis 1½ Prozentpunkte über den deutschen liegen, lassen erkennen, daß diese Glaubwürdigkeit noch nicht überall erreicht ist. Ein unabhängiger Status für die Zentralbanken könnte dazu wesentlich beitragen. Zugleich wird die Bundesrepublik eine stärkere Rolle als Wachstumsmotor in Europa übernehmen müssen, eine Aufgabe, die mit den Mitteln der Geldpolitik freilich nicht zu lösen ist. Mit dieser stabilitäts- und wachstumspolitischen Doppelstrategie dürften die Konflikte, die das EWS immer wieder belastet haben, an Schärfe verlieren. Leitkursänderungen werden nicht zuletzt wegen der Verwirklichung des Binnenmarktes und des damit verbundenen wirtschaftlichen Strukturwandels weiterhin nötig sein; den Zentralbanken könnte dabei eine größere Rolle übertragen werden.

Für eine Festschreibung der Wechselkurse und den Übergang zu einer Einheitswährung scheint die Zeit noch nicht reif. Die Erfahrungen mit der (Euro-) „monetaristischen“ Strategie im EWS deuten aber darauf hin, daß damit nicht bis zum St. Nimmerleinstag gewartet werden muß. Die institutionellen Vorarbeiten für die Errichtung einer Europäischen Zentralbank könnten deshalb alsbald beginnen.