

Schröder, Wolfgang

Article — Digitized Version

Instabilitäten im EWS durch fortschreitende Liberalisierung in der EG?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Schröder, Wolfgang (1989) : Instabilitäten im EWS durch fortschreitende Liberalisierung in der EG?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 69, Iss. 5, pp. 258-264

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/136520>

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.

Wolfgang Schröder*

Instabilitäten im EWS durch fortschreitende Liberalisierung in der EG?

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Schaffung eines Marktes ohne Binnengrenzen innerhalb der EG haben weitreichende Konsequenzen für das Europäische Währungssystem. Dr. Wolfgang Schröder analysiert die damit verbundenen Chancen und Risiken.

Das Europäische Währungssystem (EWS) soll nach dem Willen seiner Gründer zu einem höheren Maß an Währungsstabilität, zu nachhaltigem Wachstum, zur Rückkehr zur Vollbeschäftigung sowie zur europäischen Integration beitragen. Dieser Beitrag ist jedoch nicht „kostenlos“. Das EWS schränkt den nationalen wirtschaftspolitischen Handlungsraum ein. Ein freier Außenhandel, freier Devisen- und Kapitalverkehr, feste Wechselkurse und eine autonome Geldpolitik lassen sich nicht gleichzeitig realisieren. Dieser Nachteil sollte aber durch die integrationspolitischen Vorteile mehr als aufgewogen werden.

Nachdem die Einheitliche Europäische Akte mit dem Ziel eines einheitlichen Binnenmarktes Anfang 1986 verabschiedet worden ist, hat der Europäische Rat im Juni 1988 beschlossen, alle noch bestehenden Beschränkungen des Devisen- und Kapitalverkehrs bis Mitte 1990 aufzuheben. Längere Übergangsfristen gelten lediglich für Spanien, Portugal, Griechenland und Irland. Die EG-Länder wollen dabei nicht nur die Kapitalverkehrsbeschränkungen untereinander abbauen, sondern sich auch in gleichem Maße um die Liberalisierung gegenüber Drittländern (erga omnes) bemühen.

Der wesentliche Unterschied zwischen diesem jüngsten und den vorangegangenen Liberalisierungsschritten liegt in der Einbeziehung des währungspolitisch besonders sensiblen Bereichs der kurzfristigen Geld- und Kapitalbewegungen. Der langfristige Kapitalverkehr ist

zwischen den EG-Ländern (bis auf die südeuropäischen Mitgliedsländer und Irland) bereits im Laufe der jüngsten Zeit weitgehend liberalisiert worden.

Einführung von Schutzklauseln

Die Divergenzen zwischen den EG-Mitgliedstaaten beim grenzüberschreitenden Kapitalverkehr werden sich durch die geplanten Liberalisierungsschritte weiter verringern. Freien Kapitalverkehr gestatten die Bundesrepublik Deutschland, Großbritannien und die Niederlande sowie Belgien und Luxemburg, die allerdings bislang einen gespaltenen Devisenmarkt aufrechterhalten. Dänemark, Frankreich, Italien und auch Spanien „haben Liberalisierungsmaßnahmen getroffen, die schon jetzt über die ihnen aus der Beachtung der geltenden Richtlinie und Beitrittsakte erwachsenden strikten Verpflichtung hinausgehen“¹. Damit haben sie aber noch nicht den Stand der zuerst genannten Länder erreicht.

Die Fortschritte auf dem Weg zu liberalen Geld- und Kapitalmärkten werden allerdings durch die Einführung von Schutzklauseln verwässert: Falls der kurzfristige Kapitalverkehr die Geld- und Währungspolitik eines Mitgliedslandes erheblich beeinträchtigt, darf er für die Dauer von längstens sechs Monaten eingeschränkt werden. Dies gilt auch gegenüber Drittländern. Fraglich ist jedoch, ob die Schutzklauseln von einzelnen EG-

Dr. Wolfgang Schröder, 42, ist Mitarbeiter der Landeszentralbank in Berlin. Der Autor vertritt in diesem Artikel seine persönliche Meinung.

* Gekürzte Fassung eines Beitrags zur Symposion „Geldpolitik in der ökonomischen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland“. Die ungekürzte Fassung erscheint demnächst im Tagungsband, herausgegeben von Hajo Riese und Heinz-Peter Spahn im Transfer-Verlag Regensburg.

¹ Kommission der Europäischen Gemeinschaften: Jahreswirtschaftsbericht 1987-1988, November 1987, S. 63.

Ländern angewendet werden können, denn Kapitalverkehrsbeschränkungen eines Mitgliedslandes gegenüber Drittländern können leicht mit einem Umweg über freizügige EG-Partner umgangen werden.

Diese Schutzklauseln können sich entscheidend auf die Finanzmärkte auswirken. Sie eröffnen im Extremfall die Möglichkeit, die Verhältnisse unverändert zu lassen, und – schlimmer noch – sie enthalten ein selbstzerstörendes Element: Aus der Sicht der Vermögensbesitzer macht es einen großen Unterschied, ob Liberalisierungsschritte als permanent angesehen werden können oder als jederzeit suspendierbar. Nur wenn sich die Liberalisierung auf ein sicheres ökonomisches Fundament stützt und die Regierung des liberalisierenden Landes glaubwürdig auf Dauer den Devisen- und Kapitalverkehr freigibt, können die Portfolioentscheidungen mit Gelassenheit erfolgen. Wenn hingegen die Rückkehr zu Kapitalverkehrsbeschränkungen droht, dann besteht die Gefahr, mit Liberalisierungsschritten hektische Reaktionen an den Finanzmärkten auszulösen. Der daraus entstehende Druck auf den Wechselkurs und auf die geldpolitische Steuerung birgt das Risiko einer frühzeitigen Inanspruchnahme der Schutzklausel und gefährdet so die Festigung des Vertrauens in die Währung. Das Dilemma der Einführung von Schutzklauseln bei der Liberalisierung von Finanztransaktionen liegt auf der Hand: Schutzklauseln provozieren die Situation, in der sie in Anspruch genommen werden müssen.

Ein spezielles Problem der Liberalisierung bildet die unterschiedliche Besteuerung in den einzelnen Ländern. Besonders Frankreich und Dänemark bestehen auf Schutzmaßnahmen gegen Steuerflucht, Steuerumgehung und Steuerhinterziehung. Um ihren Bedenken Rechnung zu tragen, soll die EG-Kommission bis Mitte 1989 Vorkehrungen gegen Steuerflucht und verwandte Delikte vorschlagen.

Grenzüberschreitende Kapitalströme

Am gesamten kurz- und langfristigen Kapitalverkehr der Bundesrepublik hatten die EG-Mitgliedsländer per saldo in den fünf Jahren von 1983 bis 1987 einen Anteil von gut 50%, der in etwa ihrem Gruppen-Anteil am Außenhandel der Bundesrepublik entspricht. Gemessen am Saldo der Leistungsbilanz sind die Kapitalströme innerhalb der EG relativ groß, denn der Leistungsbilanzüberschuß der Bundesrepublik mit den EG-Partnern erreichte zwischen 1983 und 1987 nur einen Anteil von gut 20% am gesamten Leistungsbilanzüberschuß der Bundesrepublik. In letzter Zeit ist dieser Anteil allerdings stark gestiegen.

Der Zahlungsbilanzstatistik ist nicht zu entnehmen, wo die Finanzmittel aus der Bundesrepublik letztlich verwendet werden und woher sie stammen. Um die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der grenzüberschreitenden Kapitalströme einzuschätzen, ist es sinnvoll, zwischen Finanzintermediation und anderen Kapitalbewegungen zu unterscheiden. Sofern die EG-Mitgliedsländer als internationale Finanzzentren fungieren, wie dies für Großbritannien und Luxemburg, aber auch für die Niederlande gilt, spiegeln die Kapitalströme zwischen der Bundesrepublik und diesen Ländern nicht notwendig eine entsprechende Interdependenz der Spar- bzw. Investitionsprozesse wider. Ein Teil der Finanzströme wird von „durchlaufenden“ Mitteln gebildet, die weder aus der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis beispielsweise Großbritanniens gespeist werden, noch dort für Investitionen in Realkapital verwendet werden.

Besonders deutlich erschien die Weitergabe solcher „durchlaufender“ Kredite in der Zahlungsbilanz der Bundesrepublik Deutschland im Jahr 1986. Der Überschuß in der Leistungsbilanz mit den EG-Partnern schnellte von 2,1 Mrd. DM 1985 auf 24,7 Mrd. DM 1986. Gleichzeitig stiegen auch die Importe von langfristigem Kapital aus den EG-Ländern von 5,4 Mrd. DM 1985 auf 27,3 Mrd. DM 1986 an. Damit erhöhte sich der Überschuß der Bundesrepublik in der Grundbilanz mit den EG-Ländern von 7,56 Mrd. DM auf 52,0 Mrd. DM. Zur Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite und ihrer langfristigen Kapitalanlagen in der Bundesrepublik im Jahr 1986 dienten den EG-Partnern kurzfristige Kredite bzw. Einlagen aus der Bundesrepublik in einem Nettobetrag von 100 Mrd. DM. Dieser Betrag überstieg ihren bilateralen Finanzbedarf bei weitem; er bildete die Basis für eine Netto-Weitergabe von Krediten an Drittländer.

Per saldo hat die Bundesrepublik zwischen 1983 und 1987 50 Mrd. DM langfristiges Kapital in Drittländer exportiert. Im Kapitalverkehr mit den EG-Staaten dagegen importierte die Bundesrepublik langfristiges Kapital, und zwar für 20 Mrd. DM. Dabei fällt die außergewöhnliche Erhöhung der Wertpapiertransaktionen auf. Im Zuge der Globalisierung der Finanzmärkte sind die Umsätze deutscher Anleger mit ausländischen Wertpapieren von 1983 bis 1987 um mehr als das Doppelte auf 420 Mrd. DM gestiegen. Noch stärker nahm die Gegenbewegung zu: Die Umsätze gebietsfremder Anleger in deutschen Titeln haben sich in der Zeit zwischen 1983 und 1987 von knapp 80 Mrd. DM auf rund 700 Mrd. DM verneunfacht. Eine „Europäisierung“ ist speziell bei den deutschen Anlagen in Fremdwährungsanleihen zu beobachten: Anleihen von Emittenten aus der EG kamen 1987 auf einen Umsatzanteil von über 40% (bei Dividendenwerten von ca. 25%) gegenüber nur 16%

1982². Gleichzeitig schrumpfte der Umsatzanteil amerikanischer Festverzinslicher auf 25 %³. Bei der erheblichen Nachfrage der Ausländer nach deutschen Wertpapieren ist der EG-Transaktionsanteil noch deutlich höher. Er betrug 1987 bei festverzinslichen deutschen Wertpapieren 69 % und bei deutschen Dividendenwerten 52 %⁴.

Portfolio-Effekte

Wie sich die Liberalisierung des Kapitalverkehrs auf die Verteilung der Kapitalströme und die Portfoliowahl in der EG auswirken wird, ist a priori offen, weil sie gegenläufige Impulse auslöst.

Bei diesen Änderungen ist es sinnvoll, zwischen einmaligen Portfolio-Effekten und länger anhaltenden zu unterscheiden. Als einmalig läßt sich die Anpassung der

bei Kapitalverkehrsbeschränkungen gehaltenen Portfolios an optimale Portfolios ansehen, mit der international operierende Anleger aus den liberalisierenden Ländern reagieren werden. Diese Anpassung ist nach einiger Zeit abgeschlossen. Da es sich um einen einmaligen Effekt handelt, sollte die Währungspolitik zwar darauf reagieren, um spekulativen Blasen vorzubeugen, aber die Maßnahmen sollten leicht revidierbar sein.

Die bereits realisierten Schritte zur Liberalisierung des langfristigen Kapitalverkehrs und die ergänzenden Maßnahmen für kurzfristige Anlagen und Kredite haben bei ihrer Einführung nicht zu untragbaren Spannungen

² Deutsche Bank Bulletin, Juni 1988, S. 12.

³ Ebenda.

⁴ Ebenda, S. 13.

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

NEUERSCHEINUNG

Axel Sell

INVESTITIONEN IN ENTWICKLUNGSLÄNDERN

Einzel- und gesamtwirtschaftliche Analysen

Das Buch zeigt anhand einer Fallstudie, die den gesamten Text begleitet, in leicht nachvollziehbarer Weise, wie Informationen für Zwecke der Wirtschaftlichkeitsrechnung von Investitionen in Entwicklungsländern aufbereitet werden. Demonstriert wird auch, wie Planungsunterlagen und Dokumentationen (Liquiditätspläne, Planbilanzen u.a.) erstellt werden müssen, die eine interne Beurteilung von Projektideen ermöglichen. Auf der Grundlage der betriebswirtschaftlichen Finanzanalyse wird sodann unter Berücksichtigung von grundlegenden Arbeitspapieren von Weltbank und UNIDO mit Hilfe von Standardtableaus schrittweise eine Cost-Benefit-Analyse entwickelt. Da das Buch sowohl die Beurteilung von Direktinvestitionen aus einzel- und gesamtwirtschaftlicher Sicht ermöglicht als auch die Bewertung rein inländischer Projekte in Entwicklungsländern zuläßt, dürfte es für alle Entwicklungsplaner zu einem unentbehrlichen Handbuch werden.

Großoktav,
394 Seiten, 1989,
brosch. DM 59,-
ISBN 3-87895-369-0

VERLAG WELTARCHIV GMBH HAMBURG

im Wechselkursverbund geführt. Einen entsprechend positiven Bericht gibt z. B. der Präsident der italienischen Zentralbank über die Wirkungen des Abbaus von Kapitalverkehrsbeschränkungen in Italien seit 1987⁵. Diese positiven Erfahrungen lassen hoffen, auch weitere Portfolioumschichtungen zwischen Währungen des Wechselkursverbundes währungspolitisch bewältigen zu können. Wie sich allerdings die völlige Liberalisierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs auswirken wird, kann erst die Zukunft erweisen. Ströme kurzfristigen Kapitals haben auch bislang – bei bestehenden Kapitalverkehrskontrollen – Spannungen im Wechselkursverbund verschärft und die geldpolitische Steuerung erschwert.

Einfluß auf die Wechselkursstabilität

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs wird zweifellos die Reagibilität der Kapitalströme erhöhen. Ob dadurch auch die Wechselkurse instabiler werden, läßt sich a priori nicht sagen, weil auch auf die Wechselkurse gegenläufige Impulse einwirken. Erstens werden grenzüberschreitende Geld- und Kapitalströme legalisiert und die Transaktionskosten und damit die Schwelle für profitable Kapitaltransaktionen mit dem Ausland gesenkt. Unter sonst gleichen Bedingungen wird der Kapitalverkehr und auch dessen Volatilität zunehmen.

Zweitens wird jedoch eine Währung durch international orientierte Anleger nach dem Schritt zur Liberalisierung höher eingeschätzt. Unter einem entscheidenden Gesichtspunkt nämlich hat die Qualität der Währung zugenommen: Ihr jederzeitiger Transfer in andere Währungen ist gewährleistet; Finanzanlagen in diesem Land können erworben und auch wieder verkauft und der Erlös in andere Währungen umgetauscht werden; die Ein- und Ausfuhr dieser und anderer Währungen sind keinerlei Beschränkungen mehr unterworfen. Damit entfallen Gründe für Inländer, Anlagen im Ausland zu suchen, und für ausländische Anleger, dieses Land und dessen Währung zu meiden.

Die Stärkung des Vertrauens in die liberalisierte Währung wird allerdings Zeit erfordern; sie wird nicht plötzlich mit der Verkündung entsprechender Gesetze und Verordnungen eintreten. Deshalb wird vor allem in der ersten Phase nach der Liberalisierung mit einer stärkeren Kapitalausfuhr aus dem liberalisierenden Land zu rechnen sein, folglich mit stärkerem Druck auf dessen Währung und mit einer verstärkten währungspolitischen Aktivität, um diesem Druck zu begegnen.

Da die Globalisierung der Finanzmärkte von einer deutlich gesteigerten Volatilität der internationalen Kapi-

talströme und der Wechselkurse begleitet war⁶, stellt sich die Frage, ob sich auch innerhalb des EWS eine erhöhte Volatilität entwickeln wird. Ein entscheidender Unterschied besteht freilich zwischen den globalen und den Intra-EWS-Kapitalströmen: Auf den globalen Märkten konkurrieren mehrere Währungen miteinander⁷, die als enge Substitute international verwendet werden. Innerhalb des Wechselkursverbundes dagegen ist die D-Mark die einzige international verwendete Währung. Lange Wellen mit erheblichen realen Auf- und Abwertungen der Währungen hat es im EWS-Wechselkursverbund unter anderem deshalb nicht gegeben. Globalisierung und Europäisierung sind folglich trotz vieler Übereinstimmungen unterschiedlich zu werten.

Substituierbarkeit von EWS-Währungen

Die Substituierbarkeit der EWS-Währungen untereinander nimmt mit der Liberalisierung zweifellos zu. Sie wird weiter steigen, wenn sich die wirtschaftlichen Grundlagen einander angleichen. Um diese Währungsintegration zu fördern, müssen die Geld-, Finanz- und Lohnpolitik darauf hinwirken, die Kaufkraftentwicklung und die realen Renditen unter den EWS-Mitgliedern auf parallelen Pfaden zu halten. Sollte dies nicht gelingen und sollten sich statt dessen wachsende Unterschiede einstellen, dann würden die höhere Mobilität und Substituierbarkeit rasch zu großen Strömen kurzfristigen Kapitals führen. Darin liegen Risiken für die geld- und währungspolitische Steuerung.

Solange sich die für die Währung relevanten wirtschaftlichen Bedingungen in den Mitgliedsländern des EWS unterscheiden, müssen auch unterschiedliche Zinsniveaus bestehen bleiben. Nur in einem Wechselkursystem mit endgültig fixierten Kursen entfele jeder Grund dafür. Die Währungen entwickelten sich dann zu perfekten Substituten. Mit der Annäherung an diesen Zustand durch wachsende Freizügigkeit im internationalen Kapitalverkehr werden die Zinsdifferenzen zwischen den europäischen Währungen abnehmen und die realen Zinsen im europäischen Durchschnitt sinken.

⁵ Carlo A. Ciampi: The world economy, the Italian economy, exchange rates and the European Monetary System, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 87, 28. November 1988, S. 6 f.

⁶ W. Schröder: Globalisierung der Finanzmärkte – Folgen für die Geldpolitik, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 7, S. 382 f.

⁷ Die Währungskonkurrenz wird unter dem Gesichtspunkt der von ihr ausgehenden dominierenden Einflüsse auf die Weltwirtschaft theoretisch analysiert von Hans-Joachim Stadermann: Weltwirtschaft, Tübingen 1988, S. 81. Eine empirische Analyse des Einflusses der Währungskonkurrenz auf die Bundesrepublik entwickelt Heinz-Peter Spahn: Bundesbank und Wirtschaftskrise. Studien zur Monetären Ökonomie, Hrsg. H. Riese, H.-P. Spahn, Regensburg 1988.

Kapitalverkehrskontrollen bildeten Hindernisse und verursachten Kosten für den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr. Sie übernahmen so einen Teil der außenwirtschaftlichen Absicherung. Bei freiem Kapitalverkehr wird es unter Umständen schwieriger, einem Druck auf die Wechselkurse zu begegnen. Das dafür im EWS verfügbare Instrumentarium ist im Zusammenhang mit der Liberalisierung angepaßt und ausgebaut worden.

Finanzierung von Devisenmarktinterventionen

So wurde die Finanzierung von Interventionen am Devisenmarkt erleichtert: Die Zentralbanken der EWS-Länder haben sich bereits 1985 darauf geeinigt, die Verwendung der ECU als Zahlungsmittel unter den Zentralbanken zu erleichtern. Seit 1987 wurde die Grenze für die Pflicht zur Annahme von ECU zum Ausgleich von Salden in der sehr kurzfristigen Finanzierung auf de facto 100% erhöht. Zusätzlich wurde eingeführt, daß die sehr kurzfristige Finanzierung auch für intramarginale Interventionen beansprucht werden kann⁸.

Interventionen können den Devisenmarkt jedoch nur auf kurze Sicht stabilisieren und sind nur beschränkt einsetzbar, und zwar vor allem, weil das Land mit der schwachen Währung nur über begrenzte Währungsreserven und eine begrenzte Kreditfähigkeit verfügt. Auf der anderen Seite ist das Land mit der starken Währung nur begrenzt dazu fähig, Interventionen zu sterilisieren. Aufgrund des zu erwartenden Anstiegs von spekulativen Kapitalströmen bei antizipierten Realignments werden die Interventionen am Devisenmarkt schneller an ihre Grenzen stoßen.

Bei außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten kann die erforderliche reale Anpassung durch Kredite zeitlich gestreckt und so wirtschaftlich und sozial verträglicher gestaltet werden. Auf der Tagung des Europäischen Rates im Juni 1988 wurde deshalb ergänzend zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs beschlossen, den Kreditbeistand unter den Mitgliedern des EWS zu erweitern und zu verbessern.

Auch im Zusammenhang mit der Liberalisierung des Kapitalmarktes bleibt der Kreditbeistand ein ambivalentes währungspolitisches Instrument. Zum einen demonstriert er, daß für eine eventuell notwendige längere Phase außenwirtschaftlicher Anpassung Überbrückungshilfen bereitstehen. Spekulationen gegen EWS-Währungen sollen dadurch zusätzlich abgeschreckt werden. So gesehen fördern die Kredithilfen die wirtschaftliche Integration. Zum anderen bieten sie für das Land mit Zahlungsbilanzproblemen einen Zeitgewinn, der mit einem Nachlassen des außenwirtschaftlichen Handlungsdrucks verknüpft ist. Diese Entlastung

könnte dazu mißbraucht werden, notwendige, aber unpopuläre Anpassungsschritte zu lange hinauszuzögern.

Wirkungen auf die Geldpolitik

Auf Dauer kann die außenwirtschaftliche Anpassung nicht durch Interventionen hinausgeschoben werden. Andere Anpassungsreaktionen sind erforderlich. Als nächster Schritt bieten sich Änderungen der Geldpolitik an, die im Schwachwährungsland auf eine Restriktion hinauslaufen müssen und im Starkwährungsland auf eine Expansion, wenn sie das Gleichgewicht fördern sollen. Auch hier ist die entscheidende Frage, ob durch die Liberalisierung schnellere und stärkere geldpolitische Veränderungen induziert werden.

Um Anreize für wechselkursgefährdende Exporte von Kapital aus Schwachwährungsändern zu neutralisieren, müssen die Zinsen und die sonstigen monetären Bedingungen im Schwachwährungsland vermutlich häufiger restriktiv variiert werden als zuvor ohne liberalisierten Kapitalverkehr; und im Starkwährungsland sind größere Variationen der geldpolitischen Instrumente nötig, um Kapitalzuflüsse zu sterilisieren. Stärkere Veränderungen der Zinsen und der Geldpolitik erscheinen so als Substitut für Beschränkungen des Devisen- und Kapitalverkehrs.

Damit wird die Dominanz der Bundesbank in der europäischen Währungspolitik noch direkter spürbar, weil Abweichungen von der geldpolitischen Linie des Starkwährungslandes noch leichter von Kapitalströmen konterkariert werden können. Die Kritik aus den Partnerländern entzündet sich an der asymmetrischen Funktionsweise des EWS, die allein den Schwachwährungsändern die Anpassungslast aufbürde. Diese Asymmetrie ist jedoch für eine Stabilitätsgemeinschaft unerlässlich, die das EWS nach dem gemeinsamen Verständnis seiner Mitglieder bilden soll. Mehr Symmetrie würde jedoch eine schwächere Ausrichtung auf Stabilität und zuweilen eine Asymmetrie zu Lasten der Länder mit größerer Preisstabilität bedeuten⁹.

Latente politische Instabilität

Weil die Partnerländer den dominanten Einfluß der D-Mark kennen und nicht immer schätzen, wünschen sie eine dem Integrationsgrad der Märkte entsprechende geld- und währungspolitische Koordination und

⁸ Zur Diskussion dieser – und anderer – Veränderungen der Regeln vgl. Peter Bofinger: *New Rules for the European Monetary System?*, in: *Geld und Wahrung*, Jg. 4, H. 1/2, Mai 1988, S. 7.

⁹ Vgl. Norbert Kloten: *Wege zu einem Europäischen Zentralbankensystem*, in: *Europa-Archiv*, Jg. 43, F. 11, 10. Juni 1988, S. 286 f.

Mitbestimmung. Darin manifestiert sich eine latente politische Instabilität im EWS, die aus der gesamtwirtschaftlichen Datenkonstellation gespeist wird. Einerseits wurde im EWS ein hohes Maß an Preis- und Wechselkursstabilität erreicht, verbunden mit realem Wachstum. Andererseits stieg die Arbeitslosigkeit bis 1984 und verharrte seither auf unverändert hohem Niveau. Preisstabilität genießt deshalb nicht mehr den wirtschaftspolitischen Vorrang wie in den Anfangsjahren des EWS. Dementsprechend nimmt das Interesse der EWS-Partner ab, an der stabilitätspolitischen Glaubwürdigkeit der Bundesbank teilzuhaben und das EWS als Anti-Inflationswaffe einzusetzen. Ein zunehmendes Interesse gilt hingegen der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit. Dies verstärkt den Wunsch, auch die geldpolitischen Möglichkeiten zur Förderung von Wachstum und Beschäftigung zu testen. Die politischen Auseinandersetzungen darüber könnten also weiter zunehmen – zum Teil als paradoxe Konsequenz der Erfolge des EWS und zum Teil als Folge der Kapitalmarktliberalisierung.

Im Laufe der bisherigen Geschichte des EWS hat sich die Anpassung der Leitkurse mehr und mehr zur ultima ratio entwickelt und von einer eher routinemäßigen Aktion entfernt. Aufgrund der wachsenden wirtschaftlichen Verflechtung in der EG sind Leitkursanpassungen schwerer zu verkraften und durchzusetzen. In erster Linie bildet der sogenannte Gemeinsame Agrarmarkt eine Hemmschwelle für häufigere Leitkursanpassungen. Die gegenwärtig (im Februar 1989) gültigen Leitkurse haben immerhin seit mehr als zwei Jahren Bestand. Diese Dauer und die zeitweise erheblichen Anstrengungen zur Verteidigung der Wechselkurse signalisieren ein großes gemeinsames Interesse an der Aufrechterhaltung stabiler Wechselkurse, das sich eher verstärken wird. Häufigere Leitkursanpassungen hätten zwar zum einen den Vorteil, die Wechselkurse enger an die Entwicklung der fundamentalen Daten heranzuführen zu können, also wechselkursbedingte Verzerrungen zu vermeiden. Zum anderen hätten sie aber den Nachteil, den damit verbundenen Konformitätsdruck zu verringern. Die Schaffung eines europäischen Binnenmarktes bedeutet eine neue Qualität engerer wirtschaftlicher Zusammenarbeit, eine höhere Stufe wirtschaftlicher Integration, die eine engere Kooperation auf geld- und währungspolitischem Gebiet erfordert, was für mehr wirtschaftliche Anpassung und gegen schnellere Leitkursanpassungen spricht.

Wohlfahrtseffekte der Liberalisierung

Positive Wohlfahrtseffekte werden von der Liberalisierung des Kapitalverkehrs erwartet, weil Finanz- und

Realkapital ungehindert dorthin fließen können, wo die Renditen am höchsten sind. Innerhalb der Gemeinschaft wird eine – in diesem Sinne – optimale Verwendung des Kapitals gefördert. Aus der Sicht der einzelnen Mitgliedsländer kann die Verlagerung der Kapitalbildung aber auch negative Folgen haben. Durch ihre Brille gesehen, bedeutet dies unter Umständen eine Verlagerung von Investitionen und damit von Produktions- und Einkommenschancen in andere Länder. Die Situation nach der Liberalisierung wird aus nationaler Sicht nur dann vorteilhaft sein, wenn erstens der Zinsertrag, der dem kapitalexportierenden Land zufließt, größer ist als der Einkommensverlust aus entgangenem Produktionswachstum; und zweitens der Einkommenszuwachs im kapitalimportierenden Land die Ertragszahlungen an das Ausland übersteigt. Dieser Prozeß gleicht die marginalen Ertragsraten des Kapitals der EG-Länder einander an.

Sofern der bei Kapitalverkehrsbeschränkungen herrschende Wechselkurs zu einem Ausgleich der Leistungsbilanz (und folglich der Kapitalbilanz) geführt hatte und die Liberalisierung Nettokapitalexporte aus Land A (mit einer niedrigeren marginalen Kapitalrendite) in Land B induziert, dann resultiert daraus eine Aufwertung für die B-Währung, die wiederum einen Leistungsbilanzüberschuß des Landes A erzeugt. Das außenwirtschaftliche Gleichgewicht verlagert sich von einem Zustand mit unterdrücktem Kapitalverkehr und ausgeglichener Leistungsbilanz in einen Zustand mit einem von Null verschiedenen Leistungsbilanzsaldo, der von einem Saldo in der Kapitalbilanz ausgeglichen wird.

Aus der Sicht des kapitalexportierenden Landes resultiert aus der Liberalisierung ein Leistungsbilanzüberschuß, der expansiv wirkt. Das heißt, auch im kapitalexportierenden Land wird das Wachstum der Produktion und des Einkommens angeregt. In dieser Analyse kann die Frage nicht – wie in komparativer Statik – eindeutig beantwortet werden, ob per saldo die Einkommensexpansion im kapitalimportierenden oder im kapitalexportierenden Land größer sein wird. Der Unterschied zur komparativ-statischen Analyse besteht darin, daß diese nur die Umverteilung eines vorhandenen Kapitalbestandes betrachtet, die daraus resultierenden unterschiedlichen Wachstumsimpulse aber nicht beachtet.

Regierungen unter Anpassungsdruck

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs – vor allem des kurzfristigen – engt den Spielraum für die EG-Länder weiter ein, sich von den anderen Mitgliedern der Gemeinschaft hinsichtlich gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen und wirtschaftspolitischer Strategien sowie insti-

tutioneller Regelungen zu entfernen. Die Reagibilität der grenzüberschreitenden Kapitalströme nimmt aufgrund der Liberalisierung zu. Bislang erleichterten es die Kapitalverkehrskontrollen, feste Wechselkurse bei Inflationsratendifferenzen, das heißt bei unterschiedlichen Erfolgen der Stabilitätspolitik, aufrechtzuerhalten. Diese Unterschiede lassen sich nicht allein auf den stabilitätspolitischen Willen oder Unwillen der europäischen Regierungen oder Notenbanken zurückführen. Hinter diesen Unterschieden stehen auch strukturelle Differenzen der Lohn- und Preisbildung und der Marktreaktionen in den einzelnen Ländern. Mit der Liberalisierung werden gleichermaßen die vorhandenen Strukturen wie die Regierungen einem Anpassungsdruck ausgesetzt.

Schritte zu einem einheitlichen Binnenmarkt ohne vorherige Harmonisierung aller Details schaffen ein dynamisches Ungleichgewicht, das von sich aus auf Integrationsfortschritte hinwirkt. Die Liberalisierungsschritte wirken sowohl direkt auf die Regierungen ein, weil sich die Prozesse, die unter ihrer direkten Kontrolle stehen, ändern, als auch auf die Marktstrukturen, weil die nationalen Märkte noch enger zusammenrücken. In einer Scherenbewegung wirken die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Freizügigkeit für Dienstleistungen – auch für Finanzdienstleistungen – gemeinsam in Richtung auf eine Angleichung der Strukturen. Sie erzeugen Wettbewerb und damit Handlungsdruck, auf die vorteilhaften Institutionen, Regelungen und Strukturen anderer europäischer Partnerländer zu reagieren und diese unter Umständen sogar zu übernehmen. Die Initiative für Veränderungen geht vom Markt aus. Es bedarf nicht mehr genuiner politischer Initiativen und aus-

gehandelter Kompromisse, um Veränderungen zu bewirken. Bleiben nämlich die erforderlichen Reaktionen der europäischen Regierungen aus, dann werden ineffiziente Strukturen durch Marktprozesse zurückgedrängt und die wettbewerbsfähigeren Lösungen setzen sich durch.

Einschränkung der nationalen Autonomie

Die nationale Autonomie der EG-Länder wird durch die Liberalisierung des Devisen- und Kapitalverkehrs weiter eingeschränkt. Die mit der Liberalisierung verbundenen Vorteile liegen in erster Linie im größeren Markt und in zweiter Linie im größeren internationalen Gewicht der EG. Ihr stehen Einflußmöglichkeiten offen, über die die einzelnen nationalen Regierungen nicht verfügen. Die Unterschiede in der wirtschaftlichen und politischen Macht zwischen der EG und ihren Partnern in der Welt sind bedeutend geringer als die zwischen einzelnen EG-Mitgliedern und ihren Partnern. Zum Beispiel ist die außenwirtschaftliche Verflechtung der EG mit Drittländern auf der Export- und der Importseite mit jeweils rund 10 % ähnlich gering wie die der USA und geringer als die Japans. Deshalb verwundert es nicht, daß neben den innereuropäischen Vorteilen auch die globalstrategischen genannt werden, wenn um eine weitergehende Integration gerungen wird¹⁰.

Wenn Marktprozesse – als Folge des europäischen Binnenmarktes – nationale Alleingänge unmöglich machen, wenn also die Wirtschaft den politischen Institutionen vorausseilt und einerseits die Steuerungskapazität der nationalen Regierungen weiter eingeschränkt wird, andererseits aber der Steuerungsbedarf unvermindert bestehen bleibt, dann wird es Zeit, die europäischen Institutionen der wirtschaftlichen Entwicklung anzupassen. Die aktuelle Situation bietet dafür Chancen, weil sie politischen Handlungsdruck erzeugt – wie er z. B. in der intensiven Diskussion über die Europäische Zentralbank sublimiert wird –, aber sie enthält auch das Risiko¹¹, bei unzureichend abgestimmten Politiken Spannungen zu erzeugen, die das Erreichte gefährden.

¹⁰ Derartige globalstrategischen Überlegungen widmen sich David P. Callero et al.: The Dollar and the Defense of the West, in: Foreign Affairs, Vol. 66, Nr. 4, 1988, S. 846 ff.

¹¹ Der Bericht von Padoa-Schioppa beleuchtet diese Risiken. Padoa-Schioppa-Bericht: Effizienz, Stabilität und Verteilungsgerechtigkeit, Wiesbaden 1987.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: N. N., Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmah) **Geschäftsführend:** Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION: Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Rainer Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Dipl.-Vw. Ira Lanz, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 3562306/307

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages Weltarchiv GmbH ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf eine andere Art zu vervielfältigen. Für unverlangt eingereichte Manuskripte und Besprechungsexemplare wird keine Haftung übernommen. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen. Die Redaktion behält sich bei zur Veröffentlichung vorgesehenen Aufsätzen eine Bearbeitung vor. Das Copyright liegt beim Verlag Weltarchiv GmbH.

VERLAG UND VERTRIEB: Verlag Weltarchiv GmbH, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 3562500

Bezugspreise: Einzelheft: DM 8,50, Jahresabonnement DM 96,- (Studenten: DM 48,-) zuzüglich Porto

Anzeigenpreislste: Nr. 13 vom 1. 1. 1983

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: Wünsch-Druck GmbH, 8430 Neumarkt/Opf.