

Matthes, Heinrich

Article — Digitized Version

Aufweichung des EG-Stabilitätsstandards?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Matthes, Heinrich (1990) : Aufweichung des EG-Stabilitätsstandards?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 70, Iss. 8, pp. 411-413

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/136667>

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.

Heinrich Matthes

Aufweichung des EG-Stabilitätsstandards?

Die D-Mark, früher unbestritten Leitwährung im EWS, hat in jüngster Zeit deutlich an Einfluß verloren. Was sind die Ursachen dieser Entwicklung? Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die künftige europäische Geldpolitik?

Inzwischen besteht weitgehende Übereinstimmung: Das EWS funktionierte in der Vergangenheit asymmetrisch. Im „Zentrum“¹ verfolgte das unter gemeinsamer Währung organisierte, größte raumwirtschaftliche Potential „Deutschland“ seine strikt an Preisstabilität orientierten Geldmengenziele. Soweit sich die anderen EWS-Mitgliedsländer dem Stabilitätskurs des „Zentrums“ nicht anpaßten, mußten sie sich mit Kapitalverkehrskontrollen und regelmäßigen Abwertungen einen entsprechenden Manövrierspielraum für eine unabhängige Geldpolitik gegenüber der „zentralen Währung“ schaffen. Kapitalverkehrskontrollen und regelmäßige Paritätsänderungen gegenüber der Leitwährung waren damit paradoxerweise nicht nur eine Grundbedingung für eine unabhängige Geldpolitik in der „Peripherie“, sie waren auch eine Voraussetzung für eine unabhängige Geldpolitik im „Zentrum“. Bei liberalisiertem Kapitalverkehr im EWS und ohne die Bereitschaft zu Paritätsänderungen verliert damit das Leitwährungsland Deutschland erheblich an Einfluß über seinen effektiven Wechselkurs.

Die Leitwährungsposition der DM war also nicht eindeutig. Unbestritten konnte die Bundesbank im EWS nur so lange führen, wie die DM gegenüber den anderen Währungen des Systems einen klaren und dauerhaften Stabilitätsvorsprung aufwies, der sich bei den anderen Währungen als Risikoprämie widerspiegelte. Solange eine solche Risikoprämie bestand, mußten die anderen Länder im EWS den deutschen Leitzinsänderungen unmittelbar folgen. Wie EG-Vizepräsident Christophersen es einmal sehr plastisch ausdrückte, dauerte unter diesen Umständen die geldpolitische Souveränität der anderen EWS-Länder nach Leitzinsänderungen der Bundesbank in etwa 5 Minuten.

Dr. Heinrich Matthes, 56, ist Stellvertretender Generalsekretär für Wirtschaft und Finanzen bei der EG-Kommission. Der Autor vertritt in diesem Artikel seine persönliche Meinung.

Die Abschaffung der Kapitalverkehrskontrollen und der wachsende Widerstand der anderen EWS-Länder gegen Leitkursänderungen (beides vermindert die Fähigkeit der Bundesbank, ihre Geldpolitik nur an heimischen Zielen auszurichten) sowie die den deutschen Stabilitätsvorsprung reduzierende größere Preiskonvergenz im EWS machen also eines deutlich: Die Leitwährungslösung des EWS muß unter den veränderten Umständen durch eine institutionelle Lösung ersetzt werden. Eine natürliche Hegemonie der DM gibt es in Europa nicht. Dazu ist das raumwirtschaftliche Potential der Bundesrepublik zu begrenzt. Damit das EWS reibungslos funktioniert, braucht es jedoch einen unbestrittenen Führer. Bei abbröckelnder Führungsposition des Leitwährungslandes wird das EWS instabil.

In den frühen 80er Jahren waren „Zentrum“ und „Peripherie“ im EWS durch einen Grundinteressenpakt² verbunden. In der „Peripherie“ erleichterte die durch das EWS ständig vorgegebene reale Aufwertung die Stabilisierung. In der BRD führte die spiegelbildliche reale Abwertung der DM dazu, daß die deutschen Nettoexporte zunahmen, was die direkten deflationären Nebeneffekte des notwendigen Prozesses der Budgetkonsolidierung begrenzte, und die DM sich gegenüber dem

¹ Die hier und im folgenden gebrauchten Termini „Zentrum“ und „Peripherie“ entsprechen dem Gebrauch der monetären Integrationsliteratur. Gemeint sind mit „Peripherie“ die (n-1) anderen Mitgliedsländer des EWS. Der hierarchische Aufbau des EWS und die spezifische Eignung der Bundesrepublik zur Übernahme der Rolle des n-ten Landes wurden bereits 1987 vom Verfasser klar herausgearbeitet: Vgl. Heinrich Matthes: Koordinierung der Wirtschaftspolitik innerhalb der EG, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 67. Jg. (1987), H. 5, S. 247 ff.; sowie ders.: Die deutsche Geldpolitik und das EWS, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 67. Jg. (1987), H. 10, S. 506 ff. 1988 wurde derselbe Gedanke von Giavazzi und Giovannini herausgestellt. Vgl. hierzu insbesondere G. Giavazzi, A. Giovannini: Can the European Monetary System be copied outside Europe?, NBER Working Papers Nr. 2786 (1988). Seitdem hat es sich eingebürgert, diese beiden Autoren als Kronzeugen für den hierarchischen Aufbau des EWS zu benennen.

² Siehe in diesem Zusammenhang auch Heinrich Matthes: Die Entwicklung des EWS mit Blick auf 1992 – Thesen zum gegenwärtigen Stand der Debatte um das EWS, in: Dieter Duwendag (Hrsg.): Europa-Banking, Baden-Baden 1988, S. 85-109.

Dollar festigte, womit der realwirtschaftliche Zugriff der amerikanischen „benign-neglect-policy“ begrenzt wurde.

Dieser „Grundinteressenpakt“ (Aufwertung in der „Peripherie“ gegen Exportstimulus im „Zentrum“) scheint jedoch nicht länger zu funktionieren: Fast alle Länder Europas, einschließlich Deutschlands, kämpfen seit einiger Zeit mit den Problemen einer aktuellen oder prospektiven Überhitzung. In Anbetracht dieser veränderten Umstände sowie bei der größeren Kapitalmobilität und den festeren Wechselkursen wird das Leitwährungsmodell für die europäische Geldpolitik zunehmend weniger leistungsfähig. Zudem schafft die seit 1. Juli 1990 bestehende, mehr oder weniger vollständige Liberalisierung der europäischen Geld- und Kapitalmärkte eine völlig neue Lage: Sie führt zu einer effektiven Arbitrage der Realzinssätze.

Unter diesen veränderten Umständen bezahlt damit nun jedes Land für den von den Märkten wahrgenommenen Insolititätsgrad seiner Geldpolitik mit einem entsprechenden Zinsaufschlag. Da die Währungspolitik im EWS zur Zeit eine eher noch zunehmende Wechselkursstabilität anstrebt, läßt jede Inkonsistenz oder auch nur jeder Konflikt zwischen Markterwartung und Wirtschaftspolitik diese Zinsaufschläge für potentielle Schuldner durchaus relevant werden. Jeder Versuch, unabhängige nationale Geldpolitiken zu verfolgen, wird unter diesen Bedingungen sehr kostspielig.

Die Grundzüge des gegenwärtigen europäischen Leitwährungsmodelles müssen also auf ein europäisches Modell übertragen werden, das zumindest den gleichen Stabilitätsgrad aufweisen sollte. An die Stelle des „Grundinteressenpaktes“ muß dabei nunmehr die freiwillige Koordinierung der Geldpolitik treten. Diese Erkenntnis wurde bereits im Delors-Bericht³ und danach im sogenannten Christophersen-Bericht⁴ klar ausgesprochen. Beide Dokumente gehen davon aus, daß der Übergang zur europäischen Einheitswährung im Rahmen eines Drei-Phasen-Schemas erfolgen sollte. Das sogenannte institutionelle Stadium soll dabei am Ende der ersten Phase beginnen, und zwar mit der Gründung eines europäischen Zentralbanksystems (Eurofed). Natürlich wäre das nur möglich, wenn der EG-Vertrag geändert würde; zu diesem Zweck soll im Dezember 1990 eine Regierungskonferenz ihre Beratungen aufnehmen. Das zweite Stadium ist als Durchgang zur End-

phase der Wirtschafts- und Währungsunion gedacht; in ihm sollen praktische Erfahrungen mit einer gemeinschaftlichen Geldpolitik gewonnen werden. In diesem Stadium würden auf der Basis von Mehrheitsentscheidungen der „Eurofed“ – allerdings noch nicht bindende – Leitlinien für die Geldpolitik verabschiedet. Damit wären zwar noch Realignments als Anpassungsmaßnahmen möglich, doch würden sie immer seltener. In dieser Phase würde also immer mehr die Brücke von unabhängigen, nationalen Geldpolitiken zu einer gemeinschaftlichen Geldpolitik geschlagen. Hierzu bedürfte es insbesondere der Entwicklung globaler, geldpolitischer Leitlinien. Auch käme es in diesem Stadium bereits zu einem gemeinsam bestimmten Einsatz der Währungsreserven. Schließlich sollten der Eurofed auch bereits gewisse Regulierungsfunktionen gegenüber den Banken übertragen werden.

Folgen des freien Kapitalverkehrs

Freier Kapitalverkehr führt zu einem immer effizienteren Einsatz des knappen Produktionsfaktors Kapital und damit auch zu einem freieren Austausch von Gütern und Diensten. Gab es vorher noch eine relativ starke Korrelation zwischen der Leistungsbilanzverfassung eines Landes und den Wechselkursenerwartungen, was wiederum die Attraktion der nominalen Zinsdifferenziale herabsetzte, so hat sich diese Verbindung inzwischen wesentlich gelockert. Länder mit mehr oder weniger überhitzter Volkswirtschaft, mit hohen außenwirtschaftlichen Defiziten und hohen Nominalzinsen, wie beispielsweise Italien, Spanien und Portugal, sehen sich daher neuerdings eher mit überbewerteten Währungen konfrontiert, während im „Zentrum“ die deutsche Mark (bei absolutem Rekordüberschuß) im EWS eher zur Schwäche tendiert und in der Vergangenheit über lange Perioden sogar real abwertete.

Gegenwärtig besteht ein großes Vertrauen in die Wechselkursstabilität im EWS. Im Lichte der traditionellen, fundamentalen Bestimmungsfaktoren der Wechselkurse erscheint dies Vertrauen sogar eher übertrieben, womit sich der Restriktionsgrad der Geldpolitik im EWS paradoxerweise zunehmend aufweicht. Bei übermäßig stabilisierten Wechselkursenerwartungen kommt es in den Hochzinsländern zu wachsenden (perversen) Kapitalzuflüssen, die in diesen Ländern auf die Dauer eine Zinssenkungspolitik erforderlich machen. Der früher heftig beklagte „restriktive Bias“ des EWS gehört damit wohl bis auf weiteres der Vergangenheit an. Dies erschwert allerdings die Stabilisierungspolitik in den früheren „Weichwährungsländern“. Letztlich ist dies eine unerwünschte Konsequenz der Kapitalmarktliberalisierung und der damit politisch ausgelösten, größeren

³ Committee for Studies of Economic and Monetary Union: Report on Economic and Monetary Union in the European Community, Luxemburg 1989.

⁴ Economic and Monetary Union, Mitteilung an den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister, 17. Mai 1990, SEC(90)963.

Wechselkursstabilität; sie verzögert den Prozeß der Stabilitätskonvergenz. Im Zeichen solcher Bedingungen sieht sich das Leitwährungsland zunehmend gezwungen, einen unzureichend restriktiven „policy mix“ in den früheren Weichwährungsändern zu akkommodieren. Gelingt es nicht, die Wirtschaftspolitik im EWS besser zu koordinieren, so muß die Glaubwürdigkeit des EWS auf Dauer Schaden nehmen.

Neben der Kapitalmarktliberalisierung beeinträchtigt auch die Vereinigung Deutschlands – zumindest zeitweilig – die Ankerfunktion der DM. Bei der in der Vergangenheit vorherrschenden asymmetrischen Grundverfassung des EWS diktierten bisher Deutschlands Binnenanfordernisse die Grundlinie der europäischen Geldpolitik. Im ersten Halbjahr 1990, unmittelbar nach Ankündigung der deutschen Wirtschafts- und Währungsunion, hat sich das geändert: Die Zinsdifferenziale zwischen der BRD und den meisten ihrer EWS-Partner sind erheblich geschrumpft. Nicht zuletzt war dies auch die Folge der Zinsabstufungsrunde im EWS; sie machte eines ganz deutlich: Europas Abhängigkeit von der durch die Bundesbank vorgegebenen Grundlinie hatte sich erheblich gelockert. Ob dies auch in Zukunft so bleiben wird, ist abzuwarten.

Die bisher von der DM eingenommene Leitwährungsfunktion basierte nicht zuletzt auch auf den dynamischen Effekten des ständigen Stabilitätsvorsprungs der BRD gegenüber ihren EWS-Partnern. Mit wachsender Konvergenz und zunehmender Symmetrie verliert die deutsche Leitwährungsrolle jedoch mehr und mehr an Wirksamkeit. Immer bereitwilliger unterwerfen sich die EWS-Mitgliedsländer dem Zwang fester Wechselkurse, und die Kapitalmärkte belohnen dies mit einem zunehmenden Abbau der Risikoprämien. Bei finanziellen Investitionsentscheidungen werden damit Unterschiede in den Nominalzinsen immer wichtiger. All dies reduziert den Stabilitätsvorsprung und damit die Leitwährungsfunktion der DM weiter. Zudem kann der Stabilitätsvorsprung der DM nicht mehr durch periodische Aufwertungen der „Leitwährung“ konsolidiert werden. Führer und bisher Geführte führen sich inzwischen gleichsam wechselseitig. Eine bessere Koordinierung der Geldpolitiken wird somit unerlässlich. Sie soll nunmehr auf verbesserter Basis im ersten Stadium der Wirtschafts- und Währungsunion stattfinden.

Dabei werden die nationalen geldpolitischen Strukturen (nationale Währungen, nationale Zentralbanken) zur Basis für eine koordinierende europäische Superstruktur, wie sie nunmehr mit dem Baseler Komitee der Zentralbankpräsidenten ins Leben gerufen wurde. Im zweiten Stadium, also nach Abschluß der Regierungs-

konferenz, soll dieser Organismus zum Nukleus der europäischen Zentralbank ausgebaut werden.

Im dritten Stadium soll dann der Übergang zur europäischen Einheitswährung und zur europäischen Zentralbank stattfinden. Die Vision dieser Institution findet sich ebenfalls in den beiden zitierten Berichten. Hier kann es sich nur um eine dezentrale, föderale, streng nach dem Subsidiaritätsprinzip konzipierte Institution handeln, die also soweit wie möglich geldpolitische Macht auf nationaler Ebene belassen soll. Auf keinen Fall darf diese Institution in Zukunft noch irgendeine Rolle in der nationalen Budgetfinanzierung spielen. Auch die Dimension der äußeren Geldpolitik müßte voll an die europäische Zentralbank übertragen werden: Das heißt Poolen der nationalen Währungsreserven. Für diese Institution soll die Bundesbank das Muster abgeben. Das bedeutet einen analogen Unabhängigkeitsgrad und die Preisstabilität als übergeordnetes Ziel.

Die gegenwärtige Diskussion in der europäischen Geldpolitik ist also eine Debatte um ihre künftige Koordination: Sie muß den Leitwährungsstandard ersetzen, denn im Zeichen wachsender Symmetrie führt er nicht mehr zu befriedigenden Resultaten. Feste Wechselkurse lassen sich nur aufrechterhalten, wenn die wachsende Symmetrie im EWS mit substantiellen Koordinierungsanstrengungen einhergeht. Sollen nationale Geldmengenpolitiken und feste Wechselkurse miteinander konsistent bleiben, so wird es nicht ohne kohärente, quantitative monetäre Ziele sowie ohne eine kontinuierliche Überwachung der nationalen Geldpolitik abgehen. Die freiwillige monetäre Koordination ist also dringender denn je. Die schon seit einiger Zeit sinkenden europäischen Zinsen machen jedenfalls eines deutlich: Gegenwärtig bestimmen die heimischen Erfordernisse der deutschen Geldpolitik nicht mehr einen stringenten geldpolitischen Grundkurs im EWS. Ohne eine kompensatorische, partielle Übernahme der Leitwährungsfunktion durch andere große EWS-Währungen (z.B. durch den FF) führt der augenblicklich vorhandene Freiheitsgrad im System angesichts der sich nivellierenden realen Zinsdifferenziale zu einer Aufweichung des europäischen Stabilitätsstandards.

Freilich ist der gegenwärtige Wandel im EWS vielleicht nicht von Dauer! Die europäische Geldpolitik steht damit gegenwärtig vor ihrer größten Herausforderung. Mißlingt die freiwillige Koordinierung, so wird die zur Zeit überwundene Asymmetrie des Systems – möglicherweise nach einer Periode der schmerzlichen inflatorischen Anpassung – wieder aufleben. Angesichts der grundlegend veränderten Kapitalmobilität wäre dies für das EWS aber keine optimale Lösung mehr.