

Braasch, Bernd; Roth, Gisela

**Article — Digitized Version**

## Konvergenz oder Divergenz im EWS?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Braasch, Bernd; Roth, Gisela (1991) : Konvergenz oder Divergenz im EWS?,  
Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 71, Iss. 1, pp. 47-52

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136719>

**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.*

Bernd Braasch, Gisela Roth

## Konvergenz oder Divergenz im EWS?

*Eine endgültige Fixierung der Wechselkursrelationen im EWS ist nach übereinstimmender Auffassung nur dann sinnvoll, wenn die Wirtschaftsentwicklung aller Mitgliedsländer einheitlich verläuft sowie die Kosten- und Preisentwicklung auf einem niedrigen Niveau stabilisiert wird. Ist angesichts der konjunkturellen Abschwächung insbesondere in den Hochzinsländern im EWS diese Voraussetzung in Zukunft noch gegeben?*

In Europa wird die Wirtschafts- und Währungsunion mit Eile vorangetrieben. Zur Vorbereitung der Mitte Dezember 1990 einberufenen Regierungskonferenz hat der Ausschuß der EG-Notenbankgouverneure einen Vorschlag für ein Statut der Europäischen Zentralbank unterbreitet. Ungeachtet einiger Dissonanzen im Detail hat das hohe Maß an Übereinstimmung zwischen den beteiligten Notenbankpräsidenten hinsichtlich der Zielprioritäten und des Status der künftigen Europäischen Zentralbank Aufmerksamkeit erregt. In der Tat ist es sehr bedeutsam, daß sich die beteiligten Länder möglichst frühzeitig auf das integrationspolitische Ziel einigen; zur Euphorie besteht jedoch kein Anlaß, da der Entwurf sich ausschließlich auf die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion bezieht, in der die Europäische Zentralbank ihre Funktion aufnehmen soll.

Bekanntlich ist es leichter, einen Konsens bei solchen Problemfragen zu erzielen, deren Realisierung in einer unbestimmten Zukunft liegt. Das erklärt, warum die beteiligten Länder einerseits schnell bereit sind, in der Endstufe für die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank einzutreten, während dieselben Länder mit vergleichsweise abhängigen nationalen Notenbanken gegenwärtig keine Neigung erkennen lassen, der Forderung des Delors-Reports nach mehr gesetzlicher Unabhängigkeit der nationalen Notenbanken bereits in der laufenden ersten Stufe nachzukommen. Die Filigranarbeit an der Endstufe steht in auffälligem Kontrast zu der noch weitgehend vorhandenen Ratlosigkeit darüber, wie diese Endstufe unter realistischen Bedingungen je erreicht werden kann.

*Bernd Braasch, 36, Dipl.-Volkswirt, und Dr. Gisela Roth sind Mitarbeiter der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Landeszentralbank in Niedersachsen. Der Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Meinung der Verfasser wieder.*

Die Probleme der Übergangsphase werden noch zunehmen, da die günstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die in den zurückliegenden Jahren dem monetären Integrationsprozeß in Europa wesentliche Impulse verliehen haben, künftig nicht mehr in gleicher Weise gegeben sein werden<sup>1</sup>. Der weltweite Konjunkturaufschwung, der sich gerade zum Ende der achtziger Jahre nach Europa verlagerte, sinkende Rohstoffpreise und die Höherbewertung der europäischen Währungen gegenüber dem Dollar haben den Konvergenzprozeß gefördert und vorübergehend zu mehr Gemeinsamkeit in den stabilitätspolitischen Zielen der beteiligten Länder geführt. Dieses wirtschaftliche Umfeld erleichterte es auch den „Problemländern“ im EWS, einen stabilitätsorientierten Kurs gegenüber heimischen Interessengruppen durchzusetzen, da die volkswirtschaftlichen Kosten der Stabilitätspolitik geringer erschienen bzw. weniger fühlbar waren<sup>2</sup>. Der Stabilitätskonsens im EWS droht jedoch zu zerbrechen. Bei weltweiter Verlangsamung des Wirtschaftswachstums wird eine restriktive Geldpolitik, die durch hohe Zinsen und eine reale Aufwertung der Währungen ihrerseits nochmals dämpfend auf das Wachstum wirkt und zu einer defizitären Entwicklung der Leistungsbilanz beiträgt, gerade von den Problemländern des EWS nicht konsequent fortgeführt werden können.

Die Verlangsamung des weltwirtschaftlichen Wachstumstempos ging mit einer konjunkturellen Differenzierung einher. In Europa wurde 1990 diese konjunkturelle Differenzierung dadurch geprägt, daß die Bundesrepublik

<sup>1</sup> So auch O. Landmann: Fußangeln auf dem Weg ins EWS, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 1990, Nr. 93, S. 18.

<sup>2</sup> Spaventa bescheinigt insbesondere Italien und Spanien große Stabilitätsanstrengungen und kommt zu dem Ergebnis, daß das EWS in den vergangenen Monaten überdeterminiert war, weil sich mehr als ein Land wie das sogenannte n-te Land verhielt, das dem System als Stabilitätsanker dient. Vgl. L. Spaventa: The new EMS: Symmetry Without Coordination?, in: The European Monetary System in Transition, Centre for Economic Policy Research, Report of a Conference in Madrid on 11 and 12 May 1989, September 1989, S. 50.

die Wirkungen einer nachlassenden Auslandsnachfrage durch eine sehr starke Inlandsnachfrage überkompensieren konnte. Dieser aus der deutschen Einheit resultierende Wachstumsschub stellt eine Sonderentwicklung dar, die in den übrigen europäischen Ländern als Gegengewicht zur Konjunkturabschwächung fehlt. Während in der Bundesrepublik der Konjunkturmotor im Jahr 1990 mit einer Wachstumsrate des realen Brutto sozialprodukts von 4 bis 4,5% weiterhin auf Hochtouren läuft und die Prognosen für das Jahr 1991 auf ein ungebrochenes Wachstumstempo hindeuten, müssen die meisten EWS-Länder eine Wachstumsabschwächung verzeichnen oder steuern sogar auf eine Stagnation zu wie etwa Großbritannien und Belgien, für die im Jahr 1991 nur noch eine Wachstumsrate von 0,5% vorhergesagt wird<sup>3</sup>.

Ein Ende der konjunkturellen „Schönwetterperiode“ in Europa bedeutet aber, daß die volkswirtschaftlichen Kosten einer Stabilisierungspolitik gerade für die Schwachwährungsländer zunehmen und damit die Gefahr, daß aufgrund sozialer Spannungen die nationalen Zielvorstellungen Priorität vor den vereinten Stabilitätsbemühungen erhalten. Das von den Konjunkturdifferenzen gezeichnete Bild erhält zusätzliche Akzente durch die hohen Unterschiede im Niveau der Arbeitslosigkeit in den EWS-Ländern. Bedenklich ist es, daß gerade die Länder mit den größten stabilitätspolitischen Defiziten die höchsten Arbeitslosenquoten aufweisen. In einem Umfeld, das von einer sich abschwächenden Konjunktur gezeichnet ist, wird es für diese Länder bei einem hohen Niveau der Arbeitslosigkeit zunehmend schwieriger, ein für die Märkte glaubwürdiges Stabilisierungskonzept vorzulegen, das

sowohl den europäischen wie nationalen Zielen gerecht wird, und für dieses Konzept den sozialen Konsens im Lande herzustellen.

Die EG-Kommission hat bereits im Jahr 1989 festgestellt, daß hinsichtlich der wirtschaftlichen Konvergenz ihrer Mitgliedstaaten im Hinblick auf die Ziele der Preisniveaustabilität, des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts und der Begrenzung öffentlicher Defizite in jüngster Zeit keine Fortschritte mehr zu verzeichnen sind<sup>4</sup>.

Diese unzureichende Konvergenz (vgl. Tabelle)<sup>5</sup> kennzeichnet die unterschiedliche Ausgangssituation, in der die Länder von den weltwirtschaftlichen Veränderungen getroffen werden. Daher ist zu vermuten, daß sie mit ihrer Makropolitik unterschiedlich reagieren werden. Klärungsbedürftig ist, ob es dafür schon erste Anzeichen gibt.

In der Fiskalpolitik bestehen zwischen den am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden Ländern beträchtliche Konvergenzdefizite. Italien mit einem Defizit von über 10% des Bruttoinlandsprodukts (BIP), aber auch Belgien und die Niederlande mit Defiziten von mehr als 5% können den Anforderungen einer gesunden Haushaltspolitik nicht genügen. Eine Fortsetzung bzw. Intensivierung der Konsolidierungsbemühungen wäre notwendig, um den im Delors-Bericht fixierten Grundsatz paralleler Fortschritte bei der wirtschaftlichen und monetären Integration zu erfüllen und eine Überlastung der Geldpoli-

<sup>3</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Auf dem Wege zur wirtschaftlichen Einheit Deutschlands, Jahresgutachten 1990/91, November 1990, Tabelle 45.

<sup>4</sup> Vgl. Bulletin der Europäischen Gemeinschaften, 22. Jg. (1989), Nr. 6, Ziffer 2.1.2.

<sup>5</sup> Vgl. zu Konvergenzdefiziten auch Deutsche Bundesbank: Wechselkursentwicklung im Europäischen Währungssystem – Erfahrungen nach 10 Jahren –, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 41. Jg. (1989), Nr. 11, S. 37.

### Wirtschaftslage in den EWS-Ländern 1989

(in %)

Land	Wachstum des realen BIP/BSP	Arbeitslosenquote	Leistungsbilanzsaldo als Anteil am BIP/BSP	Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte als Anteil am BIP/BSP	Entwicklung der Verbraucherpreise	Wachstum der Geldmenge in weiter Abgrenzung	Nominale Zinsdifferenz zur Bundesrepublik am Kapitalmarkt
Bundesrepublik	4,0	5,5	4,4	0,2	3,1	4,5	–
Belgien <sup>1</sup>	4,2	9,3	2,4	– 6,5	3,1	7,2	1,6
Dänemark	1,1	9,3	– 1,3	– 0,4	5,0	4,2	3,2
Frankreich	3,7	9,5	– 0,4	– 1,4	3,3	5,7	2,1
Irland	4,0	15,5	1,8	– 2,8	4,0	6,5	1,9
Italien	3,2	12,1	– 1,3	– 10,2	6,0	9,7	4,6
Niederlande	4,3	7,4	3,1	– 5,1	1,1	8,8	0,2
Spanien	4,9	17,3	– 2,9	– 2,1	6,6	11,7	6,8
Höchster Wert	4,9	17,3	4,4	0,2	6,6	11,7	6,8
Tiefster Wert	1,1	5,5	– 2,9	– 10,2	1,1	4,2	0,2
nachrichtlich: Großbritannien	2,3	6,2	– 4,1	1,3	5,5	18,7	2,6

<sup>1</sup> Leistungsbilanzsaldo und Geldmengenentwicklung einschließlich Luxemburg.

Quellen: OECD: Economic Outlook; sowie IMF: International Financial Statistics.

tik zu vermeiden. Für die meisten Länder baut sich allerdings zur Zeit ein Konflikt zwischen dem Konsolidierungsziel und einer durch die Konjunkturabkühlung gebotenen eher expansiven Linie der Fiskalpolitik auf. In diesem Konflikt wird sich das Konsolidierungsziel, das in der Vergangenheit wie eine Klammer für die stabilitätspolitische Konvergenz der Fiskalpolitik der EWS-Länder gewirkt hat, im Gestrüpp heimischer Partikularinteressen verfangen.

Mit Ausnahme der Bundesrepublik, in der sich als Folge des Einigungsprozesses die stark expansive Fiskalpolitik fortsetzen wird, haben zwar alle EWS-Länder für 1991 einen auf Konsolidierung gerichteten Haushaltsentwurf vorgelegt; die Aussichten auf Erfolg sind allerdings bei den meisten Ländern recht gering<sup>6</sup>. Dies gilt insbesondere für die Niederlande, deren Anpassungserfordernisse auf dem Weg zur Lösung des Dauerproblems der öffentlichen Verschuldung trotz Fortschritten nach wie vor hoch bleiben, sowie für Italien, das wegen seiner ungebremst wachsenden öffentlichen Verschuldung dabei ist, zum fiskalpolitischen Sorgenkind unter den EWS-Ländern aufzusteigen. Der Stand der Staatsverschuldung in Italien wird 1990 die Größenordnung des BIP erreicht oder sogar übertroffen haben. Die jährlichen Zinszahlungen auf die Staatsschuld belaufen sich auf 10% des BIP; anders ausgedrückt: ein Viertel des laufenden Haushalts muß bereits für Zinsaufwendungen beiseite gelegt werden.

Während die Italiener auf dem europäischen Parkett zu den eifrigsten Verfechtern schneller Integrationschritte zählen und sich in den entsprechenden Gremien schnell zur Notwendigkeit der Haushaltsdisziplin bekennen, wird ihnen sogar in ihrem eigenen Land die Europafähigkeit gerade wegen der fehlenden Haushaltsdisziplin vielfach abgesprochen. Darüber hinaus mußten sie sich kürzlich vom Internationalen Währungsfonds (IWF) ein ernüchterndes Urteil gefallen lassen: Nach Auffassung des IWF ist Italien wegen eines zu hohen Haushaltsdefizits und einer überdurchschnittlichen Inflationsrate derzeit für eine weitgehende europäische Wirtschafts- und Währungsunion nicht ausreichend vorbereitet. Das Land laufe Gefahr, am 1. 1. 1994 entweder von der zweiten Stufe ausgeschlossen zu bleiben oder diese zu verzögern<sup>7</sup>.

### Proteste gegen Sparbeschlüsse

Für das Jahr 1991 hat die Regierung einen Haushalt verabschiedet, der insbesondere den europäischen Partnern ein Umdenken in der italienischen Fiskalpolitik signalisieren sollte, fand doch im Dezember die Regierungskonferenz zur Wirtschafts- und Währungsunion unter italienischem Vorsitz in Rom statt. Über Steuermehreinnah-

men und Einsparungsmaßnahmen soll das Defizit im Staatshaushalt auf rund 9,5% des BIP begrenzt werden. Die Budgetbeschlüsse sind von namhaften italienischen Wissenschaftlern vor allem deswegen kritisiert worden, weil die italienische Regierung durch eine überzogene Defizitprojektion das Konsolidierungspaket optisch vergrößert habe und viele der angesetzten Steuermehreinnahmen nur einmaliger Natur seien. Da vielfach mit vorgezogenen Parlamentswahlen im Frühjahr/Sommer 1991 gerechnet wird, kann die zur Schau gestellte Haushaltsdisziplin wenig Glaubwürdigkeit beanspruchen, zumal man Streiks und Protestaktionen gegen die angekündigten Einsparungsmaßnahmen erwartet.

Aber nicht nur in Italien, sondern auch in Frankreich, Spanien und Großbritannien nimmt der innenpolitische Druck gegen die Budgetbeschlüsse fühlbar zu. In Frankreich konnte der Budgetentwurf der Regierung für 1991 nur dank einer in der Verfassung verankerten Sonderregelung die parlamentarischen Hürden ohne notwendige Mehrheit passieren. Es ist bereits zu Protestaktionen gegen die Sparpolitik der französischen Regierung gekommen. Mitte November 1990 wurden deshalb Sonderkredite in Höhe von 4,5 Mrd. FF zugunsten demonstrierender französischer Schüler beschlossen. In Spanien ist der labile soziale Konsens zwischen Regierung und Gewerkschaften zerbrochen. Die konservative Partei in Großbritannien befindet sich trotz der Neuwahl des Premierministers ein Jahr vor der Wahl in einer so schlechten Verfassung, daß angesichts der sich vertiefenden Furcht vor einem „hard landing“ der britischen Wirtschaft mit Wahlschenken an die Bürger gerechnet werden muß.

In Zukunft wird man also sowohl in der Bundesrepublik als auch in den übrigen EWS-Ländern mit wieder steigenden Defiziten rechnen müssen. Damit ist die fiskalpolitische Linie der Länder zwar durchaus als konvergent, aber nicht als stabilitätskonform zu bezeichnen.

### Geldpolitik

Die sehr expansive Fiskalpolitik in der Bundesrepublik wirkt wie ein Konjunkturprogramm in einer ohnehin schon hoch ausgelasteten Wirtschaft mit steigenden Lohnstückkosten und Preisauftriebstendenzen. Die Deutsche Bundesbank wird deshalb 1991 keinen nennenswerten Spielraum haben, ihren restriktiven Kurs der Geldpolitik zu verlassen. Auch in Italien, Spanien, Frankreich und Großbritannien wird die Fiskalpolitik einen expansiveren Kurs ansteuern. Eine Entlastung der Geldpolitik durch die

<sup>6</sup> Vgl. hierzu auch W. Leibfritz, A. Herrmann: Unterschiedliche Budgetdisziplin – Gefahr für die Europäische Währungsunion?, in: ifo-schnelldienst, 43. Jg. (1990), H. 33, S. 16-20.

<sup>7</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22. 11. 1990.

Fiskalpolitik im EWS ist demnach nicht zu erwarten, im Gegenteil: In dem Maße, wie die Fiskalpolitik die lästigen Stabilisierungspflichten abschüttelt, wird man sie der Geldpolitik zusätzlich aufbürden. Der Druck auf die Notenbanken wird zunehmen, die geldpolitischen Zügel zu lockern, um über rückläufige Zinsen der konjunkturellen Abschwächung entgegenzuwirken, die staatliche Zinslast zu mildern und den Abbau der innenpolitischen Konflikte zu unterstützen. Da die Zentralbanken im EWS aufgrund unterschiedlicher Notenbankverfassungen diesem Druck nicht in gleicher Weise und in gleichem Maße widerstehen können, verschlechtern sich die Aussichten für eine erfolversprechende und harmonische Zusammenarbeit in der europäischen Geld- und Währungspolitik. Die aus der unterschiedlichen Konjunktorentwicklung in Europa und einer sprunghaften Vergrößerung der öffentlichen Defizite in der Bundesrepublik resultierenden Interessengegensätze werden sich deshalb insbesondere in der Geld- und Währungspolitik auswirken.

Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank hat im Europäischen Währungssystem als Stabilitätsanker gedient, und die deutsche Preissteigerungsrate wurde zum Stabilitätsziel des gesamten Systems. Dieser indirekte geldpolitische Koordinationsmechanismus im EWS<sup>8</sup> wird an Wirksamkeit einbüßen, wenn das „Zinskartell“ zwischen der Bundesbank und den übrigen EWS-Partnernotenbanken zerbricht. Erste Anzeichen für eine Lockerung der geldpolitischen Disziplin im EWS sind bereits deutlich erkennbar.

Mehrere EWS-Länder nutzten den aus der Schwächephase der D-Mark im EWS Mitte 1990 sich ergebenden Manövrierspielraum sofort für Zinssenkungen. Die Banque Nationale de Belgique und die Banque de France haben mit kleinen Zinssenkungsschritten getestet, inwieweit die Marktkräfte einen Abbau der positiven Zinsdifferenzen zur Bundesrepublik gestatten. Als die Bundesbank am 2. November 1990 ihren Lombardsatz auf 8,5% erhöhte, hatte die französische Notenbank wenige Tage zuvor ihren Interventionssatz zum drittenmal im Jahre 1990 gesenkt. Für Belgien mit seinem weit über das Volumen des BIP hinausgehenden Stand der Staatsverschuldung ist eine Rückführung des Zinsniveaus ebenso wichtig wie für Frankreich, das unter den Industrienationen das höchste Niveau der Realzinsen am Kapitalmarkt aufweist. Beide Länder begründeten die Zinssenkungen mit der starken und stabilen Position ihrer Währungen.

#### Unterschiedliche Außenwirtschaftssituation

Die unterschiedliche außenwirtschaftliche Position der EWS-Länder, die lange Zeit nur eine untergeordnete Rolle als Rahmenbedingung für die Geld- und Währungs-

politik spielte, rückt wieder mehr ins Zentrum der wirtschaftspolitischen Auseinandersetzung. Während in der Bundesrepublik die Höherbewertung der D-Mark den Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse fördert, sind Spanien, Italien und Frankreich mit wachsenden Leistungsbilanzdefiziten konfrontiert. Die Geldpolitik steht in diesen Ländern vor dem Dilemma, daß eine Politik der hohen Zinsen einerseits zur Bekämpfung der sich deutlich verstärkenden Preisauftriebenden (insbesondere Spanien, Italien) notwendig ist, daß andererseits überhöhte reale Wechselkurse mit einem erheblichen Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit einhergehen.

Der jahrelange Verzicht auf ein überfälliges Realignment im EWS hat zu einer realen Aufwertung der Währungen dieser Länder geführt, deren Folgen nun spürbar werden. Die Passivierungstendenz in der Leistungsbilanz wird dabei durch den Rückgang des Dollarkurses noch verschärft. Der Spielraum für weitere Zinssenkungen im EWS ist ohne Änderung der Paritäten sehr gering, da durch die zinspolitischen Entscheidungen der letzten Wochen die Zinsdifferenzen nochmals kleiner geworden sind. Es ist daher nicht verwunderlich, daß der französische Notenbankgouverneur Jaques de Larosière Ende 1990 der deutschen Regierung vorwarf, bei der hohen öffentlichen Verschuldung zur Finanzierung der deutschen Einheit nur die nationalen Belange zu berücksichtigen und die destabilisierenden Zinseffekte auf das EWS zu ignorieren<sup>9</sup>. Ebenso verständlich ist vor dem skizzierten Hintergrund der Wunsch des französischen Finanzministers Bérégovoy, im Rahmen der G7-Länder durch währungspolitische Koordination – insbesondere durch koordinierte Zinssenkungen – den Dollarkurs zu stabilisieren.

#### Nationale Interessengegensätze

Die Interessengegensätze verstärken sich jedoch nicht nur zwischen den Ländern, sondern auch innerhalb der einzelnen EWS-Länder wird die Diskussion über die binnenwirtschaftliche bzw. außenwirtschaftliche Orientierung der Geldpolitik intensiviert. In Spanien, wo die Banco de España Ende 1988 auf einen konsequenten Restriktionskurs einschwenkte, fordern Vertreter der spanischen Wirtschaft seit langem eine Zinssenkung, um einen Wechselkurs zu ermöglichen, der die Wettbewerbsfähigkeit der spanischen Wirtschaft stärkt. Nur so könne auf Dauer ein Abbau der hartnäckigen Leistungsbilanzdefizite erwirkt werden. Angesichts des drohenden Konjunkturumschwungs könnten diese Rufe lauter werden und an Gewicht gewinnen. Schon Ende 1989 wurden

<sup>8</sup> Vgl. dazu P. Bofinger: Das Europäische Währungssystem und die geldpolitische Koordination in Europa, in: Kredit und Kapital, 21. Jg. (1988), H. 3, S. 317ff.

<sup>9</sup> Vgl. Handelsblatt vom 6. 12. 1990.

Rücktrittsforderungen an den Notenbankchef laut, weil dieser an seiner unpopulären Austeritätspolitik festhielt und für 1990 gar eine Verschärfung ankündigte. Die Labilität des spanischen wirtschaftspolitischen Gebäudes wird zusätzlich durch die hohe Abhängigkeit von Kapitalimporten verschärft. Nach den Reformen in Osteuropa hat die Konkurrenz um das Kapital ausländischer Direktinvestoren deutlich zugenommen. Außerdem war Kuwait einer der Hauptkapitalgeber im langfristigen Bereich, weshalb die Golfkrise am spanischen Kapitalmarkt eine wahre Angstreaktion ausgelöst hat.

Ähnliche Zielkonflikte zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Anforderungen bestehen auch für die Banca d'Italia. Die Hochzinspolitik stößt einerseits wegen der Konjunkturabschwächung auf Grenzen, andererseits verfügt die Banca d'Italia wegen der starken Abhängigkeit Italiens von Auslandskapital zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite nur über einen engen Zinssenkungsspielraum. Druck auf sie, dennoch die Zinsen zu senken, könnte daraus resultieren, daß sich die hohen Zinsen in Italien relativ schnell in höheren Zinsbelastungen des Staates niederschlagen werden, da die italienische Staatsschuld vergleichsweise kurzfristig finanziert und der Schuldenstand in Relation zum Sozialprodukt besonders hoch ist. Angesichts wachsender Beträge revalorierungsbedürftiger Altschulden und zunehmender Neukredite mehren sich die Zweifel an der Fähigkeit der Banca d'Italia, eine konsequente Stabilitätspolitik verfolgen zu können. Immerhin mußten allein im letzten Quartal 1990 Schatzanweisungen im Wert von 200 Bill. Lit plaziert werden, dies sind fast ein Sechstel der gesamten italienischen Staatsschuld. Dabei ist die Banca d'Italia häufig gezwungen, den Geldmarkt sehr stark zu verflüssigen, damit die Banken die hohen Beträge an offerierten Schatzanweisungen aufnehmen können.

#### Stabilitätspolitische Zweifel

Zweifel am stabilitätspolitischen Ehrgeiz sind auch bei Großbritannien angebracht, dessen Beitritt zum Wechselkursmechanismus des EWS am 8. Oktober 1990 insofern überraschend erfolgte, als zu diesem Zeitpunkt sich die ökonomischen Eckdaten des Landes weiter denn je vom europäischen Durchschnitt entfernt hatten. Insbesondere die Hauptbedingung einer Angleichung der Inflationsraten ist nicht erfüllt<sup>10</sup>. Ihren Tiefpunkt hatte die britische Inflationsrate im Jahr 1986 mit 3,4 % erreicht. Seither hat sich der Preisaufrtrieb wieder beschleunigt. Im Beitrittsmonat betrug der Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr 10,9%. Selbst nach der längst

überfälligen Bereinigung um den Einfluß der Hypothekenzinsen<sup>11</sup> ergibt sich daraus noch eine Teuerungsrate von 8,5%.

Die hohe Inflationsrate hätte zusammen mit dem beträchtlichen Defizit in der Leistungsbilanz einen niedrigeren Einstiegskurs als die gewählten 2,95 DM/£ angezeigt erscheinen lassen. Da die Fundamentalfaktoren in Richtung einer Abwertung des Pfundes im Wechselkurssystem deuten, muß die Bank of England den Kurs durch die Aufrechterhaltung einer hohen positiven Zinsdifferenz zur Bundesrepublik Deutschland stabilisieren. Angesichts des politökonomischen Umfeldes wird sie allerdings nicht in der Lage sein, eine konsequente Stabilisierungspolitik durchzuhalten. Der von einer Nation von Hausbesitzern ausgeübte Druck auf die Regierung, die bei über 16% liegenden Hypothekenzinsen zu senken, dürfte bei der Bank of England auf wenig Widerstand stoßen, deren Verhältnis zur Regierung durch den Begriff „Kreatur des Schatzkanzlers“ charakterisiert wurde<sup>12</sup>. Die unmittelbar mit der Beitrittsverkündung verknüpfte Ermäßigung der „minimum lending rate“ der Bank of England von 15 auf 14% zeigt, daß dieses Argument durchaus an Gewicht gewinnt.

Darüber hinaus sind auch Zweifel an der Fähigkeit der Bank of England angebracht, die Preissteigerungsraten ohne Bruch des sozialen Konsens im Lande in den Griff zu bekommen. Die Haupttriebkraft der Preisentwicklung sind zur Zeit die bei über 10% liegenden Lohnzuwächse. Ohne Kooperation der Gewerkschaften könnte eine restriktive Geldpolitik eine Stabilisierungsrezession bewirken; mit dieser Kooperation ist im dargestellten wirtschaftlichen Umfeld schwerlich zu rechnen. Zudem lassen die seit Jahren weit über 10% liegenden Zuwachsraten der Geldmenge in weiter Abgrenzung befürchten, daß sich von der monetären Seite her ein Inflationspotential aufgebaut hat, das in der Zukunft noch zum Tragen kommen wird. Die Ursache für die „Geldmengenexplosion“ ist in einer bisher ungebrochenen Kreditnachfrage des privaten Sektors zu suchen, dessen mangelnde Zinselastizität lange bekannt ist. Wie man vor diesem Hintergrund auf eine schnelle und nachhaltige Senkung der Inflationsrate hoffen kann, bleibt unklar.

#### Fazit

Die Übereinstimmung in den stabilitätspolitischen Zielprioritäten zwischen den EWS-Ländern ist in den ver-

<sup>10</sup> Zu den Motiven für den Beitritt vgl. B. Reszat: Großbritannien im EWS, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 70. Jg. (1990), H. 11, S. 581-584.

<sup>11</sup> Durch die Eigenart der Berechnung des britischen Verbraucherpreisindex, der die Hypothekenzinsen enthält, wird der Vergleich mit den übrigen EWS-Ländern erschwert.

<sup>12</sup> Dieser Ausdruck geht auf den ehemaligen Schatzkanzler Cripps zurück, hat aber bis heute nichts von seiner Aktualität eingebüßt.

gangenen Monaten erheblich schwächer geworden. Es mehren sich die Anzeichen dafür, daß nicht mehr alle EWS-Länder gewillt und in der Lage sind, die Wirtschaftspolitik eindeutig auf die Erfordernisse der Preisstabilität auszurichten. Damit entfällt eine wesentliche Voraussetzung für einen erfolgreichen Fortgang des monetären Integrationsprozesses in Europa. Die Konsistenz der makroökonomischen Programme zwischen den einzelnen am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Ländern wird an Glaubwürdigkeit verlieren. Damit sind Spannungen im EWS programmiert, die durch häufigere Realignments ausgeglichen werden müssen. Der Disziplinierungszwang wird sich abschwächen und der indirekte geldpolitische Koordinationsmechanismus im EWS an Wirksamkeit einbüßen.

Es ist kaum zu erwarten, daß diese divergierende wirtschaftspolitische Entwicklung durch die in der ersten Stufe zur Wirtschafts- und Währungsunion vorgesehenen Verfahren zur direkten Koordination der Geld-, Währungs- und Finanzpolitik wirksam begrenzt werden kann. Die Abstimmung der Wirtschafts- und Finanzpolitik soll durch ein multilaterales Überwachungsverfahren im Ministerrat erreicht werden, der allerdings nur Empfehlungen aussprechen kann. Im Bereich der Geld- und Währungspolitik soll der Ausschuß der EG-Notenbankgouverneure eine stärkere Ex-ante-Koordination herbeiführen und dabei primär das Ziel der Preisstabilität verfolgen<sup>13</sup>. Sowohl die fiskalpolitischen als auch die geld- und währungspolitischen Koordinationsformen sind in der ersten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion unverbindlich. Gemäß den Vorstellungen des Delors-Berichts sollen sie es auch in der zweiten Stufe sein.

Die Geschichte der makropolitischen Koordination in Europa liefert ein eindrucksvolles Zeugnis davon, daß

derart schwache Koordinationsformen nur dann erfolgreich sind, wenn die Übereinstimmung in den Zielprioritäten vergleichsweise groß ist<sup>14</sup>. Gerade daran wird es jedoch in den kommenden Monaten im Europäischen Währungssystem mangeln. So steht derzeit kein wirksames Koordinationsinstrument zur Verfügung, um der divergierenden Wirtschaftsentwicklung Einhalt gebieten zu können.

Die Koordination der Geldpolitik im Ausschuß der EG-Notenbankgouverneure könnte die Preis- und Wechselkursstabilität in Europa wirksamer unterstützen, wenn alle beteiligten Notenbankpräsidenten im eigenen Land unabhängig von den Weisungen ihrer Regierungen wären. Mit der Unabhängigkeit aller Notenbanken schon in der ersten Stufe könnte eine Klammer um die divergierende Wirtschaftsentwicklung gelegt und ein Gegengewicht zu dem wachsenden innenpolitischen Druck in einzelnen EWS-Ländern gebildet werden, so daß zumindest die Geldpolitik europaweit an einem Strang zöge und damit zu einem wirksameren Koordinationsinstrument würde als bisher.

Es dürfte aber gerade jetzt in den Ländern mit relativ abhängigen Notenbanken wenig Neigung bestehen, sich freiwillig der Dienste der Geldpolitik im Rahmen einer eher an der Bekämpfung der Wachstumsschwäche und der Arbeitslosigkeit orientierten Wirtschaftspolitik zu begeben. Wenn in wichtigen EWS-Ländern notwendige stabilitätspolitische Entscheidungen immer schwerer durchsetzbar werden, dann steigen die Rückschlagsgefahren im monetären Integrationsprozeß stark an. Dies sollte bei Strukturentscheidungen, die bereits heute mit Blick auf die Endstufe der Wirtschafts- und Währungsunion in Europa gefällt werden, stärker als bisher berücksichtigt werden.

<sup>13</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Die erste Stufe der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 42. Jg. (1990), Nr. 7, S. 30 ff.

<sup>14</sup> Vgl. H. Hesse, B. Braasch: Koordination der Makropolitik in Europa, in: Festschrift für D. Pohmer zum 65. Geburtstag (erscheint Ende Dezember 1990).

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

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

**Anschrift der Redaktion:** Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 306/307

**VERLAG UND VERTRIEB:**  
**Verlag Weltarchiv GmbH**, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 500

**Bezugspreise:** Einzelheft: DM 9,-, Jahresabonnement DM 106,- (Studenten: DM 53,-) zuzüglich Porto

**Anzeigenpreisliste:** Nr. 13 vom 1. 1. 1983

**Erscheinungsweise:** monatlich

**Druck:** AMS Wünsch Offset-Druck GmbH, 8430 Neumarkt/Opf.

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.